

## تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری

دکتر یداله نوری فرد<sup>۱\*</sup>، حسن چناری بوکت<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۵/۳/۱۰

تاریخ دریافت: ۹۴/۱۲/۱۹

### چکیده

در پژوهش حاضر، تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی بازه زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۳ بررسی شده است. در این پژوهش، برای اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی از مدل فرانسیس<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۰۵)، سررسید بدهی از نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری از مدل بیدل<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۰۹) استفاده شده است. تحلیل داده‌های این پژوهش، با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه با استفاده از داده‌های ترکیبی انجام گرفته است. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که بین سررسید بدهی کوتاه‌مدت و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط معنی‌داری وجود دارد. یافته‌های حاصل از فرضیه دوم پژوهش نیز نشان می‌دهد که بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط معنی‌داری وجود دارد. به عبارت بهتر، می‌توان گفت که با افزایش کیفیت گزارشگری مالی و کاهش سررسید بدهی، به دلیل کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش دوره تجدید قراردادهای بدهی و افزایش نظارت اعتباردهندگان بر عملکرد مدیران ارشد و به تبع آن شرکت، میزان کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

**کلیدواژه‌ها:** سررسید بدهی، کارایی سرمایه‌گذاری، کیفیت گزارشگری مالی، عدم تقارن اطلاعاتی.

### ۱. مقدمه

اوراق بهادار به خرید و فروش سهام شرکت‌ها اختصاص دارد که آن نیز به نوبه خود ممکن است، تحت تأثیر ارقام و اطلاعات حسابداری باشد. هرگونه پژوهش در زمینه نحوه اثرگذاری اطلاعات حسابداری بر طیف وسیع تصمیم‌گیرندگان ذی‌نفع در شرکت‌ها به درک بهتر از چگونگی نقش این اطلاعات و ضرورت افشای بیشتر و بهتر آنها کمک می‌کند. باتوجه به

امروزه سیستم‌های اطلاعاتی حسابداری نقش بسیار مهمی در گردش فعالیت سازمان‌ها ایفا می‌کنند و در مجموعه محیط اقتصادی کشورها وظیفه پراهمیتی برعهده دارند. بسیاری از تصمیم‌های اقتصادی براساس اطلاعات حاصل از این سیستم‌ها اتخاذ شده است، سهم عمده‌ای از مبادلات

dr.y.fard@gmail.com  
ha\_chenari@yahoo.com

پست الکترونیکی نویسنده مسئول:

\*۱. استادیار گروه حسابداری دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران جنوب،

۲. دانش‌آموخته کارشناسی ارشد گروه حسابداری دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران جنوب،

3. Francis, J.

4. Biddle, G.

می‌شود (مایرز<sup>۶</sup>، ۱۹۷۷؛ دیاموند<sup>۷</sup>، ۱۹۹۱ و ۱۹۹۳؛ چایلدز<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۰۵). هدف این پژوهش، بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در ادامه این مقاله، ابتدا مبانی نظری پژوهش حاضر، تبیین فرضیه‌های پژوهش و پیشینه آن، روش‌شناسی پژوهش، آمار توصیفی متغیرها و آزمون فرضیه‌ها و در انتهای مقاله نیز بحث و نتیجه‌گیری و پیشنهادهای حاصل از یافته‌های پژوهش ارائه خواهد شد.

## ۲. مبانی نظری پژوهش

### ۲-۱. کیفیت گزارشگری مالی

در بسیاری از مطالعات حسابداری و مالی کیفیت گزارشگری مالی، میزان صداقت مدیران در ارائه اطلاعات منصفانه و حقیقی برای تصمیم‌گیرندگان تعریف شده است. به بیان دیگر، هرگاه مدیران در ارائه اقلام مندرج در صورت‌های مالی، دو واژه بی‌طرفی و عینیت را رعایت کرده باشند، می‌توان گفت کیفیت گزارشگری مالی وجود دارد (برنت<sup>۹</sup> و همکاران، ۲۰۱۰). کیفیت گزارشگری مالی سبب ارتقای سودمندی اطلاعات مالی می‌شود. بنابراین، واضح است که قانون‌گذاران و سرمایه‌گذاران برای داشتن گزارشگری مالی با کیفیت بیشتر، هم‌عقیده هستند؛ زیرا اعتقاد نهایی، این است که کیفیت گزارشگری مالی به‌طور مستقیم روی بازارهای سرمایه اثرگذار است (لوایت<sup>۱۰</sup>، ۱۹۹۸). بنابراین، با توجه به اینکه کیفیت گزارشگری مالی، تأثیر بالاهمیتی بر بازارهای سرمایه دارد، می‌توان نتیجه گرفت که در سطح کلان، کیفیت گزارشگری مالی دارای اثرات اقتصادی است (سجادی و همکاران، ۱۳۹۱).

اینکه سهام‌داران و بستانکاران، دو گروه اصلی استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی هستند و فراهم‌آوردن اطلاعات مربوط و قابل اتکا برای این دو گروه از دغدغه‌های اصلی مدیریت و سیستم‌های اطلاعاتی حسابداری به‌شمار می‌رود، توجه به کیفیت اطلاعات تهیه‌شده برای این دو گروه، ضرورتی خاص دارد (تقی و عرب‌مازازی، ۱۳۸۹).

پژوهش‌های گسترده‌ای که در حوزه کارایی سرمایه‌گذاری انجام گرفته، بیانگر این موضوع است که شرکت‌ها می‌توانند با افزایش کیفیت گزارشگری مالی، عدم تقارن اطلاعاتی میان استفاده‌کنندگان درون‌سازمانی و برون‌سازمانی را کاهش دهند (بوشمن<sup>۱</sup> و اسمیت<sup>۲</sup>، ۲۰۰۱؛ هیلی<sup>۳</sup> و پالپو<sup>۴</sup>، ۲۰۰۱). به علاوه، پژوهشگران معتقدند که کارایی سرمایه‌گذاری می‌تواند از طریق کاهش گزینش نادرست و خطر اخلاقی و افزایش توانمندی‌های مدیران در راستای شناسایی بهتر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهبود یابد (بیدل و هیلاری<sup>۵</sup>، ۲۰۰۶؛ مک‌نیکولز<sup>۶</sup> و استون<sup>۷</sup>، ۲۰۰۸؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ چن<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۱۱؛ گوماریز<sup>۹</sup> و بالستا<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۴). یافته‌های حاصل از پژوهش‌های انجام‌شده نشان می‌دهد که سررسید بدهی کوتاه‌مدت، به دلیل زیر می‌تواند به تعدیل مشکلات مربوط به عدم تقارن اطلاعاتی منجر شود؛ یا به عبارت بهتر، به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بینجامد (فلانری<sup>۱۱</sup>، ۱۹۸۶؛ برگر<sup>۱۲</sup> و اودل<sup>۱۳</sup>، ۱۹۹۸؛ اورتایز - مولینا<sup>۱۴</sup> و پناس<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۸).

بدهی‌های کوتاه‌مدت از طریق انعطاف‌پذیری، خود، در ارتقای ناکارایی‌های سرمایه‌گذاری مؤثر است؛ زیرا با کوتاه‌تر شدن سررسید بدهی، علاوه بر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، دوره تجدید قراردادهای بدهی افزایش می‌یابد و به تبع آن، نظارت و ارزیابی سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان بر عملکرد و تصمیم‌های مربوط با سرمایه‌گذاری بیشتر

1. Bushman, R. M.  
2. Smith, A. J.  
3. Healy, P. M.  
4. Palepu, K. G.  
5. Hilary, G.  
6. McNichols, M.  
7. Stubben, S.

8. Chen, F.  
9. Gomariz, M. F. C.  
10. Ballesta, J. P. S.  
11. Flannery, M. J.  
12. Berger, A.  
13. Udell, G.  
14. Ortiz-Molina, H.

15. Penas, M. F.  
16. Myers, S. C.  
17. Diamond, D. W.  
18. Childs, P. D.  
19. Brandt, M.  
20. Levitt, A.

## ۲-۲. سررسید بدهی

انتقاد اساسی که بر پیشینه سررسید بدهی می‌توان وارد ساخت، این است که تعریف آن از یک نظریه موازنه عمومی واحد ظهور نمی‌کند (ترا، ۲۰۱۱). بر پایه دسته‌بندی ترا (۲۰۱۱)، تعاریف و رویکردهای مختلف مبانی نظری مربوط به ساختار سررسید بدهی را می‌توان در چهار طبقه کلی قرار داد: الف- فرضیه موازنه؛ ب- فرضیه نمایندگی؛ پ- فرضیه علامت‌دهی؛ ت- فرضیه تطابق سررسید (حاجیها و اخلاقی، ۱۳۸۹).

فرضیه موازنه، بر این فرض استوار است که سررسید بهینه بدهی از طریق موازنه بین هزینه‌های بدهی کوتاه‌مدت در مقابل نفوذ نرخ بهره بالاتر بدهی‌های بلندمدت به دست می‌آید. در برخی موارد، این نظریه به هزینه‌های ضمنی مبادلات انواع مختلف بدهی، مانند منافع سپر مالیاتی و هزینه‌های ورشکستگی متکی است؛ مانند نظریه مالیات پیشنهادی از سوی بریک و رواید (۱۹۹۱) که بیان می‌کند، ساختار زمانی نرخ‌های بهره باعث می‌شود که بدهی‌های بلندمدت نزدیک به سررسید، گزینه‌ای بهینه شوند؛ زیرا ذخیره ناشی از اهرم به خاطر سپر مالیاتی بهره (انگیزه استقراض‌کننده) تشدید می‌شود و شناسایی درآمد بهره به تأخیر می‌افتد (انگیزه وام‌دهنده).

استاهز<sup>۲</sup> و مویر<sup>۳</sup> (۱۹۹۶) شواهد حمایت‌کننده‌ای برای اثر مالیاتی یافتند، در حالی که گوئدز<sup>۴</sup> و اوپلر<sup>۵</sup> (۱۹۹۶) عکس آن را ثابت کردند.

گروه دیگر نظریه‌های مرتبط با عدم تقارن اطلاعاتی که جنسن<sup>۶</sup> و مک‌لینگ<sup>۷</sup> (۱۹۷۶) مطرح کردند و از سوی مایرز<sup>۸</sup> (۱۹۷۷) توسعه داده شد، نشئت می‌گیرد. در این حالت، ساختار سررسید بدهی هنوز ابزار دیگری است که شرکت می‌تواند برای حل کردن مشکل نمایندگی استفاده کند. رابطه نمایندگی، عبارت است از نوعی قرارداد که براساس آن، یک یا چند نفر (مالک یا مالکان)، شخص دیگری را (نماینده یا مدیر) مأمور اجرای عملیات شرکت می‌کنند. در این راستا، اختیار

اتخاذ برخی تصمیم‌ها را نیز به او تفویض می‌کنند. هریک از طرفین این رابطه به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خود هستند، در صورتی که منافع آنها با یکدیگر در یک راستا نیست؛ بنابراین، تضاد منافع و مشکل نمایندگی پیش می‌آید. براساس این نظریه، شرکت سررسید بدهی بهینه را برای حل مشکل عدم تقارن اطلاعاتی و یا حل مسئله سرمایه‌گذاری بیش از حد و کاهش آن، انتخاب خواهد کرد.

بارنئا و همکاران (۱۹۸۰)، بر این باورند که بدهی کوتاه‌مدت ممکن است مسئله جانشینی دارایی را کاهش دهد، اما ارزش بدهی کوتاه‌مدت، چندان به تغییرات ارزش دارایی شرکت حساس نیست (کای<sup>۹</sup> و همکاران، ۲۰۰۸). از سوی دیگر، تأمین مالی با بدهی کوتاه‌مدت، شرکت‌ها را وادار به گزارش عملکرد خود و مخاطره عملیاتی به صورت ادواری به قرض‌دهندگان کوتاه‌مدت می‌کند (جان<sup>۱۰</sup> و جن<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۳). از این رو، این ارزیابی دوره‌ای بدهی کوتاه‌مدت را به تغییرات در ارزش شرکت کمتر حساس می‌کند (چیلدز و همکاران، ۲۰۰۵). شرکت‌های با رشد بالا، بیشتر ممکن است، با مسئله نمایندگی، مانند سرمایه‌گذاری کمتر از واقع و انتقال مخاطره مواجه شوند. از دیدگاه اقتصادی نیز می‌توان نظریه نمایندگی را به کار گرفت. براساس نظریه بازار ناکارآ، میزان عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی در اقتصاد شکوفا و در حال پیشرفت کمتر است؛ اما در دوره افول اقتصاد، میزان عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی بالاتر خواهد بود. به عبارت دیگر، در دوره افول اقتصاد، اعتباردهندگان با مخاطره بالاتری مواجه می‌شوند و هرچه دوره سررسید بدهی طولانی‌تر شود، مخاطره نیز بیشتر می‌شود. بنابراین، اعتباردهندگان، بدهی‌هایی را انتخاب می‌کنند که سررسید کوتاه‌مدتی داشته باشند؛ ولی برعکس در اقتصاد شکوفا، بدهی‌های بلندمدت به سهولت تحقق می‌یابد (وانگ<sup>۱۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۰).

فرضیه علامت‌دهی نیز ریشه در مسئله عدم تقارن اطلاعاتی دارد. ساختار سررسید بدهی به عنوان ابزاری

1. Terra, P. R. S.

2. Stohs, M. H.

3. Mauer, D. C.

4. Goudes, J.

5. Opler, T.

6. Jensen, M.

7. Meling

8. Myers, S. C.

9. Cai, K.

10. Jun, S. G.

11. Jen, F. C.

12. Wang, Y.

### ۲-۳. کارآیی سرمایه‌گذاری

یکی از عوامل مهم در راستای حل مسائل اقتصادی کشورها، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است؛ اما این امر به‌تنهایی کافی نیست و باتوجه به محدودیت منابع مالی، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارآیی سرمایه‌گذاری نیز ازجمله مسائل بااهمیت است (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). به‌طور مفهومی، کارآیی سرمایه‌گذاری، زمانی حاصل می‌شود که شرکت فقط در کلیه طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند. البته این طرح در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ‌یک از مسائل بازار ناقص، ازجمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد (وردی، ۴؛ ۲۰۰۶؛ بیدل<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۰۹). علاوه بر این، کارآیی سرمایه‌گذاری و یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه، مستلزم آن است که از یک سو از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد مطلوب انجام شده است، جلوگیری شود و از سوی دیگر، منابع به‌سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت شود (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). در حالت کلی، کارآیی سرمایه‌گذاری به‌عنوان قریب‌اندازه انحراف از سرمایه‌گذاری مورد انتظار در نظر گرفته شده است؛ زیرا هرچه اندازه انحراف کوچک‌تر باشد، سرمایه‌گذاری کارآتر تلقی می‌شود.

### ۲-۴. تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر

#### مخاطره سرمایه‌گذاری

کاهش کیفیت گزارشگری مالی، سبب افزایش عدم تقارن می‌شود (لامبرت<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۰۷). زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با سهام یک شرکت افزایش یابد، ارزش ذاتی آن با ارزشی که سرمایه‌گذاران در بازار برای سهام مورد نظر قایل می‌شوند، متفاوت خواهد بود. در نتیجه، ارزش واقعی سهام شرکت‌ها با ارزش مورد انتظار سهام‌داران متفاوت خواهد بود. براساس همین استدلال، هامیلتون<sup>۷</sup> (۱۹۷۸) معتقد است، عدم تقارن اطلاعاتی ارتباط مثبت معنی‌داری با مخاطره کل

برای فایق‌آمدن بر مسئله انتخاب معکوس به‌صورت ارائه یک علامت معتبر به بازار استفاده می‌شود. فلانتری (۱۹۸۶) شواهدی ارائه کرد مبنی بر اینکه شرکت‌های باکیفیت، بدهی کوتاه‌مدت را برای علامت‌دهی وضعیتشان ترجیح می‌دهند. او بیان کرد که شرکت‌ها با انتشار بدهی کوتاه‌مدت، به حداقل کردن اثر عدم تقارن اطلاعاتی روی هزینه‌های تأمین مالی اقدام می‌کنند؛ زیرا احتمال اینکه بدهی بلندمدت بر اثر عدم تقارن اطلاعاتی، اشتباه قیمت‌گذاری شود، بیشتر از بدهی کوتاه‌مدت است. استاهز و مویر (۱۹۹۶) نیز شواهد تجربی برای حمایت از این نظریه ارائه دادند. اما دیاموند (۱۹۹۱) نشان داد که حتی شرکت‌های با کیفیت پایین نیز بدهی کوتاه‌مدت را برای مخاطره نقدشوندگی پایین آن ترجیح می‌دهند و فقط شرکت‌های متوسط، بدهی بلندمدت را ترجیح می‌دهند.

گروه آخر، مربوط به فرضیه تطابق سررسید است که اشاره دارد شرکت باید سررسید بدهی‌ها را با سررسید دارایی‌های خود تطبیق دهد (راس<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۳). به‌نظر می‌رسد، این فرضیه پیش از اینکه مبنای نظری داشته باشد، از تجربه افراد اجرایی بر مبنای مخاطره نقدشوندگی موجود، نقدشوندگی فاقد کارآیی و مباحث چرخه بازار کالاها ایجاد شده است.

مایرز (۱۹۷۷) معتقد است، شرکت بدهی را می‌خواهد که سررسید آن از نظر زمانی با زمانی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدیدش آشکار می‌شوند، مطابقت داشته باشند که در صورت تطابق سررسید دارایی‌ها با بدهی‌های شرکت، هزینه معاملات، به‌ویژه هزینه‌های تأمین مالی مجدد، بدهی کوتاه‌مدت را حداقل می‌کند. ولی کالب (۱۹۸۷) بر این باور است که اصل تطابق، برای خیلی از شرکت‌ها بسیار مخاطره‌زا است و تلویحاً به نسبت جاری یک منتهی می‌شود (الکوک<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۰). شواهد پژوهش نشان می‌دهد، ساختار سررسید بدهی‌های یک شرکت بر مخاطره اعتباری کلی شرکت تأثیر خواهد داشت؛ چون این مخاطره، شرکت را مستعد خطر از نگاه اعتباردهندگان می‌سازد و ظرفیت بدهی شرکت را کاهش می‌دهد (آچاریا<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۰).

1. Ross, S. A.

2. Alcock, J. A.

3. Acharya, V.

4. Verdi, R, S.

5. Biddle, G.

6. Lambert, R.

7. Hamilton

کاهش می‌دهد. سرمایه‌گذاری کمتر از واقع، ناشی از تعارض بین اعتباردهندگان و سهام‌داران است. این گزینه، فرصتی را برای وام‌دهندگان و شرکت‌ها برای تجدید قرارداد و کاهش هزینه‌های نمایندگی فراهم می‌سازد.

فلانری (۱۹۸۶)، از دیدگاه وام‌گیرنده چنین بیان می‌کند: شرکت‌هایی که تحت شرایط عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌هایی هستند که در پروژه‌های سودآوری، سرمایه‌گذاری کرده‌اند، استفاده از بدهی کوتاه‌مدت را انتخاب می‌کنند؛ زیرا با این انتخاب هم به بازار علامت مثبت می‌دهند و هم باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شوند. از دیدگاه وام‌دهندگان نیز، آنها هم تحت شرایط عدم تقارن اطلاعاتی تمایل به ارائه وام‌های کوتاه‌مدت دارند؛ زیرا هم منتهی به نظارت بیشتر بر مدیران می‌شود و هم دوره تجدید قراردادهای بدهی را بیشتر می‌کند (اورتایز - مولینا و پناس، ۲۰۰۸؛ لای، ۲۰۱۱). یافته‌های حاصل از پژوهش چایلدز و همکاران (۲۰۰۵) بیان می‌کند که با افزایش سررسید بدهی کوتاه‌مدت و به تبع آن، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان استفاده‌کنندگان درون‌سازمانی و برون‌سازمانی، اعتباردهندگان می‌توانند قرارداد بدهی را براساس انحراف‌های شرکت از راهبرد پیشینه‌کردن ارزش، قیمت‌گذاری کنند. بنابراین، مدیران باید راهکارهای مختلف سرمایه‌گذاری را برای افزایش ارزش شرکت اتخاذ کنند و به تبع آن، کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

## ۲-۶. کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری

کیفیت گزارشگری مالی ممکن است، حداقل به دو دلیل با کارایی سرمایه‌گذاری مرتبط باشد:

الف- گزارشگری مالی، هزینه‌های انتخاب ناسازگار را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سهام‌داران و در بین سهام‌داران کاهش می‌دهد. ورچینا<sup>۷</sup> و لتوز<sup>۸</sup> (۲۰۰۰) دریافتند که الزام به افشای بیشتر، به کاهش عدم تقارن

دارد. از سوی دیگر، تصمیم‌گیری سریع و صحیح، مستلزم وجود اطلاعات کافی، منظم و شفاف است. هرچه اطلاعات دوره‌ای شرکت به صورت منظم و شفاف منتشر شود، اثر آن در قیمت سریع‌تر است و سهم نقدینگی و گردش مناسب‌تری خواهد داشت و به دنبال آن، مخاطره سرمایه‌گذاری در سهام کاهش می‌یابد (سجادی و همکاران، ۱۳۹۱).

به طور کلی، در ارتباط با تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر مخاطره سرمایه‌گذاری، استدلال می‌شود که افزایش کیفیت گزارشگری مالی، سبب افزایش شفافیت و کیفیت افشای اطلاعات در سطح محیط اطلاعاتی شرکت می‌شود. افزایش شفافیت اطلاعاتی سبب کاهش عدم قطعیت در ارتباط با سهام شرکت خواهد شد و در نتیجه، کاهش نوسان‌های بازده سهام را به دنبال خواهد داشت و در نهایت، به کاهش مخاطره سرمایه‌گذاری منجر می‌شود (پاستور<sup>۱</sup> و ورونه‌سی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳). از سوی دیگر، افزایش کیفیت سود و کیفیت گزارشگری مالی، سبب شفافیت بیشتر محیط اطلاعاتی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در ارتباط با سهام شرکت در بازار می‌شود (تائو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲). کاهش عدم تقارن اطلاعاتی باعث می‌شود تا فعالان بازار از ارزش واقعی دارایی مورد معامله مطلع شوند (کاهش انتخاب نامطلوب) که این موضوع، به افزایش نقدشوندگی سهام شرکت منجر می‌شود؛ در نتیجه، مخاطره سرمایه‌گذاری در ارتباط با عدم نقدشوندگی سهام شرکت کاهش می‌یابد.

## ۲-۵. سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری

نقش و تأثیر بدهی در کاهش اختیارات مدیران و اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، شواهدی را مبنی بر افزایش کارایی سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد (گومهرایز و بالستا، ۲۰۱۴). دی‌ملو<sup>۴</sup> و می‌راند<sup>۵</sup> (۲۰۱۰) معتقدند که بدهی کوتاه‌مدت، هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی میان استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی و درون‌سازمانی را کاهش می‌دهد. به عبارت بهتر، بدهی کوتاه‌مدت، مشکل سرمایه‌گذاری کمتر از واقع را

1. Pastor, L.  
2. Veronesi, P.  
3. Tao, M.  
4. D'Mello, R.

5. Miranda, M.  
6. Lai, K. W.  
7. Verrecchina, R. E.  
8. Leuz, C. H.

انجام دادند. یافته‌های حاصل از پژوهش آنها نشان داد که کاهش در کیفیت گزارشگری مالی، به افزایش پراکندگی بازده غیرعادی سهام (مخاطره سرمایه‌گذاری) شرکت‌ها منجر می‌شود.

لی<sup>۶</sup> و وانگ<sup>۷</sup> (۲۰۱۰)، رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. گزارش یافته‌های آنها مؤید این است که بین کیفیت گزارشگری مالی و بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری ارتباطی معکوس وجود دارد. بنابراین، با افزایش کیفیت گزارشگری مالی سرمایه‌گذاری بیش و کمتر از حد و در نتیجه، کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، در پژوهشی درباره ارتباط کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری، این موضوع را تبیین کردند که کیفیت بالاتر گزارشگری مالی، کارایی سرمایه‌گذاری در اقلام سرمایه‌ای را بر اثر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه، عواملی مانند گزینش نادرست یا خطر اخلاقی، افزایش می‌دهد و به کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد منجر می‌شود. یافته‌های آنان مؤید این مطلب است که همبستگی مثبت یا منفی میان کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی بیشتر است که محیط عملیاتی آنها مستعد سرمایه‌گذاری کمتر از حد یا سرمایه‌گذاری بیش از حد است. این یافته‌ها بیانگر آن است که وجود مکانیسمی میان گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، می‌تواند تنش‌های میان این دو را که نشئت گرفته از خطر اخلاقی و گزینش نادرست است، کاهش دهد. در نتیجه، یافته‌های آنها نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری کمتر و بیشتر از حد در ارتباط است.

نظریور (۱۳۹۳)، در پژوهشی، تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری (شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران) را بررسی کردند. گزارش یافته‌های حاصل از پژوهش، بیان می‌کند که کیفیت گزارشگری

اطلاعاتی و افزایش نقدشوندگی شرکت منجر می‌شود.

ب- گزارشگری مالی نقش مهمی در کاهش مشکلات نمایندگی ایفا می‌کند (بوشمن و اسمیت، ۲۰۰۱).

بنابراین، اطلاعات حسابداری مالی در بازار سهام به عنوان منبعی مهم از اطلاعات خاص شرکت، نقش نظارتی ایفا می‌کند. پس اگر کیفیت گزارشگری مالی، مشکلات نمایندگی را کاهش دهد، می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را با افزایش توانایی سهام‌داران برای نظارت بر مدیران و سپس بهبود انتخاب پروژه و کاهش هزینه‌های تأمین وجوه بهبود بخشد.

### ۳. پیشینه پژوهش

گومارایز و بالستا (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان «کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری»، تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. یافته‌های حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که کاهش سررسید بدهی و افزایش کیفیت گزارشگری مالی، به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. چنگ<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی، ارتباط کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. روش پژوهش آنها بررسی رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی بود که بر اساس قانون ساربینز - آکسلی، اقدام به افشای نقاط ضعف سیستم کنترل داخلی خود کرده بودند. یافته‌های حاصل از پژوهش آنها نشان می‌دهد که کارایی سرمایه‌گذاری، پس از افشای نقاط ضعف افزایش یافته است.

بای<sup>۲</sup> و چویی<sup>۳</sup> (۲۰۱۲)، ارتباط میان تخصص حسابرس در صنعت و کارایی سرمایه‌گذاری را بین شرکت‌های خدماتی بررسی کردند. آنها با استفاده از نمونه بزرگی از شرکت‌های کره‌ای در دوره زمانی ۲۰۰۵-۱۹۷۶، بیان کردند که تخصص حسابرس در صنعت، با کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبتی دارد. راج‌گوپال<sup>۴</sup> و ونکاتچالام<sup>۵</sup> (۲۰۱۱) درباره ارتباط کیفیت گزارشگری مالی و پراکندگی بازده غیرعادی سهام پژوهش

1. Cheng, M.

2. Bae, G.

3. Choi, S.

4. Rajgopal, S.

5. Venkatachalam, M.

6. Li, Q.

7. Wang, T.

## ۵. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر ماهیت و محتوا، از نوع همبستگی و از نظر هدف، کاربردی است. پژوهش در چارچوب استدلال‌های قیاسی - استقرایی انجام می‌شود؛ به این معنی که مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه کتابخانه‌ای، مجلات و سایر سایت‌های معتبر در قالب قیاسی، و گردآوری داده‌ها، برای تأیید و رد فرضیه‌ها از راه استقرایی انجام می‌گیرد. به دلیل نوع داده‌های مورد مطالعه، مقایسه همزمان داده‌های مقطعی و طولی، از روش الگوهای داده‌های ترکیبی (پانل دیتا)، برای برآورد ضرایب و آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. ابتدا برای تعیین روش به کارگیری داده‌های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن آنها از آزمون چاو استفاده شده است. فرضیه‌های آماری این آزمون به شرح زیر است:

$$H_0 = \text{Pooled Data}$$

$$H_1 = \text{Panel Data}$$

در این آزمون، فرض صفر، مبنی بر همگن بودن داده‌ها است و در صورت تأیید، باید کلیه داده‌ها را با یکدیگر ترکیب کرد و به وسیله یک رگرسیون کلاسیک، تخمین پارامترها را انجام داد؛ در غیر این صورت، باید داده‌ها را به صورت داده‌های پانلی در نظر گرفت. در صورتی که نتایج این آزمون، مبنی بر به کارگیری داده‌ها، به صورت داده‌های پانلی شود، باید برای تخمین مدل پژوهش از یکی از مدل‌های اثرات ثابت یا اثرات تصادفی استفاده کرد. برای انتخاب یکی از دو مدل، باید آزمون هاسمن اجرا شود. فرض صفر آزمون هاسمن، مبنی بر مناسب بودن مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل‌های رگرسیونی داده‌های تابلویی است.

## ۶. جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش، دربرگیرنده کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۹ تا سال ۱۳۹۳ در نظر گرفته شده است. همچنین در این پژوهش، نمونه‌ای به حجم ۸۷ شرکت براساس معیارهای زیر از جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده است:

بالا تر، ارتباط مثبت و معناداری با کارایی سرمایه‌گذاری دارد و سررسید بدهی کوتاه مدت هیچ گونه ارتباطی با کارایی سرمایه‌گذاری ندارد. بادآور نهندی و تقی‌زاده خانقاه (۱۳۹۲)، ارتباط بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. یافته‌های حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد. به این ترتیب، بهبود کیفیت حسابرسی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران و برطرف کردن مشکلات نمایندگی، به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. سجادی و همکاران (۱۳۹۱) تأثیر هزینه‌های نمایندگی و کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. یافته‌های حاصل از بررسی آنها نشان داد که هزینه‌های نمایندگی تأثیر مثبت و معنی‌دار و کیفیت گزارشگری مالی، تأثیر معکوس و معنی‌دار بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارند.

تقفی و عرب‌مازار یزدی (۱۳۸۹)، کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. یافته‌های حاصل از پژوهش آنها نشان داد که عملاً هیچ گونه ارتباط معنی‌داری بین کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری وجود ندارد.

## ۴. فرضیه‌های پژوهش

باتوجه به تبیین فرضیه‌های پژوهش در مبانی نظری، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر هستند:

فرضیه ۱: سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معکوس دارد. در سررسید بدهی کوتاه مدت، میزان کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. به عبارت بهتر، بین سررسید بدهی کوتاه مدت و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مستقیم و معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه ۲: کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد. به عبارت بهتر، بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مستقیم و معنی‌داری وجود دارد.

استفاده از مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) به صورت زیر اندازه گیری می شود:

$$Investment_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 Sales Growth_{it} + \varepsilon_{it+1}$$

اگر سرمایه گذاری سال آینده، بیشتر از رشد فروش باشد، باقیمانده مدل فوق مثبت است و به این معنا است که سرمایه گذاری بیش از حد انجام شده و اگر سرمایه گذاری سال آتی کمتر از رشد فروش باشد، باقیمانده مدل منفی است و به این معنا است که سرمایه گذاری کمتر از حد انجام شده است. شاخص سرمایه گذاری بیش (کم) تر از حد، تحت عنوان «رتبه های دهک باقیمانده های یک رگرسیون سری زمانی»، متشکل از سرمایه گذاری آتی و میانگین رشد فروش های جاری، تعریف می شود. یعنی در این مدل، باقیمانده ها با دهک ها رتبه بندی می شود. سپس دهک های رتبه بندی شده از صفر تا یک طبقه بندی می شود. در این پژوهش، سرمایه گذاری بیش (کم) تر از حد، ارزشی بین صفر تا یک دارد. جایی که این مقدار، برابر صفر یا نزدیک به صفر باشد، نشان دهنده سرمایه گذاری کمتر از حد و جایی که یک یا نزدیک به یک باشد، نشان دهنده سرمایه گذاری بیش از حد است (گارسیا لارا<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۰).

در مدل بالا Sales Growth، بیانگر رشد فروش است که از تقسیم تغییرات فروش به فروش ابتدای دوره حاصل می شود (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ گارسیا لارا و همکاران، ۲۰۱۰؛ گومرایز و بالستا، ۲۰۱۴) و Investment معیار سرمایه گذاری آتی در کالاهای سرمایه ای و غیرسرمایه ای است که از تقسیم وجه نقد پرداختی شرکت برای تحصیل یا ساخت دارایی های ثابت، دارایی های نامشهود یا سایر دارایی های غیرجاری بر کل دارایی های ابتدای دوره حاصل می شود (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ گارسیا لارا و همکاران، ۲۰۱۰؛ گومرایز و بالستا، ۲۰۱۴).

الف - باتوجه به دوره زمانی دسترسی به اطلاعات (۱۳۹۳-۱۳۸۹)، شرکت قبل از سال ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشد و نام آن تا پایان سال ۱۳۹۳ از فهرست شرکت های مذکور حذف نشده باشد؛

ب - برای افزایش توان همسنجی و همسان سازی شرایط شرکت های انتخابی، سال مالی شرکت ها باید به پایان اسفندماه هر سال منتهی شود؛

پ - به دلیل شفاف نبودن مرزبندی بین فعالیت های عملیاتی و تأمین مالی شرکت های مالی (شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی و ...)، این شرکت ها از نمونه حذف شده اند؛  
ت - شرکت هایی که اطلاعات آنها برای محاسبه متغیرهای اولیه صورت های مالی ناقص بوده اند، از نمونه حذف شده اند؛

ث - شرکت ها نباید توقف فعالیت داشته و دوره فعالیت خود را تغییر داده باشند.

## ۷. متغیرها و مدل های پژوهش

### متغیر وابسته: کارایی سرمایه گذاری

در بسیاری از پژوهش های تجربی، متغیرهایی مانند نسبت کیوتوبین برای کارایی سرمایه گذاری استفاده می شود (لی و وانگ، ۲۰۱۰). در این پژوهش، سرمایه گذاری به عنوان وجه نقد پرداختی شرکت برای تحصیل یا ساخت دارایی های ثابت، دارایی های نامشهود یا سایر دارایی های غیرجاری تقسیم بر کل دارایی های ابتدای دوره در نظر گرفته می شود (یانگ<sup>۱</sup> و جیانگ<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸). پژوهش هایی که از این شاخص به عنوان معیار اندازه گیری سرمایه گذاری استفاده کرده اند، عبارتند از: ریچاردسون<sup>۳</sup> (۲۰۰۶)، وردی (۲۰۰۶)، بیدل و هیلاری (۲۰۰۶)، یانگ و جیانگ (۲۰۰۸)، بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، گومرایز و بالستا (۲۰۱۴)، تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸)، محمودآبادی و مهتری (۱۳۹۰).

در این پژوهش، سرمایه گذاری بیش (کم) تر از حد با

1. Yang, J.

2. Jiang, Y.

3. Richardson, S.

4. Garsia Lara, J. M.



## متغیرهای مستقل

سررسید بدهی: این نسبت از تقسیم بدهی‌های کوتاه‌مدت بر کل بدهی‌ها حاصل می‌شود (فانگ<sup>۱</sup> و گودوین<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳؛ گومرایز و بالستا، ۲۰۱۴).

کیفیت گزارشگری مالی: توان صورت‌های مالی در انتقال اطلاعات عملیات شرکت و به‌طور خاص، پیش‌بینی جریان‌های نقدی مورد انتظار آن از سوی سرمایه‌گذاران است. بر پایه این نظر اقلام تعهدی ارزش اطلاعاتی سود را با کاهش اثر نوسان‌های ناپایدار در جریان‌های نقدی بهبود می‌بخشد (دیچو<sup>۳</sup> و دجو<sup>۴</sup>، ۲۰۰۲). در این پژوهش از کیفیت اقلام تعهدی، به‌عنوان جانشین کیفیت گزارشگری مالی استفاده می‌شود (فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۵؛ گومرایز و بالستا، ۲۰۱۴). کیفیت اقلام تعهدی، قرینه اندازه انحراف اقلام تعهدی سرمایه در گردش از جریان‌های وجه نقد عملیاتی است، زیرا هرچه اندازه انحراف کوچک‌تر باشد، اقلام تعهدی باکیفیت‌تر تلقی می‌شود. در این پژوهش، برای ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی (کیفیت اقلام تعهدی)، از مدل فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵) که از سوی گومرایز و بالستا (۲۰۱۴) نیز استفاده شده است، به شرح زیر است:

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

در فرمول فوق  $TCA_{it}$  کل اقلام تعهدی شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $CFO_{it}$  جریان وجه نقد حاصل از عملیات شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $\Delta REV_{it}$  تغییر در درآمد فروش شرکت  $i$  بین سال‌های  $t$  و  $t-1$ ،  $PPE_{it}$  خالص داراییهای ثابت مشهود شرکت  $i$  در سال  $t$  و  $\varepsilon_{it}$ ، بیانگر خطای برآورد اقلام تعهدی نسبت به جریانهای نقدی است. بنابراین، هرچه اندازه مقادیر باقیمانده حاصل از این مدل کمتر باشد، کیفیت اقلام تعهدی و در نتیجه، کیفیت گزارشگری مالی، بیشتر خواهد بود. چون مقادیر خطا، شاخصی

برای محاسبه عدم کیفیت گزارشگری مالی فراهم می‌آورد، بدیهی است که میتوان با ضرب کردن مقادیر مثبت خطاها در منفی یک، از آن به شاخصی برای محاسبه کیفیت گزارشگری مالی استفاده کرد. برای اندازه‌گیری کل اقلام تعهدی از مدل دیچو و دجو (۲۰۰۲) به شرح زیر استفاده شده است:

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

در فرمول فوق  $E_{it}$ ، سود عملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t$  و  $CFO_{it}$  جریان وجه نقد حاصل از عملیات شرکت  $i$  در سال  $t$  تعریف شده است. در هر دو مدل، کیفیت گزارشگری مالی برای حذف اثر اندازه شرکت‌ها، همه متغیرها برحسب کل دارایی‌های شرکت طی سال  $t$  استاندارد شده است.

## متغیرهای کنترل

این متغیرها به پیروی از پژوهش گومرایز و بالستا (۲۰۱۴) محاسبه شده است:

اندازه شرکت: از طریق لگاریتم، میزان کل دارایی‌های شرکت حاصل می‌شود.

نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار: این معیار از طریق نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار محاسبه می‌شود.

جریان نقدی عملیاتی: برای محاسبه این متغیر، از نسبت جریان‌های نقدی عملیاتی به کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.

سلامت مالی: در این پژوهش، برای اندازه‌گیری سلامت مالی از مدل آلمن<sup>۵</sup> (۱۹۸۶) به شرح زیر استفاده شده است:

$$Z = X_1 0.717 (X_2 0.847 + X_3 3.107 + X_4 0.420 + X_5 0.998)$$

$Z$ : شاخص کل

$X_1$ : نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها

$X_2$ : نسبت سود انباشته به کل دارایی‌ها

$X_3$ : نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی‌ها

$X_4$ : نسبت ارزش دفتری سهام شرکت به ارزش دفتری

کل بدهی‌ها

1. Fung, Simon, Y. K.

2. Goodwin, John

3. Dechow, P.

4. Dichev, I.

5. Altman, E.

پژوهش‌های مشابهی مانند داس<sup>۱</sup> و پاندیت<sup>۲</sup> (۲۰۱۰)، چنگ و همکاران (۲۰۱۳)، گومرایز و بالستا (۲۰۱۴) تغییر داده نشده است، در این پژوهش نیز از ضرایب همان مدل استفاده شده است.

## ۸. مدل فرضیه‌های پژوهش

مدل فرضیه اول و دوم پژوهش به شرح زیر هستند:

$$Investment\ Efficiency_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Debt\ Maturity_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 BV/MV_{it} + \alpha_4 CFO/Asset_{it} + \alpha_5 Z-Altman_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$Investment\ Efficiency_{it} = \beta_0 + \beta_1 Financial\ Reporting\ Quality_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 BV/MV_{it} + \beta_4 CFO/Asset_{it} + \beta_5 Z-Altman_{it} + \varepsilon_{it}$$

$CFO/Asset_{it}$ : نسبت جریان نقدی به کل دارایی‌ها  
 $Z-Altman_{it}$ : معیار سلامت مالی (Z آلتمن)

$Investment\ Efficiency_{it}$ : کارایی سرمایه‌گذاری

$Debt\ Maturity_{it}$ : سررسید بدهی

$Financial\ Reporting\ Quality_{it}$ : کیفیت گزارشگری

مالی

## ۹. توصیف داده‌های پژوهش

در جدول ۱، میانگین، انحراف معیار، واریانس، چولگی و کشیدگی از جمله شاخص‌های مرکزی و پراکندگی به صورت کلی محاسبه شده است.

$Size_{it}$ : اندازه شرکت

$BV/MV_{it}$ : نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار

نگاره ۱. آمار توصیفی داده‌های پژوهش

نام متغیر	میانگین	انحراف معیار	واریانس	چولگی	کشیدگی
کارایی سرمایه‌گذاری	۰/۲۲۷۷	۱/۲۴۹۰	۱/۵۶۰	۱۷/۳۸۹	۳۴/۴۱۰
سررسید بدهی	۰/۴۷۴۳	۰/۱۹۵۶	۰/۰۳۸	۰/۹۰۱	۴/۰۳۱
کیفیت گزارشگری مالی	-۰/۳۱۳۱	۰/۳۰۶۵	۰/۰۹۴	-۱/۱۷۷	۱۱/۷۰۸
اندازه شرکت	۱۱/۹۶۵۸	۰/۷۰۵۵	۰/۴۹۸	۱/۰۴۱	۱/۳۹۳
ارزش دفتری به ارزش بازار	۰/۷۳۶۷	۰/۸۲۵۹	۰/۶۸۲	-۲/۴۸۹	۲۹/۴۱۶
جریان نقدی به کل دارایی‌ها	۰/۱۶۸۸	۰/۱۵۰۳	۰/۰۲۳	۲/۰۰۵	۹/۱۵۹
معیار سلامت مالی	۱/۸۹۱۹	۱/۳۱۰۳	۱/۷۱۷	۱۷/۶۴۵	۲۹/۴۶۳

مأخذ: یافته‌های پژوهشگران

## ۱۰. آزمون فرضیه اول

برای آزمون این فرضیه از مدل اول پژوهش استفاده شده است. نتیجه آزمون فرضیه اول در نگاره ۲ ارائه شده است:

نگاره ۲. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه اول

نام متغیر	آماره‌ی آزمون	سطح معنی‌داری
مقدار ثابت	-۲/۲۱۶۷۶۲	۰/۰۲۷۳
سررسید بدهی کوتاه‌مدت	۲/۱۶۳۸۴۷	۰/۰۴۵۱
اندازه شرکت	-۲/۵۹۴۸۴۵	۰/۰۱۱۵
ارزش دفتری به ارزش بازار	۲/۲۴۴۳۱۹	۰/۰۲۵۳
جریان نقدی به کل دارایی‌ها	-۱/۰۷۳۴۴۳	۰/۲۸۳۷
معیار سلامت مالی	۴/۴۴۴۴۷۰	۰/۰۰۰۰

ضریب تبیین: ۰/۸۵۰۸۸۹  
 ضریب تبیین تعدیل شده: ۰/۸۴۹۱۵۱  
 آماره آزمون: ۸/۹۶۰۹۲  
 سطح معنی‌داری: ۰/۰۰۰۰۰۰  
 آماره دوربین - واتسون: ۱/۶۷۴۳۰۱  
 آماره آزمون چاو: ۴/۴۵۴۴۸۷  
 سطح معنی‌داری: ۰/۰۰۰  
 آماره آزمون هاسمن: ۳/۵۳۳۳۶۰  
 سطح معنی‌داری: ۰/۰۰۰

مأخذ: یافته‌های پژوهشگران

پانلی با الگوی اثرات ثابت است. همان‌طور که در نگاره ۲ مشاهده می‌شود، سطح معنی‌داری آماره  $t$  برای متغیر ساختار سررسید بدهی از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است؛ بنابراین، وجود رابطه معنی‌داری بین کارایی سرمایه‌گذاری و سررسید بدهی، تأیید و فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود. از بین متغیرهای کنترل، فقط نسبت جریان نقدی عملیاتی به دارایی ارتباط معنی‌داری ندارد و سایر متغیرهای کنترل اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و معیار سلامت مالی ارتباط معنی‌داری با کارایی سرمایه‌گذاری دارند.

## ۱۱. آزمون فرضیه دوم

برای آزمون این فرضیه از مدل دوم پژوهش استفاده شده است. نتیجه آزمون فرضیه اول در نگاره ۳ ارائه شده است:

سطح معنی‌داری برای تک تک متغیرها و همچنین برای کل مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. باتوجه به ضریب تبیین تعدیل‌شده مدل برآزش شده، می‌توان ادعا کرد که حدود ۸۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته از طریق متغیرهای مستقل و کنترل توضیح داده می‌شود. خودهمبستگی، نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره دوربین - واتسون می‌توان برای تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره دوربین - واتسون محاسبه شده (۱/۶۷) که بین ۲/۵ - ۱/۵ است، بیانگر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقیمانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. سطح معنی‌داری آزمون چاو و هاسمن، به ترتیب بیانگر استفاده از داده‌های

نگاره ۳. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه دوم

نام متغیر	آماره‌ی آزمون	سطح معنی داری
مقدار ثابت	-۲/۲۸۴۲۹۴	۰/۰۲۲۸
کیفیت گزارشگری مالی	-۱/۹۲۴۵۱۶	۰/۰۵۰۰
اندازه شرکت	-۱/۴۷۶۳۲۶	۰/۰۴۰۶
ارزش دفتری به ارزش بازار	۲/۲۰۱۹۵۸	۰/۰۲۸۲
جریان نقدی به کل دارایی‌ها	-۱/۲۵۹۸۳۴	۰/۲۰۸۴
معیار سلامت مالی	۴/۹۵۹۸۷۷	۰/۰۰۰۰

ضریب تبیین: ۰/۸۱۱۶۹۸

ضریب تبیین تعدیل شده: ۰/۸۰۹۹۷۰

آماره آزمون: ۹/۲۹۷۵۰۲

سطح معنی داری: ۰/۰۰۰۰۰۰

آماره دوربین-واتسون: ۱/۵۷۶۱۹۱

آماره آزمون چاو: ۳/۴۲۷۷۱۷

سطح معنی داری: ۰/۰۰۰

آماره آزمون هاسمن: ۲/۷۰۶۶۸۲

سطح معنی داری: ۰/۰۰۶۳

مأخذ: یافته‌های پژوهشگران

از بین متغیرهای کنترل، فقط نسبت جریان نقدی عملیاتی به دارایی ارتباط معنی داری ندارد و سایر متغیرهای کنترل اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و معیار سلامت مالی، ارتباط معنی داری با کارایی سرمایه گذاری دارند.

## ۱۲. بحث و نتیجه گیری و پیشنهادها

باتوجه به محدودیت موجود در منابع و لزوم برنامه ریزی شرکت‌ها، برای جلوگیری از رکود و عقب ماندگی، افزایش کارایی سرمایه گذاری، علاوه بر توسعه سرمایه گذاری، دارای اهمیت قابل توجهی است. این مسئله، به ویژه در رابطه با شرکت‌های با امکانات سرمایه گذاری زیاد، اهمیتی مضاعف دارد. در این پژوهش، ارتباط کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی بازه زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۹ بررسی شده است. باتوجه به ادبیات پژوهش، افزایش کیفیت گزارشگری مالی و کاهش سررسید بدهی، به دلیل کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش دوره تجدید

سطح معنی داری برای تک تک متغیرها و نیز برای کل مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. باتوجه به ضریب تبیین تعدیل شده مدل برآزش شده، می توان ادعا کرد که حدود ۸۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته از طریق متغیرهای مستقل و کنترل توضیح داده می شود. خودهمبستگی، نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره دوربین - واتسون می توان برای تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره دوربین - واتسون محاسبه شده (۱/۵۷) که بین ۲/۵-۱/۵ است، بیانگر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقیمانده‌های اجزای خطا را نشان می دهد. سطح معنی داری آزمون چاو و هاسمن، به ترتیب، بیانگر استفاده از داده‌های پانلی با الگوی اثرات ثابت است. همان طور که در نگاره ۳ مشاهده می شود، سطح معنی داری آماره t برای متغیر ساختار کیفیت گزارشگری مالی در سطح خطای قابل قبول ۵ درصد است. بنابراین، وجود رابطه معنی داری بین کارایی سرمایه گذاری و کیفیت گزارشگری مالی، تأیید و فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می شود.

کنند که کیفیت گزارشگری مالی آنها بیشتر و سررسید بدهی‌های آنها کوتاه‌مدت باشد.

### ۱۲-۲. پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود:

الف- در بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری، چرخه عمر شرکت و سایر شیوه‌های تأمین مالی، مانند افزایش سرمایه نیز در نظر گرفته شود.

ب- باتوجه به اینکه کیفیت گزارشگری مالی، به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین گروه‌های مختلف ذی‌نفع منجر می‌شود، پیشنهاد می‌شود که ارتباط عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری، مطالعه و بررسی شود.

پ- باتوجه به الگوی سلامت مالی، در قالب یکی از متغیرهای کنترلی و ارتباط آن با کارایی سرمایه‌گذاری، پیشنهاد می‌شود، ارتباط بین ورشکستگی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شود.

### ۱۲-۳. محدودیت‌های پژوهش

الف - کیفیت اطلاعات: از اطلاعات گزارش‌های مالی، به همان شکلی که شرکت‌ها ارائه کرده‌اند، استفاده شده است. تعداد زیادی از شرکت‌ها گزارش‌های حسابرسی مشروط دارند که اغلب از این بابت، تعدیلی در صورت‌های مالی انجام نمی‌دهند. اثر این تعدیلات ممکن است، بر نتایج پژوهش تأثیرگذار باشد؛

ب - محدودبودن جامعه مورد بررسی: پژوهش‌های بسیاری که در خارج از ایران انجام شده است، تعداد بسیار زیادی از شرکت‌ها را آزمون می‌کنند. باتوجه به محدودیت‌های اعمال شده بر جامعه آماری، به دلیل همسان‌سازی شرکت‌ها، تعمیم نتایج به کل واحدهای اقتصادی باید با احتیاط انجام شود؛

پ - عدم ثبات شرایط اقتصادی: تغییر در شرایط اقتصادی در سال‌های مورد مطالعه، ممکن است بر نتایج پژوهش تأثیر بگذارد. بورس اوراق بهادار تهران نیز به شدت تحت تأثیر

قراردادهای بدهی و افزایش نظارت اعتباردهندگان بر عملکرد مدیران ارشد و به تبع آن، شرکت، میزان کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. یافته‌های حاصل از فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند که سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معکوس دارد. در سررسید بدهی کوتاه‌مدت، میزان کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. به عبارت بهتر، بین سررسید بدهی کوتاه‌مدت و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مستقیم و معنی‌داری وجود دارد. این یافته با یافته‌های حاصل از پژوهش گومرایز و بالستا (۲۰۱۴)، سازگار و با یافته حاصل از پژوهش نظریور (۱۳۹۳) مغایر است. یافته‌های حاصل از فرضیه دوم پژوهش، بیان می‌کند که کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد. به عبارت بهتر، بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مستقیم و معنی‌داری وجود دارد. این یافته با یافته‌های حاصل از پژوهش گومرایز و بالستا (۲۰۱۴)، چن و همکاران (۲۰۱۳)، لی و همکاران (۲۰۱۰)، بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، نظریور (۱۳۹۳)، خدایی و یحیایی (۱۳۸۹)، مدرس و حصارزاده (۱۳۸۶) سازگار است.

### ۱۲-۱. پیشنهادهای حاصل از یافته‌های

#### پژوهش

باتوجه به یافته‌های حاصل از پژوهش:

الف- در راستای فرضیه اول پژوهش، پیشنهاد می‌شود که نهادهای تدوین‌کننده استانداردهای حسابداری، مانند سازمان حسابرسی و جامعه حسابداران رسمی، استانداردها را طوری تدوین کنند که شرکت‌ها ملزم به بهبود کیفیت گزارشگری مالی شوند که این امر، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری را به دنبال دارد.

ب- در راستای فرضیه دوم پژوهش، پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها عمدتاً سعی کنند، تأمین مالی کوتاه‌مدت را مبنای استقراض‌های خود قرار دهند تا از این طریق، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش و کارایی سرمایه‌گذاری افزایش یابد.

پ- به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود، برای جلوگیری از مخاطره بالا و متضرر شدن، در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری

- Acharya, V.; Gale, D.; Yorulmazer, T. 2010. "Rollover Risk and Market Freezes", *Working Paper*, New York University.
- Alcock, J. A. B.; Finn, F. C.; Kelvin, J. K. T. 2010. "The Determinants of Debt Maturity in Australian Firms", available at: <http://ssrn.com/abstract=1728565>
- Altman, E. 1968. "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *The Journal of Finance* 23, 589-609.
- Bae, G. & Choi, S. 2012. "Do Industry Specialist Auditors Improve Investment Efficiency?", Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2145191>.
- 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.
- Biddle, G. & Hilary, G. 2006. "Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment", *The Accounting Review* 81, 963-982.
- 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.
- Brandt, M.; Brav, A.; Graham, J.; Kumar, A. 2010. "The Idiosyncratic Volatility Puzzle: Time Trend or Speculative Episodes?", *Review of Financial Studies* 23(2), 863-899.
- Bushman, R. M. & Smith, A. J. 2001. "Financial Accounting Information and Corporate Governance", *Journal of Accounting and Economics* 32, 237-333.

شرایط اقتصادی و سیاسی است؛ زیرا سرمایه‌گذاران نسبت به این تغییرات واکنش نشان می‌دهند.

## مرجع‌ها

- بادآور نهندی، یونس و تقی‌زاده خانقاه، وحید. ۱۳۹۲. «بررسی ارتباط بین کیفیت حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری»، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی* ۲۰(۲)، ۱۹-۴۲.
- تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا. ۱۳۸۸. «تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش‌سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری»، *فصلنامه تحقیقات حسابداری* ۱(۳)، ۶۷-۵۰.
- تققی، علی و عرب‌مازار یزدی، مصطفی. ۱۳۸۹. «کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری»، *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال دوم، شماره چهارم، ص ۲۰-۱.
- حاجیه‌ها، زهره و اخلاقی، حسنعلی. ۱۳۸۹. «ارائه مدلی برای تعیین ساختار سررسید بدهی شرکت‌های ایرانی براساس متغیرهای تولید ناخالص داخلی، نرخ تورم و عرضه پول»، *فصلنامه علوم اقتصادی*، سال سوم، شماره ۱۱، ص ۱۷۶-۱۵۵.
- سجادی، سیدحسین؛ حاجی‌زاده، سعید؛ نیک‌کار، جواد. ۱۳۹۱. «تأثیر هزینه‌های نمایندگی و کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورسی»، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی* ۱۹(۳)، ۲۱-۴۲.
- محمودآبادی، حمید و مهتری، زینب. ۱۳۹۰. «رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *مجله پیشرفت‌های حسابداری*، دوره سوم، شماره دوم، ص ۱۴۰-۱۱۳.
- مدرس، احمد و حصارزاده، رضا. ۱۳۸۷. «رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار»، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، سال اول، ش ۲، ص ۸۵-۱۱۶.
- نظرپور، مریم. ۱۳۹۳. «تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری (شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران) (پایان‌نامه کارشناسی ارشد)» دانشگاه علوم اقتصادی.

- Risky Debt Maturity Choice”, *The Journal of Finance* 41, 19-37.
- Francis, J.; LaFond, R.; Olsson, P. M.; Schipper, K. 2005. “The Market Pricing of Accruals Quality”, *Journal of Accounting and Economics* 39, 295-327.
- Fung, Simon, Y. K. & Goodwin, John. 2013. “Short-term Debt Maturity, Monitoring and Accruals-based Earnings Management”, *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 9, 67-82.
- Garcia Lara, J. M.; Garcia Osma, B.; Penalva, F. 2010. “Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency, <http://papers.ssrn.com>.
- Gomariz, M. F. C. & Ballesta, J. P. S. 2014. “Financial Reporting Quality, Debt Maturity and Investment Efficiency”, *Journal of Banking & Finance* 40, 494-506.
- Goudes, J. & Opler, T. 1996. “The Determinants of the Maturity of Corporate Debt Issues”, *Journal of Finance* 51, 1809-1833.
- 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.
- Jensen, M. 1986. “Agency Costs of Free Cash flow, Corporate finance and Takeovers”, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jun, S. G. & Jen, F. C. 2003. “Trade-off Model of Debt Maturity Structure”, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 20, 5-34.
- Lai, K. W. 2011. “The Cost of Debt When All-equity Firms Raise Finance: The Role of Investment
- Cai, K.; Fairchild, R.; Yilmaz, G. 2008. “Debt Maturity Structure of Chinese Companies”, *Pacific-Basin Finance Journal* 16, 268-297.
- Chen, F.; Hope, O.; Li, Q.; Wang, X. 2011. “Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets”, *The Accounting Review* 86, 1255-1288.
- Cheng, M.; Dhaliwal, D.; Zhang, Y. 2013. “Does Investment Efficiency Improve after the Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting?”, *Journal of Accounting and Economics* 56, 1-18.
- Childs, P. D.; Mauer, D. C.; Ott, S. H. 2005. “Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions: The Effects of Agency Conflicts”, *Journal of Financial Economics* 76, 667-690.
- Das, S. & Pandit, S. H. 2010. “Audit Quality, Life-Cycle Stage and the Investment Efficiency of the Firm”, Retrieved from <http://www.ssrn.com>.
- Dechow, P. & Dichev, I. 2002. “The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors”, *The Accounting Review* 77, 35-59.
- Diamond, D. W. 1991. “Debt Maturity Structure and Liquidity Risk”, *Quarterly Journal of Economics* 106, 709-737.
- Diamond, D. W. 1993. “Seniority and Maturity of Debt Contracts”, *Journal of Financial Economics* 33, 341-368.
- D’Mello, R. & Miranda, M. 2010. “Long-term Debt and Overinvestment Agency Problem”, *Journal of Banking and Finance* 34, 324-335.
- Flannery, M. J. 1986. “Asymmetric Information and

- Ross, S. A.; Westerfield, R. W.; Jaffe, J. 2002. *Corporate Finance*. 6th. New York, NY: McGraw-Hill.
- Stohs, M. H. & Mauer, D. C. 1996. "The determinants of corporate debt maturity structure", *Journal of Business* 69, 279-312.
- Tao, M. 2012. "Financial Reporting Quality and Information Asymmetry: Evidence from the Chinese Stock Market", [iaf.shufe.edu.cn/upload/\\_info/.../101333\\_1205170907012.pdf](http://iaf.shufe.edu.cn/upload/info/.../101333_1205170907012.pdf).
- Terra, P. R. S. 2011. "Determinants of Corporate Debt Maturity in Latin America", *European Business Review* 23, 45-70.
- Verdi, R. S. 2006. "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency", *Working Paper*, Sloan School of Management, MIT.
- Verrecchia, R. E. & Leuz, C. H. 2000. "The Economic Consequences of Increased Disclosure", *Journal of Accounting Research* 38, 91-124.
- Wang, Y.; Sun, Y.; Qingjun Lv. 2010. "Empirical Study on the Debt Maturity Structure based on the Macroeconomic Variables", *International Journal of Business and Management* 12, 450-473.
- Yang, J. & Jiang, Y. 2008. "Accounting Information Quality, Free Cash Flow and Overinvestment: A Chinese Study", *The Business Review* 11, 159-166.
- Opportunities, Audit Quality and Debt Maturity", *Journal of Banking and Finance* 35, 1931-1940.
- Lambert, R.; Leuz, C.; Verrecchia, R. 2007. "Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital", *Journal of Accounting Research* 45, 385-420.
- Levitt, A. 1998. "The Importance of High-Quality Accounting Standards", *Accounting Horizons* 12, 79-82.
- Li, Q. & Wang, T. 2010. "Financial Reporting Quality and Corporate Investment Efficiency: Chinese Experience", *Nankai Business Review International* 1, 197-213.
- McNichols, M. & Stubben, S. 2008. "Does Earnings Management Affect Firms' Investment Decisions", *The Accounting Review* 86, 1571-1603.
- Myers, S. C. 1977. "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
- 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.
- Pastor, L. & Veronesi, P. 2003. "Stock Valuation and Learning about Profitability", *Journal of Finance* 58, 1749-1789.
- Rajgopal, S. & Venkatachalam, M. 2011. "Financial Reporting Quality and Idiosyncratic Return Volatility", *Journal of Accounting and Economics* 51, 1-20.
- Richardson, S. 2006. Over-investment of Free Cash Flow", *Review of Accounting Studies* 11, 159-189.