



تحلیل محتوای روش‌های سنجش کارایی سرمایه‌گذاری در پژوهش‌های داخلی

امیر دولت‌خواه^۱

سید علی واعظ^۲

مهدی بصیرت^۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۹/۰۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۷/۰۱

چکیده

بررسی وسیع ادبیات هر پژوهش، بینش عمیقی در موضوع آن به دست می‌آورد. باین‌حال، زمان و منابع، گستردگی مطالعه را محدود می‌کند. از این‌رو، پژوهش حاضر با تمرکز به موضوع کارایی سرمایه‌گذاری، کلیه پژوهش‌های منتشر شده در پایگاه اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی از سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۹ را به روش تحلیل محتوای کمی و کیفی بررسی نمود تا اطلاعات جامعی به پژوهشگران این حوزه ارائه نماید. نتایج بررسی ۷۲ مقاله مرتبط نشان داد ۲۶ مدل با استفاده از ۳۰ متغیر در ۱۲۱ تکرار توسط پژوهشگران بکار رفته است. ۵۵.۶ درصد شامل ۴۰ مقاله از مدل‌های مبتنی بر رشد فروش و ۲۰.۸ درصد شامل ۱۵ مقاله از کیوتوبین استفاده کرده‌اند. از متغیر کنترل در ۳۵ مقاله شامل ۴۸/۶۱ درصد استفاده نشده است. همچنین، مدل تک متغیره رشد فروش با سهم ۳۲ درصد در ۲۳ مقاله پُرکاربردترین مدل است. از آنجائی که نتایج پژوهش‌های مبتنی بر داده نسبت به انتخاب متغیر و کیفیت داده‌ها بسیار حساس‌اند. با هدف کاهش تأثیر منفی عواملی مانند تورم، عدم تجدید ارزیابی دارایی‌ها و کارایی ضعیف بازار سهام بر کیفیت معیارهای رشد فروش و کیوتوبین، بومی‌سازی روش‌های سنجش کارایی سرمایه‌گذاری، تعدیل داده‌ها یا تفسیر نتایج با در نظر گرفتن عوامل مؤثر، پیشنهاد می‌شود.

واژه‌های کلیدی: تحلیل محتوا، کارایی سرمایه‌گذاری، مدل‌های کارایی سرمایه‌گذاری، مقالات حسابداری.

۱- گروه حسابداری، واحد بین‌المللی خرمشهر، دانشگاه آزاد اسلامی، خرمشهر، ایران. Email: amirdolatkhah@gmail.com

۲- گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، دانشگاه شهید چمران، اهواز، ایران. نویسنده مسئول. Email: sa.vaez@gmail.com

۳- گروه اقتصاد، واحد اهواز، دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران. Email: mehdi.basirat@yahoo.com



۱- مقدمه

سرمایه‌گذاران به کارایی سرمایه‌گذاری به‌عنوان راهکاری برای ارزش‌افزایی، جلوگیری از عقب‌ماندگی و توسعه بنگاه اقتصادی توجه ویژه‌ای دارند (خدمای پور و همکاران، ۱۳۹۹). پژوهش‌های صورت گرفته در این حوزه نشان از توجه پژوهشگران به مطالعه و ارزیابی کارایی سرمایه‌گذاری از جنبه‌های متخلف دارد. برای مثال می‌توان به برخی از پژوهش‌های صورت گرفته در این حوزه طی ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ در ایران اشاره کرد؛ بیات و همکاران (۱۳۹۹) رفتار مدیران و ارزش شرکت؛ یحیی زاده فر و همکاران (۱۳۹۹)، نقد شوندگی؛ صالحی (۱۳۹۹)، اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر؛ منصورفر و همکاران (۱۳۹۹)، حاکمیت شرکتی؛ خدمای پور و همکاران، (۱۳۹۹)، اجتناب مالیاتی؛ نیک کار (۱۳۹۸)، رقابت محصول؛ مهرانی و سمیعی (۱۳۹۸)، ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۸)، محافظه‌کاری؛ تقی زاده خانقاه و همکاران (۱۳۹۸)، بشردوستی و حسنی و میثمی (۱۳۹۸)، کیفیت گزارشگری مالی.

اگرچه، این‌گونه پژوهش‌ها از نظر پرداختن به موضوع کارایی سرمایه‌گذاری مشترک هستند، اما از منظر روش سنجش، رویکردهای متفاوتی اتخاذ کرده‌اند. تا قبل سال ۲۰۰۶ عمدتاً کارایی سرمایه‌گذاری از طریق متغیرهایی همچون نسبت کیوتوبین^۱ و مخارج سرمایه‌ای^۲ اندازه‌گیری می‌شد (فروغی و ساکیانی، ۱۳۹۵)؛ پس از ارائه مقاله‌های وردی^۳ (۲۰۰۶) و ریچاردسون^۴ (۲۰۰۶) برخی پژوهشگران با تکیه بر مفروضات و هدف پژوهشی خود، از ترکیب متغیرهای مستقل^۵ و کنترلی متفاوتی در مدل‌های پژوهش استفاده نموده‌اند؛ مانند بیدل^۶ و همکاران (۲۰۰۹)، چن^۷ و همکاران (۲۰۱۱)، لینک^۸ و همکاران (۲۰۱۳)، گودمن^۹ و همکاران (۲۰۱۴) و نعیم و لی^{۱۰} (۲۰۱۹)؛ ولی اغلب از مدل‌های دیگر پژوهشگران بهره می‌گیرند. در این بین، عدم انتخاب مدل مناسب با پژوهش ممکن است به نتایج نامناسب و متعارض با دیگران منجر شود. گائو و یو^{۱۱} (۲۰۱۸) چند مدل سنجش کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی و محدودیت‌های آن‌ها را برشمردند؛ تقی‌زاده خانقاه و همکاران (۱۳۹۸) ضمن توجه به چارچوب نظری روش‌های سنجش کارایی سرمایه‌گذاری در کشورهای توسعه‌یافته، اقدام به ارائه مدلی متناسب با شرایط ایران نمودند و طباطبایی (۱۳۹۸)، به نتایج متعارض حاصل از پژوهش‌های مختلف اشاره کرد و بیست سنجه متداول در محاسبه متغیر سرمایه‌گذاری (متغیر وابسته) را از جنبه‌های اهمیت، میزان تلاطم و نوبه محتوای اطلاعاتی موردبررسی قرار داد. با این حال، تاکنون، ادبیات پژوهشی این حوزه از منظر روش سنجش کارایی

¹ Tobin's Q

² Capital Expenditures

³ Verdi

⁴ Richardson

⁵ Independent Variables

⁶ Biddle

⁷ Chen

⁸ Linck

⁹ Goodman

¹⁰ Naem & Li

¹¹ Gao & Yu

سرمایه‌گذاری، بررسی نشده است. اهمیت چنین پژوهشی از آن جهت است که انتخاب مدل متناسب باهدف پژوهش، نیازمند شناخت مبانی نظری و مفروضات منتهی به انتخاب متغیرهای مدل و حتی، صدق آن فرض‌ها، در جامعه منتخب پژوهشگر می‌باشد؛ همچنین، مقایسه مفروضات با شرایط جامعه، لزوم بومی‌سازی مدل‌ها را آشکارتر می‌کند.

در این راستا، با هدف کمک به افزایش کیفی و کمی مقاله‌های مرتبط با موضوع کارایی سرمایه‌گذاری، تحلیل محتوای مدل‌های به‌کاررفته در مقاله‌های منتشره در ایران، مورد توجه پژوهش حاضر قرار گرفت. مطالعه انواع مدل‌های ارائه‌شده و آشنایی با ویژگی‌های اصلی آن‌ها می‌تواند موجب اتخاذ تصمیمی مناسب جهت انتخاب یک مدل منطبق با شرایط پژوهش گردد (مصلح شیرازی و علمدار یولی، ۱۳۹۷). در این تحقیق تلاش شده است تا با انجام یک مطالعه مروری در حوزه کارایی سرمایه‌گذاری به معرفی و بررسی انواع مدل‌ها، ویژگی‌های آن‌ها و شناسایی عوامل مهم و عناصر تشکیل‌دهنده این مدل‌ها پرداخته شود. در واقع هدف اصلی از انجام این پژوهش پاسخ‌گویی به پرسش‌های گوناگونی در زمینه مدل‌های کارایی سرمایه‌گذاری است. پرسش‌های یادشده به شرح زیر است. (۱) مدل‌های کارایی سرمایه‌گذاری بکار رفته در بازه زمانی موردنظر کدام‌اند؟ (۲) تعدد مطالعات انجام‌شده با هر مدل چگونه است؟ (۳) کدام‌یک از مدل‌های کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر از سایر مدل‌ها موردتوجه محققان قرار گرفته و چه مدل‌هایی کمتر مورد مطالعه واقع شده‌اند؟

از آنجا که بررسی پیشینه پژوهش یک مرحله مهم در فرایند تحقیق می‌باشد؛ انتظار می‌رود، پاسخ به سؤالات یادشده، کمک مؤثری به پژوهشگران این حوزه باشد تا ضمن مروری جامع بر رویکردهای بکار رفته در پژوهش‌های داخلی این حوزه، از مناسبت‌ترین روش برای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری بهره بگیرند که منجر به افزایش کیفیت نتایج پژوهش‌های انجام‌شده و تفسیر آن‌ها می‌گردد. از منظر کلان نیز با شناسایی شرکت‌های ناکارا در سرمایه‌گذاری می‌توان از به هدر رفتن منابع و سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب جلوگیری نمود که برای سهامداران و جامعه بسیار حائز اهمیت است (خردیار و همکاران، ۱۳۹۸).

۲- پیشینه پژوهش

دامی^۱ و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی انتقادی مقالات پر استناد چاپ طی ۳۰ سال اخیر در مجله حسابداری، حسابرسی و پاسخ‌گویی پرداختند. در این پژوهش از مرور ساختاریافته ادبیات پژوهش برای تحلیل ۱۲۶ مقاله پر استناد چاپ‌شده در مجله حسابداری، حسابرسی و پاسخ‌گویی و ۲۱ مقاله دیگر چاپ‌شده در فاصله سال‌های ۱۹۸۸ تا ۲۰۱۶ استفاده شد. نتایج پژوهش آنان نشان داد در سال‌های اخیر از تئوری‌ها، روش‌ها، ریشه‌ها و نواحی تمرکز متنوعی برای انجام مقالات در مجله حسابداری، حسابرسی و پاسخ‌گویی استفاده‌شده است که نشان می‌دهد

^۱ Dumay

پروژه‌های تحقیقاتی بین‌رشته‌ای در حسابداری به بلوغ خود رسیده است. تامپسون و مک‌کوی^۱ (۲۰۱۶) به تجزیه و تحلیل مقاله‌های انتشار یافته بین سال‌های ۲۰۱۵-۲۰۰۰ در مجله حسابداری و بررسی‌های حسابداری پرداختند. بر اساس نتایج پژوهش آن‌ها تعداد مقالات مربوط به اخلاق طی دوره زمانی مورد بررسی به علت تصویب قانون سربینز-اکسلی^۲ به‌طور قابل توجهی در مجلات علمی و تخصصی افزایش یافته است.

سلیمانی امیری و همکاران (۱۳۹۹) با هدف شناخت ویژگی‌های محتوایی، مقالات موجود در شماره ۱ تا ۲۶ فصلنامه علمی-پژوهشی «پژوهش‌های تجربی حسابداری» تعداد ۲۴۳ مقاله چاپ شده بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ را مورد تحلیل قرار دادند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که ۶۰۷ نفر در نوشتن مقالات نقش داشته‌اند. ۷۴ درصد از نویسندگان مقالات را مرد و ۲۶ درصد زنان تشکیل می‌دهند. از نظر موضوعی ۵۸ درصد مقالات در حوزه حسابداری مالی، ۱۲ درصد حسابداری مدیریت، ۱۱ درصد حسابرسی، ۸ درصد حاکمیت شرکتی و ۲ درصد در حوزه مالیات بوده است. طباطبایی (۱۳۹۸)، به نتایج متعارض حاصل از پژوهش‌های مختلف اشاره کرد و بیست سنجه متداول در محاسبه متغیر سرمایه‌گذاری را از جنبه‌های اهمیت، میزان تلاطم و نوفه محتوای اطلاعاتی مورد بررسی قرار داد. وی با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران طی ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۶ نتیجه گرفت سنجه‌های متخلف سرمایه‌گذاری در پژوهش‌های مبتنی بر داده، رفتار متفاوتی داشته و در نتیجه نتایج پژوهش‌های مبتنی بر داده، حساسیت بالایی به نوع انتخاب سنجه سرمایه‌گذاری شرکتی دارند. نتایج متفاوت در پژوهش‌های مطالعه شده، می‌تواند مرتبط با نوع سنجه سرمایه‌گذاری شرکتی مورد استفاده باشد. نونهال نهر و کاظمی نوجه ده (۱۳۹۸) به تحلیل محتوای مقاله‌های فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی از ابتدای انتشار تا پایان سال ۱۳۹۶ پرداختن، یافته‌های آن‌ها نشان داد: ۸۷ درصد از مؤلفان مقالات را مردان تشکیل داده است؛ ۵۰ درصد حاصل کار دونفری می‌باشد؛ و ۶۰ درصد به لحاظ روش پژوهش از نوع آرشویی است. ناطقی و همکاران (۱۳۹۷) با هدف ارائه تصویر جامعی از وضعیت فعلی پژوهش‌های حسابرسی در ایران است. ۴۵۷ مقاله حسابرسی چاپ شده در ۱۶ نشریه علمی پژوهشی و علمی ترویجی در گروه‌های حسابداری و حسابرسی، اقتصاد، مدیریت و مالی از سال ۱۳۷۱ تا پاییز ۱۳۹۶ مرور کردند. یافته‌ها نشان داد: بیش از ۶۰ درصد تحقیقات از روش آرشویی و ۳۳ درصد از روش پیمایشی استفاده کرده‌اند. کیفیت حسابرسی بخش عمده مطالعات گذشته (۷۰ درصد) را به خود اختصاص داده است. پس از کیفیت حسابرسی، حق الزحمه حسابرسی و اظهار نظر حسابرس در رتبه‌های دوم و سوم قرار دارند. همچنین محققان به حوزه‌هایی همانند تردید حرفه‌ای، قضاوت و تصمیم‌گیری، تقلب، اخلاق و رفتار حرفه‌ای کمتر توجه کرده‌اند. گرد و همکاران (۱۳۹۷) آسیب‌پذیرترین بخش‌های مقالات حوزه حسابداری را با استفاده از تکنیک تاپسیس فازی^۳ تعیین نمودند. نتایج بیانگر آن است که بخش‌های ابزار پژوهش، محدودیت پژوهش، مقدمه و پیشینه پژوهش در وضعیت مناسبی قرار ندارد. نمازی و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی تعداد و

¹ Thompson & McCoy

² Sarbanes-Oxley

³ Fuzzy Topsis

تحلیل محتوای مقالات منتشره در حوزه اخلاق حسابداری و مشخص کردن اولویت پژوهشی زیرمجموعه‌های آن در ایران پرداختند. نتایج نشان داد که تعداد مقاله‌های اخلاق حرفه‌ای حسابداری تا پایان شهریور ۱۳۹۴ برابر ۱۱۰ مقاله است که ۲ درصد مقالات نشریان حسابداری می‌باشد. بدری (۱۳۹۳) با روش تحلیلی-تطبیقی به واکاوی و آسیب‌شناسی روش‌شناسی پژوهش‌های تجربی مالی و حسابداری دانشگاهی ایران پرداخت و پیشنهادهایی برای بهبود وضعیت موجود ارائه نمودند.

۳- روش پژوهش

هدف اصلی این پژوهش، تحلیل مدل‌های کارایی سرمایه‌گذاری استفاده‌شده در پژوهش‌های داخلی می‌باشد که با رویکرد تحلیل محتوای کمی و کیفی صورت گرفت. در این نوع روش عناصر موردنظر گردآوری شده، طبقه‌بندی و تجزیه و تحلیل می‌گردد. نمونه آماری مطالعه، شامل همه مقاله‌های منتشرشده در پایگاه اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی با موضوع کارایی سرمایه‌گذاری طی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۹ می‌باشد. کلیه داده‌ها به صورت کتابخانه‌ای و از طریق نسخه‌های الکترونیکی نشریات جمع‌آوری گردید. تمامی مراحل ثبت، یکدست‌سازی و تجزیه و تحلیل داده‌ها توسط نرم‌افزار اکسل انجام گرفت.

یکی از کاربردهای مهم روش تحلیل محتوا، بررسی جولانگه اندیشه‌ها، نظریه‌ها، دسته‌بندی‌ها، مدل‌ها، بنیادها، تحلیل‌ها و بررسی افکار ارائه‌شده است. به‌عنوان روش؛ تحلیل محتوا می‌تواند در ابعاد تحلیل کیفی و کمی و به صورت استنتاجی یا استقرایی به کار برده شود. حامیان فنون کیفی این فرض را مورد تردید قرار داده‌اند که برای نتیجه‌گیری؛ فراوانی شاخص‌ها لزوماً نشانه اهمیت آن‌هاست. در تحلیل کیفی محتوا نحوه و محل قرار گرفتن واحدهای معنا از فراوانی واحدهای معنا اهمیت بیشتری دارند. تحلیل محتوای کیفی مبتنی بر پارادایم تفسیری و روش‌شناسی پدیدار شناختی درک معنای محتواهای متون در دست مطالعه است. لذا در این حالت نگاه به پدیده‌ها و متون، نگاهی کل‌گرایانه و جامع‌نگر است. دنبال کردن این وجه تفسیری، طریقی برای اکتساب آگاهی عمیق از طریقی کشف معانی، اهداف، دیدگاه‌ها و منطق نهفته در آن‌هاست (خنیفیر و مسلمی، ۱۳۹۷).

۴- سؤالات پژوهش

پژوهش حاضر در جهت پاسخ به این سؤالات است: (۱) در ادبیات پژوهشی کارایی سرمایه‌گذاری در ایران از چه روش‌هایی برای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری استفاده‌شده است؟ (۲) متغیرها و مدل‌های پُر تکرار کدام‌اند؟ (۳) فرصت رشد آتی با چه متغیرهایی سنجیده شده است؟

۵- جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش، مقاله‌های منتشره شده طی دوره ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۹ در نشریات ایران با موضوع کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد که در پایگاه اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی نمایه شده‌اند. مقاله‌هایی در موضوع پژوهش حاضر قرار می‌گیرند که کارایی سرمایه‌گذاری را با تعریف ذیل بکار گرفته باشند.

کارایی سرمایه‌گذاری، به‌طور مفهومی، زمانی حاصل می‌شود که شرکت، فقط در تمامی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند. ولی برخی از نواقص بازار سرمایه مانند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، می‌تواند به فرایند سرمایه‌گذاری بیشتر از حد یا سرمایه‌گذاری کمتر از حد منتهی گردد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹).

پایگاه اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی در ۱۶ مرداد سال ۱۳۸۳ به نشانی www.SID.ir راه‌اندازی گردید و اقدام به نمایه‌سازی متن کامل مقالات و تهیه آرشیو کاملی از نشریات علمی پژوهشی کشور از سال ۱۳۷۹ تاکنون کرده است. این پایگاه، از نظر آماری بیش از ۷۵ هزار مراجعه، ۵۵ هزار داندلود روزانه، همچنین بیش از ۱۰۰ میلیون بازدید و ۴۰ میلیون داندلود در سال ۱۳۹۹ داشته که نشان از جایگاه آن نزد پژوهشگران است (مرکز اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی، ۱۴۰۰). به‌منظور تعیین تعداد نشریات نمایه شده با هر کدام از واژه‌های حسابداری، مالی و اقتصاد، جستجویی انجام شد، نتیجه فهرستی از ۷۶ نشریه به دست آمد که در جدول (۱) به ترتیب حروف الفبا نامبرده شده‌اند بدین ترتیب همه مقاله‌های منتشرشده با موضوع کارایی سرمایه‌گذاری علاوه بر ۷۶ نشریه تخصصی مذکور در سایر نشریات نمایه شده استخراج گردید. برای استخراج مقاله‌ها، مراحل زیر طی شد:

جدول (۱) - فهرست نشریات به ترتیب حروف الفبا

نام نشریه	صاحب‌امتیاز
اقتصاد باثبات (اقتصاد باثبات و توسعه پایدار)	دانشگاه سیستان و بلوچستان
اقتصاد اسلامی	پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی
اقتصاد انرژی ایران (اقتصاد محیط‌زیست و انرژی)	دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبایی
اقتصاد پولی، مالی (دانش و توسعه)	دانشگاه فردوسی مشهد
اقتصاد توسعه و برنامه‌ریزی	دانشگاه آزاد اسلامی، واحد خمینی‌شهر
اقتصاد شهری	دانشگاه اصفهان
اقتصاد کاربردی	دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات
اقتصاد کشاورزی (اقتصاد و کشاورزی)	انجمن علمی اقتصاد کشاورزی ایران
اقتصاد کشاورزی و توسعه	وزارت جهاد کشاورزی
اقتصاد مالی (اقتصاد مالی و توسعه)	دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی
اقتصاد مقداری (بررسی‌های اقتصادی)	دانشگاه شهید چمران اهواز

صاحب‌امتیاز	نام نشریه
دانشگاه شهید بهشتی	اقتصاد و الگوسازی (اقتصاد)
مرکز مطالعات و برنامه‌ریزی شهر تهران	اقتصاد و برنامه‌ریزی شهری
معاونت برنامه‌ریزی و امور اقتصادی وزارت صنعت، معدن و تجارت	اقتصاد و تجارت نوین
دانشگاه فردوسی مشهد	اقتصاد و توسعه منطقه‌ای (دانش و توسعه)
دانشکده کشاورزی دانشگاه فردوسی مشهد	اقتصاد و توسعه کشاورزی (علوم و صنایع کشاورزی)
انجمن علمی اقتصاد شهری ایران	اقتصاد و مدیریت شهری
دانشکده مدیریت دانشگاه تهران	بررسی‌های حسابداری و حسابرسی
معاونت امور اقتصادی، وزارت امور اقتصاد و دارایی	پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی
دانشگاه الزهرا	پژوهش‌های تجربی حسابداری
معاونت تحقیقات و فناوری دانشگاه اصفهان	پژوهش‌های حسابداری مالی
دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی	پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی
دانشگاه پیام نور استان مرکزی	پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی
مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی	پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی
دانشگاه پیام نور	پژوهش‌های اقتصاد صنعتی
دانشگاه تربیت مدرس	پژوهش‌های رشد و توسعه پایدار (پژوهش‌های اقتصادی)
دانشگاه مازندران	پژوهشنامه اقتصاد کلان (پژوهشنامه علوم اقتصادی)
دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران جنوب	پژوهشنامه اقتصاد و کسب‌وکار
دانشگاه علامه طباطبایی	پژوهشنامه اقتصادی
سازمان امور مالیاتی	پژوهشنامه مالیات
دانشگاه علامه طباطبایی	پژوهش‌های اقتصادی ایران
پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران	پول و اقتصاد
دانشگاه شیراز	پیشرفت‌های حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز)
دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اسفراین	پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران	تازه‌های اقتصاد
دانشگاه آزاد اسلامی، واحد مرودشت	تحقیقات اقتصاد کشاورزی
پردیس کشاورزی و منابع طبیعی دانشگاه تهران	تحقیقات اقتصاد و توسعه کشاورزی ایران
دانشکده اقتصاد، دانشگاه تهران	تحقیقات اقتصادی

صاحب‌امتیاز	نام نشریه
انجمن حسابداری ایران	تحقیقات حسابداری و حسابرسی (تحقیقات حسابداری)
دانشکده مدیریت دانشگاه تهران	تحقیقات مالی
دانشگاه امام صادق	تحقیقات مالی اسلامی
دانشگاه خوارزمی	تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی
معاونت پژوهشی دانشگاه تبریز	جامعه‌شناسی اقتصادی و توسعه
پژوهشگاه حوزه و دانشگاه	جستارهای اقتصادی
دانشگاه شهید بهشتی	چشم‌انداز مدیریت مالی
دانشگاه خوارزمی با همکاری انجمن حسابداری مدیریت ایران	حسابداری ارزشی و رفتاری
دانشگاه پیام نور	حسابداری دولتی
دانشگاه علوم پزشکی شیراز	حسابداری سلامت
دانشگاه آزاد واحد مبارکه	حسابداری مالی
دانشگاه آزاد اسلامی، دانشکده مدیریت و اقتصاد واحد علوم و تحقیقات	حسابداری مدیریت
دانشگاه شهید باهنر کرمان	دانش حسابداری
دانشگاه بین‌المللی امام خمینی	دانش حسابداری مالی
انجمن حسابداری و حسابرسی مدیریت	دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت
دانشگاه آزاد اسلامی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات	دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)
دانشگاه فردوسی مشهد	دانشنامه حقوق اقتصادی (دانش و توسعه)
پژوهشکده تحقیقات راهبردی	راهبرد اقتصادی
دانشگاه الزهرا	راهبرد مدیریت مالی
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران	روند (روند پژوهش‌های اقتصادی)
دانشگاه یزد	سیاست‌گذاری اقتصادی
معاونت سیاست‌گذاری اقتصادی - وزارت امور اقتصادی و دارایی	سیاست‌های مالی و اقتصادی
دانشگاه سمنان	مدل‌سازی اقتصادسنجی
دانشگاه آزاد اسلامی، واحد فیروزکوه	مدل‌سازی اقتصادی
دانشگاه اصفهان	مدیریت دارایی و تأمین مالی
دانشگاه امام صادق	مطالعات اقتصاد اسلامی
دانشگاه رازی	مطالعات اقتصاد سیاسی بین‌الملل

صاحب‌امتیاز	نام نشریه
دانشگاه آزاد اسلامی واحد شیراز	مطالعات اقتصادی
دانشگاه بوعلی سینا	مطالعات اقتصادی کاربردی ایران
دانشگاه علامه طباطبائی - دانشکده مدیریت و حسابداری	مطالعات تجربی حسابداری مالی
انجمن حسابداری ایران	مطالعات حسابداری و حسابرسی
انجمن علمی حقوق بشر اسلامی ایران	مطالعات فقه اقتصادی
جواد دلجوی شهپر	مطالعات نوین کاربردی در مدیریت اقتصاد و حسابداری
دانشگاه مفید	مطالعات و سیاست‌های اقتصادی
موسسه مطالعات بین‌المللی انرژی	مطالعات اقتصاد انرژی
موسسه آموزشی پژوهشی امام خمینی	معرفت اقتصاد اسلامی
دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی	مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار (مدیریت پرتفوی)
دانشگاه تبریز	نظریه‌های کاربردی اقتصاد

منبع: یافته‌های پژوهشگر

ابتدا با استفاده از هرکدام از واژه‌های (کارایی سرمایه‌گذاری، ناکارایی سرمایه‌گذاری، کم سرمایه‌گذاری، بیش سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد، سرمایه‌گذاری کمتر از حد، سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد) در بازه زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۹ جستجو انجام و مقاله‌ها استخراج گردید. در این مرحله تعداد ۹۳ مقاله به دست آمد. سپس، عناوین و چکیده تمامی مقالات بررسی شد و مقاله‌های غیر مرتبط با مفهوم مدنظر از کارایی سرمایه‌گذاری حذف شدند (جمعاً ۲۱ مقاله حذف شد، مقاله‌های حذف‌شده عمدتاً در حوزه سنجش کارایی شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک، بیمه یا مفاهیم اقتصادی بود). به‌عنوان نمونه به مقاله‌های "ارزیابی پویایی بین درآمد نفتی و GDP بدون نفت ایران با تأکید بر مفهوم ناکارایی سرمایه‌گذاری؛ کاربرد مدل BVAR" (صیادی و خوش‌کلام خسروشاهی، ۱۳۹۹) و "ارزیابی رابطه عمر و مجموع دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با کارایی آن‌ها با استفاده از روش تحلیل پوششی داده‌ها" (بادکوبه هنزوه و اسماعیل زاده مفری، ۱۳۹۹) می‌توان اشاره کرد. در نتیجه ۷۲ مقاله در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۹ به‌عنوان نمونه آماری تحلیل شدند. در مرحله اول، همه مقاله‌های به‌دست‌آمده بررسی و مدل‌های استفاده‌شده برای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری استخراج گردید. سپس، متغیرهای بکار رفته و تعریف عملیاتی آن‌ها در برنامه اکسل وارد شدند، در نهایت یک‌دست‌سازی انجام شد، به‌طوری‌که چندین نماد متفاوت نوشته‌شده برای یک تعریف عملیاتی واحد اصلاح شود.

۶- یافته‌های پژوهش

پیش از تخمین تحلیل محتوای مقاله‌ها، آمار پژوهش‌های منتشر شده طی دوره مورد بررسی ارائه می‌گردد. در جدول ۲ تعداد مقاله‌های دریافت، پذیرش و منتشر شده در هر سال درج شده است. طبق جدول ۲ سال ۹۶ برترین سال برای مقاله‌های مرتبط با کارایی سرمایه‌گذاری است. تعداد مقاله‌های دریافت، پذیرش و منتشر شده در این سال به ترتیب ۱۶، ۲۲ و ۱۷ می‌باشد. از طرف دیگر سال ۱۳۹۳ مقاله‌ای پذیرش یا منتشر نشد، طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷، تعداد مقاله‌های منتشر شده از تعداد دریافتی کمتر می‌باشد، با وجود اینکه ۷ مقاله در سال ۱۳۹۹ انتشار یافت ولی هیچ‌کدام در این سال دریافت یا پذیرش نشده‌اند. به‌عنوان نمونه، سال دریافت، تصویب و چاپ مقاله "ارتباط بین ارزش انعطاف‌پذیری مالی، کارایی سرمایه‌گذاری و سرعت تعدیل سرمایه در گردش" (د/د/ش زاده و حجازی، ۱۳۹۹)، به ترتیب ۹۶، ۹۷ و ۹۹ است. از سوی دیگر ممکن است در سال ۱۳۹۹ مقاله‌هایی با موضوع کارایی سرمایه‌گذاری توسط پژوهشگران به نشریات ارسال شده ولی نوبت نشر دریافت نکرده باشند.

جدول (۲) - توزیع فراوانی و مدت انتظار پذیرش و نشر مقاله‌ها

سال	۸۸	۸۹	۹۰	۹۱	۹۲	۹۳	۹۴	۹۵	۹۶	۹۷	۹۸	۹۹	جمع
دریافت	۲	۳	۳	۱	۳	۳	۹	۱۵	۱۶	۱۵	۲	۰	۷۲
پذیرش	۲	۲	۳	۱	۴	۰	۷	۱۰	۲۲	۱۶	۶	۰	۷۲
نشر	۲	۲	۳	۱	۴	۰	۵	۹	۱۷	۱۲	۱۰	۷	۷۲

منبع: یافته‌های پژوهشگر

پس از تجزیه مدل‌های سنجش کارایی سرمایه‌گذاری و یکدست‌سازی آن‌ها، تعداد ۳۰ متغیر با مجموع ۱۲۱ تکرار به دست آمد. جدول ۳ فهرست متغیرها به همراه تعداد تکرار و فراوانی استفاده از آن‌ها ارائه شده است. با وجود اینکه پژوهشگران از ۳۰ متغیر متفاوت در مدل‌سازی بهره گرفته‌اند ولی ۱۰ متغیر اول حدود ۷۸ درصد استفاده را به خود اختصاص داده است. از سوی دیگر ۱۴ متغیر نیز تنها یک‌بار بکار رفته‌اند. از نظر فراوانی؛ رشد فروش (SG)، نسبت کیوتوبین (Q) و اهرم مالی (LEV) با ۱۳ تکرار بیشترین کاربرد و پس از آن‌ها وجه نقد (CASH) با ۱۱ تکرار قرار دارد.

در همه مدل‌ها متغیر سرمایه‌گذاری در سال جاری (t) نقش متغیر وابسته را به عهده دارد، سایر متغیرها با نقش‌های متفاوتی در مدل‌سازی بکار می‌روند؛ در این پژوهش متغیرهای استخراج شده جدول ۳ به دو گروه مستقل و کنترل تفکیک و معرفی خواهند شد. منظور از متغیرهای مستقل آن‌هایی است که حداقل یک‌بار به‌تنهایی در مدلی بکار رفته باشند در این صورت می‌توان نتیجه گرفت نقش مؤثری در تعیین فرصت‌های رشد آتی داشته‌اند (از آنجائی که مدیران به اطلاعات مرتبط با سرمایه‌گذاری آتی دسترسی دارند ولی افراد خارج از شرکت این

دسترسی را ندارند، از فرصت‌های رشد برای تخمین سرمایه‌گذاری آتی استفاده می‌شود (ریچاردسون، ۲۰۰۶). از این رو، شناسایی و انتخاب متغیرهای مرتبط با فرصت‌های رشد نقش کلیدی در مدل‌های کارایی سرمایه‌گذاری بر عهده دارند. همان‌طور که اشاره شد، ابتدا مدل‌های تک متغیره جداسازی و متغیرهای آن‌ها به‌عنوان متغیر اصلی (مستقل) در نظر گرفته شد، سپس هر ترکیبی از حضور این متغیرها در مدل‌های دیگر به‌عنوان یک ترکیب از متغیرهای مستقل منظور گردید، در نهایت سایر متغیرها در گروه متغیرهای کنترلی قرار گرفتند. همان‌طور که در جدول ۴ ارائه‌شده است ۷ مدل تک متغیر مشاهده شد، مدل‌های مبتنی بر رشد فروش با ۵۵/۶ درصد بیشترین روش استفاده و پس‌از آن کیوتوبین با ۲۰/۸ درصد قرار دارد. بدین ترتیب بدون در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی ۷۶/۶ درصد پژوهش‌های انجام‌شده در ایران با استفاده از این دو روش می‌باشد با این وجود توجه بیشتری به رشد فروش می‌شود.

جدول (۳) فراوانی متغیرهای بکار رفته در سنجش کارایی سرمایه‌گذاری

متغیر	تکرار	فراوانی	متغیر	تکرار	فراوانی
رشد فروش (SG)	۱۳	۱۰/۷۴	نسبت سود تقسیمی (DIV)	۲	۱/۶۵
کیوتوبین (Q)	۱۳	۱۰/۷۴	هزینه تحصیل دارایی ثابت (BRA)	۱	۰/۸۳
اهرم مالی (LEV)	۱۳	۱۰/۷۴	اگر مالکیت شرکت غیردولتی باشد یک (oship)	۱	۰/۸۳
وجه نقد (CASH)	۱۱	۹/۰۹	سود عملیاتی (OP)	۱	۰/۸۳
اندازه شرکت (SIZE)	۱۰	۸/۲۶	اگر مدیر در سال جاری منصوب‌شده یک (NApp)	۱	۰/۸۳
سن (AGE)	۹	۷/۴۴	فاصله زمانی سرمایه‌گذاری LAG(Inv)	۱	۰/۸۳
سرمایه‌گذاری سال قبل (oINV)	۷	۵/۷۹	سرمایه‌گذاری به کیوتوبین InvQ	۱	۰/۸۳
جریان نقد عملیاتی (CFO)	۷	۵/۷۹	میانگین سرمایه‌گذاری در صنعت (InvInd)	۱	۰/۸۳
بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)	۶	۴/۹۶	جریان وجوه نقد (FCF)	۱	۰/۸۳
رشد دارایی‌ها (AG)	۵	۴/۱۳	جمع بدهی به ارزش بازار سهام شرکت (DTM)	۱	۰/۸۳
بازده دارایی (ROA)	۳	۲/۴۸	نسبت وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت (CS)	۱	۰/۸۳
سال (YY)	۲	۱/۶۵	اقدام تعهدی اختیاری DA	۱	۰/۸۳
بازده سهام (RET)	۲	۱/۶۵	جزء خطای مدل رشد فروش و رشد دارایی (CEOoc)	۱	۰/۸۳
اگر رشد فروش منفی، برابر یک (NEG)	۲	۱/۶۵	لگاریتم سن مدیر ارشد اجرایی شرکت (CEOage)	۱	۰/۸۳
صنعت (IND)	۲	۱/۶۵	فروش دارایی ثابت (SRA)	۱	۰/۸۳

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۴) سنجش فرصت‌های رشد در مدل‌ها

متغیر مستقل	استفاده	فراوانی
رشد فروش (SG)	۴۰	۵۵/۶
کیوتوبین (Q)	۱۵	۲۰/۸
میانگین سرمایه‌گذاری صنعت (InvInd)	۲	۲/۸
جریان نقد عملیاتی (CFO)	۱	۱/۴
جمع بدهی به ارزش بازار سهام شرکت (DTM)	۱	۱/۴
رشد دارایی (AG)	۱	۱/۴
سرمایه‌گذاری به کیوتوبین (InvQ)	۱	۱/۴
رشد فروش (SG) + کیوتوبین (Q)	۲	۲/۸
رشد فروش (SG) + رشد دارایی (AG)	۱	۱/۴
کیوتوبین (Q) + رشد فروش (SG) + جریان نقد عملیاتی (CFO)	۶	۸/۳
کیوتوبین (Q) + جریان نقد عملیاتی (CFO) + رشد فروش (AG)	۲	۲/۸

منبع: یافته‌های پژوهشگر

برای استخراج گروه متغیرهای کنترلی نیز ابتدا ترتیب متغیرها در مدل‌ها یکسان‌سازی شد سپس تعداد تکرار هرکدام در پژوهش‌ها استخراج گردید که در جدول ۵ ارائه شده‌اند. بیش از ۴۸ درصد پژوهش‌ها از متغیر کنترلی بهره نگرفته‌اند، متغیر مجازی NEG در ۸ پژوهش و ترکیب متغیرهای LEV+CASH+AGE+SIZE+ROE نیز در ۶ پژوهش پرکاربردترین حضور متغیرهای کنترلی در پژوهش‌های داخلی با موضوع کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشند.

جدول (۵) متغیرهای کنترل در مدل‌ها

متغیرهای کنترل	تکرار	فراوانی
(بدون متغیر کنترلی)	۳۵	۴۸/۶۱
NEG	۸	۱۱/۱۱
LEV+AGE+CASH+SIZE+ROE	۶	۸/۳۲
LEV+CASH+SIZE+ROA	۴	۵/۵۵
INV+RET+DIV	۲	۲/۷۸
LEV+AGE+CASH+SIZE+RET+INV+YY+IND	۲	۲/۷۸
LEV+AGE+CASH+SIZE+ROE+INV	۲	۲/۷۸
ROA+OP	۲	۲/۷۸
CASH+(CASH*DA)	۱	۱/۳۹

متغیرهای کنترل	تکرار	فراوانی
FCF	۱	۱/۳۹
INV	۱	۱/۳۹
LEV+AGE+CASH	۱	۱/۳۹
LEV+AGE+CASH+SIZE+ROA+INV	۱	۱/۳۹
LEV+AGE+CASH+SIZE+ROE+INV+YY+IND	۱	۱/۳۹
LEV+AGE+CASH+SIZE+ROE+LAG(INV)	۱	۱/۳۹
LEV+AGE+SIZE+Oship+BRA+SRA+CEOage+NApp+CEOoc	۱	۱/۳۹
LEV+AGE+SIZE+ROE	۱	۱/۳۹
LEV+CASH+DIV	۱	۱/۳۹
LEV+CS	۱	۱/۳۹

منبع: یافته‌های پژوهشگر

مدل‌های مختلفی از ترکیب متغیرهای مستقل و کنترلی به دست می‌آید در ادامه مدل‌های استفاده در پژوهش‌های داخلی بر اساس متغیرهای مستقل ارائه شده جدول ۴ معرفی می‌گردند.

۶-۱- مدل‌های مبتنی بر کیوتوبین

از نظر فراوانی ۲۰/۸۳ درصد پژوهش‌های داخلی بر اساس استفاده از کیوتوبین صورت گرفته است. جدول ۶ انواع مدل‌سازی صورت گرفته بر اساس این معیار به همراه تعداد پژوهشی که از آن استفاده کرده‌اند را نمایش می‌دهد. در رابطه ۱ متغیر Inv سرمایه‌گذاری شرکت در سال t ؛ Q نسبت کیوتوبین در سال $t-1$ و قدر مطلق خطای مدل نشان‌دهنده ناکارایی سرمایه‌گذاری است. سایر متغیرها در جدول ۳ معرفی شده‌اند.

هدف این نسبت که در سال ۱۹۶۹ توسط اقتصاددانی به نام جمیز توبین^۱ مطرح گردید، برقراری یک رابطه علت و معلولی بین شاخص کیوتوبین و میزان سرمایه‌گذاری انجام شده توسط شرکت بود. اگر شاخص کیوتوبین محاسبه شده برای شرکتی بزرگ‌تر از یک باشد، انگیزه زیادی برای سرمایه‌گذاری وجود دارد، به عبارتی نسبت کیوتوبین بالا، معمولاً نشانه ارزشمندی فرصت‌های رشد شرکت می‌باشد (ثقفی و معتمدی فاضل، ۱۳۹۰) و سود بنگاه‌ها افزایش می‌یابد. به عبارت دیگر هزینه استفاده از سرمایه کمتر از منافع ناشی از سرمایه‌گذاری است (دیولویو، ۱۳۹۶، صص ۴۷۶-۴۷۷).

^۱ James Tobin

جدول (۶) مدل‌های مبتنی بر کیوتوبین

مدل	کاربرد	رابطه
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$	۶	(۱)
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i-1} + \beta_2 Lev_{i-1} + \beta_3 Cash_{i-1} + \beta_4 Size_{i-1} + \beta_5 ROA_{i-1} + \varepsilon_{i,t}$	۴	(۲)
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i-1} + \beta_2 Lev_{i-1} + \beta_3 Cash_{i-1} + \beta_4 AGE_{i-1} + \beta_5 Size_{i-1} + \beta_6 RET_{i-1} + \beta_7 INV_{i,t-1} + \beta_8 YY_{i-1} + \beta_9 IND_{i-1} + \varepsilon_{i,t}$	۲	(۳)
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i-1} + \beta_2 Lev_{i-1} + \beta_3 Cash_{i-1} + \beta_4 AGE_{i-1} + \beta_5 Size_{i-1} + \beta_6 ROA_{i-1} + \beta_7 INV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$	۱	(۴)
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i-1} + \beta_2 Lev_{i-1} + \beta_3 Cash_{i-1} + \beta_4 AGE_{i-1} + \beta_5 Size_{i-1} + \beta_6 ROE_{i-1} + \beta_7 INV_{i,t-1} + \beta_8 YY_{i-1} + \beta_9 IND_{i-1} + \varepsilon_{i,t}$	۱	(۵)
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i-1} + \beta_2 (Q_{i,t-1} \times MaxDA_{i,t-1}) + \beta_3 Cash_{i-1} + \beta_4 (Cash_{i,t-1} \times MaxDA_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t}$	۱	(۶)

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در پژوهش داخلی خدایی و له زانرد و یحیایی (۱۳۸۹) در بررسی کیفیت گزارشگری مالی؛ حجازی و همکاران (۱۳۹۵) با موضوع نقش ظرفیت بدهی در انتخاب استراتژی‌های کاهش سرمایه‌گذاری کمتر از حد؛ یحیی زاده فر و همکاران (۱۳۹۹) برای بررسی نقد شوندگی و بیات و همکاران (۱۳۹۹) جهت بررسی تأثیر عوامل رفتاری مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری از رابطه ۱ بهره گرفتند. در پژوهش خارجی نیز می‌توان به لای و لئو^۱ (۲۰۱۷) اشاره کرد که بررسی رابطه ویژگی‌های مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. همچنین، ثقفی و همکاران (۱۳۹۰)، واعظ و همکاران (۱۳۹۵)، ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۵)، غلامی جمکرانی و عالی (۱۳۹۹) از رابطه ۲ استفاده نمودند و صالحی (۱۳۹۹)، خداسی پور و همکاران (۱۳۹۹) از رابطه ۳ بهره گرفته‌اند. با این‌وجود انتقاداتی نسبت به استفاده از معیار کیوتوبین مطرح می‌باشد.

از جمله انتقادات وارد شده این است که در مخرج کسر، از ارزش دفتری دارایی‌ها استفاده می‌شود که مبتنی بر ارزش‌های تاریخی بوده و ممکن است تفاوت فاحشی با ارزش روز دارایی‌های شرکت داشته باشد. به‌خصوص وقتی اقتصاد تورمی بوده و تجدید ارزیابی صورت نگرفته باشد، این موضوع به این دلیل حائز اهمیت است که در صورت کسر نسبت توبین، ارزش بازار (قیمت سهام) و مقدار بدهی شرکت مقادیری پویا و به ارزش جاری قرار می‌گیرد و در لحظه قابل محاسبه می‌باشند؛ اما وجود مقادیر مبتنی بر اطلاعات گذشته (ارزش دفتری در مخرج کسر) می‌تواند در دقت مقدار شبه ایجاد کند. از نظر ریچاردسون (۲۰۰۶)، کیوتوبین، به‌تنهایی تصویر کاملی از انتظارات بازار از فرصت‌های رشد ارائه نمی‌دهد و استفاده از نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار یا سود به قیمت و یا هر ترکیب دلخواه آن‌ها، برآورد ناکارآمدی از فرصت‌های رشد را ایجاد می‌کند زیرا پایداری سود نادیده گرفته شده است. چالش

^۱ Lai & Liu

دیگری که این نسبت با آن مواجه است استفاده از ارزش بازار شرکت می‌باشد. بر اساس فرضیه بازار کارا، قیمت سهام وقتی کاملاً تحت تأثیر تمام اطلاعات عمومی و محرمانه باشد، ارزش واقعی شرکت نشان خواهد داد و این وضعیت نیازمند کارایی بازار در سطح قوی می‌باشد (رهنمای رودپشتی و صالحی، ۱۳۸۹).

وردی (۲۰۰۶) از جنبه دیگری به نسبت کیوتوبین توجه نموده و می‌نویسد، سرمایه‌گذاری به‌عنوان تابعی از فرصت‌های رشد ارزیابی می‌شود و فرصت‌های رشد به‌طور معمول با کیوتوبین اندازه‌گیری می‌گردد. باین‌حال، از آنجاکه شرکت‌هایی که دارای حسابداری محافظه‌کارانه‌تر هستند، احتمالاً ارزش‌های دفتری کمتری در دارایی‌ها منعکس می‌کنند، کیوتوبین با خطای اندازه‌گیری مواجه خواهد شد. لذا، با استفاده از رشد فروش، مدلی برای اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری بکار می‌گیریم. این رویکرد جایگزین برای کاهش نگرانی‌ها از خطای اندازه‌گیری کیوتوبین، بر ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری اتخاذ شده است" (وردی، ۲۰۰۶، ص ۹).

۲-۶- مدل‌های مبتنی بر رشد فروش

از معیار رشد فروش به‌عنوان نماینده فرصت‌های رشد آتی در ۵۵/۵ درصد پژوهش‌های داخلی استفاده شده است. ۷ مدل مبتنی بر رشد فروش به همراه تعداد پژوهش‌هایی که بر اساس آن انجام شده در جدول ۷ آمده است. همان‌طور که در جدول مشاهده می‌شود، ۲۳ از ۴۰ پژوهش (۵۷/۵٪) از طریق رابطه ۷ انجام شده و در رتبه دوم رابطه ۸ با ۷ مورد قرار گرفته است.

جدول (۷) مدل‌های مبتنی بر رشد فروش

مدل	تکرار	رابطه
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$	۲۳	(۷)
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG_{i,t-1} + \beta_2 (SG_{i,t-1} \times NEG_{i,t-1}) + \beta_3 NEG_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$	۷	(۸)
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 AGE_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 ROE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$	۶	(۹)
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 AGE_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 ROE_{i,t-1} + \beta_7 INV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$	۱	(۱۰)
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 AGE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$	۱	(۱۱)
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 AGE_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 ROE_{i,t-1} + \beta_7 LAG(INV_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t}$	۱	(۱۲)
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 AGE_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 ROE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$	۱	(۱۳)

منبع: یافته‌های پژوهشگر

¹ Efficient Market Hypothesis

از میان پژوهشگرانی داخلی که از رابطه ۷ بهره گرفته‌اند می‌تواند به ارضا (۱۳۹۹)، حسنی و میثمی (۱۳۹۸)، ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۸) و در پژوهش‌های خارجی نیز وردی (۲۰۰۶) و بیدل و همکاران (۲۰۰۹) اشاره کرد.

منصورفر و همکاران (۱۳۹۹)، فصیحی و همکاران (۱۳۹۸) و هدایتی پور و نصیرزاده (۱۳۹۷) و در پژوهش خارجی چن^۱ و همکاران (۲۰۱۱) از رابطه ۸ استفاده نموده‌اند. از رابطه ۹ نیز نیک کار (۱۳۹۸)، رضوی عراقی و همکاران (۱۳۹۷) و دموری و قدک فروشان (۱۳۹۷) در پژوهش خود بهره گرفته‌اند.

هرچند رشد فروش منجر به کاهش نگرانی‌ها از خطای اندازه‌گیری کیوتوبین می‌شود. ولی رشد فروش محصولات نیز می‌تواند تحت تأثیر عوامل مختلفی، مانند تغییر در استراتژی فروش و بازاریابی (دهدشتی شاهرخ و پورحسینی، ۱۳۹۲؛ قره‌چه و همکاران، ۱۳۹۵)، شرایط بازار یا اعمال تخفیف‌های غیرمعارف تغییر کند که به معنای فرصت‌های سرمایه‌گذاری نمی‌باشد؛ علاوه بر آن، در اقتصادهایی که تحت تأثیر تورم^۲ و نوسانات نرخ ارز هستند، کاهش ارزش پول، منجر به افزایش ارزش (ریالی) فروش می‌شود که می‌تواند همراه‌کننده و به خطای اندازه‌گیری منجر شود؛ ضمناً شرکت‌ها لزوماً باهدف رشد فروش سرمایه‌گذاری انجام نمی‌دهند، در بازارهای رقابتی، استراتژی کاهش هزینه نیز مورد توجه مدیران می‌باشد.

به‌کارگیری دو متغیر کیوتوبین و رشد فروش، رویکردی است که مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است. لینک و همکاران (۲۰۱۱) و نعیم و همکاران (۲۰۱۹) از هر دو معیار در مدل پژوهشی خود استفاده نمودند. در پژوهش‌های داخلی تقی‌زاده خانقا و همکاران (۱۳۹۸) باهدف ارائه مدل بومی سنجش کارایی سرمایه‌گذاری و در مقاله‌ی دیگری به‌منظور بررسی ارتباط بشردوستی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری از دو متغیر به همراه متغیرهای کنترلی دیگر بهره گرفتند.

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG_{i,t-1} + \beta_2 Q_{i,t-1} + \beta_3 Inv_{i,t-1} + \beta_4 RET_{i,t-1} + \beta_5 DIV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (14)$$

۳-۶- سایر مدل‌ها

سایر مدل‌های سنجش کارایی سرمایه‌گذاری در جدول ۸ ارائه شده‌اند. مدل‌هایی سه متغیر رشد فروش (SG)، کیوتوبین (Q) و سود عملیاتی (CFO) حضور دارند توسط تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸)، ثقفی و معتمدی فاضل (۱۳۹۰)، فدائی نژاد و همکاران (۱۳۹۲)، گودرزی و بابازاده شیروان (۱۳۹۴)، ابراهیمی و احمدی مقدم (۱۳۹۴) و حسنی و اکبری (۱۳۹۷) استفاده شد. رابطه ۱۹ مدلی مبتنی بر رشد دارایی می‌باشد و توسط مطلبیان چالش‌تری و عرب‌صالحی نصرآبادی (۱۳۹۶) بکار رفته است. نظری و دارایی (۱۳۹۶) از رابطه ۲۰ بهره گرفتند که بر اساس رشد فروش (SG) و رشد دارایی (AG) می‌باشند. سلیمانی امیری و فرشعی (۱۳۹۱)

¹ Chen

² Inflation

نیز بر اساس سود عملیاتی (CFO) کارایی سرمایه‌گذاری را محاسبه نمودند. همچنین غلامی جمکرانی و محمدی (۱۳۹۷) باهدف بررسی تأثیر نوع مالکیت بر رابطه ویژگی‌های مدیران اجرایی و کارایی سرمایه‌گذاری از سه متغیر رشد فروش (SG)، رشد دارایی (AG) و سود عملیاتی (CFO) به همراه ۹ متغیر کنترلی استفاده کردند. حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۶) نیز در بررسی رابطه دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری از سه متغیر اشاره‌شده استفاده کردند.

جدول (۸) سایر مدل‌ها

مدل	تکرار	رابطه
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG_{i,t-1} + \beta_2 Q_{i,t-1} + \beta_3 CFO_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$	۲	(۱۵)
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG_{i,t-1} + \beta_2 Q_{i,t-1} + \beta_3 CFO_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 OP_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$	۲	(۱۶)
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG_{i,t-1} + \beta_2 Q_{i,t-1} + \beta_3 CFO_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 CS_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$	۱	(۱۷)
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG_{i,t-1} + \beta_2 Q_{i,t-1} + \beta_3 CFO_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 CS_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$	۱	(۱۸)
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AG_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 AGE_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 ROE_{i,t-1} + \beta_7 INV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$	۱	(۱۹)
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG_{i,t-1} + \beta_2 AG_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$	۱	(۲۰)
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 (CFO_{i,t-1} \times NEG_{i,t-1}) + \beta_3 NEG_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$	۱	(۲۱)
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AG_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t-1} + \beta_3 Q_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 AGE_{i,t-1} + \beta_6 Size_{i,t-1} + \beta_7 Oship_{i,t-1} + \beta_8 BRA_{i,t-1} + \beta_9 SRA_{i,t-1} + \beta_{10} CEOage_{i,t-1} + \beta_{11} NApp_{i,t-1} + \beta_{12} CEOoc_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$	۱	(۲۲)
$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 AG_{i,t-1} + \beta_3 CFO_{i,t-1} + \beta_4 INV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$	۱	(۲۳)

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۴-۶- روش‌های دیگر

استفاده از متغیر مجازی رویکرد دیگر در سنجش کارایی سرمایه‌گذاری است این روش در سه پژوهش استفاده گردید: طالب‌نیا و همکاران (۱۳۹۲) در بررسی تأثیر مدیریت سود و کیفیت حسابرسی بر بیش سرمایه‌گذاری و علی‌پور و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان تأثیر شاخص‌های کیفیت حسابرسی بر ارتباط بین دست‌کاری سود و بیش سرمایه‌گذاری از این رویکرد بهره گرفته‌اند. در این روش اگر میزان سرمایه‌گذاری شرکت بیش از میانه سرمایه‌گذاری صنعت مربوطه باشد عدد یک در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود. رابطه (۱۵)

$$OverInv_{i,t} = \begin{cases} 0 & \text{if } Inv_{i,t} < Median(Ind) \\ 1 & \text{if } Inv_{i,t} > Median(Ind) \end{cases}$$

فخاری و رسولی (۱۳۹۲) در بررسی رابطه میان محافظه‌کاری و کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری از متغیر مجازی استفاده نمودند، این متغیر از طریق محاسبه میانگین متغیرهای اهرم (DTM) (مجموع بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) و جریان‌های نقدی آزاد (FCF) (جریان نقد فعالیت عملیاتی منهای وجوه نقد حاصل از فعالیت سرمایه‌گذاری منهای سود پرداختی تقسیم بر کل دارایی‌ها) به دست می‌آید. در صورتی که مقادیر این متغیر برابر یک یا نزدیک به یک باشد تعیین‌کننده شرکت‌های بیش سرمایه‌گذار و مقادیر نزدیک به صفر نشان‌دهنده شرکت‌های کم سرمایه‌گذار می‌باشد.

$$\text{Inefficiency}_{i,t} = \text{if} \begin{cases} \text{Avg}(DTM_{i,t-1} + FCF_{i,t-1}) \cong 1 & (1) \\ \text{Avg}(DTM_{i,t-1} + FCF_{i,t-1}) \cong 0 & (0) \end{cases} \quad (24)$$

رویگرد صالحی و همکاران (۱۳۹۵) در بررسی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های تحت درماندگی مالی، استفاده از رابطه ۱۶ نسبت سرمایه‌گذاری به کیوتوبین برای تعیین شرکت‌های بیش و کم سرمایه‌گذار می‌باشد. بدین صورت که اگر رقم نسبت مذکور بیش از یک باشد، شرکت بیش سرمایه‌گذار و در صورتی که کمتر از یک باشد شرکت کم سرمایه‌گذار تلقی می‌گردد. به عبارتی هر چه این نسبت بیشتر باشد، شرکت تمایل بیشتری به بیش سرمایه‌گذاری از خود نشان می‌دهد و برعکس.

$$\text{Inefficiency}_{i,t} = \frac{\text{Inv}_{i,t}}{Q_{i,t-1}} \quad (16)$$

۷- بحث و نتیجه‌گیری

سرمایه‌گذاری امری اجتناب‌ناپذیر و ابزاری مناسب در ارزش‌آفرینی شرکت‌ها تلقی می‌گردد، با این وجود، عواملی همچون عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی موجب رشد سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد می‌گردد؛ لذا، سهامداران و ذینفعان نیازمند ارزیابی کارایی مدیران در سرمایه‌گذاری می‌باشند. با این وجود کارایی سرمایه‌گذاری به‌آسانی برآورد نمی‌شوند؛ زیرا ارزشمندی فرصت‌های سرمایه‌گذاری به متغیرهای مختلف و طور قابل توجهی به اختیارات و نظرات مدیران بستگی دارد. در واقع مشکل اینجاست که فرصت‌های سرمایه‌گذاری توسط افراد خارج شرکت قابل مشاهده نیست؛ بنابراین محققان از شاخص‌هایی برای اندازه‌گیری این فرصت‌ها استفاده می‌نمایند تا مدلی برای تعیین شرکت‌های ناکارا در سرمایه‌گذاری در اختیار داشته باشند. از این رو، پژوهشگران با در اختیار داشتن فهرستی از مدل‌ها و متغیرهای بکار رفته در این حوزه، انتخاب‌های بیشتری در اختیار خواهند داشت. در این راستا، روش‌های سنجش کارایی سرمایه‌گذاری در پژوهش‌های داخلی مورد توجه قرار گرفت و ۷۲ مقاله نمایه شده در پایگاه اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی (sid.ir) طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۹ به روش تحلیل محتوای کمی و کیفی بررسی گردید نتایج نشان داد: باوجود اینکه ۲۶ مدل متفاوت برای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری بکار

رفته است، اما ۳۲ درصد (۲۳ مقاله) از مدل رشد فروش که توسط وردی (۲۰۰۶) و بیدل و همکاران (۲۰۰۹) معرفی شده است بهره گرفته‌اند. در این مدل، فرض شده است که هر چه میزان رشد درآمد فروش بیشتر باشد، جریان‌های نقدی برای سرمایه‌گذاری بیشتر در دسترس خواهد بود. از نظر برخی پژوهشگران عوامل مختلفی بر انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری اثرگذار است، به عقیده چن و همکاران (۲۰۱۱) در دوره بحران‌های مالی و رکورد در بخش اقتصاد، بررسی دوره‌های رشد منفی فروش ضروری است و می‌تواند بر سرمایه‌گذاری اثرگذار باشد. بدین منظور آن‌ها متغیر مجازی (نشانگر) NEG را به مدل رشد فروش افزودند. برازش این مدل، معادل برازش دو معادله رگرسیونی جداگانه است که می‌تواند عرض از مبدأ و شیب متفاوت داشته باشند، بدین ترتیب عرض از مبدأ و شیب خطوط معادله رگرسیون در وضعیت رشد فروش مثبت و منفی جداگانه به دست می‌آید. از مدل چن و همکاران (۲۰۱۱) در ۸ مقاله استفاده شده است. هرچند تحلیلگران علاقه‌مند هستند هر چه ممکن است متغیرهای رگرسیونی استفاده نمایند به نحوی که اطلاعات موجود در این عوامل بتواند در پیش‌بینی مقدار متغیر وابسته اثرگذار باشد. با این وجود افزایش تعداد متغیرهای رگرسیونی واریانس پیش‌بینی متغیر وابسته (y) را افزایش داده و هزینه جمع‌آوری اطلاعات را به پژوهشگر تحمیل می‌کند. از این منظر گروه متغیرهای کنترلی اهرم مالی (LEV)، سن شرکت (AGE)، وجه نقد (CASH)، اندازه شرکت (SIZE) و بازده دارایی (ROE) به همراه رشد فروش (SG) در ۶ مقاله استفاده شده است. همچنین سه متغیر رشد فروش (SG)، کیوتوبین (Q) و جریان نقد عملیاتی (CFO) به عنوان متغیر مستقل در ۶ مقاله بکار رفته‌اند. رویکرد دیگری که برخی پژوهشگران در تعیین شرکت‌های بیش سرمایه‌گذار بکار گرفته‌اند، استفاده از متغیر مجازی است. در این روش از مدل رگرسیون استفاده نمی‌شود. در یک جمع‌بندی کلی می‌توان گفت، در اکثر مدل‌های کارایی سرمایه‌گذاری، متغیرهای رشد فروش و کیوتوبین حضور دارند، درحالی‌که بهره‌گیری از آن‌ها با چالش‌هایی مواجه است.

از آنجاکه نتایج پژوهش‌های مبتنی بر داده، حساسیت بالایی به انتخاب متغیر و کیفیت داده مرتبط دارد (طباطبایی، ۱۳۹۸). بهتر است پژوهشگران قبل از انتخاب متغیرهای مدل پژوهش، عوامل مؤثری که احتمال دارد منجر به خطای اندازه‌گیری شود را درگیرند. به‌عنوان مثال، هرچند رشد فروش می‌تواند بیانگر افق مطلوب برای رشد تولیدات شرکت و شرایط مساعد برای سرمایه‌گذاری آتی باشد، اما افزایش نرخ ارز و تورم ممکن است به افزایش ارزش فروش منجر گردد. این موضوع در مورد نسبت توبین نیز مطرح است، اگر ارزش دفتری دارایی‌ها تفاوت فاحشی با ارزش روز آن‌ها داشته باشد یا به دلیل کارایی ضعیف بازار، ارزش بازار شرکت نمایانگر ارزش واقعی آن نباشد، نسبت کیوتوبین شاخص مناسبی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری نخواهد بود. از این رو، احتمالاً اضافه نمودن متغیرهای دیگر به مدل‌های کارایی سرمایه‌گذاری بخشی از خطاهای اندازه‌گیری را کاهش خواهد داد. با این وجود، انتخاب مدل می‌بایست بر اساس مبانی نظری و اهداف پژوهشی صورت گیرد. چراکه، در ورای هر مدل ریاضی، نوعی مبانی نظری هدایت‌کننده برای دستیابی به علل وقوع یک پدیده قرار دارد؛ پژوهشگران صرفاً بر عواملی تمرکز می‌نمایند که ارتباط بیشتری با موقعیت مورد نظر داشته باشد. این انتخاب بر اساس چارچوب

نظری تحلیل‌گر شکل می‌گیرد. چهارچوب نظری، متغیرهای مهم را در وضعیتی که مرتبط با مسأله پژوهش است، مشخص کرده و نشان می‌دهد که چرا و چگونه انتظار می‌رود، روابط خاصی وجود داشته باشد. در نتیجه، ممکن است برخی مفروضات متناسب کشورهای توسعه یافته باشد، لذا استفاده از مدل‌ها می‌بایست با در نظر گرفتن مفروضات آن‌ها صورت گیرد.

فهرست منابع

- ۱) ابراهیمی، سید کاظم و منصور احمدی مقدم، (۱۳۹۴). "تأثیر اهرم مالی و محافظه‌کاری شرطی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، حسابداری مالی، ۷(۲۷).
- ۲) ابراهیمی، سید کاظم، علی بهرامی نسب و صدیقه پروانه، (۱۳۹۵). "رقابت در بازار محصول، جریان نقد آزاد، بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری"، مطالعات تجربی حسابداری مالی دوره ۱۳(۵۰)، صص ۱۲۹-۴۸.
- ۳) ابراهیمی، سید کاظم، علی بهرامی نسب و حسین سجادی نسب، (۱۳۹۸). "بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر محافظه‌کاری حسابداری، کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه‌ی تأمین مالی"، دانش حسابداری، ۱۰(۴) (پیاپی ۳۹)، صص ۸۹-۱۱۹.
- ۴) ارضا، امیرحسین، (۱۳۹۹). "بررسی نقش میانجی دارایی‌های نامشهود بر رابطه اعتماد بیش‌ازحد مدیریتی و بهره‌وری سرمایه‌گذاری‌ها"، دانش سرمایه‌گذاری ۹(۳۳)، صص ۱۶۳-۷۸.
- ۵) بادکوبه‌هزاوه، علیرضا و علی اسماعیل زاده مقری، (۱۳۹۹). "ارزیابی رابطه عمر و مجموع دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با کارایی آنها با استفاده از روش تحلیل پوششی داده‌ها"، دانش سرمایه‌گذاری، ۹(۳۶)، صص ۳۳۵-۵۲.
- ۶) بدری، احمد، (۱۳۹۳). "واکاوی و نقد روش‌شناسی پژوهش‌های تجربی مالی و حسابداری در ایران"، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۱۲(۳)، صص ۹۹-۱۲۸.
- ۷) بیات، مرتضی، محمد نوروزی، زهرا میر اشرفی و علی‌اکبر پور موسی، (۱۳۹۹). "بررسی عوامل رفتاری مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت"، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۹(۳)، صص ۵۳-۷۶. doi: 10.22051/jera.2018.17493.1806.
- ۸) تقی زاده خانقاه، وحید، یونس بادآورنهندي، علی‌اصغر متقی و هوشنگ تقی زاده، (۱۳۹۸). "ارتباط بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی"، حسابداری مدیریت، ۱۲(۴۳)، صص ۱-۱۶.
- ۹) تقی زاده خانقاه، وحید، یونس بادآور نهندي، علی‌اصغر متقی و هوشنگ تقی زاده، (۱۳۹۸). "ارائه مدل سنجش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، ۲(۲۱)، صص ۲۳۷-۶۴.

- ۱۰) تهرانی، رضا و رضا حصارزاده، (۱۳۸۸)، "تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری"، تحقیقات حسابداری و حسابرسی (تحقیقات حسابداری)، ۱(۳).
- ۱۱) ثقفی، علی، قاسم بولو و محمد محمدیان، (۱۳۹۰)، "کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و جریان نقد آزاد"، پیشرفت‌های حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز)، ۳(۲) (پیاپی ۶۱/۳).
- ۱۲) ثقفی، علی و مجید معتمدی فاضل، (۱۳۹۰)، "رابطه میان کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با امکانات سرمایه‌گذاری بالا"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱(۱۰)، صص ۱-۱۴.
- ۱۳) حجازی، رضوان، اعظم ولی زاده لاریجانی و فرزانه کیماسی، (۱۳۹۵)، "نقش ظرفیت بدهی در انتخاب استراتژی‌های مؤثر به‌منظور کاهش مشکلات سرمایه‌گذاری کمتر از حد"، حسابداری مالی، ۸(۳۰).
- ۱۴) حساس یگانه، یحیی، محمد مرفوع و معصومه نقدی، (۱۳۹۶)، "رابطه دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری"، فصلنامه علمی - پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۵۴ (سال ۱۴)، صص ۴۵-۶۵.
- ۱۵) حسنی، محمد و محسن اکبری، (۱۳۹۷)، "تصمیمات ناکارای سرمایه‌گذاری و محدودیت‌های مالی"، مجله پژوهش‌های تجربی حسابداری سال هفتم (شماره ۲۷)، صص ۵۵-۷۹.
- ۱۶) حسنی، محمد و مریم میثمی، (۱۳۹۸)، "آزمون اثر سررسید بدهی و کیفیت گزارشگری مالی بر کم سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری"، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، ۱۲(۴۱).
- ۱۷) خدای پور، احمد، علیرضا رحیمی و عارف فروغی، (۱۳۹۹)، "بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر رابطه بین اجتناب مالیاتی و کارایی سرمایه‌گذاری"، راهبرد مدیریت مالی، ۸(۳۱).
- ۱۸) خدایی وله زاقرد، محمد و منیره یحیایی، (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله حسابداری مدیریت، ۵(۵)، صص ۱-۱۷.
- ۱۹) خردیار، سینا، مریم حقیقت شهرستانی و مهدی حقیقت شهرستانی، (۱۳۹۸)، "خلق ارزش بر اساس سطوح فرصت‌های سرمایه‌گذاری"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۴۲، صص ۱۷۹-۲۰۱.
- ۲۰) خنیفر، حسین و ناهید مسلمی، (۱۳۹۷)، "اصول و مبانی روش‌های پژوهش کیفی"، جلد اول. تهران: انتشارات نگاه دانش.
- ۲۱) داداش زاده، قادر و رضوان حجازی، (۱۳۹۹)، "ارزش انعطاف‌پذیری مالی، کارایی سرمایه‌گذاری و سرعت تعدیل سرمایه در گردش"، راهبرد مدیریت مالی، ۸(۱)، صص ۱۷۷-۹۶. doi: 10.22051/jfm.2018.19359.1615
- ۲۲) دموری، داریوش و مریم قدک فروشان، (۱۳۹۷)، "سیاست‌های تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله راهبرد مدیریت مالی، ۲۳، صص ۱۵۷-۷۵.

- ۲۳) دهدشتی شاهرخ، زهره و امیرحسین پورحسینی، (۱۳۹۲)، "ارائه الگوی تأثیر استراتژی فروش و بازاریابی بر عملکرد فروش"، مدیریت بازرگانی (دانش مدیریت)، ۵(۱)، صص ۶۱-۸۴.
- ۲۴) دیولیو، یوجین، (۱۳۹۶)، "تئوری و مسائل اقتصاد کلان"، ترجمه ارباب. ح. چاپ اول. تهران: نشر نی
- ۲۵) رضوی عراقی، سیدمحمدرضا، آریتا جهان شاد و امیر مستوفی، (۱۳۹۷)، "تأثیر ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)، ۱۰، صص ۱۴۳-۱۶۷.
- ۲۶) رهنمای رودپشتی، فریدون و اله کرم صالحی، (۱۳۸۹)، "مکاتب و تئوری‌های مالی و حسابداری"، تهران: انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
- ۲۷) سلیمانی امیری، غلامرضا، مصطفی ایزدپور و فاطمه گرامی راد، (۱۳۹۹)، "تحلیل محتوای نشریه علمی - پژوهشی «پژوهش‌های تجربی حسابداری» طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷"، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۱۰(۱)، صص ۱۲۱-۱۰۰. doi: 10.22051/jera.2019.21103.2093.۴۰-۱۲۱
- ۲۸) سلیمانی امیری، غلامرضا و زهرا فرشی، (۱۳۹۱)، "بررسی تأثیر تأمین مالی از بانک‌ها و اهداف مالیاتی بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش حسابداری، ۳(۱۱).
- ۲۹) صالحی، اله کرم، (۱۳۹۹)، "تأثیر اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر بر کارایی سرمایه‌گذاری و محدودیت تأمین مالی"، دانش سرمایه‌گذاری، ۹(۳۶).
- ۳۰) صالحی، اله کرم، مهدی الهایی سحر و ادیبه سواری، (۱۳۹۵)، "بررسی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های تحت درماندگی مالی"، مجله چشم‌انداز مدیریت مالی، شماره ۱۶، صص ۴۹-۳۱.
- ۳۱) صیادی، محمد و موسی خوش کلام خسروشاهی، (۱۳۹۹)، "ارزیابی پویایی بین درآمد نفتی و GDP بدون نفت ایران با تأکید بر مفهوم ناکارایی سرمایه‌گذاری؛ کاربرد مدل BVAR"، پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی، ۱۰(۳۸)، صص ۱۱۹-۴۰.
- ۳۲) طالب نیا، قدرت اله، احمدرضا شیری و مریم ضرابی، (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر مدیریت سود و کیفیت حسابرسی بر سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش حسابرسی، ۱۳(۵۳).
- ۳۳) طباطبایی، سید جلال، (۱۳۹۸)، "بررسی مسائل مرتبط با شیوه سنجش رفتار سرمایه‌گذاری شرکتی"، راهبرد مدیریت مالی، ۲۴(۷)، صص ۱۸۵-۲۱۷. doi: 10.22051/jfm.2018.19925.1643.۲۱۷-۱۸۵
- ۳۴) علی پور، صفدر، اسماعیل امیری و حسن همتی، (۱۳۹۶)، "تأثیر شاخص‌های کیفیت حسابرسی بر ارتباط بین دست‌کاری سود و سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد"، دانش حسابرسی، ۱۷(۶۷)
- ۳۵) غلامی جمکرانی، رضا و رحمان عالی، (۱۳۹۹)، "رابطه بین بیش اعتمادی مدیران، نا اطمینانی تورم و بیش سرمایه‌گذاری"، دانش سرمایه‌گذاری، ۹(۳۵).

- ۳۶) غلامی جمکرانی، رضا و سید موسی محمدی، (۱۳۹۷)، "تأثیر نوع مالکیت بر رابطه ویژگی‌های مدیران اجرایی و کارایی سرمایه‌گذاری"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۰(۴۰)، صص ۸۹-۱۰۹.
- ۳۷) فخاری، حسین و شادی رسولی، (۱۳۹۲)، "بررسی اثر محافظه‌کاری و کیفیت ارقام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری"، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۲(۸).
- ۳۸) فروغی، داریوش و امین ساکیانی، (۱۳۹۵)، "تأثیر توانایی مدیریتی بر کارایی سرمایه‌گذاری"، فصلنامه پژوهش حسابداری، ۲۲، صص ۹۷-۱۱۶.
- ۳۹) فصیحی، صغرا، سید علی حسینی و شهناز مشایخ، (۱۳۹۸)، "بررسی تأثیر افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش سرمایه‌گذاری، ۸(۳۱)، صص ۷۱-۳۵۵.
- ۴۰) قره‌چه، منیژه، احمد روستا، شهریار عزیزی و مسعود جاویدانی، (۱۳۹۵)، "مفهوم‌پردازی استراتژی فروش برند در صنعت محصولات مصرفی تندگردش"، تحقیقات بازاریابی نوین، ۶(۳)، صص ۱۷-۲۲.
- ۴۱) گرد، عزیز، سید حسام وقفی، مهناز آهنگری و سیده سعیده هاشمی، (۱۳۹۷)، "تحلیل و آسیب‌شناسی پژوهش‌های حسابداری بر مبنای رویکرد تصمیم‌گیری چند معیاره"، فصلنامه دانش حسابداری مالی، ۵(۳)، صص ۱۱۷-۳۴.
- ۴۲) گودرزی، احمد و هانی بابازاده شیروان، (۱۳۹۴)، "بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی‌ها با کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، حسابداری مدیریت، ۸(۲۷).
- ۴۳) مرکز اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی، (۱۴۰۰)، "مرکز اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی"، مرکز اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی. (<https://www.sid.ir/fa/journal/about.aspx>). (SID)
- ۴۴) مصلح شیرازی، علی نقی و فرشاد علمدار یولی، (۱۳۹۹)، "شناسایی، معرفی و بررسی مدل‌های گوناگون کسب‌وکار و استخراج مهم‌ترین عوامل تشکیل‌دهنده این مدل‌ها با استفاده از رویکرد تحلیل محتوای کمی مطالعه مروری (بازه زمانی: ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۷)"، پژوهش‌های مدیریت در ایران، ۲۲(۴)، صص ۱۷۷-۲۰۲.
- ۴۵) مطلبیان چالش تری، مجتبی و مهدی عرب صالحی نصرآبادی، (۱۳۹۶)، "تأثیر ضعف کنترل‌های داخلی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری"، بورس اوراق بهادار، ۱۰.
- ۴۶) منصورفر، غلامرضا، سمیرا جودی و احسان پورسلیمان، (۱۳۹۹)، "نقش تعدیل‌گری ابعاد درونی و بیرونی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری"، تحقیقات مالی، ۲۲(۲)، صص ۴۸-۲۲۷.
- ۴۷) مهرانی، ساسان و فاطمه سمیعی، (۱۳۹۸)، "تأثیر محافظه‌کاری مشروط بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی"، دانش حسابداری، ۱۰ پیاپی ۳۷.

- (۴۸) ناطقی، سمیرا، کاوه مهرانی و دکتر آرش تحریری، (۱۳۹۶)، "مروری بر پژوهش‌های حسابداری در ایران"، بررسی‌های حسابداری و حسابداری، (۱)۲۵، صص ۷۹-۱۵۹. doi: 10.22059/acctgrev.2018.248795.1007782.
- (۴۹) نمازی، محمد، حسین رجب‌دری و اعظم روستامیمندی، (۱۳۹۵)، "بررسی تعداد و تحلیل محتوای مقاله‌های مرتبط با اخلاق حرفه‌ای حسابداری در ایران"، پیشرفت‌های حسابداری، (۱)۹، صص ۱۹۲-۲۲۶. doi: 10.22099/jaa.2017.4214.
- (۵۰) نونهال نهر، علی‌اکبر و معصومه کاظمی نوجه‌ده، (۱۳۹۸)، "تحلیل محتوای مقالات فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابداری از ابتدای انتشار تا پایان سال ۱۳۹۶"، بررسی‌های حسابداری و حسابداری، (۲۶)، صص ۱۲۳-۱۵۰.
- (۵۱) نیک‌کار، جواد، (۱۳۹۸)، "تأثیر رقابت بازار محصول بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات حسابداری و حسابداری، (۲۹)۸، صص ۷۱-۸۸.
- (۵۲) واعظ، سیدعلی، ابراهیم انواری و محمد بنافی، (۱۳۹۵)، "تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری"، فصلنامه حسابداری مالی، سال هشتم، صص ۱۳۲-۱۰۱.
- (۵۳) هدایتی‌پور، مرضیه و فرزانه نصیرزاده، (۱۳۹۷)، "بررسی رابطه‌ی بین مدل‌های کیفیت گزارشگری مالی، زمان‌بندی تعهدات، کارایی و عدم کارایی سرمایه‌گذاری"، مطالعات تجربی حسابداری مالی، (۵۸)۱۵، صص ۷۹-۱۰۵.
- (۵۴) یحیی‌زاده فر، محمود، منصوره علیقلی و فاطمه ذبیحی، (۱۳۹۹)، "بررسی رابطه بین نقدشوندگی و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به محدودیت مالی و ریسک عملیاتی"، تحقیقات حسابداری و حسابداری (تحقیقات حسابداری)، ۱۲.
- 55) Biddle, Gary C., Gilles Hilary, & Rodrigo S. Verdi. (2009), "How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?", *Journal of Accounting and Economics* 48(2), PP. 112-31. doi: 10.1016/j.jacceco.2009.09.001.
- 56) Chen, F., O. K. Hope, Q. Li, & X. Wang. (2011), "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets", *The Accounting Review* 2(48), PP. 112-31.
- 57) Dumay, John, Charl De Villiers, James Guthrie, & Pei-Chi Hsiao. (2018), "Thirty Years of Accounting, Auditing and Accountability Journal", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*.
- 58) Gao, Ru, & Xin Yu. (2018), "How to Measure Capital Investment Efficiency: a Literature Synthesis", PP. 1-36. doi: https://doi.org/10.1111/acfi.12343.
- 59) Goodman, T. H., N. Shroff, M. Neamtiu, و H. D. White. (2014), "Management Forecast Quality and Capital Investment Decisions", *The Accounting Review*, 89, PP. 331-65.
- 60) Lai, Shu-Miao, & Chih-Liang Liu. (2017), "Management Characteristics and Corporate Investment Efficiency", *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics* 25(3-4), PP. 295-312. doi: https://doi.org/10.1080/16081625.2016.1266270.

- 61) Linck, James S., Jeffrey Netter, & Shu Tao. (2013), "Can Managers Use Discretionary Accruals to Ease Financial Constraints? Evidence from Discretionary Accruals Prior to Investment", *Accounting Review*, Vol. 88(6).
- 62) Naeem, Kashif, & Matthew C. Li. (2019), "Corporate Investment Efficiency: The Role of Financial Development in Firms with Financing Constraints and Agency Issues in OECD Non-Financial Firms", *International Review of Financial Analysis* 1309.
- 63) Richardson, S. (2006), "Over-Investment of Free Cash Flow." *Review of Accounting Studies*, 11, PP. 159-88.
- 64) Thompson, James, & Timothy L. McCoy. (2016), "An Analysis of Ethics Articles Published between 2000-2015",
- 65) in the *Journal of Accountancy and the Accounting Review*. SSRN Scholarly Paper. ID 2810006. Rochester, NY: Social Science Research Network.
- 66) Verdi, R. (2006), "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency", *Faculties of the University of Pennsylvania in Partial Fulfillment*

Content Analysis of Investment Efficiency Measurement Methods (In Internal Research)

Amir Dolatkhah ¹
Sayed Ali Vaez ²
Mehdi Basirat ³

Received: 23 / September / 2022

Accepted: 24 / November / 2022

Abstract

The researchers obtain deep insight into research by studying the literature on the subject. However, time and resources limit the scope of the study. Therefore, the current research aims to investigate and analyze the quantitative and qualitative content of methods of measuring investment efficiency. The statistical sample includes all articles published from the years 2009 to 2020 on the investment efficiency topic in the "www.sid.ir". The results showed that, IN 72 articles, 26 models have been modeled using 30 variables (in 121 repetitions). 55.6 percent (40 articles) have used models based on sales growth 15 articles (20.8 percent) have used QTOBIN. Also, 35 articles (48.61%) are without the use control variable. The dominant method is to use the univariate model of sales growth with a share of 32% (23 articles) of all articles. Because the results of data-based research are highly sensitive to variable selection and data quality, the results obtained from models based on sales growth and QTOBIN may be affected by factors such as inflation, the book value of assets, and weak market efficiency. Researchers should determine effective factors that are likely to lead to measurement error before choosing the variables of the research model.

Keywords: Investment Efficiency, Content Analysis, Investment Efficiency Models, Accounting Papers.

1 Department of Accounting, Khorramshahr International Branch, Islamic Azad University, Khorramshahr, Iran.

Email: amirdolatkhah@gmail.com

2 Department of Accounting, Shahid Chamran University, Ahvaz, Iran.

Email: Sa.vaez@gmail.com

3 Department of Economics, Ahvaz Branch, Islamic Azad University, Iran.

Email: mehdi.basirat@yahoo.com