

فصلنامه علمی پژوهشی
دانش مالی تحلیل اوراق بهادار
سال دوازدهم، شماره چهل و یکم
بهار ۱۳۹۸

آزمون اثر سررسید بدهی و کیفیت گزارشگری مالی بر کم سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری

محمد حسنی^۱

مریم میثمی^۲

تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۳/۱۰

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۴/۱۸

چکیده

در این پژوهش، اثر سررسید بدهی و کیفیت گزارشگری مالی بر کم سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری آزمون شد. کم سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری به پیروی از مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) و کیفیت گزارشگری مالی به پیروی از مدل دیچو و دیچاو (۲۰۰۲) اندازه‌گیری شد. نمونه آماری پژوهش شامل تعداد ۲۱۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ است. نتایج نشان داد سررسید بدهی و کیفیت گزارشگری مالی اثر معنی‌دار و منفی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری دارند. این آزمون به تفکیک در گروه مشاهده‌های مواجه با بیش سرمایه‌گذاری و در گروه مشاهده‌های مواجه با کم سرمایه‌گذاری نیز انجام شد. شواهد بیانگر این بود که کیفیت گزارشگری مالی اثر معنی‌دار و منفی بر بیش سرمایه‌گذاری دارد، در حالی که بر کم سرمایه‌گذاری اثر معنی‌داری ندارد. همچنین، سررسید کوتاه‌مدت بدهی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری اثر معنی‌داری ندارد. سایر نتایج نشان داد که جریان وجه نقد عملیاتی، قابلیت شهود داری‌ها و نوسان جریان وجه نقد عملیاتی اثر معنی‌دار و مثبت بر بیش سرمایه‌گذاری دارند؛ در حالی که نوسان فروش از اثر معنی‌دار و منفی بر بیش سرمایه‌گذاری برخوردار است. در ضمن متغیرهای عمر، فرصت رشد، گزارش زیان و اندازه شرکت رابطه معنی‌داری با بیش سرمایه‌گذاری ندارند. همچنین اندازه اثر معنی‌دار و مثبت بر کم سرمایه‌گذاری دارد؛ در حالی که فرصت رشد و قابلیت شهود داری‌ها از اثر معنی‌دار و منفی بر کم سرمایه‌گذاری برخوردارند. در ضمن متغیرهای عمر، جریان وجه نقد عملیاتی، گزارش زیان، نوسان فروش و نوسان جریان نقد عملیاتی رابطه معنی‌داری با کم سرمایه‌گذاری ندارند.

واژه‌های کلیدی: کم سرمایه‌گذاری، بیش سرمایه‌گذاری، سررسید بدهی، کیفیت گزارشگری مالی.

۱- استادیار حسابداری، مدیر گروه دکتری و ارشد حسابداری و مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
m_hassani@iau-tnb.ac.ir

۲- کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال، تهران، ایران

۱- مقدمه

طور جدی از جریان های نقد آزاد سوء استفاده می- کنند (ژین و همکاران، ۲۰۰۷) و از سوی دیگر، محدودیت های تأمین مالی و کمبود جدی در سرمایه- گذاری، مربوط به عدم تقارن اطلاعاتی است (ژنگ و همکاران، ۲۰۰۱). عدم تقارن اطلاعاتی، چندین تضاد بین ذینفعان اصلی ایجاد می کند که منتهی به فرآیند بیش یا کم سرمایه گذاری می گردد (مورگادو و پیناندو، ۲۰۰۳).

بخش اعظمی از مباحث موجود در ادبیات نظری مبین این است که شرکت ها با بهبود کیفیت گزارشگری مالی می توانند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند (بوشمن و اسمیت، ۲۰۰۱؛ هیلی و پالپو، ۲۰۰۱). از دیدگاه تئوری نمایندگی، مکانیزم های کنترلی مختلفی جهت فرونشاندن عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش ریسک اطلاعاتی وجود دارند که منجر به کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیران می شوند. این روند منجر به بهبود نظارت بر فعالیت های مدیران در مواردی مانند کیفیت گزارشگری مالی و افشاء اطلاعات مالی خواهد شد (بوشمن و اسمیت، ۲۰۰۱؛ هیلی و پالپو، ۲۰۰۱؛ هوپ و توماس، ۲۰۰۸). کیفیت گزارشگری مالی میزان دقیقی است که گزارش مالی اطلاعات مربوط به عملیات شرکت و به خصوص جریان های نقد مورد انتظار را ارائه دهد. رویکردهای متفاوتی در مورد کیفیت گزارشگری مالی وجود دارند. این رویکردها را می توان به دو گروه تقسیم کرد که عبارتند از رویکرد نیازهای استفاده کننده و رویکرد حمایت از سرمایه گذار/سهامدار. مبانی نظری بیانگر این است که بهبود شفافیت مالی به طور بالقوه منجر به کاهش مشکلات بیش و کم سرمایه گذاری می شود (چن و همکاران، ۲۰۱۰). این بهبود به دو روش فراهم می شود؛ کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سهامداران و سپس کاهش هزینه های افزایش وجوه شرکت؛ و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران و سپس کاهش هزینه های سهامداران برای نظارت بر مدیران و بهبود انتخاب پروژه های سرمایه- گذاری.

تحلیل سرمایه گذاری می تواند تا آن جایی که ممکن است، باعث بهبود مدیریت و افزایش ثروت سرمایه گذاران شده و تصمیم گیری آگاهانه را محقق سازد. مدیران شرکت ها، با شناخت عوامل مؤثر بر سرمایه گذاری و با به کارگیری آن ها در رسیدن به سطح سرمایه گذاری بهینه، می توانند نهایت بازدهی را ایجاد کنند (وردی، ۲۰۰۶). کارایی سرمایه گذاری به صورت مفهومی شامل شناسایی، تأمین مالی و اجرای پروژه های با ارزش فعلی خالص مثبت است و ناکارایی سرمایه گذاری نیز گذر از فرصت های سرمایه گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت (سرمایه گذاری کمتر از حد) و یا انتخاب پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه گذاری بیشتر از حد) است (لانگ و همکاران، ۱۹۹۶؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). بازارهای ناکارا دارای نواقصی هستند که می تواند سطح سرمایه گذاری بهینه شرکت را تحت تأثیر قرار داده و در نهایت، به فرآیند بیش سرمایه گذاری و یا کم سرمایه گذاری منتهی شود. بر اساس فرضیه بیش و کم سرمایه گذاری، از یک سو، وجود جریان نقد به سبب نبود تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران منجر به بیش سرمایه گذاری می- شود و از سوی دیگر، وجود محدودیت در تأمین مالی، به کم سرمایه گذاری منتهی می گردد (بیدل و هیلاری، ۲۰۰۶). ناکارایی سرمایه گذاری ریشه در نظریه نمایندگی و نظریه اقتصاد اطلاعات و مسائلی چون هزینه های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی دارد (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸؛ یو و همکاران، ۲۰۱۲). عدم تقارن اطلاعاتی، به اصطلاح بازار و عدم کارایی سرمایه گذاری برای شرکت هایی که با محدودیت نقدینگی مواجه هستند، می افزاید (فازاری و همکاران، ۱۹۸۸). گاهی اوقات، مشکلات نمایندگی ناشی از بیش سرمایه گذاری مدیران، در تعقیب منافع شخصی و سوء استفاده از جریان های نقد آزاد در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی است (جنسن، ۱۹۸۶؛ استولز، ۱۹۹۰). از یک سو، اغلب شرکت ها به دلیل مشکلات نمایندگی، بیش سرمایه گذاری گسترده ای دارند و به

مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی باشد (فلانی، ۱۹۸۶؛ برگر و اودل، ۱۹۹۸؛ اورتیز مولینا و پناس، ۲۰۰۸). از دید وام‌گیرنده به این دلیل که شرکت‌ها با در نظر گرفتن سررسیدهای کوتاه‌مدت بدهی، علائمی از شرایط خوب و وضعیت مساعد جهت تجدید وام‌ها را مخابره می‌کنند؛ و از دید وام‌دهنده به این دلیل که سررسیدهای کوتاه‌مدت بدهی امکان نظارت و کنترل بهتر مدیران را فراهم خواهد ساخت (دیاموند، ۱۹۹۱ و ۱۹۹۳). افزایش انعطاف‌پذیری شرکت‌ها جهت سررسید بدهی‌ها در کوتاه‌مدت، عامل مهمی در رسیدن به سرمایه‌گذاری‌های کارآ باشد (میرز، ۱۹۷۷؛ چایلدس و همکاران، ۲۰۰۵).

سؤال اصلی پژوهش این است که آیا در شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران، کیفیت گزارشگری مالی و سررسیدهای کوتاه‌مدت بدهی عاملی جهت کاهش ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌باشند و می‌توانند از سرمایه‌گذاری کمتر یا بیشتر از حد مطلوب ممانعت بعمل آورند؟

۲- پیشینه پژوهش

گرین (۱۹۸۴) نشان داد تأمین مالی از محل بدهی، انگیزه مدیران و سهامداران را برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ارزش کاهش می‌دهد. فلانری (۱۹۸۶) بیان داشت شرکت‌های با پروژه‌های مناسب ترجیح می‌دهند جهت اعلام علائم مثبت به بازار و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، از بدهی‌های با سررسید کوتاه‌مدت بهره ببرند. در نتیجه این موضوع منجر به کارآیی سرمایه‌گذاری خواهد شد. دیاموند (۱۹۹۱) و ۱۹۹۳) و راجان (۱۹۹۲) بیان داشتند در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، استفاده بیشتر از بدهی‌های با سررسید کوتاه‌مدت، کارآیی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد. لانگ و همکاران (۱۹۹۶) استدلال نمودند در شرکت‌های با نسبت کیو توبین بالا (چشم‌انداز رشد بیشتر)، اهرم محدودیت کمتری برای سرمایه‌گذاری بدهی ایجاد می‌کند. برای شرکت‌هایی با نسبت کیو توبین پایین، اهرم محدودیتی برای سرمایه‌گذاری

یکی از مباحث مهم در انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، توجه به فعالیت‌های تأمین مالی شرکت‌ها است. در فرضیه قرارداد بدهی، از بدهی‌ها به عنوان مکانیزمی در مورد مشکلات نمایندگی یاد می‌شود. بدهی‌ها بیانگر تعهدات در قبال انتقال منابع اقتصادی در شرکت هستند و نکته‌ای که در مورد آن‌ها مطرح است، زمان لازم برای پرداخت مبالغ این حساب‌ها در تاریخ سررسید مربوطه است. رویکردهای مختلف چارچوب نظری مربوط به ساختار سررسید بدهی عبارتند از فرضیه موازنه، فرضیه نمایندگی، فرضیه علامت‌دهی و فرضیه تطابق سررسید (ترا، ۲۰۱۱). طبق فرضیه موازنه، سررسید بهینه بدهی از طریق موازنه بین هزینه‌های بدهی کوتاه‌مدت در مقابل نفوذ نرخ بهره بالاتر بدهی‌های بلندمدت بدست می‌آید. طبق فرضیه نمایندگی که توسط جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) مطرح و توسط میرز (۱۹۷۷) توسعه داده شده است، ساختار سررسید بدهی ابزاری است که شرکت می‌تواند برای حل کردن مشکل نمایندگی استفاده کند. بر اساس این تئوری، شرکت سررسید بدهی بهینه را برای حل مشکل عدم تقارن اطلاعاتی (میرز، ۱۹۷۷؛ میرز و ماجلوف، ۱۹۸۴) و یا حل مسأله سرمایه‌گذاری بیش از حد و کاهش آن (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶؛ جنسن، ۱۹۸۶) انتخاب خواهد کرد. فرضیه علامت‌دهی نیز ریشه در مسأله عدم تقارن اطلاعاتی دارد. ساختار سررسید بدهی به عنوان ابزاری برای فائق آمدن بر مسأله انتخاب معکوس به صورت ارائه یک علامت معتبر به بازار استفاده می‌شود (آکرلوف، ۱۹۷۰؛ راس، ۱۹۷۷). فرضیه تطابق سررسید بیان می‌دارد شرکت باید سررسید بدهی‌ها را با سررسید دارایی‌های خود تطابق دهد (راس و همکاران، ۲۰۰۲؛ بریلی و میرز، ۱۹۹۴؛ هارت و مور، ۲۰۰۳). این فرضیه پیش از این که مبنای نظری داشته باشد، از تجربه افراد اجرایی بر مبنای ریسک نقدینگی موجود، نقدینگی ناکارا و مباحث چرخه بازار کالاها ایجاد شده است (ترا، ۲۰۱۰). برخی مطالعات نشان داده‌اند سررسیدهای کوتاه‌مدت بدهی می‌توانند عامل مهمی در کاهش



داده و به کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد منجر می‌گردد. لی و وانگ (۲۰۱۰) دریافتند معیارهای کیفیت گزارشگری مالی شامل کیفیت اقلام تعهدی و هموارسازی سود اثر معنی‌دار و منفی بر کم سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری دارند. فنگ چن و همکاران (۲۰۱۱) دریافتند کیفیت گزارشگری مالی اثر مثبتی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. هنگام استفاده از تسهیلات بانکی، شدت این رابطه افزایش یافته و هنگام وجود انگیزه مدیران جهت کاهش سود برای مقاصد مالیاتی، شدت رابطه کاهش می‌یابد. می‌جنگ و همکاران (۲۰۱۳) دریافتند پیش از افشای ضعف کنترل‌های داخلی، شرکت‌ها زمانی که از نظر مالی محدودیت دارند (محدودیت ندارند)، دچار کم سرمایه‌گذاری (بیش سرمایه‌گذاری) می‌شوند. گوماریز و بایستا (۲۰۱۴) نشان دادند کیفیت گزارشگری مالی منجر به کاهش مشکلات بیش سرمایه‌گذاری می‌شود. همچنین، سررسید کوتاه مدت بدهی، مشکلات بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. فلاویو وئول و همکاران (۲۰۱۴) دریافتند کیفیت ضعیف گزارشگری مالی منجر به کاهش سرمایه‌گذاری کارآ شده و احتمال وقوع کم سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد.

مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷) دریافتند کیفیت گزارشگری مالی از طریق کاهش بیش (کم) سرمایه‌گذاری می‌تواند موجب ارتقای کارایی سرمایه‌گذاری گردد. هاشمی و همکاران (۱۳۸۹) نشان دادند در شرکت‌های دارای اقلام تعهدی اختیاری مثبت بزرگ، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای حساسیت بیشتری به جریان‌های نقدی داخلی دارد. همچنین قیمت‌گذاری بازار اقلام تعهدی اختیاری تحت تأثیر میزان تأمین مالی خارجی قرار ندارد. ثقفی و عرب‌مازار (۱۳۸۹) بیان کردند رابطه معنی‌داری بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری وجود ندارد. صالح‌نژاد و همکاران (۱۳۸۹) نشان دادند بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط معکوس و معنی‌داری وجود دارد. همچنین تسهیلات

محسوب می‌شود. فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند هر چه کیفیت ارقام تعهدی شرکت‌ها پایین‌تر باشد، هزینه بدهی و سرمایه در آن شرکت‌ها بالاتر می‌رود. واروج و همکاران (۲۰۰۵) استدلال نمودند که ارتباط منفی بین اهرم و ناکارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی با فرصت رشد کمتر نسبت به شرکت‌هایی با فرصت رشد بیشتر به طور با اهمیتی قوی‌تر است. وردی (۲۰۰۶) نشان داد شاخص کیفیت گزارشگری مالی هم با سرمایه‌گذاری کمتر از حد و هم با سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه منفی دارد. همچنین وی دریافت که ارتباط میان کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری بیش از حد برای شرکت‌هایی که دارای مانده وجه نقد بیشتری هستند و سرمایه‌گذاران پراکنده‌ای دارند، بسیار قوی است. همچنین رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری کمتر از حد برای شرکت‌هایی که با محدودیت در امر تأمین مالی مواجه بوده‌اند، قوی‌تر است. رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های دارای محیط‌های اطلاعاتی با کیفیت پایین، قوی‌تر است. بیدل و هیلاری (۲۰۰۶) نشان دادند کیفیت حسابداری بالا، کارایی سرمایه‌گذاری را از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و وام‌دهندگان و تأمین‌کنندگان خارج از سازمان افزایش می‌دهد. بیدل و هیلاری (۲۰۰۷) نشان دادند کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری، موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. همچنین کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد را بیشتر از سرمایه‌گذاری کمتر از حد کاهش می‌دهد. بتی و همکاران (۲۰۰۷) نشان دادند گرچه وام‌دهندگان برون‌سازمانی با انعقاد قراردادهای محدود کننده و دستیابی به اطلاعات اختصاصی، اهمیت کیفیت اطلاعات حسابداری را کاهش می‌دهند، ولی اصولاً محدودیت در سرمایه‌گذاری، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش و تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. بیدل و همکاران (۲۰۰۹) دریافتند کیفیت بالاتر گزارشگری مالی، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش

ناکارایی سرمایه‌گذاری ارتباطی منفی معنی‌داری برقرار است. همچنین، محدودیت مالی اثر معکوس کیفیت گزارشگری مالی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. امیرحسینی و لیشینی (۱۳۹۳) دریافتند کیفیت گزارشگری مالی ارتباط مثبت و معنی‌داری با کارایی سرمایه‌گذاری دارد. پورحیدری و همکاران (۱۳۹۳) نشان دادند بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط معکوس و معنی‌داری وجود دارد. کامیابی و همکاران (۱۳۹۳) نشان دادند کیفیت گزارشگری بالاتر رابطه مثبت معنی‌داری با کارایی سرمایه‌گذاری دارد و سررسید بدهی کوتاه‌مدت رابطه معنی‌داری با کارایی سرمایه‌گذاری ندارد. همچنین بدهی کوتاه مدت بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، اثر منفی و معنی‌دار دارد. حسنی و کنگرانی (۱۳۹۴) نشان دادند بین ناکارایی سرمایه‌گذاری و جریان نقد آزاد رابطه معنی‌دار و مثبتی وجود دارد. شرکت‌های با سرمایه‌گذاری پایین‌تر از حد مطلوب و جریان نقد آزاد منفی، به طور قابل توجهی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد آزاد معنی‌داری دارند که عمدتاً از محدودیت‌های مالی ناشی می‌شود. شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بالاتر از حد مطلوب و جریان نقد آزاد مثبت، به طور قابل توجهی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد آزاد معنی‌داری دارا هستند که عمدتاً از هزینه‌های نمایندگی ناشی می‌شود. حسنی و اکبری (۱۳۹۴) نشان دادند بین ناکارایی سرمایه‌گذاری و مدیریت سود رابطه معنی‌دار و مثبتی وجود دارد. حسنی و ناصراسلامی (۱۳۹۴) دریافتند مدیریت سود تأثیر معنی‌دار مثبتی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری دارد. مشاهده‌های دارای مدیریت سود کاهشی با بیش سرمایه‌گذاری و مشاهده‌های دارای مدیریت سود افزایشی با کم سرمایه‌گذاری مواجه هستند.

۳- فرضیه‌های پژوهش

طبق مبانی نظری و نتایج تجربی، افزایش کیفیت گزارشگری مالی و کاهش زمان سررسید بدهی منجر

بانکی تأثیری بر ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی ندارد. هاشمی و همکاران (۱۳۹۰) دریافتند با افزایش کیفیت ارقام تعهدی، میزان عدم کارایی سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. سلیمانی و همکاران (۱۳۹۱) دریافتند کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد رابطه منفی دارد. همچنین کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌هایی که عمدتاً از بانک 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. حسنی و صادقی‌راد (۱۳۹۲) نشان دادند بین اهرم مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری رابطه معکوسی وجود دارد؛ به این ترتیب که اهرم مالی به کم سرمایه‌گذاری دامن زده و از بروز بیش سرمایه‌گذاری جلوگیری می‌کند. فخاری و رسولی (۱۳۹۲) دریافتند ارتباط معنی‌داری میان کیفیت ارقام تعهدی و کارایی سرمایه‌گذاری وجود ندارد. رحیمیان و همکاران (۱۳۹۲) نشان دادند بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌دار و مثبتی مشاهده می‌گردد. همچنین ارتباط معنی‌داری میان کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری کمتر از حد و بیش از حد شرکت وجود ندارد. حسنی و نعیمی (۱۳۹۳) نشان دادند رابطه معنی‌دار و مثبت (منفی) بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی (ناکارایی) سرمایه‌گذاری وجود دارد. همچنین اهرم مالی اثر مستقیم (معکوس) بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی (ناکارایی) سرمایه‌گذاری دارد. نمازی و غلامی (۱۳۹۳) دریافتند با اعمال بیشتر مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی، میزان سرمایه‌گذاری ناکارای شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد. قنبری و آسوده (۱۳۹۳) نشان دادند کیفیت گزارشگری مالی از طریق کاهش بیش (کم) سرمایه‌گذاری می‌تواند موجب ارتقای کارایی سرمایه‌گذاری گردد. بدهی جاری منجر به کاهش مشکلات سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری ناکافی گردد. پورزمانی و همکاران (۱۳۹۳) نشان دادند بین کیفیت گزارشگری مالی و



به کاهش ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌شوند؛ فرضیه‌ها به شرح زیر ساماندهی شدند:

(۱) شرکت‌های با درجه بالای کیفیت گزارشگری مالی، بیش سرمایه‌گذاری کمتری دارند.

(۲) شرکت‌های با درجه بالای کیفیت گزارشگری مالی، کم سرمایه‌گذاری کمتری دارند.

(۳) شرکت‌های با سررسید کوتاه‌تر بدهی، بیش سرمایه‌گذاری کمتری دارند.

(۴) شرکت‌های با سررسید کوتاه‌تر بدهی، کم سرمایه‌گذاری کمتری دارند.

$AGE_{i,t}$: عمر؛ لگاریتم طبیعی سن شرکت بر حسب مدت زمان از سال تأسیس تا سال مورد نظر.

$GO_{i,t}$: رشد؛ نسبت جمع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها.

$OCF_{i,t}$: جریان نقد عملیاتی؛ نسبت وجوه نقد فعالیت‌های عملیاتی به ارزش دفتری دارایی‌ها.

$LOSS_{i,t}$: زیاندهی؛ در صورت وقوع زیان خالص عدد یک و در غیر این صورت صفر.

$SIZE_{i,t}$: اندازه؛ لگاریتم طبیعی فروش.

$TANG_{i,t}$: قابلیت شهود دارایی‌ها؛ نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به ارزش دفتری دارایی‌ها.

$SVOL_{i,t}$: نوسان فروش؛ انحراف معیار سه ساله فروش همگن شده به ارزش دفتری دارایی‌ها.

$OCFVOL_{i,t}$: نوسان جریان نقد؛ انحراف معیار سه ساله نقد عملیاتی به ارزش دفتری دارایی‌ها.

۵- روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۵ ساله از ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ می‌باشد. انتخاب شرکت‌های نمونه به روش حذفی سیستماتیک با منظور کردن شرایطی انجام شد. تعداد ۲۱۹ شرکت در دوره ۵ ساله به عنوان نمونه لحاظ شدند. به دلیل الزام محاسباتی، دوره زمانی گردآوری داده‌ها عملاً از ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ است.

۶- یافته‌های پژوهش

آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره (۱) ارائه شده‌اند. انحراف بین مقادیر واقعی و پیش‌بینی شده سرمایه‌گذاری جدید به عنوان ناکارایی سرمایه‌گذاری به طور میانگین حدود ۲/۴۶ درصد دارایی‌های اول دوره را تشکیل می‌دهد. انحراف بین مقادیر واقعی و پیش‌بینی شده ارقام تعهدی سرمایه در گردش به عنوان قرینه کیفیت گزارشگری مالی به طور میانگین حدود ۱۳/۵۶ درصد دارایی‌های اول دوره است. سهم بدهی‌های جاری در شرکت‌های مورد بررسی به طور

به کاهش ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌شوند؛ فرضیه‌ها به شرح زیر ساماندهی شدند:

(۱) شرکت‌های با درجه بالای کیفیت گزارشگری مالی، بیش سرمایه‌گذاری کمتری دارند.

(۲) شرکت‌های با درجه بالای کیفیت گزارشگری مالی، کم سرمایه‌گذاری کمتری دارند.

(۳) شرکت‌های با سررسید کوتاه‌تر بدهی، بیش سرمایه‌گذاری کمتری دارند.

(۴) شرکت‌های با سررسید کوتاه‌تر بدهی، کم سرمایه‌گذاری کمتری دارند.

۴- مدل و متغیرهای پژوهش

با توجه به فرضیه‌های پژوهش، مدل کلی پژوهش را می‌توان به صورت زیر ارائه نمود:

$$IINEFF_{i,t} = \alpha + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 DM_{i,t} + \beta_3 AGE_{i,t} + \beta_4 GO_{i,t} + \beta_5 OCF_{i,t} + \beta_6 LOSS_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 TANG_{i,t} + \beta_9 SVOL_{i,t} + \beta_{10} OCFVOL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$IINEFF_{i,t}$: ناکارایی سرمایه‌گذاری؛ طبق مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) سرمایه‌گذاری جدید تابعی از رشد فروش دوره قبل است. خطای مدل رگرسیونی شاخص ناکارایی سرمایه‌گذاری است. پسماند مثبت بیانگر بیش سرمایه‌گذاری و پسماند منفی حاکی از کم سرمایه‌گذاری است.

$FRQ_{i,t}$: کیفیت گزارشگری مالی؛ طبق مدل دیچو و دیچاو (۲۰۰۲) ارقام تعهدی سرمایه در گردش تابعی از جریان نقد عملیاتی دوره‌های گذشته، حال و آینده است. قرینه قدرمطلق خطای مدل رگرسیونی شاخص کیفیت گزارشگری مالی است.

$DM_{i,t}$: سررسید بدهی؛ نسبت بدهی‌های جاری به ارزش دفتری بدهی‌ها.

$DDM_{i,t}$: متغیر مجازی سررسید بدهی؛ اگر سررسید کوتاه مدت بدهی بیشتر از میانه کل نسبت متناظر در صنعت باشد، عدد یک و در غیر این صورت صفر لحاظ خواهد شد.

ناکارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی با توجه به آماره تی (۱/۸۰۹۶-) و احتمال آن (۰/۰۷۰۷) در سطح خطای ۱۰ درصد، رابطه معنی‌دار و منفی وجود دارد. در حقیقت کیفیت بالای گزارشگری مالی از طریق محدود کردن امکان انجام اقدامات فرصت-طلبانه مدیران، سبب شده مدیران در تصمیمات خود از ناکارایی سرمایه‌گذاری کمتری برخوردار باشند. بهبود کارایی سرمایه‌گذاری از طریق افزایش کیفیت گزارشگری مالی به شکلی انجام می‌شود که منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی گردد. مبانی نظری بیانگر این است که بهبود شفافیت مالی به طور بالقوه منجر به کاهش مشکلات بیش و کم سرمایه‌گذاری می‌شود (چن و همکاران، ۲۰۱۰).

بین ناکارایی سرمایه‌گذاری و سررسید بدهی با توجه به آماره تی (۲/۳۹۲۷-) و احتمال آن (۰/۰۱۶۹) در سطح خطای ۵ درصد رابطه معنی‌دار و منفی وجود دارد. این بدان معنی است که شرکت‌های با سررسید کوتاه‌تر بدهی، از ناکارایی سرمایه‌گذاری پایین‌تری برخوردارند. بر اساس تئوری قراردادهای، رویه‌های حسابداری ابزاری برای کاهش تضاد منافع میان گروه‌های مختلف طرف قرارداد با شرکت است. یکی از گروه‌های طرف قرارداد اعتباردهندگان هستند. محدودیتی که برای کاهش تضاد منافع میان اعتباردهندگان و شرکت به عنوان طرف‌های درگیر در قراردادهای کار گرفته می‌شود و از طرفی رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را محدود می‌کند، تأمین مالی اهرمی با سررسیدهای مشخص است. زمانی که بدهی‌های کوتاه‌مدت بخش بیشتری از تأمین مالی شرکت را شکل دهد، انتظار می‌رود مدیران محدودیت بیشتری در کوتاه‌مدت برای دستکاری در گزارشگری داشته و تلاش می‌کنند ضمن رعایت مفاد قراردادهای تعهدات خود عمل نمایند. در این شرایط، سرمایه‌گذاری کاراتری را تجربه خواهند کرد.

میانگین حدود ۸۵/۶۱ درصد کل بدهی‌ها است. نتایج نشان داد که ۵۴/۲۴ درصد مشاهده‌های شرکت-سال در مقایسه با میانگین شرکت‌های فعال در صنعت مربوطه از بدهی‌های جاری بیشتری برخوردارند. شرکت‌های مورد بررسی به طور میانگین عمری حدود ۳۸/۳۲ سال دارند که حدود ۳/۵۵ واحد لگاریتمی است. فرصت رشد شرکت‌های مورد بررسی به طور میانگین حدود ۱/۱۲ برابر است. به این معنی که مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها حدود ۱/۱۲ برابر ارزش دفتری دارایی‌ها می‌باشد. جریان وجه نقد عملیاتی شرکت‌های مورد بررسی به طور میانگین حدود ۱۴/۴ درصد ارزش دفتری دارایی‌ها است. حدود ۱۴/۰۶ درصد مشاهده‌های شرکت-سال، زیان خالص گزارش کرده‌اند. اندازه شرکت‌های مورد بررسی به طور میانگین حدود ۲۶/۹۸ واحد لگاریتمی است. نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به طور میانگین حدود ۲۴/۷۵ درصد دارایی‌ها است. نوسان فروش به طور میانگین حدود ۱۵/۴۲ درصد دارایی‌ها است. نوسان جریان وجه نقد عملیاتی به طور میانگین حدود ۸/۴۱ درصد دارایی‌ها است. مقادیر چولگی و کشیدگی متغیرها و همچنین آماره جارکو-برا و احتمال آن (بیشتر از سطح خطای ۵ درصد) حاکی از انحراف نسبت به مقادیر متناظر در توزیع نرمال هستند.

نتایج آزمون پایایی در نگاره (۲) ارائه شده‌اند. با توجه به مقادیر آماره آزمون و احتمال آن (کمتر از سطح خطای ۵ درصد)، متغیرها پایا هستند. نتایج آزمون همبستگی در نگاره (۳) ارائه شده‌اند. کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی با توجه به احتمال آماره تی (کمتر از سطح خطای ۵ درصد) همبستگی معنی‌دار منفی با ناکارایی سرمایه‌گذاری دارند. بین متغیرهای توضیحی در مواردی همبستگی معنی‌داری وجود دارد، ولی شدت آن منجر به هم‌خطی نمی‌شود. نتایج آزمون مدل رگرسیونی طبق روش داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت در نگاره (۴) ارائه شده‌اند. بین

نگاره (۱): نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها												شرح
OCFVOL _{i,t}	SVOL _{i,t}	TANG _{i,t}	SIZE _{i,t}	LOSS _{i,t}	OCF _{i,t}	GO _{i,t}	AGE _{i,t}	DDM _{i,t}	DM _{i,t}	FRQ _{i,t}	INVEFF _{i,t}	
0.084147	0.154238	0.247567	26.98515	0.140639	0.140412	1.124460	3.558786	0.542466	0.856191	-0.135616	0.024626	میانگین
0.067978	0.108471	0.205160	26.94302	0.000000	0.115780	0.745820	3.713570	1.000000	0.904390	-0.084340	0.012498	میانه
0.522461	1.491931	0.857320	32.30778	1.000000	1.147600	7.235870	4.290460	1.000000	1.000000	-5.49E-05	0.471230	بیشترین
0.001699	۰۰۱۹۳۸۰	۰۰۰۵۶۰	22.16806	0.000000	-0.688940	۰۳۲۳۳۸۰	2.197220	0.000000	0.153160	-2.334818	1.73E-05	کمترین
0.067792	0.160040	0.178425	1.496811	0.347808	0.178173	1.104140	0.422665	0.498421	0.141005	0.180476	0.035720	انحراف معیار
2.318469	3.283655	1.119205	0.251328	2.067376	0.669208	2.239997	-0.785874	-0.170479	-1.816595	-5.093924	4.229032	چولگی
11.55536	18.91391	3.971500	3.873429	5.274045	6.768501	9.477043	2.691459	1.029063	6.665745	46.26154	33.98124	کشیدگی
4320.475	13522.44	271.6646	46.33405	1015.953	729.6786	2829.773	117.0551	182.5385	1215.348	90125.48	47056.54	آماره جارکوبرا
0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	احتمال آماره
1095	1095	1095	1095	1095	1095	1095	1095	1095	1095	1095	1095	تعداد مشاهده‌ها

نگاره (۲): نتایج آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

متغیرها												شرح
OCFVOL _{i,t}	SVOL _{i,t}	TANG _{i,t}	SIZE _{i,t}	LOSS _{i,t}	OCF _{i,t}	GO _{i,t}	AGE _{i,t}	DDM _{i,t}	DM _{i,t}	FRQ _{i,t}	INVEFF _{i,t}	
-59.0654	-30.0002	-58.3594	-10.5053	-3.98417	-13.3387	-14.7122	-80.7020	-4.23544	-15.7965	-46.1634	-21.7337	آماره تی
۰۰۰۰۰۰	۰۰۰۰۰۰	۰۰۰۰۰۰	۰۰۰۰۰۰	۰۰۰۰۰۰	۰۰۰۰۰۰	۰۰۰۰۰۰	۰۰۰۰۰۰	۰۰۰۰۰۰	۰۰۰۰۰۰	۰۰۰۰۰۰	۰۰۰۰۰۰	احتمال آماره

نگاره (۳): نتایج آزمون همبستگی متغیرهای پژوهش

OCFVOL _{i,t}	SVOL _{i,t}	TANG _{i,t}	SIZE _{i,t}	LOSS _{i,t}	OCF _{i,t}	GO _{i,t}	AGE _{i,t}	DDM _{i,t}	DM _{i,t}	FRQ _{i,t}	INVEFF _{i,t}	ضریب همبستگی احتمال آماره تی	
											1.000000	INVEFF _{i,t}	
										1.000000	-0.083872	FRQ _{i,t}	
									1.000000	0.255407	-0.109371	DM _{i,t}	
								1.000000	0.483779	0.170762	-0.074394	DDM _{i,t}	
						1.000000	-0.038581	0.031202	0.0000	-0.035338	0.002080	AGE _{i,t}	
					1.000000	0.012692	-0.023911	-0.009658	0.4293	0.7496	-0.081794	0.197199	GO _{i,t}
				1.000000	0.409028	-0.056070	-0.046647	-0.067415	0.1229	-0.0257	-0.013143	0.226814	OCF _{i,t}
			1.000000	-0.165336	-0.214948	0.041261	-0.108303	-0.025366	0.1724	0.4017	-0.123054	-0.080780	LOSS _{i,t}
		1.000000	-0.208936	0.152219	-0.056291	-0.054314	0.120861	0.101270	0.133051	0.0000	-0.073127	0.0155	SIZE _{i,t}
	1.000000	-0.016841	-0.048418	0.244484	0.121413	-0.057799	-0.224374	-0.375073	-0.026390	0.279968	0.0000	TANG _{i,t}	
	0.059587	0.052470	0.069958	0.018988	0.115554	0.076871	-0.017046	0.003606	-0.162792	-0.008560	0.7772	SVOL _{i,t}	
1.000000	0.278299	-0.040360	-0.032817	0.025183	-0.003401	0.076767	0.037150	0.040933	-0.107418	0.051249	0.0901	OCFVOL _{i,t}	



نگاره (۴): نتایج آزمون اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری

متغیر وابسته: $HINEFF_{i,t}$				
روش: حداقل مربعات تعمیم یافته		نوع: با اثرات ثابت		مدل: رگرسیون ترکیبی
تعداد مشاهددها (متوازن): ۱۰۹۵		تعداد دوره‌ها: ۵		تعداد مقاطع: ۲۱۹
احتمال آماره	آماره تی	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرهای توضیحی
0.0010	-3.314694	0.022117	-0.073312	C
0.0707	-1.809677	0.001185	-0.002144	FRQ _{i,t}
0.0169	-2.392770	0.002441	-0.005840	DM _{i,t}
0.0013	-3.221019	0.004667	-0.015033	FRQ _{i,t} *DDM _{i,t}
0.1335	1.501690	0.003506	0.005265	AGE _{i,t}
0.0014	-3.209874	0.000449	-0.001441	GO _{i,t}
0.0024	3.046216	0.003263	0.009939	OCF _{i,t}
0.0025	3.026623	0.000731	0.002212	LOSS _{i,t}
0.0000	4.751338	0.000641	0.003045	SIZE _{i,t}
0.6424	0.464494	0.004994	0.002320	TANG _{i,t}
0.0015	-3.175431	0.002103	-0.006679	SVOL _{i,t}
0.0023	3.060734	0.004741	0.014512	OCFVOL _{i,t}
نتایج انتخاب الگوی مناسب برازش مدل				
37.105348	آماره کای دو	4.096843	آماره اف لیمر	
0.0001	احتمال آماره کای دو	0.0000	احتمال آماره اف لیمر	
نتایج مدل رگرسیون برازش شده				
8.893399	آماره اف فیشر	0.622965	ضریب تعیین تعدیل شده	
0.000000	احتمال آماره اف فیشر	2.473170	آماره دوربین-واتسون	

سطح خطای ۵ درصد) رابطه معنی‌داری با ناکارایی سرمایه‌گذاری ندارند.

نتایج آزمون مدل‌ها به تفکیک بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری طبق روش رگرسیون مقطعی در نگاره (۶) ارائه شده‌اند. بین بیش سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی با توجه به آماره تی (۲/۶۱۶۸-) و احتمال آن (۰/۰۰۹۲) در سطح خطای ۵ درصد رابطه معنی‌دار و منفی وجود دارد. اما بین کم سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی با توجه به آماره تی (۰/۸۵۸۲-) و احتمال آن (۰/۳۹۱۱) در سطح خطای ۵ درصد رابطه معنی‌داری وجود ندارد؛ البته جهت رابطه منفی است. شواهد حاکی از تأیید فرضیه اول پژوهش است. اما شواهدی در تأیید فرضیه دوم پژوهش بدست نیامد. بین بیش سرمایه‌گذاری و سررسید بدهی با توجه به آماره تی (۰/۹۰۴۶) و احتمال آن (۰/۳۶۶۲) در سطح خطای ۵ درصد، رابطه معنی‌داری وجود ندارد. همچنین بین کم سرمایه-

بین ناکارایی سرمایه‌گذاری با متغیر تعاملی کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی با توجه به آماره تی (۳/۲۲۱۰-) و احتمال آن (۰/۰۰۱۳) در سطح خطای ۵ درصد، رابطه معنی‌دار و منفی وجود دارد. این بدان معنی است که بهبود کیفیت گزارشگری مالی و سررسید کوتاه‌مدت بدهی در نقش مکانیزم‌های کنترلی، رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را کنترل نموده و سطح ناکارایی سرمایه‌گذاری در آن‌ها کاهش خواهد یافت. جریان نقد عملیاتی، نوسان جریان نقد عملیاتی، زیاندهی و اندازه شرکت با توجه به آماره تی و احتمال آن (کمتر از سطح خطای ۵ درصد) رابطه معنی‌دار و مثبتی با ناکارایی سرمایه‌گذاری دارند. فرصت رشد و رشد فروش با توجه به آماره تی و احتمال آن (کمتر از سطح خطای ۵ درصد) رابطه معنی‌دار و منفی با ناکارایی سرمایه‌گذاری دارند. عمر و قابلیت شهود دارایی‌ها با توجه به آماره تی و احتمال آن (بیشتر از

توجه به آماره تی و احتمال آن در سطح خطای ۵ درصد رابطه معنی‌داری با بیش سرمایه‌گذاری ندارند. در گروه مشاهده‌های مواجه با کم سرمایه‌گذاری با توجه به آماره تی و احتمال آن در سطح خطای ۵ درصد اندازه اثر معنی‌دار و مثبت بر کم سرمایه‌گذاری دارد؛ در حالی که فرصت رشد و قابلیت شهود دارایی‌ها از اثر معنی‌دار و منفی بر کم سرمایه‌گذاری برخوردارند. در ضمن عمر، جریان نقد عملیاتی، گزارش زیان، نوسان فروش و نوسان جریان نقد عملیاتی با توجه به آماره تی و احتمال آن در سطح خطای ۵ درصد رابطه معنی‌داری با کم سرمایه‌گذاری ندارند.

گذاری و سررسید بدهی با توجه به آماره تی (۱/۰۷۹۰) و احتمال آن (۰/۲۸۱۰) در سطح خطای ۵ درصد رابطه معنی‌داری وجود ندارد. با توجه به نتایج، شواهدی در تأیید فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش بدست نیامد.

در گروه مشاهده‌های مواجه با بیش سرمایه‌گذاری با توجه به آماره تی و احتمال آن در سطح خطای ۵ درصد جریان نقد عملیاتی، قابلیت شهود دارایی‌ها و نوسان جریان نقد عملیاتی اثر معنی‌دار و مثبت بر بیش سرمایه‌گذاری دارند؛ در حالی که نوسان فروش از اثر معنی‌دار و منفی بر بیش سرمایه‌گذاری برخوردار است. عمر، فرصت رشد، گزارش زیان و اندازه شرکت با

نگاره (۶): نتایج آزمون مدل اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم

سرمایه‌گذاری

متغیر وابسته: $UNDINV_{it}$				متغیر وابسته: $OVEINV_{it}$				شرح
مدل رگرسیون مقطعی به روش حداقل مربعات				مدل رگرسیون مقطعی به روش حداقل مربعات				
تعداد مشاهده‌ها: ۶۲۷				تعداد مشاهده‌ها: ۴۶۸				
احتمال آماره	آماره تی	خطای استاندارد	ضرایب	احتمال آماره	آماره تی	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرهای توضیحی
0.0154	-2.428860	0.024725	-0.060055	0.7536	0.314044	0.044607	0.014009	C
0.3911	-0.858238	0.005849	-0.005020	0.0092	-2.616888	0.010710	-0.028027	FRQ _{it}
0.2810	1.079012	0.008089	0.008728	0.3662	0.904602	0.016181	0.014637	DM _{it}
0.5848	-0.546723	0.002755	-0.001506	0.9693	-0.038537	0.004606	-0.000178	AGE _{it}
0.0132	-2.486387	0.001030	-0.002561	0.0944	1.676246	0.001987	0.003332	GO _{it}
0.7344	-0.339490	0.006750	-0.002292	0.0025	3.040215	0.011534	0.035065	OCF _{it}
0.8167	0.231852	0.002803	0.000650	0.3105	-1.015346	0.006179	-0.006274	LOSS _{it}
0.0328	2.139724	0.000813	0.001741	0.4314	-0.787499	0.001385	-0.001091	SIZE _{it}
0.0000	-5.405815	0.006661	-0.036007	0.0000	5.173692	0.012802	0.066234	TANG _{it}
0.5105	0.658486	0.006691	0.004406	0.0227	-2.285951	0.012984	-0.029681	SVOL _{it}
0.9672	-0.041113	0.015088	-0.000620	0.0038	2.909493	0.030432	0.088542	OCFVOL _{it}
0.0000	10.23727	0.037478	0.383675					AR(1)
0.238556	ضریب تعیین تعدیل شده			0.152255	ضریب تعیین تعدیل شده			نتایج مدل رگرسیون برازش شده
1.977836	آماره دوربین-واتسون			1.870117	آماره دوربین-واتسون			
18.80079	آماره اف فیشر			9.387311	آماره اف فیشر			
0.000000	احتمال آماره اف فیشر			0.000000	احتمال آماره اف فیشر			

۷- نتیجه‌گیری و بحث

سررسید بدهی‌های شرکت تمرکز نمایند. به اعتباردهندگان پیشنهاد می‌گردد جهت کمک به تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری انتخابی توسط مدیران شرکت‌ها، طبق مفاد قرارداد بدهی نظارت مؤثری بر اقدامات و تصمیمات مدیران داشته باشند. پیشنهاد می‌گردد هنگام اعطای وام و اعتبار، وجوه در اختیار شرکت‌هایی قرار گیرد که از ظرفیت مساعدی در اجرای مناسب پروژه‌های سرمایه‌گذاری برخوردارند. پیشنهاد می‌شود مکانیزم‌های راهبردی شرکتی بر تصمیمات مختلف مدیران به ویژه در حوزه سرمایه‌گذاری نظارت داشته باشند تا امکان بروز عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از تضاد منافع بین مدیران و سهامداران، همچنین تضاد منافع بین مدیران و اعتباردهندگان کاهش یافته و جهت دفاع از حقوق ذی‌نفعان، زمینه اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری کارآ با مصرف بهینه منابع محقق شود.

فهرست منابع

- ۱) امیرحسینی، زهرا و لشینی، رضا. (۱۳۹۳)، "بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، نمایه شده در سامانه ایران داک.
- ۲) پورحیدری، امید؛ بهارمقدم، مهدی و نظری، عباس. (۱۳۹۳)، "بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.
- ۳) پورزمانی، زهرا؛ جهانشاد، آریتا و کیوانفر، مختار. (۱۳۹۳)، "تأثیر محدودیت تأمین مالی بر ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی تهران مرکزی.
- ۴) ثقفی، علی؛ عرب مازار یزدی، مصطفی. (۱۳۸۹). "کیفیت گزارشگری مالی و

پژوهش حاضر نشان داد بین سررسید کوتاه‌مدت بدهی و ناکارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌دار منفی برقرار است. این نتایج سازگار با نتایج پژوهش فلانی (۱۹۸۶)، دیاموند (۱۹۹۱ و ۱۹۹۳)، راجان (۱۹۹۲)، گوماریز و بایستا (۲۰۱۴) و قنبری و آسوده (۱۳۹۳) است؛ اما با نتایج پژوهش کامیابی و همکاران (۱۳۹۳) سازگار نیست. پژوهش حاضر نشان داد بین کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌دار منفی برقرار است. این نتایج با نتایج پژوهش بارگیل و بچاک (۲۰۰۲)، بیدل و هیلاری (۲۰۰۶)، وردی (۲۰۰۶)، لمبرت و همکاران (۲۰۰۶)، وی تانگ (۲۰۰۷)، مک نیکولز و استوبن (۲۰۰۸)، کوهن و زاروین (۲۰۰۹)، بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، گوماریز و بایستا (۲۰۱۴)، مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷)، هاشمی و همکاران (۱۳۹۰)، سلیمانی و همکاران (۱۳۹۱)، عباسی و همکاران (۱۳۹۱)، رحیمیان و همکاران (۱۳۹۲)، نمازی و غلامی (۱۳۹۳)، حسنی و نعیمی (۱۳۹۳)، پورزمانی و همکاران (۱۳۹۳)، کامیابی و همکاران (۱۳۹۳)، امیرحسینی و لشینی (۱۳۹۳)، قنبری و آسوده (۱۳۹۳) سازگار است؛ اما با نتایج پژوهش ثقفی و عرب‌مازار (۱۳۸۹)، فخاری و رسولی (۱۳۹۲)، صالح‌نژاد و همکاران (۱۳۸۹) و پورحیدری و همکاران (۱۳۹۳) سازگار نیست.

به مدیران پیشنهاد می‌شود از طریق بهبود کیفیت گزارشگری مالی و پرهیز از انجام هرگونه فعالیت‌های فرصت‌طلبانه تلاش نمایند در فرآیند تخصیص منابع، ناکارایی را در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری کاهش دهند. ضمن این که تلاش مدیران جهت تأمین مالی از طریق بدهی‌های با سررسید کوتاه‌مدت این امکان را بوجود می‌آورد که مدیران تحت اجرای مفاد قرارداد بدهی الزاماتی در اجرای بهینه تصمیمات سرمایه‌گذاری داشته و ناکارایی سرمایه‌گذاری کاهش یابد. به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران پیشنهاد می‌گردد در ارزیابی کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران شرکت‌ها بر مقوله‌های کیفیت گزارشگری مالی و

- مالیاتی بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۱۱، ص ۸۳-۵۷.
- (۱۲) صالح‌نژاد، حسن؛ مقدم، عبدالکریم و وراوی، حسن. (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه پیام نور مازندران، نمایه شده در ایران داک.
- (۱۳) فخاری، حسین و رسولی، شادی. (۱۳۹۲)، "بررسی اثر محافظه کاری و کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری"، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۸، صص ۱۰۰-۸۱.
- (۱۴) کامیابی، یحیی؛ فخاری، حسین و نظریور، مریم. (۱۳۹۳)، "بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران، نمایه شده در سامانه ایران داک.
- (۱۵) قنبری، مهرداد و آسوده، مریم. (۱۳۹۳)، "مطالعه تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و بدهی جاری بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرمانشاه، نمایه شده در سامانه ایران داک.
- (۱۶) مدرس، احمد؛ حصارزاده، رضا. (۱۳۸۷)، "کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال اول، شماره ۲، صص ۱۱۶-۸۵.
- (۱۷) نمازی، محمد و غلامی، رضا. (۱۳۹۳)، "تأثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش حسابداری، شماره ۱۷، صص ۴۸-۲۹.
- (۱۸) هاشمی، سیدعباس؛ صادقی، محسن؛ سروشیار، افسانه. (۱۳۸۹)، "ارزیابی نقش کیفیت سود بر ناکارایی سرمایه‌گذاری"، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴ (۶)، صص ۲۰-۱.
- (۵) حسنی، محمد و اکبری، محسن. (۱۳۹۴)، "آزمون اثر ناکارایی سرمایه‌گذاری و محدودیت‌های مالی بر مدیریت سود"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال.
- (۶) حسنی، محمد و صادقی‌راد، فرحناز. (۱۳۹۲)، "بررسی رابطه بین اهرم مالی و کارایی سرمایه‌گذاری"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال.
- (۷) حسنی، محمد و کنگرانی فراهانی، مریم. (۱۳۹۴)، "آزمون حساسیت بیش و کم سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی آزاد با تمرکز بر هزینه‌های نمایندگی و محدودیت‌های مالی"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال.
- (۸) حسنی، محمد و نعیمی، شهناز. (۱۳۹۳)، "بررسی تأثیر اهرم مالی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال.
- (۹) حسنی، محمد و ناصراسلامی، شقایق. (۱۳۹۴)، "مطالعه تأثیر سیاست‌های مدیریت سود حسابداری بر ناکارایی سرمایه‌گذاری"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال.
- (۱۰) رحیمیان، نظام‌الدین؛ همتی، حسن و حدادی، راحله. (۱۳۹۲)، "تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، مؤسسه آموزش عالی غیرانتفاعی و غیردولتی رجاء قزوین، نمایه شده در سامانه ایران داک.
- (۱۱) سلیمانی امیری، غلامرضا؛ فرشی، زهرا. (۱۳۹۱)، "بررسی تأثیر تأمین مالی از بانک‌ها و اهداف

- the Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 56, PP.1-18.
- 31) Childs, P.D. Mauer, D.C. and Ott, S.H. (2005), "Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions: The Effects of Agency Conflicts", *Journal of Financial Economics*, 76, P. 667-690.
- 32) Dechow, P., Dichev, I. (2002), "The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors", *The Accounting Review*, 77: 35-59.
- 33) Diamond, D.W. (1991), "Debt maturity structure and liquidity risk", *Quarterly Journal of Economics*, 106: 709-737.
- 34) Diamond, D.W. (1993), "Seniority and maturity of debt contracts", *Journal of Financial Economics*, 33: 341-368.
- 35) Fazzari, Steven, R. Glenn Hubbard, and Bruce Peterson, (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 141-195.
- 36) Feng Chen, Ole-Kristian Hope, Qingyuan Li, and Xin Wang. (2011), "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets", *The Accounting Review*, Vol. 86, No. 4, pp. 1255-1288.
- 37) Flannery, M.J. (1986), "Asymmetric information and risky debt maturity choice", *The Journal of Finance*, 41, 19-37.
- 38) Flávio Leonel De Carvalho; Aquiles Elie Guimarães Kalatzis; Andrei Aparecido De Albuquerque. (2014), "The relationship between earnings quality and the probability of efficient investment decisions in Latin America", *Journal of Management for Sustainable Development*, Vol.1, No.2/3, pp.229 - 250.
- 39) Francis, J., LaFond, R., Olsson, P.M., Schipper, K. (2005), "The market pricing of accruals quality", *Journal of Accounting and Economics*, 39: 295-327.
- 40) Gomariz, M^a Fuensanta Cutillas and Ballesta, Juan Pedro Sánchez. (2013), "Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency", *Journal of Banking & Finance* No 40, 494-506.
- 41) Guedes, J., Opler, T. (1996), "The determinants of the maturity of corporate debt issues", *The Journal of Finance*, 51: 1809-1833.
- الگو، شیوه تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۶.
- ۱۹) هاشمی، سیدعباس؛ امیری، هادی و امید، فاطمه. (۱۳۹۰)، "تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان، نمایه شده در سامانه ایران داک.
- 20) Alcock, Jamie A, B, Finn Frank C. and Kelvin Jui Keng Tan. (2010), "The Determinants of Debt Maturity in Australian Firms", available at:<http://ssrn.com>
- 21) Barclay, M.J., Smith, C.W. (1995), "The maturity structure of corporate debt", *The Journal of Finance*, 50: 609-631.
- 22) Beatty, A., S. Liao, Webber, J. (2007), "The Effect of Private Information and Monitoring on the Role of Accounting Quality in Investment", www.ssrn.com
- 23) Berger, A., Udell, G. (1998), "The economics of small business finance: the roles of private equity and debt mark
- 24) ets in the financial growth cycle", *Journal of Banking and Finance*, 22: 613-673.
- 25) Biddle, G. & Hilary, G. (2006), "Accounting quality and firm-level capital investment", *The Accounting Review*, 81 (5), 963-982.
- 26) Biddle, G., Hilary, G. & Verdi, R. (2009), "How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?", *Journal of Accounting and Economics*, 48:112-131.
- 27) Bushman, R.M., Smith, A.J. (2001), "Financial accounting information and corporate governance", *Journal of Accounting and Economics*, 32: 237-333.
- 28) Cai, Kailan; Fairchild, Richard and Yilmaz Guney. (2008), "Debt Maturity Structure of Chinese Companies", *Pacific-Basin Finance Journal*, 16, p. 268-297
- 29) Chen, K-Y, J Elder & Sh Hung, (2010), "The Investment Opportunity Set and Earnings Management: Evidence from the Role of Controlling Shareholders", *Corporate Governance: An International Review*, 18(3), pp 193-211.
- 30) Cheng, Mei & Dhaaliwal, Dan. (2013), "Does Investment Efficiency Improve After

- 54) Stohs M H, Mauer D C. (1996), "The determinants of corporate debt maturity structure", *Journal of Business*. No.69. P.279-312.
- 55) Stulz, R.M. (1990). "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics*, 26 (1): 3-27.
- 56) Terra, P.R.S. (2011), "Determinants of corporate debt maturity in Latin America", *European Business Review*, 23 (1), 45-70.
- 57) Varouj, A., Aivazian, Ying Ge, Jiaping Qiu, (2005), "The Impact of Lavarage on Firm Investment: Canadian Evidence", *Journal of Corporate Finance* 11, 277-291.
- 58) Verdi, R. (2006), "Financial reporting quality and investment efficiency", Sloan School of Management, Working Paper, Available at: www.ssrn.com
- 59) Wang, Yanhui, Sun, Yexin, & Qingjun Lv. (2010), "Empirical Study on the Debt Maturity Structure Based on the Macroeconomic Variables", *International Journal of Business and Management*, Vol. 5, No. 12.
- 60) Xu, X., Wang, X., Han, N. (2012). "Accounting conservatism, ultimate ownership and investment efficiency", *China Finance Review International*, 2 (1): 53-77.
- 61) Zheng, J., He, X. and Wang, H. (2001), "Financial constraints in the listed companies investment: explanation from the views of structure of equity", *Journal of Financial Research*, 11: 92-99
- 42) Jensen, M.C., (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 76, 323-329.
- 43) Jensen, M., Meckling, W.H. (1976), "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- 44) Jun, S.G. and Jen, F.C. (2003), "Trade-off Model of Debt Maturity Structure", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20,P. 5-34.
- 45) Healy, P.M., Palepu, K.G. (2001), "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature", *Journal of Accounting and Economics*, 31: 405-440.
- 46) Hope, O., Thomas, W.B. (2008), "Managerial empire building and firm disclosure", *Journal of Accounting Research*, 46: 591-626.
- 47) Korner, P. (2007), "The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure: Evidence from Czech Firms", *Journal of Economics and Finance*, 57, (3-4), 142-158.
- 48) Li, Qingyuan and Wang, Tielin. (2010), "Financial reporting quality and corporate investment efficiency: Chinese experience", *Nankai Business Review International*, 1(2):197-213.
- 49) Myers, S.C., Majluf, N.S. (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
- 50) Myers, S.C. (1977), "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5: 147-175.
- 51) Morgado, M., and Pindado, J. (2003). The underinvestment and overinvestment hypotheses: An analysis using panel data. *European Financial Management*, 9:163-177
- 52) Ortiz-Molina, H., Penas, M.F. (2008), "Lending to small businesses: the role of the loan maturity in addressing information problems", *Small Business Economics*, 30:361-383.
- 53) Rajan, R.G. (1992), "Insiders and outsiders: the choice between informed and arm'slength debt. *The Journal of Finance*, 47: 1367-1400.