

بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری و تأثیر ساختار سررسید بدهی‌ها بر این رابطه

مهدی صفری گرابلی^۱، فاطمه رعنائی^{۲*}

۱- استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرگز، بندرگز، ایران.

mehdi.safari83@yahoo.com

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد گرگان، گرگان، ایران.

faranaei66@gmail.com

چکیده

پژوهش حاضر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و همچنین اثر ساختار سررسید بدهی‌ها را بر این رابطه بررسی می‌کند. بدین منظور، از الگوی کیفیت اقلام تعهدی دچو و دیچو [۱۲] به‌عنوان معیار سنجش کیفیت گزارشگری مالی و برای اندازه‌گیری ساختار سررسید بدهی‌ها از نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل بدهی‌ها استفاده شده است. علاوه بر این از مقادیر خطای الگوی رگرسیون سرمایه‌گذاری به‌عنوان معیار سنجش کارایی سرمایه‌گذاری استفاده شد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش نیز نمونه‌ای متشکل از ۹۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ انتخاب شد و برای آزمون آن‌ها از الگوهای رگرسیون چندگانه مبتنی بر تکنیک داده‌های تلفیقی استفاده شد. یافته‌های تجربی نشان می‌دهد بین کیفیت گزارشگری مالی و ساختار سررسید بدهی با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت، رابطه مثبت معناداری وجود دارد. همچنین نتایج نشان می‌دهد رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری تحت تأثیر ساختار سررسید بدهی‌ها قرار دارد و با افزایش بدهی‌های با سررسید کوتاه‌مدت، این رابطه تضعیف می‌شود.

واژه‌های کلیدی: کیفیت گزارشگری مالی، ساختار سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری.

مقدمه

رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، به رقابت شدیدی در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه گذاری منجر شده است؛ بنابراین شرکت‌ها برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود، به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب و به‌موقع نیاز دارند. از این رو، گزارش‌های مالی شرکت‌ها باید اطلاعاتی فراهم کند که برای سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان در سرمایه‌گذاری‌های منطقی، اعطای اعتبار و تصمیمات مشابه سودمند باشد [۲۱]. گزارش‌های مالی باید اطلاعات لازم را برای ارزیابی وضعیت مالی و اقتصادی بنگاه، توان سودآوری، نحوه تأمین مالی و مصرف وجوه نقد، چگونگی ایفای مسئولیت مباشرت مدیریت و انجام تکالیف قانونی و سایر اطلاعات مکمل برای درک بهتر اطلاعات مالی ارائه‌شده و پیش‌بینی وضعیت آینده شرکت فراهم کند؛ در نتیجه این گزارش‌ها اهمیت بسزایی در تحقق اهداف یادشده دارند و افزایش کیفیت آن‌ها می‌تواند موجب کارا تر بودن سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها و حفظ و توسعه منابع آن‌ها شود [۲۹ و ۴]. همچنین اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا می‌تواند با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران با اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران، امکان خطر اخلاقی و گزینش نادرست را کاهش دهد و به کاهش هزینه‌های نظارت بر مدیران و در نهایت کاهش ریسک و هزینه‌های تأمین مالی شرکت منجر شود. بدین ترتیب، احتمال ناکارایی سرمایه‌گذاری یعنی ازدست دادن فرصت‌های سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش - فعلی خالص مثبت (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) یا سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص منفی (سرمایه‌گذاری بیشتر از حد) نیز کاهش می‌یابد. گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) و بیدل و همکاران (۲۰۰۹) به

این نتیجه رسیدند که بین کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد، رابطه منفی وجود دارد. همچنین نقش بدهی را در کاهش رفتار فرصت‌طلبانه مدیران در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بررسی کردند. یافته‌های پژوهش وی نشان می‌دهد که بدهی، سرمایه‌گذاری بیش از حد را کاهش می‌دهد. علاوه بر این، استفاده از بدهی - کوتاه‌مدت، ساز و کاری است که عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی را بین سهامداران، اعتباردهندگان و مدیران می‌تواند کاهش دهد. همچنین سررسید کوتاه‌مدت بدهی‌ها، ابزاری برای کنترل فعالیت مدیران است؛ زیرا آن‌ها را به مذاکرات بیشتر با اعتباردهندگان ترغیب می‌کند. در چنین شرایطی، اعتباردهندگان با مدیران، روابط بیشتر و نزدیک‌تری دارند و عملکرد شرکت‌ها را در دوره‌های ابتدایی قرارداد بدهی می‌توانند ارزیابی کرده و بر این اساس، در خصوص تمدید شرایط قرارداد یا تغییر آن تصمیم‌گیری کنند. بدین ترتیب، انتظار می‌رود به کارگیری بدهی‌های کوتاه‌مدت (با سررسید کوتاه‌تر) با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک گزینش نادرست به نظارت بر رفتار سرمایه‌گذاری مدیران و در نتیجه افزایش کارایی سرمایه‌گذاری منجر شود [۱۸ و ۲۶].

با این حال، در بیشتر مطالعات داخلی، این موضوع نادیده گرفته شده است و فضایی خالی در مبانی نظری مالی پژوهش وجود دارد که این خود، انگیزه‌ای برای انجام مطالعه حاضر است. با توجه به مطالب فوق، پژوهش حاضر در پی بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و ساختار سررسید بدهی‌ها با کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است و با در نظر گرفتن تأثیر بدهی کوتاه‌مدت بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و

کارایی سرمایه‌گذاری، بر مبانی نظری موجود در این حوزه می‌افزاید. در ادامه، ساختار مقاله بدین شرح است: در بخش بعد مبانی نظری و پیشینه پژوهش بیان می‌شود. سپس فرضیه‌ها، روش پژوهش و متغیرها ارائه می‌شود. تجزیه و تحلیل نتایج، پایان‌بخش مقاله است.

مبانی نظری

اطلاعات حسابداری، منبع مهم و سودمندی برای تصمیم‌گیری گروه‌های طرف قرارداد و منبع اصلی در ارزیابی وظیفه‌ی مباشرت مدیران محسوب می‌شود. اطلاعات حسابداری با کیفیت بالایی می‌تواند به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی منجر شود که این عدم تقارن اطلاعاتی در صورت وجود، مشکلات اقتصادی همچون مخاطرات اخلاقی و گزینش نادرست را می‌تواند به همراه داشته باشد. گزارشگری مالی دارای کیفیت بالا به افزایش توانایی سهامداران و مالکان شرکت در نظارت بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مدیر منجر می‌شود. این امر می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری‌ها، در نتیجه کاهش پدیده‌ی مخاطرات اخلاقی، تأثیر مشخصی داشته باشد. بیشتر مطالعات قبلی [۳، ۵، ۱۶ و ۲۹] بر این امر تأکید دارند که افزایش کیفیت گزارش‌های مالی به عنوان منبع اطلاعاتی بسیار مهم برای گروه‌های مختلف به شمار می‌رود و بخصوص اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران را برای گرفتن تصمیم‌های بهتر توانا می‌کند. تأمین اهداف عام و کیفی گزارشگری مالی، از توان اشخاص دارای اطلاعات درون‌سازمانی یا محرمانه می‌کاهد و آنان نمی‌توانند با برخورداری از مزیت اطلاعاتی به سود دست یابند. کیفیت بالای گزارشگری مالی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد درون‌سازمانی و سهامداران و اعتباردهندگان، امکان گزینش نادرست و

خطر اخلاقی را به عنوان دو پیامد نامطلوب عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند کاهش دهد. در صورت گزینش نادرست، به دلیل امکان استفاده‌ی مدیران از منابع مالی بر اساس الگوهای نامناسب و به شیوه‌ای ناکارا (سرمایه‌گذاری در پروژه‌های نامناسب)، سطح انتظارات سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد و متعاقب آن ریسک سرمایه‌گذاری و در نتیجه هزینه‌های تأمین مالی شرکت بیشتر می‌شود. از سوی دیگر، خطر اخلاقی موجب می‌شود مدیر وسوسه شود و کم‌کاری کند و به ضعف عملکرد ناشی از وجود عواملی وانمود کند که خارج از کنترل وی هستند. چنین هزینه‌هایی را که هزینه‌ی نمایندگی می‌نامند، موجب کاهش ارزش شرکت شده، سبب می‌شود ثروت سایر طرف‌های قرارداد شرکت، به دیگران (مدیران) منتقل شود [۲۸]؛ بنابراین هزینه‌ی نمایندگی باعث می‌شود سهامداران و اعتباردهندگان با مدیران، قراردادهای مرتبط با حقوق و پاداش آن‌ها یا قراردادهایی در رابطه با وام اعطایی منعقد کنند و بدین وسیله اقدامات آنان را محدود کنند تا مسائل نمایندگی کاهش یابد. گفتنی است گزارشگری مالی، با فراهم کردن اطلاعات لازم برای بررسی رعایت یا تخلفی از مفاد این قراردادها، نقشی اساسی در این فرایند ایفا می‌کند [۱۸]. همچنین شرکت‌ها از بدهی - کوتاه‌مدت به عنوان ساز و کاری برای علامت‌دادن کیفیت خود به بازار استفاده می‌کنند الکووک و همکاران [۱]، و بدهی‌های با سررسید کوتاه برای کاهش مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی نیز می‌تواند استفاده شود [۲، ۲۶]. علاوه بر این به‌زعم برخی پژوهشگران نظیر چیلد و همکاران (۲۰۰۵) و چن و همکاران (۲۰۱۱) انعطاف‌پذیری بیشتر بدهی‌های کوتاه‌مدت در بهبود بخشیدن به ناکارایی سرمایه‌گذاری مفید است. در این پژوهش انتظار می‌رود کیفیت

گزارشگری مالی و بدهی‌های با سررسید کوتاه‌مدت به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری منجر شود. از سوی دیگر، با توجه به اینکه بدهی و کیفیت گزارشگری مالی، دو ساز و کار جایگزین برای کنترل رفتار فرصت‌طلبانه مدیران در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری هستند، انتظار می‌رود رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با بدهی کوتاه‌مدت کمتر، ضعیف‌تر باشد.

کوهن (۲۰۰۴) پیامدهای اقتصادی و عوامل مرتبط با انتخاب کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها را بررسی کرد. یافته‌های مطالعه وی نشان می‌دهد شرکت‌ها بین منافع ارزشیابی بازار سرمایه ناشی از افشای اطلاعات مالی با کیفیت و هزینه مالکانه‌ای که تصمیم‌های شرکت‌ها را در خصوص کیفیت گزارشگری مالی تحت تأثیر قرار می‌دهد، توازن برقرار می‌کنند. یافته‌ها همچنین نشان می‌دهد انتخاب کیفیت گزارشگری مالی، رابطه‌ای مثبت با منافع ارزشیابی سهام در بازار سرمایه و رابطه منفی با هزینه مالکانه افشای اطلاعات با کیفیت دارد. شواهدی نیز وجود دارد که کیفیت گزارشگری مالی، با سطوح پایین‌تر عدم تقارن اطلاعاتی همبستگی دارد. بین انتخاب کیفیت گزارشگری مالی و هزینه سرمایه شرکت، رابطه معناداری مشاهده نشد [۱۱]. وردی (۲۰۰۶) رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری را در نمونه‌ای متشکل از ۳۸۰۶۲ شرکت - سال مشاهده در سال‌های ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۳ بررسی کرد. نتایج نشان داد کیفیت گزارشگری مالی هم با سرمایه‌گذاری کمتر از حد و هم با سرمایه‌گذاری بیش از حد، رابطه منفی معنادار دارد. علاوه بر این، وی دریافت که ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری بیش از حد برای شرکت‌هایی که مانده وجه نقد بیشتری دارند و نیز

رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری کمتر از حد برای شرکت‌های محدود در امر تأمین مالی، قوی‌تر است [۲۹]. بیدل و همکاران (۲۰۰۹) با انتخاب نمونه‌ای متشکل از ۳۴۷۹۱ شرکت - سال مشاهده در فاصله زمانی سال‌های ۱۹۹۳ تا ۲۰۰۵ ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد کیفیت بالاتر گزارشگری مالی، کارایی سرمایه‌گذاری را بر اثر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه، عواملی نظیر انتخاب مغایر و خطر اخلاقی را افزایش می‌دهد و به کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر (کمتر) از حد منجر می‌شود [۴]. لی و ونگ (۲۰۱۰) ارتباط بین کیفیت اقلام تعهدی، محافظه کارانه بودن و هموار بودن سود را به عنوان معیارهای کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در کشور چین بررسی کردند. نمونه مورد بررسی شامل ۲۳۱۹ شرکت - سال مشاهده در فاصله زمانی سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۶ بوده است. با استفاده از الگوی رگرسیون چندگانه، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد کیفیت گزارشگری مالی هم با سرمایه‌گذاری کمتر از حد و هم با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، رابطه منفی معنادار دارد که در این میان کیفیت اقلام تعهدی و هموار بودن سود، بیشترین تأثیر را بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد و بیشتر از حد دارند [۲۲]. چن و همکاران (۲۰۱۱) با استفاده از داده‌های نمونه‌ای متشکل از ۶۷۲۷ شرکت - سال مشاهده از ۲۱ کشور جهان، ارتباط بین متغیرهای درآمد‌های اختیاری و کیفیت اقلام تعهدی را به عنوان معیارهای سنجش کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بررسی کردند. دوره زمانی پژوهش بین سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۵ بوده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت معنادار بین

موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود [۲۵].
 خدائی و یحیایی (۱۳۸۹) رابطه کیفیت گزارشگری -
 مالی و کارایی سرمایه‌گذاری را در ۲۱۰ شرکت
 پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین سال‌های
 ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ بررسی کردند. یافته‌های پژوهش نشان
 داد افزایش کیفیت گزارشگری مالی، کارایی سرمایه-
 گذاری را می‌تواند بهبود ببخشد و رابطه‌ای منفی بین
 کیفیت گزارشگری مالی و عدم کارایی سرمایه‌گذاری
 وجود دارد [۲۱]. ثقفی و عرب مازار یزدی (۱۳۸۹)
 ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری
 مالی شرکت‌ها را به صورت تجربی آزمودند. نمونه
 آماری پژوهش شامل ۱۵۲ شرکت پذیرفته‌شده در
 بورس تهران در فاصله سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۷ بوده
 است. یافته‌های پژوهش نشان داد بین کیفیت -
 گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، رابطه
 معناداری وجود ندارد [۲۸]. بادآور نهندی و تقی‌زاده -
 خانقاه (۱۳۹۱) با هدف مطالعه جنبه‌ای از پیامدهای
 اقتصادی جایگاه خدمات حسابرسی در ایران، با بررسی
 نمونه‌ای متشکل از ۱۰۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس
 اوراق بهادار تهران در بین سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ به
 این نتیجه رسیدند که بین کیفیت حسابرسی و کارایی
 سرمایه‌گذاری، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
 بهبود کیفیت حسابرسی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی
 بین مدیریت و سرمایه‌گذاران و برطرف کردن مشکلات
 نمایندگی، به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری منجر می-
 شود [۷].

از دیدگاه نظریه نمایندگی برای کاهش عدم تقارن
 اطلاعاتی و به تبع آن نظارت بهتر بر فعالیت مدیران برای
 کاهش رفتار فرصت‌طلبانه آن‌ها، ساز و کارهای کنترل
 گوناگونی در مبانی نظری مالی و حسابداری مطرح
 شده است که از آن جمله به کیفیت گزارشگری مالی

شاخص‌های کیفیت گزارشگری مالی و کارایی -
 سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. علاوه بر این، آن‌ها
 دریافتند میزان این رابطه تحت تأثیر نحوه تأمین مالی
 شرکت‌ها قرار دارد [۱۰]. گوماریز و بالستا (۲۰۱۴)
 ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و ساختار سررسید
 بدهی را با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در بازار
 سرمایه اسپانیا بررسی کردند. نمونه آماری پژوهش
 شامل ۵۷۶ شرکت - سال مشاهده از مجموع
 شرکت‌های حاضر در بورس سهام اسپانیا در سال‌های
 ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۸ بوده است. با به کارگیری الگوهای
 رگرسیون چندگانه، یافته‌های پژوهش نشان داد بین
 کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری
 شرکت‌ها، رابطه مثبت معناداری وجود دارد. همچنین
 شرکت‌های دارای بدهی با سررسید کوتاه‌مدت،
 کارایی سرمایه‌گذاری بیشتری دارند که با افزایش
 سررسید بدهی‌ها، رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و
 کارایی سرمایه‌گذاری تشدید می‌شود [۱۸]. قائمی و
 وطن‌پرست (۱۳۸۴) نقش اطلاعات حسابداری را در
 کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار
 تهران بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد در دوره مورد
 مطالعه، عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با سود بودجه‌ای
 شرکت‌ها، در بورس اوراق بهادار تهران و در بین
 سرمایه‌گذاران وجود داشته است و این امر در دوره‌های
 قبل از اعلان سود به مراتب بیشتر از دوره‌های پس از
 اعلان سود است [۱۹]. مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷)
 رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری
 را بررسی کردند و با بررسی نمونه‌ای متشکل از ۱۲۰
 شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین
 سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۵ دریافتند علاوه بر اینکه
 کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری،
 رابطه معنادار و مثبتی دارد، کیفیت گزارشگری مالی

می‌توان اشاره کرد [۶ و ۲۰]. از یک سو، کیفیت گزارشگری مالی با کنترل بهتر مدیران و کاهش پیامدهای نامطلوب عدم تقارن اطلاعاتی، یعنی گزینش نادرست و خطر اخلاقی، از مشکلات سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌کاهد و از سوی دیگر، با ارائه ارقام حسابداری شایسته اتکا و شناسایی بهتر پروژه‌ها، زمینه لازم را برای اتخاذ تصمیم‌های بهینه سرمایه‌گذاری مدیران و به تبع آن کارایی سرمایه‌گذاری فراهم می‌آورد. مک‌نیکول و استیون [۲۴] بر مبنای استدلال فوق، بیدل و همکاران (۲۰۰۹) تأثیر کیفیت گزارشگری مالی را بر دو عامل ناکارایی سرمایه‌گذاری یعنی سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد بررسی کردند و دریافتند که کیفیت گزارشگری مالی بالاتر به شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذاری کمک می‌کند تا بیشتر سرمایه‌گذاری کنند و شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بیش از حد، سطح سرمایه‌گذاری خودشان را کاهش دهند. به‌طور مشابه، شواهد تجربی لی و ونگ (۲۰۱۰) و چن و همکاران (۲۰۱۱) نیز نشان داد کیفیت گزارشگری مالی، سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد را کاهش می‌دهد و به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت منجر می‌شود؛ بنابراین انتظار می‌رود کیفیت گزارشگری مالی موجب ارتقای کارایی سرمایه‌گذاری شود. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیه اول: کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد.

نقش بدهی در کاهش اختیارات مدیران و بهبود تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، همواره یکی از موضوعات مورد توجه در مبنای نظری مالی بوده است [۱۷ و ۲۳]. به‌گونه‌ای که شواهد تجربی نیز بر نقش بدهی در

کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد صحه گذاشته‌اند [۱۴ و ۱۸]. بر مبنای مبنای نظری، بدهی کوتاه‌مدت، ساز و کاری برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی بین مدیران، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان محسوب می‌شود. در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌های دارای پروژه‌های سودآور برای مخا‌بره این خبر خوب به بازار و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، بدهی‌های با سررسید کوتاه‌مدت را ترجیح می‌دهند. از دیدگاه اعتباردهندگان نیز در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، استفاده از بدهی‌های کوتاه‌مدت نسبت به بدهی بلندمدت برای کنترل شرکت مناسب‌تر است [۲۷، ۱۳]. علاوه بر این، سررسید کوتاه‌مدت بدهی‌ها، ابزاری برای کنترل فعالیت مدیران است؛ زیرا سررسیدهای کوتاه‌مدت، آن‌ها را به مذاکرات با اعتباردهندگان ترغیب می‌کند. در چنین شرایطی، اعتباردهندگان با مدیران، روابط بیشتری دارند و عملکرد شرکت‌ها را در دوره‌های آغازین قرارداد بدهی بهتر می‌توانند ارزیابی کرده و بر این اساس، در خصوص تمدید شرایط قرارداد یا تغییر آن تصمیم‌گیری کنند. بدین ترتیب، انتظار می‌رود به کارگیری بدهی‌های کوتاه‌مدت (با سررسید کوتاه‌تر) با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک گزینش نادرست به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری منجر شود. اورتیز-مولینا و پناز (۲۰۰۸) و گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) نشان دادند تأمین مالی با بدهی با سررسید کوتاه‌مدت، به دلیل کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و کنترل بهتر مدیران از سوی اعتباردهندگان، سبب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. بدین ترتیب، فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیه دوم: نسبت بدهی کوتاه‌مدت بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد.

گوماریز و بالستا [۱۸] کارایی سرمایه‌گذاری با الگوی زیر محاسبه شده است:

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SGWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن $INV_{i,t}$ نسبت تغییر در کل خاص دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری بلندمدت بر میانگین کل دارایی‌های شرکت i در سال t $SGWTH_{i,t}$ نرخ رشد فروش سالانه شرکت i در سال t است.

مبانی نظری الگوی فوق بر این نکته استوار است که فرصت‌های رشد شرکت ($SGWTH$) باید سرمایه‌گذاری‌های جدید شرکت (I) را توجیه کند. در صورتی که فرصت‌های رشد نتواند سرمایه‌گذاری‌ها را توضیح دهد، مقادیر خطای حاصل، ناکارایی سرمایه‌گذاری را نشان خواهد داد؛ یعنی مقادیر باقیمانده الگوی بالا نشان‌دهنده آن میزان از سرمایه‌گذاری‌ها است که با فرصت‌های رشد، توضیح داده نمی‌شود. پس از برآورد الگوی رگرسیونی فوق، قدر مطلق مقدار خطاهای الگو برای هر شرکت - سال $(\varepsilon_{i,t})$ ، محاسبه می‌شود و به‌عنوان معیار ناکارایی سرمایه‌گذاری به دست می‌آید؛ سپس مقادیر کارایی سرمایه‌گذاری ($INVEFF$) بعد از گذشتن از مراحل فوق و به‌صورت منفی (قرینه) قدر مطلق مقادیر باقیمانده (خطاها) الگوی فوق برای هر شرکت - سال، محاسبه می‌شود؛ یعنی:

$$INVEFF_{i,t} = -|\varepsilon_{i,t}|$$

برای آزمون فرضیه‌ها از دو متغیر مستقل استفاده شده است. در این بخش نحوه اندازه‌گیری این متغیرها ارائه می‌شود:

مطابق مطالعات قبلی نظیر بیدل و همکاران [۳] چن و همکاران [۱۰] و گوماریز و بالستا [۱۸] برای اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی، از شاخص

چن و همکاران (۲۰۱۱) و گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) معتقدند بدهی کوتاه‌مدت، رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت را تقلیل می‌دهد؛ زیرا در صورت تأمین مالی از محل بدهی، اعتباردهندگان بر رفتار مدیران برای کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد نظارت بیشتری دارند و در وضعیت کم‌سرمایه‌گذاری نیز مدیران را به انجام سرمایه‌گذاری بیشتر ترغیب می‌کند. به عبارت دیگر، نقش بدهی کوتاه‌مدت و کیفیت گزارشگری مالی برای کنترل رفتار فرصت‌طلبانه مدیران در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند جایگزین یکدیگر باشد، به‌گونه‌ای که در شرکت‌های با کیفیت گزارشگری مالی پایین، بدهی با سررسید کوتاه‌مدت، ابزاری برای کنترل فعالیت مدیران از سوی اعتباردهندگان است و در مقابل، در شرکت‌های با کیفیت گزارشگری مالی بالا، اطلاعات حسابداری، ساز و کاری برای نظارت بر ناکارایی سرمایه‌گذاری است؛ بنابراین با توجه به مطالب گفته‌شده، فرضیه سوم پژوهش به شرح زیر خواهد بود:

فرضیه سوم: بدهی کوتاه‌مدت، رابطه بین کیفیت-گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را تضعیف می‌کند.

روش پژوهش

متغیرهای مورد مطالعه در این پژوهش شامل متغیر وابسته، متغیرهای مستقل و متغیرهای کنترلی به شرح زیر اندازه‌گیری شده‌اند:

متغیر وابسته پژوهش حاضر، به کارایی سرمایه‌گذاری مربوط است. در این پژوهش مطابق پژوهش‌های انجام‌شده وردی [۲۹] بیدل و همکاران [۴]

۱- اندازه شرکت: برای سنجش اندازه شرکت از

لگاریتم طبیعی فروش شرکت استفاده شده است.

۲- قابلیت مشاهده دارایی‌ها: قابلیت مشاهده

دارایی‌ها با استفاده از نسبت دارایی‌های ثابت مشهود که

از تقسیم دارایی ثابت مشهود به کل دارایی‌ها به دست

می‌آید.

۳- فرصت‌های رشد: برای اندازه‌گیری این متغیر از

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

استفاده شده است.

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر شیوه

گردآوری داده از نوع پژوهش‌های نیمه تجربی

پس‌رویدادی در حوزه پژوهش‌های اثباتی مالی است

که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و الگوهای

اقتصادسنجی انجام شده است. نمونه آماری شامل

شرکت‌هایی است که مجموعه شرایط زیر را داشته

باشند: شرکت‌هایی که تاریخ پذیرش آن‌ها در سازمان

بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۸۸ بوده و تا پایان

سال ۱۳۹۲ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند؛

برای افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به

پایان اسفندماه باشد؛ در سال‌های مذکور تغییر فعالیت

و یا تغییر سال مالی نداده باشند؛ جزء شرکت‌های

سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری‌های مالی نباشند

(شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت تفاوت ماهیت

فعالیت با بقیه شرکت‌ها در نمونه آماری منظور نشدند)

و طول وقفه انجام معاملات در این شرکت‌ها در دوره

زمانی مذکور، بیشتر از ۶ ماه نباشد.

با اعمال محدودیت‌های فوق، ۹۲ شرکت به عنوان

نمونه مورد مطالعه انتخاب شدند. داده‌های پژوهش

حاضر از لوح‌های فشرده آرشیو تصویری و آماری

سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی

بورس اوراق بهادار و دیگر پایگاه‌های مرتبط و نیز از

کیفیت ارقام تعهدی به دست آمده از الگوی دچو و

دیچو [۱۲] استفاده شده است که به صورت زیر است:

$$\frac{\Delta WC_{i,t}}{Assets_{i,t}} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i} \frac{CFO_{i,t-1}}{Assets_{i,t}} + \beta_{2,i} \frac{CFO_{i,t}}{Assets_{i,t}} + \beta_{3,i} \frac{CFO_{i,t+1}}{Assets_{i,t}} + \varepsilon_{i,t}$$

در الگوی فوق $\Delta WC_{i,t}$ تغییر در سرمایه در گردش

شرکت i در سال t ، $CFO_{i,t-1}$ جریان نقد عملیاتی

شرکت i در سال $t-1$ ، $CFO_{i,t}$ جریان نقد عملیاتی

شرکت i در سال t ، $CFO_{i,t+1}$ جریان نقد عملیاتی

شرکت i در سال $t+1$ ، $Assets_{i,t}$ متوسط مجموع

دارایی‌های شرکت i در فاصله زمانی $t-1$ تا t

و $\varepsilon_{i,t}$ خطای باقی مانده الگو برای شرکت i در سال t

است. پس از برآورد الگوی فوق برای هر شرکت -

سال، مقادیر خطای الگو نیز به دست می‌آید که

نشان‌دهنده آن بخش از تغییرات سرمایه در گردش

است که با جریان‌های نقدی سال‌های جاری، گذشته و

آینده شرکت توضیح داده نشده است؛ بنابراین از منفی

قدر مطلق مقادیر باقیمانده‌های (خطاها) الگوی فوق

برای هر شرکت - سال، به عنوان نماگری برای کیفیت

ارقام تعهدی (AQ) استفاده می‌شود؛ یعنی

$$AQ_{i,t} = -|\varepsilon_{i,t}|$$

همانند پژوهش گوماریز و بالستا [۱۸] از نسبت

بدهی کوتاه مدت به کل بدهی‌ها به عنوان معیار سنجش

ساختار سررسید بدهی شرکت استفاده شده است.

برخی از مهم‌ترین متغیرهایی که بر مبنای مطالعات قبلی

چن و همکاران [۱۰] و گوماریز و بالستا [۱۸] عوامل

مؤثر بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت شناخته شده‌اند،

به عنوان متغیرهای کنترلی مدنظر قرار گرفتند که

عبارتند از:

برای برآورد الگوها از تکنیک داده‌های تلفیقی استفاده شده است که از ترکیب دو دسته داده‌های سری زمانی و مقطعی حاصل می‌شود و امروزه پژوهشگران به‌طور گسترده از آن استفاده می‌کنند. در بسیاری از موارد، پژوهشگران از این روش برای مواردی استفاده می‌کنند که مسائل را به‌صورت سری زمانی یا مقطعی نمی‌توان بررسی نکرد و یا زمانی که تعداد داده‌ها کم است. ادغام داده‌های سری زمانی و مقطعی و ضرورت استفاده از آن بیشتر به دلیل افزایش تعداد مشاهدات، بالا بردن درجه آزادی، کاهش ناهمسانی واریانس و کاهش هم‌خطی میان متغیرها است. با توجه به روش الگوسازی داده‌های تلفیقی، ابتدا باید مشخص شود که کدام یک از فرضیه‌ها یکسان بودن عرض از مبدأها یا متفاوت بودن آنها برای مقاطع مختلف باید اعمال شود. بدین منظور از آزمون F لیمر^۱ استفاده می‌شود. در این آزمون، فرضیه H_0 ، نشان‌دهنده یکسان بودن عرض از مبدأها است و در مقابل فرضیه H_1 ، بر ناهمسانی عرض از مبدأها دلالت دارد. چنانچه آماره F محاسباتی بیشتر از F جدول باشد، فرضیه صفر رد می‌شود و متفاوت بودن عرض از مبدأها برای مقاطع مختلف پذیرفته می‌شود. با توجه به آنکه سطح معناداری آزمون F برای تمامی الگوها کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرضیه صفر مبنی بر برابری عرض از مبدأها در مقاطع مختلف برای تمامی الگوها رد می‌شود. پس از مشخص شدن اینکه عرض از مبدأ برای مقاطع مختلف یکسان نیست، باید روش مورد استفاده در برآورد الگو (آثار ثابت یا تصادفی) تعیین شود. بدین منظور از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. در این آزمون، فرضیه H_0 ، مبنی بر سازگاری تخمین‌های اثر تصادفی در مقابل فرضیه H_1 مبنی بر ناسازگاری

نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شد. داده‌ها پس از گردآوری و انتقال به صفحه گسترده Excel و اعمال محاسبات لازم، برای تجزیه و تحلیل آماده شدند. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها نیز از نرم‌افزار اقتصادسنجی Eviews استفاده شده است.

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از الگوی گوماریز و بالستا [۱۸] بهره گرفته شده است که الگوهای پژوهش حاضر به شرح زیر است:

$$INVEFF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 TANG_{i,t} + \beta_4 GWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$INVEFF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 STDEBT_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 TANG_{i,t} + \beta_4 GWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$INVEFF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 STDEBT_{i,t} + \beta_3 FRQ_{i,t} * STDEBT_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 TANG_{i,t} + \beta_6 GWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در الگوهای فوق $INVEFF_{i,t}$ کارایی سرمایه‌گذاری شرکت i در سال t ، $FRQ_{i,t}$ شاخص کیفیت گزارشگری مالی محاسبه شده بر اساس الگوی کیفیت ارقام تعهدی دجو و دیچو [۱۲] برای شرکت i در سال t ، $STDEBT_{i,t}$ ساختار سررسید بدهی که برابر است با نسبت بدهی کوتاه‌مدت به مجموع بدهی‌های شرکت i در سال t ، $FRQ_{i,t} * STDEBT_{i,t}$ اثر متقابل ساختار سررسید بدهی و کیفیت گزارشگری مالی شرکت i در سال t ، $SIZE_{i,t}$ اندازه شرکت، معادل لگاریتم طبیعی فروش شرکت i در سال t ، $TANG_{i,t}$ قابلیت مشاهده دارایی‌ها که برابر است با نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌های شرکت i در سال t ، $GWTH$ فرصت‌های رشد، معادل نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t و $\varepsilon_{i,t}$: جزء خطای الگوی رگرسیون است.

استفاده از عامل تورم واریانس^۱ و تلورانس بررسی شد. عموماً مشکل هم‌خطی، زمانی به وجود می‌آید که عامل تورم واریانس متغیرهای توضیحی الگو بیش از ۱۰ باشد و یا تلورانس آن نزدیک به صفر باشد.

یافته‌ها

برای بررسی مشخصات عمومی متغیرها و برآورد الگو و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون را که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است، برای نمونه‌ای متشکل از ۴۶۰ شرکت-سال مشاهده در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۹۲ نشان می‌دهد.

تخمین‌های اثر تصادفی قرار می‌گیرد؛ بنابراین در صورتی که H_0 پذیرفته شود، روش آثار تصادفی بر روش آثار ثابت ترجیح خواهد داشت و در غیر این صورت، روش آثار ثابت بر روش آثار تصادفی، برتری خواهد داشت. مقادیر آماره آزمون هاسمن، برای تمامی الگوها کمتر از ۰/۰۵ است که نشان می‌دهد در تمامی الگوها فرضیه صفر رد شده است؛ بنابراین الگوها باید به روش آثار ثابت برآورد شود. همچنین در این پژوهش برای آزمون همبستگی بین پسماندها از آماره دوربین-واتسون و برای رفع ناهمسانی واریانس، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته^۱ (GLS) استفاده شده است. علاوه بر این، برای اطمینان از نبود مشکل هم‌خطی چندگانه بین متغیرها، آزمون هم‌خطی با

جدول (۱) تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
<i>INVEFF</i>	۴۶۰	-۰/۰۷۸	-۰/۰۶۴	-۰/۲۱۵	-۰/۰۳۷	۰/۱۴۷
<i>FRQ</i>	۴۶۰	-۰/۰۲۳	-۰/۰۱۱	-۰/۱۹۰	-۰/۰۰۰۵	۰/۰۳۰
<i>STDEBT</i>	۴۶۰	۰/۶۹۸	۰/۶۷۱	۰/۳۴۹	۰/۸۱۴	۰/۳۰۱
<i>SIZE</i>	۴۶۰	۱۱/۵۸۴	۱۱/۴۵۳	۱۰/۷۱۴	۱۳/۶۲۹	۰/۵۲۶
<i>TANG</i>	۴۶۰	۰/۲۴۶	۰/۲۱۳	۰/۰۱۸	۰/۶۵۱	۰/۱۷۸
<i>GWTH</i>	۴۶۰	۱/۵۹۶	۱/۳۶۷	۰/۳۶۸	۴/۱۲۸	۱/۰۶۲

INVEFF: کارایی سرمایه‌گذاری شرکت، *FRQ*: شاخص کیفیت گزارشگری مالی محاسبه شده براساس الگوی کیفیت اقلام تعهدی دچاو و دیچو (۲۰۰۲)، *STDEBT*: نسبت بدهی کوتاه‌مدت به مجموع بدهی‌های شرکت، *SIZE*: اندازه شرکت، *TANG*: نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌های شرکت و *GWTH*: فرصت‌های رشد، معادل نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت است.

برابر با ۱۰/۷۱ و ۱۳/۶۳ است. نکته در خور توجه دیگر در جدول، بیشتر بودن ارزش بازار حقوق صاحبان سهام اغلب شرکت‌های نمونه از ارزش دفتری آن است که ملاحظه مقدار میانگین متغیر فرصت‌های رشد (۱/۵۹۶) گواه این مدعا است.

نتایج تحلیل توصیفی داده‌ها نشان می‌دهد بدهی کوتاه‌مدت به‌طور متوسط حدود ۷۰ درصد از کل بدهی شرکت‌های نمونه را تشکیل می‌دهد. اندازه شرکت نیز که با لگاریتم فروش سالیانه شرکت محاسبه می‌شود، دارای مقدار میانگین ۱۱/۵۸ و میانه ۱۱/۴۵ است که حداقل و حداکثر مقدار این متغیر به ترتیب

فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، تأثیر معناداری دارد.
 جدول (۲) نتایج حاصل از آزمون این فرضیه را نشان می‌دهد:

جدول (۲) نتایج آزمون فرضیه اول

$INVEFF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 TANG_{i,t} + \beta_4 GWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
آماره هم‌خطی		آماره t	انحراف استاندارد	ضرایب	متغیرها
تلورانس	VIF				
—	—	۷/۶۶۶	۰/۰۱۶	**۰/۱۲۹	C
۰/۸۸۶	۱/۱۲۸	۳/۷۵۴	۰/۰۰۸	**۰/۰۳۲	FRQ
۰/۷۹۹	۱/۲۵۱	۱/۴۶۰	۰/۰۱۹	۰/۰۲۸	SIZ
۰/۸۸۵	۱/۱۲۹	۲/۳۹۲	۰/۰۲۳	*۰/۰۵۷	TANG
۰/۸۲۸	۱/۲۰۷	-۱/۴۹۹	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۵	GWTH
۰/۰۰۰	معناداری F		۴/۹۶۹		آماره F
۲/۰۶۰	آماره دوربین واتسون		۰/۴۵۸		R ² تعدیل شده
آثار ثابت			روش تخمین الگو		
* و ** به ترتیب نشان‌دهنده معنی‌داری آماری در سطح خطای ۵٪ و ۱٪ است.					

جدی برای الگو محسوب نمی‌شود. همان‌گونه که در جدول فوق نیز مشهود است، ضریب برآوردی و آماره t به متغیر کیفیت گزارشگری مالی (FRQ) مثبت و در سطح خطای ۱ درصد معنادار مربوط است. براین اساس، فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود.

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند: نسبت بدهی کوتاه‌مدت بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد.

نتایج حاصل از آزمون این فرضیه در جدول (۳) ارائه شده است:

ملاحظه مقدار آماره F در این جدول، مؤید معناداری کلی الگوی رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۰/۹۹ است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده الگو می‌توان ادعا کرد که حدود ۴۶ درصد از تغییرات کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با متغیرهای مستقل الگو توضیح داده می‌شود. مقدار مربوط به آماره دوربین-واتسون نیز نشان‌دهنده نبود مشکل خودهمبستگی میان جملات پسماند است. همچنین با نگاهی به مقادیر عامل تورم واریانس و تلورانس می‌توان دریافت که مشکل هم‌خطی چندگانه، تهدیدی

جدول (۳) نتایج آزمون فرضیه دوم

$INVEFF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 STDEBT_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 TANG_{i,t} + \beta_4 GWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
آماره هم خطی		آماره t	انحراف استاندارد	ضرایب	متغیرها
تلورانس	VIF				
-----	-----	۷/۳۷۶	۰/۰۲۵	۰/۱۹۰**	C
۰/۸۱۷	۱/۲۲۳	۲/۴۰۷	۰/۰۳۰	۰/۰۷۴*	STDEBT
۰/۹۰۹	۱/۰۹۹	۰/۵۹۰	۰/۰۲۸	۰/۰۱۶	SIZ
۰/۹۲۹	۱/۰۷۶	۲/۰۳۱	۰/۰۱۷	۰/۰۳۴*	TANG
۰/۸۷۴	۱/۱۴۴	-۱/۳۶۸	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۴	GWTH
۰/۰۰۰	معناداری F		۴/۲۷۸		آماره F
۲/۰۶۰	آماره دوربین - واتسون		۰/۴۴۸		R ² تعدیل شده
آثار ثابت			روش تخمین الگو		
* و ** به ترتیب نشان دهنده معنی داری آماری در سطح خطای ۵٪ و ۱٪ است.					

ضریب برآوردی و آماره t به متغیر نسبت بدهی کوتاه مدت (STDEBT) مثبت و در سطح خطای ۵ درصد معنادار مربوط است. بر مبنای این شواهد، فرضیه دوم پژوهش نیز در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می شود.

فرضیه سوم پژوهش عنوان می کند: بدهی کوتاه مدت، رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری شرکتها را تضعیف می کند.

نتایج حاصل از آزمون این فرضیه در جدول (۴) آمده است:

مشاهده مقدار آماره F در این جدول، مؤید معناداری کلی الگوی رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۰/۹۹ است. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده الگو نشان می دهد متغیرهای مستقل حدود ۴۵ درصد از تغییرات کارایی سرمایه گذاری شرکتها را توضیح می دهند. همچنین مقدار مربوط به آماره دوربین - واتسون نیز مؤید نبود خودهمبستگی بین اجزای اخلاص الگوی رگرسیون است. علاوه بر این، مقادیر تلورانس و عامل تورم واریانس الگو حاکی از نبود هم خطی بین متغیرهای توضیحی الگو است. با توجه به جدول فوق،

جدول (۴) نتایج آزمون فرضیه سوم

$INVEFF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 STDEBT_{i,t} + \beta_3 FRQ_{i,t} * STDEBT_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 TANG_{i,t} + \beta_6 GWTH_{i,t} + \varepsilon_i$					
آماره هم‌خطی		آماره t	انحراف استاندارد	ضرایب	متغیرها
تلورانس	VIF				
-----	-----	۴/۹۶۴	۰/۰۳۶	۰/۱۸۱**	C
۰/۸۶۲	۱/۱۵۹	۳/۳۴۴	۰/۰۰۹	۰/۰۳۰**	FRQ
۰/۸۴۲	۱/۱۸۷	۲/۷۴۲	۰/۰۳۷	۰/۱۰۳**	STDEBT
۰/۸۷۱	۱/۱۴۸	-۲/۱۰۴	۰/۰۱۳	-۰/۰۲۸*	STDEBT*FRQ
۰/۹۰۸	۱/۱۰۱	۰/۹۰۸	۰/۰۱۵	۰/۰۱۴	SIZ
۰/۸۵۷	۱/۱۶۶	۲/۰۸۷	۰/۰۳۳	۰/۰۷۰*	TANG
۰/۸۷۸	۱/۱۳۸	-۱/۱۳۲	۰/۰۰۴	-۰/۰۰۴	GWTH
۰/۰۰۰	معناداری F		۵/۲۲۰		آماره F
۲/۱۳۱	آماره دوربین - واتسون		۰/۵۴۱		R ² تعدیل شده
آثار ثابت			روش تخمین الگو		
* و ** به ترتیب نشان‌دهنده معنی‌داری آماری در سطح خطای ۵٪ و ۱٪ است.					

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

این پژوهش ارتباط میان کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری و تأثیر ساختار سررسید بدهی بر این رابطه را در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس - اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ بررسی کرده است. پژوهش حاضر از این حیث مهم است که در ایران مطالعات اندکی در خصوص ارتباط میان کیفیت گزارشگری مالی و ساختار سررسید بدهی با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها انجام شده است و پژوهش‌های پیشین بیشتر به دو متغیر کیفیت - گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری توجه کرده‌اند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد بین کیفیت - گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، رابطه مثبت معناداری وجود دارد. این بدان معنا است

با توجه به مندرجات جدول فوق، معناداری کلی الگوی رگرسیونی برآش شده در سطح اطمینان ۰/۹۹ بر مبنای مقدار آماره F تأیید می‌شود. مقدار ضریب تعیین نیز نشان‌دهنده توان توضیح‌دهندگی نسبتاً بالای متغیرهای توضیحی الگو است. همچنین ملاحظه مقادیر تلورانس و عامل تورم واریانس مبین نبود هم‌خطی چندگانه بین متغیرهای توضیحی الگو است. همان‌گونه که جدول (۴) نیز نشان می‌دهد ضریب متغیر اثر متقابل بدهی کوتاه‌مدت و کیفیت گزارشگری مالی (FRQ * STDEBT)، منفی و در سطح خطای ۵ درصد معنادار است؛ بنابراین فرضیه سوم پژوهش نیز تأیید می‌شود؛ یعنی می‌توان ادعا کرد بدهی کوتاه‌مدت موجب تضعیف رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود.

که کیفیت بالای گزارشگری مالی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و پیامدهای نامطلوب آن، احتمال ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت را کاهش می‌دهد. نتیجه به‌دست آمده در این پژوهش، با یافته‌های پژوهش [۱۰۴ و ۲۲ و ۲۹] همخوانی دارد. همچنین نتایج حاصل از فرضیه دوم مؤید آن است که بین نسبت بدهی کوتاه‌مدت و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این موضوع نشان‌دهنده آن است که بدهی‌های با سررسید کوتاه-مدت، ابزاری برای کنترل رفتار فرصت‌طلبانه مدیران است؛ زیرا سررسیدهای کوتاه‌مدت، آن‌ها را به مذاکرات بیشتر با اعتباردهندگان ترغیب می‌کند. در چنین شرایطی، اعتباردهندگان با مدیران روابط بیشتری دارند و می‌توانند عملکرد شرکت‌ها را در دوره‌های آغازین قرارداد بدهی بهتر ارزیابی کنند و بر این اساس، درخصوص تمدید شرایط قرارداد یا تغییر آن تصمیم‌گیری کنند. بدین ترتیب، زمینه لازم برای رفتار فرصت‌طلبانه مدیران کاهش می‌یابد و به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری شرکت منجر می‌شود. این نتایج با یافته‌های گوماریز و بالستا [۱۸] مطابقت دارد. نتیجه حاصل از آزمون فرضیه سوم نیز نشان می‌دهد بدهی کوتاه‌مدت، بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اثرگذار است و رابطه بین آنها را تضعیف می‌کند. این یافته بدان معنا است که بدهی با سررسید کوتاه‌مدت و کیفیت گزارشگری مالی، دو ساز و کار جایگزین برای کنترل رفتار فرصت‌طلبانه مدیران در اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری هستند. به گونه‌ای که در شرکت‌های با کیفیت گزارشگری مالی پایین، بدهی کوتاه‌مدت، ابزاری برای کنترل فعالیت مدیران از سوی اعتباردهندگان است و

درمقابل، در شرکت‌های با کیفیت گزارشگری مالی بالا، اطلاعات حسابداری ارائه‌شده با کیفیت، ساز و کاری برای نظارت بر ناکارایی سرمایه‌گذاری مدیران محسوب می‌شود. گوماریز و بالستا [۱۸] نیز در پژوهش خود به نتایج مشابهی با این پژوهش دست یافتند.

براساس یافته‌های پژوهش حاضر مبنی بر وجود رابطه معنادار بین کیفیت گزارشگری مالی و ساختار سررسید بدهی با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، به سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار و فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود که هنگام اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری به این عوامل توجه کنند و آن‌ها را در تصمیم‌گیری‌های خود در نظر بگیرند. به مدیران و مسئولان سازمان بورس و اوراق بهادار نیز توصیه می‌شود در راستای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و به دنبال آن بهبود کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، راهکارهای عملی‌تری اتخاذ کنند و نظارت بیشتری بر کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها داشته باشند.

در ادامه، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آینده برای کنترل تأثیر صنعت، پژوهش حاضر به تفکیک صنایع موجود در بورس اوراق بهادار تهران انجام شود. همچنین بررسی تأثیر ساختار سررسید بدهی‌ها بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و عدم تقارن اطلاعاتی و نیز تأثیر کیفیت حسابرسی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌تواند از دیگر موضوعات پیشنهادی برای پژوهشگران آینده باشد.

منابع

- Accounting Review*, Vol. 77 (Supplement), pp. 35–59.
- [13] Diamond, D.W., 1993. Seniority and maturity of debt contracts. *Journal of Financial Economics*, 33, 341–368.
- [14] D'Mello, R., Miranda, M., (2010). Long-term debt and overinvestment agency problem. *Journal of Banking and Finance* 34, 324–335.
- [15] Flannery, M.J., (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice. *The Journal of Finance* 41, 19–37.
- [16] Francis, J., LaFond, R., Olsson, P.M., Schipper, K., (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics* 39, 295–327.
- [17] Jensen, M., (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76, 323–329.
- [18] Gomariz, F.C. & Ballesta, J. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. Contents lists
- [19] ghaemi, m.h., vatanparast, m., r (2007). Study of the role of accounting information in reducing of information asymmetry, *Journal of the accounting and auditing review*, volume 12, number 3, p.85
- [20] 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.
- [21] khodayi valazaghrad, m., yahyayi, m. (2012). the relationship between Financial Reporting Quality and investment efficiency, *journal of accounting knowledge*, volume 3, number 5, p.1-6.
- [22] Li, Q., & Wang, T. (2010). Financial Reporting Quality and Corporate Investment Efficiency: Chinese Experience. *Nankai Business Review International*, Vol.1, No.2, pp.197-213.
- [23] Myers, S.C., (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial*.
- [24] McNichols, M.F. and Stubben, S.R. (2008). Does earnings management affect firm's investment decisions? *The Accounting Review*, Vol. 83, pp.1571-1603.
- [25] modares, A., hesarzade, R., (2009) Financial Reporting Quality and Investment Efficiency, *Quarterly Journal of Securities Exchange*, volume 1, number 2, p.85-116
- [1] Alcock, Jamie A., B, Finn Frank C. and Kelvin JuiKeng Tan (2010), "The Determinants of Debt Maturity in Australian Firm available at: <http://ssrn.com/abstract=1728565>.
- [2] Berger, A., Udell, G., 1998. The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22, 613–673.
- [3] Biddle, G., Hilary, G., 2006. Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review*, 81, 963–982.
- [4] Biddle, G., Hilary, G., Verdi, R.S., 2009. How does financial reporting quality relate to investments efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48, 112–131.
- [5] Beatty, Anne, Joseph Weber and J.Scott, (2007), "The Role of Accounting Quality in Reducing Investment Inefficiency in the Presence of Private Information and Direct Monitoring", Working paper, The Ohio State University.
- [6] Bushman, R.M., Smith, A.J., (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 32, 237–333.
- [7] badavar nahandi, y, taghizadeh khangah, v (2013). the relationship between audit quality and investment efficiency. *Journal of the accounting and auditing review*, volume 20, number 2, p.19-42
- [8] 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.
- [9] Chen, F., Hope, O.K., Li Q. and Wang, X. (2010). Financial reporting quality and investmet efficiency. www.Ssrn.com.
- [10] Chen, F., Hope, O.K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets. *The Accounting*.
- [11] Cohen, D.A. (2004). Quality of Financial Reporting Choice: Determinants and Economic Consequences. Working Paper, Northwestern University.
- [12] Dechow, P., & Dichev, I. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: the Role of Accrual Estimation Errors. *The*

- [28] saghafi, A , Arab Mazar Yazdi, M, (2011) Financial Reporting Quality and Investment Inefficiency. *financial accounting researches*, Volume 2, Number 4, 1-20.
- [29] Verdi, R.S. (2006). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency. Doctoral Dissertation, University of Pennsylvania.
- [26] 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.
- [27] Rajan, R.G., (1992). Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's length debt. *The Journal of Finance* 47, 1367–1400.