

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی

سال دوم، شماره چهارم، شماره پیاپی (۶)، زمستان ۱۳۸۹

تاریخ وصول: ۱۳۸۹/۲/۵

تاریخ پذیرش: ۱۳۸۹/۹/۲۱

صص ۲۰-۱

کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری

دکتر علی ثقفی^{*}، مصطفی عرب‌مازار یزدی^{*۱}

* دانشیار دانشگاه علامه طباطبائی

** کارشناس ارشد حسابداری

چکیده

این تحقیق با استفاده از مدل تعدیل شده وردی (۲۰۰۶) به آزمون تجربی رابطه میان کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی پرداخته است. کارایی سرمایه‌گذاری به صورت مفهومی، به معنی پذیرش پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت است و منظور از ناکارایی سرمایه‌گذاری، گذر از این فرصت‌های سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) و یا انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه‌گذاری بیش از حد) است. در این تحقیق، سرمایه‌گذاری مورد انتظار، تابعی از فرصت‌های رشد تلقی شده و "سرمایه‌گذاری کمتر از حد" (انحراف منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) و "سرمایه‌گذاری بیش از حد" (انحراف مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار)، به عنوان ناکارایی سرمایه‌گذاری مطرح شده است. برای ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی، از مدل‌های کیفیت اقلام تعهدی استفاده شده است. این تحقیق در ۱۵۲ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران بر اساس اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی شرکت‌ها در فاصله سال‌های ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۷ انجام شده است که نتایج نشان داد در بورس تهران بر خلاف تحقیقات بیدل و همکاران (۲۰۰۶، ۲۰۰۷ و ۲۰۰۹) و وردی (۲۰۰۶)، هیچ‌گونه همبستگی معناداری میان متغیرهای مزبور وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: کارایی سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری کمتر از حد، سرمایه‌گذاری بیش از حد، کیفیت گزارشگری

مالی

مقدمه

امروزه سیستم‌های اطلاعاتی حسابداری نقش بسیار مهمی در گردش فعالیت سازمان‌ها ایفا نموده، در مجموعه محیط اقتصادی کشورها وظیفه‌ای با اهمیت بر عهده دارند. بسیاری از تصمیمات اقتصادی بر اساس اطلاعات حاصل از این سیستم‌ها اتخاذ شده، سهم عمده‌ای از مبادلات اوراق بهادار به خرید و فروش سهام شرکت‌ها اختصاص دارد که آن نیز به نوبه خود می‌تواند تحت تاثیر ارقام و اطلاعات حسابداری باشد. هرگونه تحقیق در زمینه نحوه اثرگذاری اطلاعات حسابداری بر طیف وسیع تصمیم گیرندگان ذی‌نفع در شرکت‌ها، به درک بهتر از چگونگی نقش این اطلاعات و ضرورت افشای بیشتر و بهتر آنها کمک می‌کند.

از آنجا که سهامداران و بستانکاران دو گروه اصلی استفاده کننده اطلاعات مالی‌اند و فراهم آوردن اطلاعات مربوط و قابل اتکا برای این دو گروه، از دغدغه‌های اصلی مدیریت و سیستم‌های اطلاعاتی حسابداری به شمار می‌رود، توجه به کیفیت اطلاعات تهیه شده برای این دو گروه ضرورتی خاص دارد. اکنون این سؤال مطرح می‌شود که آیا سیستم‌های

حسابداری، اطلاعات مورد نیاز را برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها در زمینه‌های مختلف و ایجاد توان پیش بینی چگونگی جریان های نقدی آتی، به منظور نحوه مواجهه با سرمایه‌گذاری در شرکت، فراهم می‌آورد؟ تحقیق حاضر در جستجوی آن است تا با بررسی رابطه "کیفیت گزارشگری مالی" و "کارایی سرمایه‌گذاری" میزان اثرگذاری کیفیت اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی را بر بهینه بودن سرمایه‌گذاری‌های صورت گرفته توسط مدیران، مشخص نماید. به تبع سایر تحقیقات (بیدل و هیلاری،

۲۰۰۷)، (بیدل و هیلاری^۱، ۲۰۰۶)، (بیدل و دیگران، ۲۰۰۹)، (فرانسیس و دیگران، ۲۰۰۵) و (وردی، ۲۰۰۶) در این تحقیق نیز از کیفیت اقلام تعهدی برای سنجش کیفیت گزارشگری مالی استفاده شده است.

پیشینه پژوهش و مبانی نظری

اهداف گزارشگری مالی، از نیازها و خواسته‌های اطلاعاتی استفاده کنندگان برون سازمانی سرچشمه می‌گیرد. هدف اصلی، بیان آثار اقتصادی رویدادها و عملیات مالی بر وضعیت و عملکرد واحد تجاری برای کمک به اشخاص خارجی برای اتخاذ تصمیمات مالی در ارتباط با واحد تجاری است (ولک، ۲۰۰۱) بر اساس نظر هیأت تدوین استانداردهای حسابداری، "گزارشگری مالی نه تنها شامل صورت‌های مالی، بلکه در برگیرنده ابزارها یا روش‌های اطلاع رسانی است و این ابزارها، به صورت مستقیم یا غیر مستقیم با اطلاعاتی ارتباط دارند که به وسیله حسابداری ارائه می‌شوند؛ یعنی اطلاعاتی درباره منابع شرکت، دارایی‌ها، بدهی‌ها، سود و غیره است" (FASB، ۱۹۷۸). این اطلاعات باید به گونه‌ای باشد که سرمایه‌گذاران، اعطاکنندگان تسهیلات مالی و سایر گروه‌های استفاده کننده را در تشخیص نقاط قوت و ضعف مالی واحد انتفاعی یاری دهد و مبتنی بر فراهم کردن امکان برای آن، اطلاعات مربوط به عملکرد واحد انتفاعی را طی یک دوره مالی ارزیابی کرد. علاوه بر این، اطلاعات مورد بحث می‌تواند تاثیر بالقوه برخی از منابع بر جریان وجوه نقد و همچنین وجوه نقد مورد نیاز

1- Biddle and Hilary

2- Financial Accounting Standards Board

برای ایفای تعهدات واحد انتفاعی را نشان دهد. (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵). همچنین ممکن است مدیر دارای نوعی اطلاعات درون سازمانی باشد و همین امر باعث شود تا وی چنین باوری پیدا کند که سهام شرکت در بازار به مبلغی کمتر از ارزش واقعی ارائه می‌شود. در چنین شرایطی، او برای اصلاح این وضع دست به اقدامی می‌زند که آن را افشای داوطلبانه اطلاعات می‌نامند؛ یعنی افشای اطلاعات در حدی بیش از مقررات و اصول پذیرفته شده حسابداری و سایر استانداردهای مربوط به ارائه گزارش‌های مالی و در نتیجه افزایش کیفیت آنها. این گزارش‌های مالی، حتی اگر حسابرسی هم نشده باشند، می‌توانند اطلاعاتی را ارائه کنند که پذیرفتنی، معتبر و قابل اتکا باشد، زیرا مدیریت هنگام اتخاذ تصمیم درباره ارائه گزارش‌های مالی همواره دارای مسئولیت‌های قانونی است (اسکات، ۱۳۸۶).

یافته‌های پژوهش‌های متعددی (بیتی و دیگران، ۲۰۰۷؛ بیدل و هیلاری، ۲۰۰۷؛ بیدل و دیگران، ۲۰۰۹؛ فرانسیس و دیگران، ۲۰۰۵ و وردی، ۲۰۰۶) بر این امر تاکید دارند که افزایش کیفیت گزارش‌های مالی از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران با وام دهندگان و سرمایه گذاران، امکان خطر اخلاقی و گزینش نادرست را کاهش داده، به کاهش هزینه‌های پایش مدیریت و در نهایت کاهش ریسک و هزینه‌های تامین مالی شرکت منجر می‌شود. با دخالت این عوامل، احتمال ناکارایی سرمایه‌گذاری؛ یعنی از دست دادن فرصت‌های سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت (سرمایه گذاری کمتر از حد) و یا سرمایه گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی

خالص منفی (سرمایه گذاری بیشتر از حد)، کاهش می‌یابد.

وردی^۱ (۲۰۰۶) در تحقیقی به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در نمونه‌ای متشکل از ۳۸۰۶۲ مشاهده (شرکت-سال) در طی سال‌های ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۳ پرداخت. وی کیفیت گزارشگری مالی را با استفاده از مدل جونز و از طریق نماگر کیفیت اقلام تعهدی بررسی نمود و نشان داد که شاخص‌های کیفیت گزارشگری مالی هم با سرمایه‌گذاری کمتر از حد و هم با سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه‌ای منفی دارد. گذشته از این نتایج، 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 که این امر خود به این نکته اشاره دارد که کیفیت گزارشگری مالی عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از مشکلات نمایندگی و در نتیجه هزینه‌های سهامداران برای نظارت و پایش مدیریت را کاهش داده، به گزینش صحیح پروژه‌ها منجر می‌گردد. وی همچنین نشان داد رابطه کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری کمتر از حد برای شرکت‌هایی که با محدودیت در امر تامین مالی مواجه بوده‌اند، قویتر است. در نهایت، محقق در این پژوهش اثبات می‌کند که رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی (کیفیت اقلام تعهدی) و کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های دارای محیط‌های اطلاعاتی با کیفیت پایین، قویتر است (وردی، ۲۰۰۶).

بیدل و هیلاری^۲ (۲۰۰۶) با استفاده از نماگر کیفیت اقلام تعهدی بر اساس مدل فرانسیس و همکاران

1- Verdi

2- Biddle and Hilary

نشان دادند که چگونه کیفیت اطلاعات حسابداری به سرمایه‌گذاری در سطح شرکت‌ها مربوط است. نتایج این تحقیق، بیانگر آن بود که کیفیت حسابداری بالا، کارایی سرمایه‌گذاری را از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و وام‌دهندگان و تامین کنندگان خارج از سازمان، افزایش داده، همچنین موجب کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری در سطح شرکت در برابر تغییرات جریان های نقدی می‌گردد. آنها در تحقیق دیگر خود (۲۰۰۷) نشان دادند که کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری عدم تقارن اطلاعاتی موجود بین افراد مطلع (آگاه) و افراد ناآگاه (بی خبر) را کاهش داده، موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری در اقسام سرمایه‌ای، بر اثر رفع عیوب محتمل ناشی از گزینش نادرست و خطر اخلاقی می‌شود. آنها به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌های دارای کیفیت بالای اطلاعات حسابداری، دارای بازگشت سرمایه بهتر و همچنین بازدهی بالاتر در سرمایه‌گذاری‌های خود بوده، این امر (کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری)

همچنین بهره‌وری سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای را نیز به صورت میانگین افزایش می‌دهد (بیدل و هیلاری، ۲۰۰۷). با تلفیق این یافته با تحقیق قبلی آنها که مؤید کاهش حساسیت در برابر جریان‌های نقدی در زمان افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری بود، می‌توان دریافت که کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد را بیشتر از سرمایه‌گذاری کمتر از حد کاهش می‌دهد.

بیدل و همکاران^۱ (۲۰۰۹) در امتداد سه پژوهش قبلی و در تحقیقی پیرامون ارتباط کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری، به تبیین این موضوع

پرداختند که کیفیت بالاتر گزارشگری مالی، کارایی سرمایه‌گذاری در اقسام سرمایه‌ای را بر اثر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه، عواملی چون گزینش نادرست یا خطر اخلاقی، افزایش داده، به کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد منجر می‌گردد. یافته‌های آنها مؤید این مطلب بود که همبستگی مثبت یا منفی میان کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که محیط عملیاتی آنها مستعد سرمایه‌گذاری کمتر از حد یا سرمایه‌گذاری بیشتر از حد است، بیشتر است. این نتایج بیانگر آن است که وجود مکانیسمی میان گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری می‌تواند اصطکاک میان این دو موضوع را که عمدتاً ناشت گرفته از خطر اخلاقی و گزینش نادرست بوده، کارایی سرمایه‌گذاری را مختل می‌نماید، کاهش دهد. در نتیجه یافته‌های آنها نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری کمتر و بیشتر از حد در ارتباط است؛ یعنی رابطه‌ای علی میان کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد و بین کیفیت گزارشگری و سرمایه‌گذاری کمتر و بیش از حد، رابطه معناداری برقرار است.

بیدی^۲ و همکاران (۲۰۰۷) نقش کیفیت اطلاعات حسابداری در کاهش عدم کارایی سرمایه‌گذاری در شرایط وجود اطلاعات اختصاصی را بررسی نمودند. آنها انتظار داشتند دسترسی به اطلاعات اختصاصی و اعمال محدودیت‌های مستقیم بر سرمایه‌گذاری‌ها بتواند با افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش دهد.

نتایج تحقیق نشان داد که اگرچه وام‌دهندگان برون سازمانی با انعقاد قراردادهای محدود کننده و

دو از عوامل اصلی سرمایه‌گذاری کمتر و بیشتر از حد هستند- منجر می‌شود.

در ایران تحقیقات متعددی در رابطه با کیفیت سود، کیفیت ارقام تعهدی، آثار عدم تقارن اطلاعاتی، محتوای اطلاعاتی ارقام نقدی و تعهدی و موضوع‌های مرتبط در سال‌های اخیر صورت گرفته است (نظیر قائمی و وطن پرست (۱۳۸۴)، رضازاده و آزاد (۱۳۸۷)، نرووش و همکاران (۱۳۸۵)، عرب مازار یزدی (۱۳۷۴)، عرب مازار یزدی و همکاران (۱۳۸۵)، مجیدی (۱۳۸۳)، خواجوی و ناظمی (۱۳۸۴)، ثقفی و کردستانی (۱۳۸۳)، احمدی (۱۳۸۶)، کردستانی و مجدی (۱۳۸۶))، اما هیچ یک از تحقیقات مورد اشاره، موضوع رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری را به‌طور مشخص مورد توجه قرار نداده‌اند و تنها یک مورد تحقیق در این رابطه انجام شده است.

حصارزاده در تحقیق خود به بررسی رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری بر اساس مدلی کاملاً منطبق با مدل تحقیق وردی (۲۰۰۶) پرداخته و با بررسی ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال‌های ۷۹ الی ۸۵ نشان داده است که علاوه بر اینکه سطح کیفیت گزارشگری مالی با سطح کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و مثبتی دارد، کیفیت گزارشگری مالی موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. همچنین، این تحقیق نشان داد که بر اساس مدل استفاده شده به منظور کارایی سرمایه‌گذاری بین بیش (یا کم) سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی رابطه‌ای منفی و معنادار وجود دارد. بنابراین، نتایج تحقیق فوق حاکی از آن است که کیفیت گزارشگری مالی از طریق بیش (کم) سرمایه‌گذاری می‌تواند موجب

دستیابی به اطلاعات اختصاصی، اهمیت کیفیت اطلاعات حسابداری را کاهش می‌دهند، ولی اصولاً محدودیت در سرمایه‌گذاری، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش و تاثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد.

چن^۱ (۲۰۰۵) نشان داد حساسیت سرمایه‌گذاری در ارقام سرمایه‌ای در برابر سودهای شناسایی نشده (سودهای آتی) در شرایطی که شرکت دارای سودهای با کیفیت بالا باشد، بیشتر است.

فرانسیس و همکاران^۲ (۲۰۰۵) با بررسی نحوه قیمت‌گذاری کیفیت ارقام تعهدی، نشان دادند که هر چه کیفیت ارقام تعهدی شرکت‌ها پایین‌تر باشد، هزینه بدهی و سرمایه در آن شرکت‌ها بالاتر می‌رود. علت این امر آن است که کیفیت پایین ارقام تعهدی باعث افزایش ابهام در اطلاعات گردیده، متعاقب آن، ریسک سرمایه‌گذاری بالا می‌رود. نتایج این تحقیق نشان داد شرکت‌هایی که از کیفیت ارقام تعهدی پایین تری برخوردارند، نسبت هزینه بهره به بدهی بهره دار در آن‌ها بالاتر و نسبت بدهی (نسبت بدهی به کل دارایی‌ها) پایین‌تر است.

روکا و همکاران^۳ (۲۰۰۴) مشکلات منتج به سرمایه‌گذاری کمتر (بیشتر) از حد را بررسی نموده، نشان دادند که تقابل بالقوه موجود میان مدیریت، مالکیت و وام دهندگان بر ساختار سرمایه، حاکمیت شرکتی و سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت اثر گذاشته، به افزایش اتخاذ تصمیمات ناکارا توسط مدیریت و انجام سرمایه‌گذاریهای غیر بهینه - که هر

1- Chen

2- Francis et al

3- Rocca et al

ارتقای کارایی سرمایه‌گذاری گردد (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷).

مدل مورد استفاده در این پژوهش

تحقیقاتی مانند تحقیق بیدل و همکاران (۲۰۰۶، ۲۰۰۷، ۲۰۰۹)، وردی (۲۰۰۶)، فرانسسیس و همکاران (۲۰۰۵)، بیتی و همکاران (۲۰۰۷)، و بسیاری پژوهش‌های دیگر و همچنین مبانی نظری متعدد، بر این امر تاکید دارند که افزایش کیفیت گزارش‌های مالی به عنوان منبع اطلاعاتی بسیار مهم و کاربردی برای گروه‌های مختلف، این افراد و به خصوص وام دهندگان و سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد تا تصمیمات بهتری اتخاذ کنند. تامین اهداف عام و کیفی گزارشگری مالی، از توان اشخاصی که اطلاعات درون سازمانی یا محرمانه دارند، می‌کاهد و آنان نمی‌توانند با برخورداری از مزیت اطلاعاتی به سود دست یابند. به عبارت دیگر، کیفیت بالای گزارشگری مالی می‌تواند از طریق تقلیل عدم تقارن اطلاعات بین نیروهای درون سازمانی و سهامداران و وام دهندگان (رابطه ۱ در نمودار ۱)، امکان‌پذیر کند. نادرست و خطر اخلاقی به عنوان دو اثر و نتیجه اصلی عدم تقارن اطلاعات را کاهش دهد (روابط ۲ و ۳ در نمودار ۱). در صورت‌پذیرش نادرست، به علت استنتاج سرمایه‌گذاران از امکان استفاده از منابع مالی بر اساس الگوهای نامناسب و به شیوه‌ای ناکارآمد (سرمایه‌گذاری در پروژه‌های نامناسب) توسط مدیریت، سطح توقعات این گروه افزایش یافته، متعاقب آن، ریسک سرمایه‌گذاری و در نتیجه هزینه‌های تأمین مالی شرکت افزایش می‌یابد (رابطه ۴ در نمودار ۱) و امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت برای شرکت منتفی

می‌گردد (رابطه ۷ در نمودار ۱). از سوی دیگر، خطر اخلاقی که عمدتاً بر اثر تمایز مالکیت واحدهای تجاری از سیستم اعمال کنترل داخلی و مدیریت این شرکت‌ها و در واقع، ناتوانی سهامداران و وام دهندگان در نظارت بر کلیه کارهای مدیر ارشد و کیفیت کار او به وجود می‌آید، موجب می‌شود تا مدیر وسوسه شده، کم کاری کند و ضعف عملکرد را ناشی از وجود عواملی وانمود کند که خارج از کنترل وی هستند. چنین هزینه‌هایی را که هزینه نمایندگی می‌نامند، موجب کاهش ارزش شرکت شده، سبب می‌شود ثروت سایر طرف‌های قرارداد شرکت، به دیگران (مدیران) منتقل شود (رابطه ۵ در نمودار ۱). لذا هزینه نمایندگی باعث می‌شود تا سهامداران و وام‌دهندگان با مدیران قراردادهای مرتبط با حقوق و پاداش آنها یا قراردادهایی در رابطه با وام اعطایی منعقد و بدان وسیله اقدامات آنان را محدود نمایند تا مشکلات نمایندگی کاهش یابد. شایان توجه است که گزارشگری مالی، از طریق فراهم آوردن اطلاعات لازم برای بررسی رعایت یا تخلف از مفاد این قراردادهای نقشی اساسی در این فرآیند ایفا می‌کند.

بر اساس مبانی تئوری نمایندگی مدیران همواره می‌کوشند تا منافع خود را بیشینه سازند که همین امر باعث می‌شود تا گاهی این منافع با منافع افراد ذی‌نفع خارج از شرکت مانند سهامداران و وام‌دهندگان در تضاد باشد. تقابل بالقوه موجود میان مدیریت، مالکیت و وام‌دهندگان بر ساختار سرمایه، حاکمیت شرکتی و سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت اثر گذاشته، به افزایش اتخاذ تصمیمات ناکارآمد توسط مدیریت و حتی در شرایطی، ایجاد انگیزه‌هایی منجر می‌شود تا مدیریت به جای انتخاب پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت، پروژه‌هایی را انتخاب کند

حد سوق داده می‌شود (بر اثر از دست دادن منابع موجود به علت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های نامناسب و ناکارا و عدم امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مناسب دارای ارزش فعلی خالص مثبت به شرح رابطه ۲-۸ در نمودار ۱).

به صورت خلاصه، کیفیت بالای گزارشگری مالی از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، امکان‌گزینش نادرست و خطر اخلاقی را کاهش داده، بر اثر افزایش توانایی سهامداران و وام‌دهندگان در کنترل و تحت نظر گرفتن فعالیت مدیران، منجر به کاهش هزینه‌های پایش مدیریت و در نتیجه اجبار مدیران در انتخاب پروژه‌های مناسب و کارا و در نهایت کاهش ریسک و هزینه‌های تأمین مالی شرکت می‌گردد. همچنین در نتیجه این عوامل، احتمال ناکارایی سرمایه‌گذاری صورت گرفته توسط شرکت که به مفهوم عبور از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) و یا سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص منفی است (سرمایه‌گذاری بیشتر از حد) نیز کاهش می‌یابد.

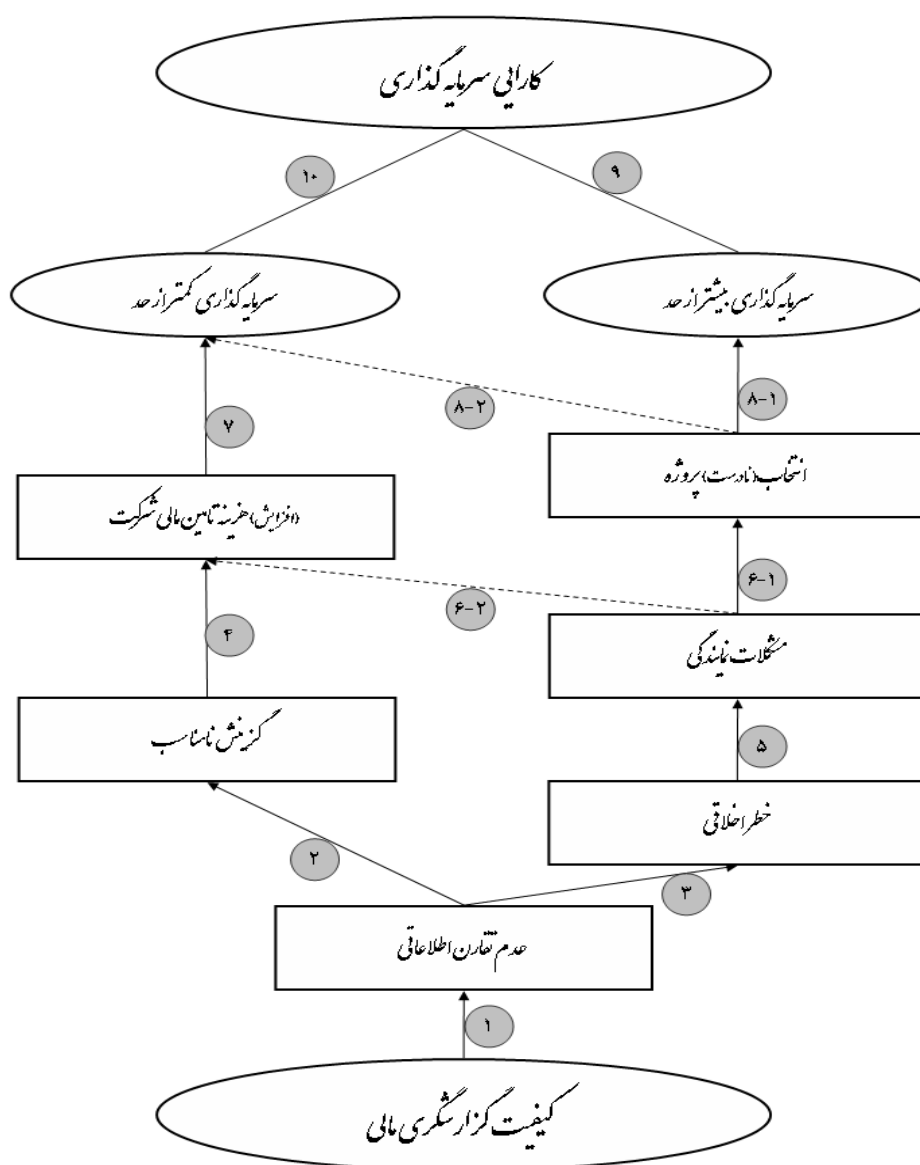
فرضیه‌ها

در این تحقیق بر پایه مدل مورد استفاده، رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌بررسی شده است. بنابراین، فرضیه‌های تحقیق به شکل زیر قابل بیان خواهد بود:

- ۱- کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری کمتر از حد، رابطه‌ای معنادار دارد.
- ۲- کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، رابطه‌ای معنادار دارد.

که ارزش شرکت را کاهش داده (پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص منفی)، شرکت را با چالش‌گزینش نادرست پروژه‌ها مواجه سازد (رابطه ۱-۶ در نمودار ۱). همچنین باید توجه داشت که این تصمیم‌مدیریت بر تصمیمات وام‌دهندگان نیز موثر بوده، با توجه به افزایش ریسک سرمایه‌گذاری و وام‌دهی به چنین شرکت‌هایی، بازده مورد توقع این افراد و در نتیجه هزینه‌های تأمین مالی شرکت نیز افزایش خواهد یافت (رابطه ۲-۶ در نمودار ۱).

از سوی دیگر، از آنجا که شرکت‌ها به منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود نیاز به افزایش سرمایه به میزان و مبلغ مورد کفایت دارند، محدودیت شرکت‌ها در تأمین مالی به میزان کافی، توانایی سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای پتانسیل لازم را از مدیران سلب می‌کند (رابطه ۷ در نمودار ۱). در نتیجه، شرکت‌هایی که با محدودیت در تأمین مالی مواجه هستند، پروژه‌های دارای ارزش‌های خالص مثبت را به علت هزینه‌های بالای تأمین مالی کنار می‌گذارند که این امر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد در شرکت منتج می‌شود (عبور از فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارای ارزش فعلی خالص مثبت به شرح رابطه ۱۰ در نمودار ۱)؛ حتی در شرایطی که شرکت موفق به تأمین مالی به میزان کافی گردد نیز هیچ‌گونه ضمانتی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی انجام شود، زیرا مدیران ممکن است بر اثر گزینش اشتباه پروژه‌های نامناسب و ناکارا، منابع موجود را در زمینه‌ای اشتباه مصرف و آن را به‌هدر دهند که در این صورت شرکت به سمت سرمایه‌گذاری بیشتر از حد (سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص منفی به شرح رابطه ۱-۸ در نمودار ۱) و یا سرمایه‌گذاری کمتر از



نمودار شماره ۱- ارتباط کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری (نمودار تعدیل شده وردی، ۲۰۰۶ که بر اساس برداشت محققین از مبانی نظری موجود در سایر منابع، تعدیل شده است).

متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه گیری

متغیرهای اصلی مورد استفاده در مدل این تحقیق، با توجه به فرضیه‌های مطرح شده عبارتند از: الف) کیفیت گزارشگری مالی و ب) کارایی سرمایه گذاری که به ترتیب متغیرهای مستقل و وابسته تحقیق محسوب می‌شوند.

به منظور ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی از کیفیت اقلام تعهدی استفاده شده است. دلیل انتخاب این معیار، این است که اقلام تعهدی، عامل اصلی پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی هستند و در صورتی که در برآورد آنها میزان خطا کمتر باشد، سودها نشانه بهتری از جریان‌های نقدی آتی خواهند بود (بیدل و

معیار اندازه‌گیری خطای برآورد در فرآیند تعهدی براساس مدل مذکور، نوسان‌پذیری (انحراف معیار) پس‌مانده‌های حاصل از رگرسیون مذکور طی دوره‌ای هفت ساله (سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۶) است. به لحاظ منطقی، از آن جا که $\varepsilon_{i,t}$ ، نشان دهنده خطای برآورد ارقام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی است، نوسان‌پذیری بالاتر رابطه بین سود و جریان‌های نقدی، کیفیت پایین‌تر ارقام تعهدی را نشان می‌دهد، زیرا منظور کردن ارقام تعهدی در سود، موجب کاهش کیفیت سود می‌شود.

برای اندازه‌گیری متغیر وابسته تحقیق؛ یعنی کارایی سرمایه‌گذاری، از مدل استفاده شده در تحقیق وردی (وردی، ۲۰۰۶) بر اساس تفاضل مبلغ فروش دارایی‌ها از مخارج سرمایه‌ای (شامل مخارج تحصیل دارایی، تعمیرات اساسی و ..) و به شرح زیر و برای پیش‌بینی سطح سرمایه‌گذاری شرکت استفاده می‌شود. (معادله شماره ۳)

$$Investment_{j,t} = Capita\ Expenditure_{j,t} + Sale\ of\ property_{j,t}$$

سپس بر اساس تحقیق وردی (۲۰۰۶) از فروش به عنوان نماگری برای تخمین و برآورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد انتظار استفاده می‌شود. بر اساس این رویکرد، سرمایه‌گذاری تابعی از فرصت‌های رشد است که توسط فروش اندازه‌گیری می‌شود. این مدل بر اساس این استدلال است که میزان فروش شرکت، انتظار از سرمایه‌گذاری شرکت را در بازاری کارا نشان می‌دهد. (معادله شماره ۴)

$$Investment_{j,t} = \beta_{0i,t} + \beta_{1j,t} * Sale_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$$

دیگران، (۲۰۰۹). همچنین استفاده از کیفیت ارقام تعهدی بر این ایده استوار است که ارقام تعهدی توان اطلاع‌دهندگی سود را از طریق هموارسازی نوسانهای جریانهای نقدی بهبود می‌بخشد و هنگامی که از ارقام تعهدی به منظور برآورد جریانهای نقدی و سودهای آتی استفاده می‌شود، در صورتی که خطای اندکی در فرآیند تخمین ارقام تعهدی وجود داشته باشد (کیفیت ارقام تعهدی بالا باشد)، این برآوردها بسیار قابل اتکا هستند.

برای اندازه‌گیری کیفیت ارقام تعهدی، ابتدا باید کل ارقام تعهدی تشکیل دهنده سود محاسبه شود. بر اساس مدل ارقام تعهدی دی چاو و دیچو (۲۰۰۲)، سود عملیاتی برابر است با جریان‌های نقدی و ارقام تعهدی (معادله شماره ۱)

$$E_{j,t} = CFO_{j,t} + TCA_{j,t}$$

درجه ثبات در رابطه بین جریان‌های نقد و ارقام تعهدی، کیفیت ارقام تعهدی را بررسی می‌کند. لذا در این تحقیق، برای ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی (کیفیت ارقام تعهدی) از جای‌گذاری رقم حاصله بابت ارقام تعهدی شرکت بر اساس معادله شماره ۱ در مدل فرانسیس و دیگران (۲۰۰۵) و محاسبه پسماند حاصل (معادله شماره ۲)، استفاده می‌گردد: (معادله شماره ۲)

$$TCA_{j,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{j,t-1} + \alpha_2 CFO_{j,t} + \alpha_3 CFO_{j,t+1} + \alpha_4 \Delta REV_{j,t} + \alpha_5 PPE_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$$

در هر دو معادله ۱ و ۲ برای حذف اثر اندازه شرکت‌ها، همه متغیرها بر حسب کل دارایی‌های شرکت طی سال t استاندارد می‌شود.

از طریق جای‌گذاری رقم محاسبه شده بابت سرمایه‌گذاری طبق معادله شماره ۳ در معادله رگرسیونی فوق (معادله شماره ۴)، پسماندهای این معادله محاسبه می‌گردد. پسماندهای مثبت (انحراف مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار)، بیانگر انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی یا همان سرمایه‌گذاری بیش از حد و پسماندهای منفی (انحراف منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) نشان‌دهنده گذر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت یا در واقع سرمایه‌گذاری کمتر از حد خواهد بود.

قلمرو مکانی و زمانی تحقیق

قلمرو مکانی تحقیق، مجموعه شرکت‌های درج شده در فهرست بورس اوراق بهادار تهران هستند که حداقل از ابتدای سال مالی ۱۳۷۹، در سازمان بورس پذیرفته شده و تا پایان سال مالی ۱۳۸۷ نیز مشغول به فعالیت باشند.

قلمرو زمانی مورد نظر برای انجام این تحقیق سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶ است. قلمرو زمانی مذکور به این دلیل انتخاب شده است که تهیه صورت جریان وجوه نقد بر اساس استانداردهای حسابداری ایران از سال ۱۳۸۰ برای کلیه شرکت‌ها الزامی شده است. شایان ذکر است که برای انجام آزمون فرضیه‌های تحقیق از اطلاعات سال‌های ۱۳۷۹ و ۱۳۸۷ (بابت اطلاعات مربوط به سال‌های $t-1$ و $t+1$ در معادله ۲) نیز استفاده شده است.

چگونگی انجام تحقیق و روش‌شناسی آن

روش تحقیق، همبستگی مقطعی بوده، برای بررسی رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته تحقیق

از تجزیه و تحلیل رگرسیون استفاده می‌کند و چون می‌تواند در فرآیند استفاده از گزارشگری اطلاعات مالی کاربرد داشته باشد، لذا نوعی تحقیق کاربردی محسوب می‌گردد. باتوجه به اینکه داده‌های مورد استفاده در این پژوهش، اطلاعات واقعی و تاریخی است، روش‌شناسی تحقیق نیز از نوع پس‌رویدادی است.

در این تحقیق، از داده‌های تلفیقی استفاده شده است؛ به این صورت که داده‌های مورد نیاز در مقاطع پایان سال و در طول هفت سال (۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶) برای ۱۵۲ شرکت محاسبه و جمع‌آوری شده است ($N=7 \times 152 = 1064$ شرکت-سال).

جامعه آماری

برای انتخاب جامعه آماری به شرکت‌های درج شده در بورس اوراق بهادار تهران رجوع و معیارهای زیر در نظر گرفته شده است:

- از آنجا که اطلاعات جریان‌های نقدی شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۸۰ در دسترس نیست، شرکت‌هایی انتخاب شده‌اند که تا پایان سال مالی ۱۳۸۰ حداقل یک صورت مالی حاوی صورت جریان وجه نقد و اقلام مقایسه‌ای آن (برای سال ۱۳۷۹) تهیه و ارائه کرده باشند.
- به منظور همگن شدن نمونه آماری در سال‌های مورد بررسی، شرکت‌ها باید تا پایان اسفند ۱۳۷۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- شرکت‌ها با توجه به ماهیت متفاوت درآمدها و هزینه‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری‌های مالی، نباید جزو این گروه از شرکت‌ها باشند.

همچنین ضریب همه متغیرهای مستقل در رابطه با متغیر وابسته معنادار بوده، حتی سطح معنی‌داری تمام متغیرهای مستقل نیز کوچکتر از ۰/۰۱ است. در واقع، ضریب هر پنج متغیر مستقل در سطح ۹۹ درصد اطمینان معنادار هستند. نتایج آزمون تحلیل رگرسیون در جدول شماره ۱ نشان داده شده است.

در رابطه با معادله شماره ۴ تحقیق نیز، فرضیه‌های بدیل و مخالف به صورت زیر مطرح شده و مورد آزمون قرار گرفته است:

$$\begin{cases} H0: \beta_1 = 0 \\ H1: \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

$$Investment_{j,t} = \alpha_0 + \beta_1 Sale_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$$

برای بررسی تاثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته سرمایه‌گذاری از تحلیل رگرسیون ترکیبی با عرض از مبدا مشترک استفاده شده است. آماره دوربین واتسون با مقدار ۳/۰۴۲ وجود خود همبستگی را در مدل بیان نموده که برای رفع مشکل خود همبستگی از "تصحیح خود بازگشت مرتبه اول" به عنوان متغیر توضیحی استفاده شده و نتایج معادله نشان داده است که ضریب متغیر مستقل فروش در رابطه با متغیر وابسته سرمایه‌گذاری معنادار است. سطح معنی‌داری متغیر مستقل نیز کوچکتر از ۰/۰۱ است. در واقع، ضریب متغیر مستقل در سطح ۹۹ درصد اطمینان معنادار است. همچنین، حدود ۶۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در دوره مورد مطالعه به وسیله متغیرهای مستقل فروش قابل تبیین است.

پس از حذف شرکت‌های فاقد معیارهای یادشده، از بین کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تعداد ۱۵۲ شرکت به عنوان جامعه غربال شده آماری این تحقیق باقی ماند.

تحلیل نتایج آزمون فرضیات

فرضیه اول: کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری کمتر از حد، رابطه‌ای معنادار دارد.

برای آزمون این فرضیه، ابتدا فرضیه‌های بدیل و مخالف معادله اول تحقیق، به صورت زیر مطرح شده و مورد آزمون قرار گرفته است:

$$\begin{cases} H0: \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5 = 0 \\ H1: \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5 \neq 0 \end{cases}$$

$$TCA_{j,t} = \alpha_0 + \beta_1 CFO_{j,t} + \beta_2 CFO_{j,t-1} + \beta_3 CFO_{j,t+1} + \beta_4 \Delta REV_{j,t} + \beta_5 PPE_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$$

آماره دوربین - واتسون^۱ با مقدار ۱/۲۶۰ وجود خود همبستگی را در مدل بیان نموده است. برای رفع مشکل خود همبستگی از "تصحیح خود بازگشت مرتبه اول" به عنوان متغیر توضیحی استفاده شده و نتایج معادله نشان داده است که حدود ۵۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته کل اقلام تعهدی شرکت‌ها در دوره مورد مطالعه به وسیله متغیرهای مستقل معادله فوق قابل تبیین است. آماره دوربین - واتسون با مقدار ۲/۰۱۶ نشان دهنده این است که متغیر خود همبستگی ندارد. آماره ضریب کلی (آماره F) بزرگتر از آماره بحرانی و سطح معنی‌داری آن کوچکتر از ۰/۰۵ است که نشان می‌دهد حداقل یک رابطه خطی بین متغیرهای مستقل با متغیر وابسته وجود دارد.

جدول ۱: نتایج آزمون تحلیل رگرسیون ترکیبی با ضرایب ثابت و شیب مشترک

متغیر وابسته: کل اقلام تعهدی شرکت ($TCA_{j,t}$)				
روش: ترکیبی کمترین مربعات				
دامنه: ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶				
تعداد ترکیب ^۱ : ۹۱۲				
نام متغیر	ضریب	خطای	آماره t	سطح معنی
ضریب ثابت	0.088124	0.010558	8.346896	0.0000
$CFO_{j,t}$	-0.673515	0.024130	-27.91234	0.0000
$CFO_{j,t-1}$	0.176527	0.023603	7.479114	0.0000
$CFO_{j,t+1}$	0.204133	0.022690	8.996527	0.0000
ΔRev	0.086911	0.005809	14.96139	0.0000
PPE	-0.115618	0.021006	-5.504074	0.0000
AR(1)	0.456304	0.031851	14.32622	0.0000
ضریب تشخیص	0.545835	میانگین متغیر وابسته		0.019994
ضریب تشخیص اصلاح شده	0.542824	انحراف متغیر وابسته		0.153253
انحراف معیار رگرسیون	0.103622	مجموع مربع انحرافات توجیه نشده		9.717368
آماره F	181.2783	آماره دوربین - واتسون		2.016087
سطح معنی داری F	0.000000			

۱- علت تفاوت تعداد ترکیب با تعداد مشاهدات استفاده از تصحیح خودبازگشت مرتبه اول است

محاسبه شده است و به عنوان متغیر مستقل با پسماند منفی متغیر INV که نشان دهنده سرمایه‌گذاری کمتر از حد است، به عنوان متغیر وابسته بررسی شده است. برای آزمون فرضیه تحقیق، فرضیه بدیل و مخالف به صورت زیر طرح و با استفاده از متغیرهای جدید و تبدیل شده آزمون شده است.

آماره دوربین - واتسون با مقدار ۱/۸۸۰ نشان دهنده این است که متغیر خود همبستگی ندارد. آماره ضریب کلی (آماره F) بزرگتر از آماره بحرانی و سطح معنی‌داری آن نیز کوچکتر از ۰/۰۵ است که بیانگر آن است که رابطه‌ای خطی بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد. نتایج آزمون تحلیل رگرسیون در جدول شماره ۲ نشان داده شده است.

پس از تخمین مدل‌های فوق، پسماند متغیر TCA که نشان دهنده کیفیت گزارشگری مالی است،

جدول ۲: نتایج آزمون تحلیل رگرسیون ترکیبی با ضرایب ثابت و شیب مشترک

متغیر وابسته: سرمایه‌گذاری (Investment)				
روش: ترکیبی کمترین مربعات				
دامنه: ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶				
تعداد ترکیب ^۱ : ۹۱۲				
نام متغیر	ضریب	خطای	آماره t	سطح معنی
ضریب ثابت	7406.371	7005.712	1.057190	0.2907
Sale	0.086250	0.001691	50.99036	0.0000
AR(1)	-0.508171	0.033391	-15.21885	0.0000
ضریب تشخیص	0.616561	میانگین متغیر وابسته		
ضریب تشخیص اصلاح	0.615717	انحراف متغیر وابسته		
انحراف معیار رگرسیون	311911.3	مجموع مربع انحرافات توجیه		
آماره F	730.8253	آماره دوربین - واتسون		
سطح معنی داری F	0.000000			

۱- علت تفاوت تعداد ترکیب با تعداد مشاهدات استفاده از تصحیح خودبازگشت مرتبه اول است

فرضیه بدیل: کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری کمتر از حد، رابطه‌ای معنادار ندارد.
 فرضیه تحقیق: کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری کمتر از حد، رابطه‌ای معنادار دارد.

$$\begin{cases} H_0: \beta_{TCA} = 0 \\ H_1: \beta_{TCA} \neq 0 \end{cases}$$

متغیر با مقدار ۰/۰۲۶- سطح معناداری بزرگتر از ۰/۰۵ دارد، بنابراین، نبود رابطه همبستگی بین دو متغیر رد نشده است. این نتیجه، بیانگر این است که بین کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری کمتر از حد رابطه‌ای معنادار وجود ندارد. شایان ذکر است براساس نتایج این آزمون بین دو متغیر کم و بیش رابطه‌ای منفی وجود دارد.

نتایج بررسی‌ها نشان داده است که رابطه بین دو متغیر خطی نبوده، توزیع آنها نیز نرمال نیست، اما به دلیل حجم بزرگ نمونه این تحقیق و با توجه به قضیه حد مرکزی مبنی بر اینکه توزیع‌های نمونه‌برداری مبتنی بر تعداد نمونه زیاد، حتی در شرایطی که خود توزیع جامعه هم قطعاً نرمال نباشد، نرمال تلقی می‌شوند (هومن، ۱۳۷۴)، عملاً نرمال در نظر گرفته می‌شود. ضریب همبستگی پیرسون بین دو

جدول ۳: نتایج آزمون همبستگی پیرسون در فرضیه اول تحقیق

متغیرهای تحقیق	سرمایه گذاری کمتر از حد
	ضریب پیرسون
کیفیت گزارشگری مالی	ضریب
	سطح معناداری دو دامنه
	تعداد
	-.026
	.451
	863

نتیجه آزمون تحلیل رگرسیون نشان داده است که ضریب کلی مدل معنادار نبوده، بیانگر آن است که رابطه بین دو متغیر خطی نیست. همچنین، ضریب جزیی رگرسیون که نشان دهنده شیب متغیر مستقل در رابطه با متغیر وابسته است، معنادار نیست. ضریب تشخیص مدل نیز که برابر با ۰/۰۰۱ است، معنادار نیست. این نتایج در مجموع بیانگر آن است که کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری کمتر از حد، رابطه‌ای معنادار ندارد، بنابراین، فرضیه تحقیق تایید نشده است.

نتیجه آزمون تحلیل رگرسیون نشان داده است که ضریب کلی مدل معنادار نبوده، بیانگر آن است که رابطه بین دو متغیر خطی نیست. همچنین، ضریب جزیی رگرسیون که نشان دهنده شیب متغیر مستقل در رابطه با متغیر وابسته است، معنادار نیست. ضریب

جدول ۴: نتایج آزمون تحلیل رگرسیون ترکیبی با ضرایب ثابت و شیب مشترک

Sig.	T	ضریب استاندارد شده	ضریب استاندارد نشده		
		Beta	خطای انحراف استاندارد	B	
.000	5.620		.117	.655	ضریب ثابت
.451	-.753	-.026	.691	-.521	کیفیت گزارشگری مالی
$f = .568 \rightarrow p = .451 \quad R^2 = .001, \quad se = 3.03588$					

دهنده سرمایه‌گذاری بیشتر از حد است، به عنوان متغیر وابسته بررسی شده است. برای آزمون فرضیه تحقیق، فرضیه بدیل و مخالف به صورت زیر طرح و با استفاده از متغیرهای جدید و تبدیل شده آزمون شده است.

فرضیه دوم: کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، رابطه‌ای معنادار دارد. براساس تخمین مدل‌های تشریح شده در بخش قبل، رابطه پسماند متغیر TCA محاسبه شده است که نشان‌دهنده کیفیت گزارشگری مالی. به عنوان متغیر مستقل، پسماند مثبت متغیر INV که نشان

فرضیه بدیل: کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، رابطه‌ای معنادار ندارد.

فرضیه تحقیق: کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، رابطه‌ای معنادار دارد.

$$\begin{cases} H0: \beta_{TCA} = 0 \\ H1: \beta_{TCA} \neq 0 \end{cases}$$

ندارد. نتیجه آزمون تحلیل رگرسیون نشان داده است که ضریب کلی مدل معنادار نیست. ضریب جزئی رگرسیون نیز که نشان‌دهنده شیب متغیر مستقل در رابطه با متغیر وابسته است، معنادار نیست. ضریب تشخیص مدل ۰/۰۱۳ است که آن هم معنادار نیست. مجموع این نتایج، بیانگر آن است که کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، رابطه‌ای معنادار نداشته و لذا فرضیه تحقیق تایید نشده است.

نتایج بررسی‌ها نشان داده است که رابطه بین دو متغیر خطی نبوده، توزیع آنها نرمال نیست، اما به دلیل حجم بزرگ نمونه این تحقیق و با توجه به قضیه حد مرکزی عملاً نرمال در نظر گرفته می‌شود. ضریب همبستگی پیرسون بین دو متغیر با مقدار ۰/۱۱۴- سطح معناداری بزرگتر از ۰/۰۵ دارد، لذا نبود رابطه همبستگی بین دو متغیر رد نشده است. این نتیجه بیانگر آن است که بین کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد رابطه معناداری وجود

جدول ۵: نتایج همبستگی پیرسون و اسپیرمن در فرضیه دوم تحقیق

سرمایه‌گذاری بیشتر از حد	متغیرهای تحقیق	
	ضریب پیرسون	
-۱۱۴	ضریب	کیفیت گزارشگری مالی
۱۰۶	سطح معناداری دو دانه	
۲۰۱	تعداد	

جدول ۶: نتایج آزمون تحلیل رگرسیون ترکیبی با ضرایب ثابت و شیب مشترک

Sig.	T	ضریب استاندارد شده	ضریب استاندارد نشده		
		Beta	خطای انحراف استاندارد	B	
.000	4.479		.807	3.616	ضریب ثابت
.106	-1.624	-.114	9.838	-15.974	کیفیت گزارشگری مالی
$f = 2.636 \rightarrow p = .1061 \quad R^2 = .013, \quad se = 7.79329$					

نتیجه‌گیری و بحث

در این تحقیق، اثرات کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی یا ناکارایی سرمایه‌گذاری در ۱۵۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی شرکت‌های فوق در فاصله سال‌های ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۸ بررسی شده است. نتایج حاصل، بیانگر آن است که بر خلاف تحقیقات بیدل و همکاران (۲۰۰۹ و ۲۰۰۷، ۲۰۰۶) و وردی (۲۰۰۶) که در بازار سرمایه‌ای توسعه یافته و تقریباً کارا صورت گرفته‌اند، در ایران، علی‌رغم وجود رابطه منفی بسیار ناچیزی که میان کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری کمتر و بیشتر از حد به عنوان ناکارایی سرمایه‌گذاری مشاهده شده است، عملاً هیچ‌گونه همبستگی معناداری میان متغیرهای فوق وجود ندارد.

اگرچه بر اساس مبانی نظری تشریح شده در پیشینه تحقیق که چکیده آن در نمودار ۱ نشان داده شده است، وجود همبستگی و رابطه میان کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری مسال‌های تایید شده است، اما یافته‌های این تحقیق در رابطه با شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بیانگر این حقیقت است که بنابر دلایلی که در ادامه به آن پرداخته خواهد شد، این ارتباط در بازار سرمایه ایران قابل مشاهده نیست. یکی از عللی که در این رابطه قابل بیان است، فقدان زنجیره روابط دهگانه تشریح شده در نمودار ۱ در بازار توسعه نیافته و ناکارای سرمایه ایران، در رابطه با چگونگی منتج شدن کارایی سرمایه‌گذاری از کیفیت گزارشگری مالی است. به عبارت دیگر، احتمالاً در بازار سرمایه ایران به طور معمول اطلاعات در دسترس همگان قرار نمی‌گیرد و همواره یک یا چند

عضو فعال در این بازار در مورد ارقام مورد معامله و شرکت‌های فعال در بازار چیزهایی می‌دانند که اعضای دیگر از آن آگاه نیستند. با توجه به وجود چنین وضعی در بورس اوراق بهادار تهران و برخورداری یکی از طرف‌ها از اطلاعات بیشتر نسبت به دیگران و داشتن مزیتی در این رابطه، می‌توان نتیجه گرفت که سیستم اقتصادی حاکم بر این بازار از دیدگاه اطلاعات، نامتقارن است. این موضوع به تنهایی نشان دهنده گسسته شدن حلقه اول این زنجیره روابط (رابطه ۱ در نمودار ۱) است که خود می‌تواند به گزینش نادرست و بروز خطر اخلاقی به عنوان دو اثر و نتیجه اصلی عدم تقارن اطلاعاتی منجر شود (یعنی نبود روابط ۲، ۳ و ۴ در نمودار ۱ در بازار سرمایه ایران).

همچنین عدم تاکید سهامداران، سرمایه‌گذاران و وام‌دهندگان فعال در بازار سرمایه ایران بر کیفیت ارقام مندرج در گزارش‌های مالی منتشره و اتکای صرف بر کمیت ارقام مندرج در آنها (به ویژه میزان سود ابرازی یا جمع دارایی‌های ثابت شرکت) از یک سو و عدم وجود سنج‌های برای ارزیابی کیفیت این ارقام بر اثر ضعف و سطحی بودن ساز و کارهای نظارتی نهادهای موجود، شامل سازمان بورس اوراق بهادار و موسسات حسابرسی معتمد آن از سوی دیگر، احتمالاً موجب می‌گردد تا در عمل توجه لازم بر اصل مساله گزارشگری مالی و در نتیجه، کیفیت آن وجود نداشته و این گزارش‌ها بیشتر جنبه تشریفاتی و نه کاربردی پیدا کرده باشند و در نهایت، هیچ‌گونه ارتباطی با چگونگی بودجه‌بندی سرمایه‌ای شرکت و کارایی چنین سرمایه‌گذاری‌هایی نداشته باشند. در نهایت، از دیگر علل احتمالی این امر می‌توان به عدم ارتباط نرخ هزینه‌های تامین مالی با ریسک (بتا) و

- کارا نبودن بازار سرمایه در ایران به عنوان عاملی مهم و اثرگذار؛
- فقدان موسسات رتبه‌بندی و تبدیل فرآیند تامین مالی به پدیده‌ای رابطه‌ای در بازار پولی ایران؛
- منظور نکردن آثار احتمالی مفاد گزارش‌های حسابرسی بر مجموعه شرکت‌های مورد مطالعه در این تحقیق؛
- آثار ناشی از تفاوت در روش‌های حسابداری و گزارشگری مالی شرکت‌ها؛
- محدودیت‌های ناشی از مقررات حاکم بر بازار سرمایه ایران، به‌ویژه قانون مالیات‌های مستقیم.

پیشنهادهای کاربردی

با توجه به یافته‌ها و نتایج حاصل از این تحقیق و همچنین مبانی نظری تشریح شده در ادبیات این پژوهش که چکیده آن در نمودار ۱ نشان داده شده، راهکارهایی به شرح موارد ذیل برای رفع موانع موجود در رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران پیشنهاد می‌شود.

سازمان بورس و اوراق بهادار تهران به عنوان نهادی نظارتی در بازار سرمایه ایران، باید به منظور جهت‌دهی بازار به سمت کارایی، راهکارهایی عملی اتخاذ نماید تا از وجود اطلاعات بیشتر یکی از طرف‌های فعال در بازار نسبت به دیگری و داشتن مزیتی در این رابطه و در نتیجه، حاکمیت سیستم اطلاعاتی نامتقارن در آن (رابطه ۱ در نمودار ۱) که خود می‌تواند به گزینش نادرست و خطر اخلاقی منجر گردد، جلوگیری کند. ازسوی دیگر، این سازمان باید از طریق نظارت بیشتر بر کیفیت و نه تنها کمیت و ارائه بموقع گزارش‌های مالی تهیه شده توسط شرکت‌های فعال در بازار و همچنین روابط نمایندگی

نحوه و کیفیت گزارشگری مالی هر شرکت در بازار سرمایه ایران، اشاره نمود. به عبارت دیگر، نبود مؤسسات رتبه‌بندی در بازار سرمایه ایران و تقریباً یکسان بودن نرخ هزینه‌های تامین مالی اکثر شرکت‌های فعال در این بازار، فارغ از ریسک و یا حتی محتوای اطلاعات منتشره در گزارش‌های مالی آنها، عملاً موجب گردیده تا کیفیت گزارشگری مالی اثری بر هزینه‌های تامین مالی شرکت‌های فعال در این بازار (روابط ۴ و ۶-۲ در نمودار ۱) نداشته باشد و فرآیند تامین مالی احتمالاً به پدیده‌ای رابطه‌ای تبدیل گردد. با عنایت به فقدان این حلقه بسیار تاثیرگذار در زنجیره روابط کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری (نمودار ۱) در بازار سرمایه ایران، نبود ارتباط میان این دو متغیر قابل توجه است.

محدودیت‌های تحقیق

از جمله محدودیت‌ها و مشکلاتی که در اجرای این تحقیق وجود دارد و در تفسیر نتایج آن باید مورد ملاحظه قرار گیرد، می‌توان به موارد ذیل اشاره نمود که البته در بسیاری از این موارد نیاز به انجام تحقیقات مستقلی وجود دارد:

- نبود اطلاعات جریان‌های نقدی شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۸۰، عدم سابقه زیاد شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران، در دسترس نبودن یا ناقص بودن اطلاعات مالی برخی از شرکت‌ها در سنوات حضور در بورس اوراق بهادار و نبودن پایگاه داده‌ای کامل و متمرکزی در این رابطه موجب محدود شدن حجم مجموعه مورد آزمون شده است.
- آثار ناشی از تورم موجود در بازار سرمایه ایران ممکن است بر اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی و نتایج تحقیق اثرگذار باشد؛

مؤسسات را به دقت در امر گزارشگری حسابرسی و اعتباردهی به گزارش‌های مالی ملزم نمایند.

پیشنهادهای برای تحقیقات آتی

موضوع‌های مرتبط با کیفیت گزارشگری مالی، از جمله موضوع‌های مهمی است که یافته‌های تحقیقات علمی درباره آنها می‌تواند به هیأت تدوین استانداردهای حسابداری و فعالین در بازار سرمایه کشورمان کمک شایانی کرده، بستر مناسبی برای تحقیقات دامن‌دارتر فراهم آورد. برخی از موضوع‌هایی که می‌تواند در تحقیقات مربوط بعدی، در بازار سرمایه ایران مدنظر قرارگیرد، به شرح زیر است:

- رابطه کیفیت گزارشگری مالی و تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه ایران؛
- رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری؛
- رابطه کیفیت گزارشگری مالی و تورم موجود در بازار سرمایه ایران؛
- اثرات تعدیلات سنواتی و تجدید ارائه صورت‌های مالی بر کیفیت گزارشگری مالی؛
- رابطه مشکلات نمایندگی و کارایی سرمایه‌گذاری در ایران؛
- با توجه به ویژگی خاص هر صنعت، پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری به تفکیک صنایع انجام شود.

فهرست منابع

- ۱- اسکات، ویلیام. (۱۳۸۶). *تئوری حسابداری مالی*، ترجمه: علی پارسائیان، تهران: انتشارات ترمه.

حاکم در این شرکت‌ها، آنها را به ارائه اطلاعاتی دقیق، واقعی و با کیفیت ملزم نماید. همچنین از طریق سیاست‌گذاری و حتی سرمایه‌گذاری در جهت تأسیس مؤسسات رتبه‌بندی و در نتیجه تعیین نرخ هزینه تأمین مالی هر شرکت بر اساس ریسک (بتا) و نحوه و کیفیت گزارشگری مالی آن شرکت از یک سو و جهت‌دهی نهادهای تصمیم‌گیرنده در بازار پول و سرمایه کشور به اجتناب از تعیین نرخ کارمزد بانکی به صورت دستوری از سوی دیگر، موجب گردد تا کیفیت گزارشگری مالی بر هزینه‌های تأمین مالی شرکت‌های فعال در این بازار (روابط ۲۰۴-۶ در نمودار ۱) اثرگذار بوده، فرآیند تأمین مالی از پدیده‌ای معمولاً رابطه‌ای به فرآیندی ضابطه‌مند تبدیل گردد.

مؤسسات حسابرسی نیز به عنوان نهاد نظارتی قدرتمند دیگر این بازار، باید از طریق افزایش کیفیت حسابرسی گزارش‌های مالی، کیفیت این گزارش‌ها را برای گروه‌های استفاده‌کننده تضمین نموده، وظیفه خود برای اعتباردهی به این گزارش‌ها را به بهترین شکل انجام دهند تا عملاً توجه این گروه‌های فعال در بازار را از اتکای صرف بر کمیّت اقلام مندرج در گزارش‌های مالی (به ویژه میزان سود ابرازی یا جمع دارایی‌های ثابت شرکت) بر اصل مساله گزارشگری مالی و در نتیجه کیفیت آن سوق داده، کارکرد معمولاً تشریفاتی این گزارش‌ها را به جنبه‌ای کاربردی تغییر دهند. از سوی دیگر، نهادهای ناظر بر فعالیت مؤسسات حسابرسی، مانند جامعه حسابداران رسمی ایران، سازمان بورس و اوراق بهادار و حتی دادگاه‌های صالحه موظف هستند تا از طریق کنترل و نظارت دقیق بر فعالیت این مؤسسات و همچنین اتخاذ تصمیمات بازدارنده و تنبیهی، در صورت هرگونه نقض آیین رفتار حرفه‌ای توسط آنها، این

۱۰- قائمی، محمد حسین و محمدرضا وطن پرست. (۱۳۸۴). "بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران"، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ش ۴۱.

۱۱- کردستانی، غلامرضا و ضیاء الدین مجدی. (۱۳۸۶). "بررسی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی". **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ش ۴۸.

۱۲- مجیدی، رضا. (۱۳۸۳). **بررسی ارتباط بین کیفیت سود و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**، پایان نامه کارشناسی ارشد، به راهنمایی دکتر ایرج نوروش، دانشگاه تهران.

۱۳- مدرس، احمد و رضا حصارزاده. (۱۳۸۷). "کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری"، **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، ش ۲.

۱۴- نوروش، ایرج، امین ناظمی و مهدی حیدری. (۱۳۸۵). "کیفیت اقلام تعهدی و سود با تاکید بر نقش خطای برآورد اقلام تعهدی"، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ش ۴۳.

۲- هومن، حیدرعلی. (۱۳۷۴). **استنباط آماری**، تهران: نشر پارسا، چاپ سوم.

۳- هیات تدوین استانداردها. (۱۳۸۵). "مبانی نظری حسابداری و گزارشگری مالی در ایران"، **نشریه ۱۱۳**، چاپ سوم، سازمان حسابرسی.

۴- احمدی، احمد. (۱۳۸۶). "ارزیابی کیفیت سود با استفاده از دیدگاه‌های کیفی اطلاعات مالی"، **دانشگاه مازندران**، پایان‌نامه کارشناسی ارشد.

۵- ثقفی، علی و غلامرضا کردستانی. (۱۳۸۳). "بررسی و تبیین رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی"، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ش ۳۷.

۶- خواجه‌وی، شکرالله و امین ناظمی. (۱۳۸۴). "بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تاکید بر نقش ارقام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران"، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ش ۴۰.

۷- رضازاده، جواد و عبد الله آزاد. (۱۳۸۷). "رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی"، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ش ۵۴.

۸- عرب مازار یزدی، محمد. (۱۳۷۴). **محتوای افزاینده اطلاعاتی جریان‌های نقدی و تعهدی**، پایان نامه دکتری، به راهنمایی دکتر علی ثقفی، دانشگاه تهران.

۹- عرب مازار یزدی، محمد، مشایخی، بیتا و افسانه رفیعی. (۱۳۸۵). "محتوی اطلاعاتی جریان‌های نقدی و تعهدی در بازار سرمایه ایران"، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ش ۴۳.

- 15- Financial Accounting Standards Board, (۱۹۷۸), Statement of Financial Accounting Concept, No. ۱, "Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises".
- 16- Wolk, Harry. I, J. L. Dodd, and M. G. Tearney, (۲۰۰۱), "Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach", 5th edition, South-Western.

- consequences and solutions”, Working Paper, University of Calabria.
- 25- Verdi, Rodrigo.s,(۲۰۰۶), "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency", Working Paper, Sloan School of Management, MIT.
- 17- Beatty, Anne, Joseph Weber and J. Scott,(۲۰۰۷), "The Role of Accounting Quality in Reducing Investment Inefficiency in the Presence of Private Information and Direct Monitoring", Working paper, The Ohio State University.
- 18- Biddle, Gary and Gilles Hilary,(۲۰۰۶)” Accounting Quality and Firm-level Capital Investment”, The Accounting Review, vol۸۱
- 19- Biddle, Gary and Gilles Hilary,(۲۰۰۷)” How Does Financial Accounting Quality Improve Investment Efficiency?”, The Accounting Review
- 20- Biddle, Gary, Gilles Hilary and Rodrigo. s Verdi,(۲۰۰۹), ” How does financial reporting quality relate to investment efficiency?”, Journal of Accounting and Economics, Volume ۴۸
- 21- Chen, Zhihong,(۲۰۰۵), ” Earnings Quality and the Sensitivity of Capital Investment to Accounting Information”, Working paper, Hong Kong University of Science and Technology.
- 22- Dechow, Patricia and Ilia D. Dichev,(۲۰۰۲)” The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors”, The Accounting Review, vol۷۷
- 23- Francis, j. lofond and et al. ,(۲۰۰۵)” the market pricing of accruals quality”, Journal of Accounting and Economics, vol ۳۹
- 24- Rocca, Maurizio. L, Alfio Cariola and Elvira-Tiziana La Rocca,(۲۰۰۴), “Overinvestment and underinvestment problems: determining factors,