

کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری: نقش تعدیلگر مالکیت خانوادگی

فاطمه رازمنش

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهاب دانش، قم، ایران. (نویسنده مسئول).
Fatirazmanesh685@gmail.com

ابوذر سوری

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد بروجرد، دانشگاه آزاد اسلامی، بروجرد، ایران.
abosouri912@gmail.com

چکیده

با افزایش رقابت در عرضه تجارت، شرکت‌ها برای بقاء خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب و به‌موقع دارند. با توجه به تحولات جهان امروز، خصوصاً کشورهای در حال توسعه، این کشورها برای حل مشکلات اقتصادی نیازمند راهکارهایی مناسب جهت استفاده بهتر از امکانات خود می‌باشند. در این راستا یکی از راهکارهای مهم، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است. با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسأله سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از جمله مسائل بسیار مهم می‌باشد که از طریق اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا تحقق می‌یابد. گزارشگری مالی یکی از منابع اطلاعاتی در دسترس بازارهای سرمایه است که انتظار می‌رود نقش مؤثری در توسعه سرمایه‌گذاری و افزایش کارایی آن ایفا نماید. ترکیب سهامداری یا ساختار مالکیت از موضوعات مهم حاکمیت شرکتی است که بر انگیزه مدیران تأثیر می‌گذارد و بدین ترتیب می‌تواند در کارایی شرکت تأثیر قابل توجهی داشته باشد. عضویت اعضای خانواده در هیأت‌مدیره، درصد مالکیت سهام از سوی اعضای خانواده از عواملی هستند که شرکت‌های خانوادگی به‌وسیله آن تعریف می‌شود. کیفیت گزارشگری مالی با کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و تأمین‌کننده پول، باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. بنابراین، پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری و همچنین نقش تعدیلگری مالکیت خانوادگی در این رابطه می‌پردازد. در همین راستا نمونه‌ای مشتمل بر ۱۳۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۶-۱۳۹۱ انتخاب و مورد آزمون قرار گرفت. به همین منظور، برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری از مدل پیشنهادی بیدل و همکاران استفاده شده است. همچنین برای اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی از مدل کاسزینک بهره گرفته شده است. نتایج با استفاده از روش رگرسیون چندگانه حاکی از این است که رابطه مثبتی بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری برقرار است؛ علاوه‌براین، نتایج فرضیه دوم نشان‌دهنده تأثیر مثبت مالکیت خانوادگی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد.

واژگان کلیدی: کیفیت گزارشگری مالی، کارایی سرمایه‌گذاری، مالکیت خانوادگی، مالکیت غیرخانوادگی.

مقدمه

رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، منجر به رقابت شدیدی در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه‌گذاری شده است. لذا شرکت‌ها برای بقاء و گسترش فعالیت‌های خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب و به‌موقع دارند. (خدائی و له زاگرد و یحیایی، ۱۳۸۹). با توجه به تحولاتی که در جهان امروز رخ داده است، خصوصاً در کشورهای درحال توسعه که با

تهدیدات عدیده‌ای روبه‌رو می‌باشند، این کشورها، جهت حل مشکلات اقتصادی خود نیازمند راهکارهای مناسب جهت استفاده بهتر از امکانات و ثروت‌های خدادادی خود می‌باشند. در این راستا یکی از راهکارهای مهم، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۵). با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسأله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از جمله مسائل بسیار مهم می‌باشد. کارایی سرمایه‌گذاری مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش‌تر از حد مطلوب انجام شده است، ممانعت شود (جلوگیری از بیش‌سرمایه‌گذاری) و از سوی دیگر، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت گردد (جلوگیری از کم سرمایه‌گذاری)، (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷).

جایگاه ارزشمند اطلاعات در توسعه اقتصادی و سرمایه‌گذاری مورد اتفاق صاحب‌نظران علوم اقتصادی است (حیدری کرد زنگنه و عالی پور، ۱۳۸۶). گزارش‌های مالی یکی از منابع اطلاعاتی در دسترس بازارهای سرمایه است که انتظار می‌رود نقش مؤثری در توسعه سرمایه‌گذاری و افزایش کارایی آن ایفا نماید. در این راستا اساتید، محققان و اهل حرفه حسابداری به دنبال افزایش کیفیت گزارشگری مالی به‌عنوان ابزاری برای ادای مسئولیت پاسخگویی به نیازهای جامعه خود بوده‌اند. به‌عنوان مثال بنابر مفاهیم نظری گزارشگری مالی، هدف صورت‌های مالی عبارت از ارائه اطلاعاتی تلخیص و طبقه‌بندی شده درباره وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری است که برای طیفی گسترده از استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی در اتخاذ تصمیمات اقتصادی مفید واقع گردد. دستیابی به این هدف مستلزم آن است که اطلاعات مزبور در درجه نخست، مربوط و قابل اتکا بوده و در درجه دوم قابل فهم و قابل مقایسه باشد.

ترکیب سهامداری یا ساختار مالکیت از موضوعات مهم حاکمیت شرکتی به‌شمار می‌رود که بر انگیزه مدیران تأثیر می‌گذارد و بدین ترتیب می‌تواند در کارایی شرکت تأثیر قابل توجهی داشته باشد. ساختار مالکیت شرکت‌ها بسیار متنوع است و طیف وسیعی از سهامداران حقیقی و حقوقی می‌توانند در این ساختار ایفای نقش کنند. حضور سهامداران حقیقی از یک خانواده یا فامیل با در اختیار داشتن درصد بالای سهام و یا حضور آن‌ها در هیأت مدیره به‌نوعی خانوادگی بودن مالکیت شرکت را نشان می‌دهد (اندرسون و ریپ، ۲۰۰۳). عضویت اعضای خانواده در هیأت مدیره، درصد مالکیت سهام از سوی اعضای خانواده و کنترل یا نفوذ قابل ملاحظه خانواده در شرکت از عواملی هستند که شرکت‌های خانوادگی به‌وسیله آن تعریف می‌شوند. در شرکت‌های خانوادگی به علت وجود سهامدار عمده حقیقی و یا وجود اعضای خانواده در هیأت مدیره، ممکن است سایر سهامداران این گمان را داشته باشند که منافع خانواده یکی از اصلی‌ترین ارکان تصمیم‌گیری شرکت است و نسبت به منافع سایر سهامداران به‌ویژه سهامداران جزء در اولویت قرار می‌گیرد. در نتیجه، همواره این خطر احساس می‌شود که منافع این گروه در معرض خطر قرار گیرد (ابدوالمحمدی و همکاران، ۲۰۱۰).

بحث در مورد تصمیمات استراتژیک مربوط به امور مالی و حسابداری شرکت‌ها در مشاغل تحت کنترل خانواده و مشاغل غیرخانوادگی اخیراً اهمیت بسیاری را کسب کرده است. در میان این تصمیمات استراتژیک، بحث در مورد تصمیمات سرمایه‌گذاری توسط شرکت‌های دارای سهام متفاوت، بسیار مورد توجه قرار گرفته است. با تکیه بر تئوری کلاسیک نمایندگی، در مطالعات قبلی تصمیمات سرمایه‌گذاری مشاغل تحت کنترل خانواده و غیرخانوادگی مورد بررسی قرار گرفته‌اند (آسابا، ۲۰۱۳؛ زارنیتزکی و کرافت، ۲۰۰۹؛ لی و اونیل، ۲۰۰۳). در یک نتیجه‌گیری کلی، مطالعات قبلی نشان می‌دهند که مشاغل تحت کنترل خانواده با مشکلات مختلف نمایندگی روبرو هستند و از سطح مختلفی از عدم تقارن اطلاعاتی برخوردارند. به‌عنوان مثال، به دلیل تأثیر توازن، شدت مسأله نمایندگی در تجارت تحت کنترل خانواده در مقایسه با مشاغل غیرخانوادگی کمتر خواهد بود. به این دلیل که مشاغل تحت کنترل خانواده نسبت به مشاغل غیرخانوادگی در نظارت بر مدیریت بسیار کارآمدتر هستند (فاما، ۱۹۸۰؛ استین، ۱۹۸۹؛ تانگ، ۲۰۰۷). اولین مسأله نمایندگی با عنوان فرضیه توازن می‌باشد. جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) استدلال می‌کنند که توازن بین علاقه سهامداران و

مدیران باعث کاهش شکاف اطلاعاتی می‌شود؛ بنابراین، سطح اطلاعات نامتقارن در تحت کنترل خانواده در مقایسه با مشاغل غیرخانوادگی، پایین‌تر خواهد بود (تسائو و همکاران، ۲۰۱۵). در نتیجه، با توجه به درجات پایین‌تر از عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های تحت کنترل خانواده، عواملی مانند خطر اخلاقی و انتخاب نامطلوب کاهش می‌یابد. به‌طور کلی، یک محیط اطلاعاتی بهتر باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود (چانگ و همکاران، ۲۰۱۳؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹).

دومین مسأله نمایندگی با عنوان فرضیه مداخلات، استدلال می‌کند که مالکیت بیشتر خانواده، تعارض بین سهامداران اقلیت و اکثریت را تشدید می‌کند (ویالونگا و آمیت، ۲۰۰۶). در نتیجه، باعث کنترل دومین مسأله نمایندگی در شرکت‌های تحت کنترل خانواده می‌شود. (کوان و همکاران، ۲۰۱۱؛ سالواتو و مورس، ۲۰۱۰؛ علی و همکاران، ۲۰۰۷). عدم تقارن اطلاعات همچنین در مشاغل تحت کنترل خانواده بسیار مهم است (پرنسیپ و همکاران، ۲۰۰۸؛ پورتا و همکاران، ۱۹۹۹)، زیرا اعضای خانواده تمایلی به انتقال اطلاعات به سهامداران اقلیت ندارند و شرکت‌های تحت کنترل خانواده می‌توانند اطلاعات را برای پنهان کردن معاملات دستکاری کند. بنابراین، انتخاب نامطلوب و مشکل خطر اخلاقی را به وجود می‌آورد. از این رو، ناکارآمدی سرمایه‌گذاری در قالب سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و کمتر از حد و تمایل به افزایش در مشاغل تحت کنترل خانواده نسبت به مشاغل غیرخانوادگی دارد.

در نظریه نمایندگی رفتاری، حفاظت از ثروت اجتماعی به عنوان مرجع تصمیم‌گیری‌های استراتژیک بیان می‌شود (گومز - مژیا و همکاران، ۲۰۰۰). این نشان می‌دهد که کسب و کارهایی که توسط خانواده کنترل می‌شوند در تلاش‌اند تا کنترل خود را بر روی کسب و کار حفظ کنند و عدم تمایل نسبت به افزایش سرمایه از طریق منابع خارجی داشته باشند؛ در حالی که مشارکت در امور خارجی ممکن است تهدیدی برای کنترل آن‌ها در کسب و کارشان باشد. بنابراین، حفظ ثروت اجتماعی در قالب کنترل خانواده، آن‌ها را ترغیب می‌کند تا از فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری استفاده کنند. از سویی دیگر، شرکت خانوادگی تمایل دارند تجارت خود را به سمت نسل‌های آینده سوق دهد (دی ماسیس و همکاران، ۲۰۱۵). این دستورعمل شرکت‌های تحت کنترل خانواده را برای ایجاد مکانیزم نظارت مؤثر سوق می‌دهند، از این رو تمایل به مشکل بیش‌ازحد و کمتر از حد سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد.

اخیراً، پژوهشاتی در مورد ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری انجام شده است (لین و همکاران، ۲۰۱۶؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). این مطالعات استدلال می‌کنند که کیفیت گزارشگری مالی پیامدهای اقتصادی مهمی در تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری دارد. در همین راستا چندین کار پژوهشی مطرح شده است (کاسسینو و همکاران، ۲۰۱۰؛ گومز - مژیا و همکاران، ۲۰۱۴؛ پرنسیپ و همکاران، ۲۰۱۴). گومز - مژیا و همکاران (۲۰۱۴)، استدلال می‌کنند بررسی ماهیت متفاوت پیامدهای کیفیت گزارشگری مالی برای تعامل مدیریتی بین مشاغل تحت کنترل خانواده و مشاغل غیرخانوادگی در زمینه دیدگاه حفاظت از ثروت اجتماعی، باید مورد توجه قرار گیرد. تحلیل نکات مربوط به جبهه‌گیری مدیریتی بین کسب‌وکار کنترل شده خانواده و غیرخانوادگی و گزارش مالی در زمینه دیدگاه ثروت اجتماعی به طور بالقوه به درک علایق گوناگون فرآیند تصمیم‌گیری مدیران در کسب‌وکار کنترل شده خانواده می‌افزاید. در ادبیات قبلی از کیفیت گزارشگری مالی به عنوان یک دستگاه کنترل کننده اصلی برای مدیریت شرکت استفاده شده است (گوماریز و بالستا، ۲۰۱۴؛ چنگ و همکاران، ۲۰۱۳؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). این مکانیزم با کاهش عدم تقارن اطلاعات بین مدیریت و تأمین‌کننده پول، باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. با این حال، پژوهش‌های قبلی عواقب اقتصادی کیفیت گزارشگری مالی را از نظر کارایی سرمایه‌گذاری به عنوان مکانیزم نظارت در مشاغل تحت کنترل خانواده و مشاغل غیرخانوادگی در نظر نگرفته است. با این تفاسیر به دنبال پاسخ سؤالاتی هستیم که در ادامه بیان شده است:

آیا بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه وجود دارد؟
آیا مالکیت خانوادگی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد؟

مبانی نظری

پژوهش‌های بسیاری در حسابداری بر این نکته تأکید دارند که شرکت‌هایی که دارای کیفیت بالای حسابداری می‌باشند، بازگشت سرمایه بهتر و همچنین بازدهی بالاتری در سرمایه‌گذاری خود داشته و کیفیت بالاتر حسابداری بهره‌وری سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای را نیز به صورت میانگین افزایش می‌دهد. همچنین براساس نتایج، شرکت‌هایی که دارای کیفیت حسابداری بالاتری هستند، امکان به هدر رفتن سرمایه‌گذاری‌های صورت گرفته در اقالام سرمایه‌ای را برای خود کاهش داده و الگویی از سرمایه‌گذاری در اقالام سرمایه‌ای را ارائه می‌دهند که علی‌رغم پایداری بیشتر، بسیار ناهمگون و متفاوت با سایر شرکت‌ها می‌باشد (وردی، ۲۰۰۶؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹).

نتایج پژوهش‌های صورت گرفته نشان می‌دهد که شرکت‌های با کیفیت گزارشگری مالی به صورت بیشتری با کارایی سرمایه‌گذاری مرتبط هستند. بدین صورت که گزارشگری مالی بالا ممکن است با کاستن از عدم‌تقارن اطلاعاتی، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود ببخشد. اگر شرکت، همه پروژه‌ها و فقط پروژه‌هایی که ارزش خالص کنونی مثبت (NPV) را انتخاب کند، به طور مفهومی می‌توان گفت که شرکت به صورت کارآمد سرمایه‌گذاری کرده است. بنابراین، سرمایه‌گذاری کمتر از حد (ناکارآمد) عبارت است از صرف‌نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب که می‌توانسته ارزش خالص کنونی (NPV) مثبت داشته باشد. همچنین، سرمایه‌گذاری بیشتر از حد (ناکارآمد) عبارت است پذیرش پروژه‌هایی که ارزش خالص کنونی (NPV) منفی دارند.

نتایج پژوهش‌های پیشین حاکی از آن است که کیفیت گزارشگری مالی حداقل به ۲ صورت با کارایی سرمایه‌گذاری در ارتباط است: ۱. معمولاً استدلال می‌شود که گزارشگری مالی به سویله کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران و همچنین بین سرمایه‌گذاران، می‌تواند هزینه‌های انتخاب معکوس را کاهش دهد. مثلاً لویز و ورجیا (۲۰۰۰) دریافتند که افشای بیشتر، این عدم‌تقارن‌های اطلاعاتی را کاهش می‌دهد نقدینگی شرکت را افزایش می‌دهد. ۲. از طرف دیگر، وجود عدم‌تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران، ممکن است تأمین کنندگان سرمایه شرکت را به کاهش قیمت سهام و همچنین افزایش هزینه سرمایه، سوق دهد چون سرمایه‌گذاران درخواست یافت که نقدینگی افزایش یافته شرکت از نوع بدی می‌باشد (مایر و ماجلف، ۱۹۸۴). بنابراین، اگر کیفیت گزارشگری مالی، هزینه‌های انتخاب معکوس را کاهش دهد، پس می‌تواند با کاستن از هزینه‌های تأمین مالی از منابع خارجی، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود ببخشد. پتانسیل کیفیت گزارشگری مالی برای بهبود کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که با محدودیت‌های مالی مواجه‌اند، به بیشتری حد خود می‌رسد. همچنین، عدم‌تقارن اطلاعاتی می‌تواند به دلیل درجه اختلاف اطلاعات بین مدیران و سهامداران (که اصطلاحاً تضاد منافع مالکان - نمایندگان نامیده می‌شود) از سرمایه‌گذاری کارآمد جلوگیری به عمل آورد. از آنجایی که مدیران، رفاه حداکثری خود را در نظر دارند، ممکن است فرصت‌های سرمایه‌گذاری را انتخاب کنند که به نفع تمام و کمال سهامداران نباشد (برل و مینز، ۱۹۳۲؛ جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). دلیل اصلی اینکه چرا مدیران سرمایه را به صورت ناکارآمد، سرمایه‌گذاری می‌کنند، در مدل‌های مختلف، متفاوت است. این دلایل شامل مصرف درآمدهای متفرقه (جنسن، ۱۹۸۶)، مشغله‌های شغلی (هلمسرو، ۱۹۹۹) و ترجیح دادن رفاه شخصی (برترند و مولیناتان، ۲۰۰۳) می‌باشند. مهم‌تر اینکه، اینگونه پیش‌بینی می‌شود که مشکلات نمایندگی به دلیل انتخاب ضعیف پروژه می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد.

روی هم رفته، کیفیت گزارشگری مالی به عنوان منبع اطلاعاتی بسیار مهم برای گروه‌های مختلف به شمار می‌رود و به خصوص اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران را برای گرفتن تصمیم‌های بهتر توانا می‌کند. به عبارت دیگر، کیفیت گزارشگری مالی با کنترل بهتر مدیران و کاهش پیامدهای نامطلوب عدم تقارن اطلاعاتی، یعنی گزینش نادرست و خطر اخلاقی، از مشکلات سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌کاهد. از سوی دیگر با ارائه ارقام حسابداری شایسته اتکا و شناسایی بهتر پروژه‌ها، زمینه لازم را برای اتخاذ تصمیم‌های بهینه سرمایه‌گذاری مدیران و به تبع آن کارایی سرمایه‌گذاری را فراهم می‌آورد (صفری گرایلی و رعنائی، ۱۳۹۶). با توجه به مبانی نظری مطرح شده، فرضیه نخست به شرح زیر است:

فرضیه اول: بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه وجود دارد.

دو دیدگاه تئوری نمایندگی که به عنوان تراز و تأثیرگذاری شناخته می‌شوند، دیدگاه‌های متفاوتی در مورد رفتار تصمیم‌گیری در زمینه سرمایه‌گذاری در مالکیت خانوادگی و غیرخانوادگی دارند. به‌ویژه، دیدگاه هم‌ترازی نشان می‌دهد که در یک شرکت تحت کنترل خانواده، منافع مالک و مدیر تراز می‌شوند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶؛ سالواتو و مورس، ۲۰۱۰). چنین تراز منافع در شرکت‌های تحت کنترل خانواده به دلیل افق‌های طولانی‌مدت، نگرانی‌هایی مربوط به اعتبار و نظارت کارآمد اعضای خانواده وجود دارد (فاما، ۱۹۸۰؛ استین، ۱۹۸۹؛ چن و همکاران، ۲۰۰۸؛ تانگ، ۲۰۰۷؛ شهزاد و همکاران، ۲۰۱۸).

نظارت کارآمد در مالکیت خانوادگی به دلایل زیر مرسوم است. از آنجا که اعضای خانواده حقوقی بالاتری از گردش پول دارند (اشمیت و همکاران، ۲۰۱۴)، آن‌ها نگرانی بیشتری برای عملکرد شرکت خود دارند. دوم، دانش بیشتری از طریق مشارکت در فعالیت‌های شرکت از بدو ورود به دست می‌آورند (چن و همکاران، ۲۰۰۸؛ اندرسون و ریب، ۲۰۰۳). علاوه بر این، بیشتر اوقات مدیر عاملان از اعضای خانواده منصوب می‌شوند (دینگ و همکاران، ۲۰۱۱). همه این ویژگی‌های منحصر به فرد به شرکت‌های تحت کنترل خانواده امکان می‌دهد تا رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را کنترل کرده و مشکل نمایندگی نوع اول را کاهش دهند. بنابراین، طبق دیدگاه تراز، شدت مسأله نمایندگی در مالکیت خانوادگی در مقایسه با غیرخانوادگی کمتر است (علی و همکاران، ۲۰۰۷). این دیدگاه استدلال می‌کند که کیفیت گزارشگری مالی کنترل بیشتری در مالکیت خانوادگی نسبت به مالکیت غیرخانوادگی دارد. بر این اساس، اطلاعات نامتقارن در شرکت‌های تحت کنترل خانواده کمتر است (فاما و جنسن، ۱۹۸۳؛ میلر و لی، ۲۰۰۵؛ علی و همکاران، ۲۰۰۷؛ چن و همکاران، ۲۰۰۸). بنابراین، فرضیه هم‌ترازی استدلال می‌کند که ارتباط بین سهامداران و مدیران باعث کاهش شکاف اطلاعاتی می‌شود. از این رو، سطح اطلاعات نامتقارن در مالکیت خانوادگی در مقایسه با مالکیت غیرخانوادگی پایین‌تر خواهد بود (تسائو و همکاران، ۲۰۱۵). سپس به دلیل پایین بودن عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های تحت کنترل خانواده، انتخاب نامطلوب و خطر اخلاقی کاهش می‌یابد. در نتیجه، اطلاعات نامتقارن کمتر به دلیل کیفیت گزارشگری مالی بالاتر و افق سرمایه‌گذاری طولانی‌تر، منجر به سرمایه‌گذاری بهینه‌تر در شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با غیرخانوادگی خواهد شد (موناز و بالستا، ۲۰۱۱). زیرا رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت مهار می‌شود و تصمیمات سرمایه‌گذاری فرصت‌طلبانه مدیریت کاهش می‌یابد (استین، ۱۹۸۹). با توجه به مبانی نظری مطرح شده، فرضیه دوم به شرح زیر است:

فرضیه دوم: مالکیت خانوادگی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری نقش تعدیلگر دارد.

پیشینه پژوهش

الود و جاربویی (۲۰۱۷) در پژوهش خود نقش حسابرس متخصص صنعت در رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری را مورد مطالعه قرار دادند. آن‌ها دریافتند که کیفیت اطلاعات حسابداری موجب افزایش کارایی

سرمایه‌گذاری می‌شود. به‌علاوه تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی که توسط حسابرسان متخصص صنعت حسابرسی می‌شوند، بیشتر است.

وانگ و همکاران (۲۰۱۵) بر مبنای مشکلات نمایندگی شرکت به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری و تجزیه و تحلیل اثر متقابل گزارشگری مالی و جریان نقدی آزاد بر کارایی سرمایه‌گذاری در نمونه‌ای متشکل از ۳۷۲۶ شرکت پذیرفته شده چینی در طول دوره ۲۰۰۸ الی ۲۰۱۲ به بررسی مدل‌های تجربی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد رابطه منفی دارد. به‌علاوه، کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری بیش از حد برای شرکت‌هایی با جریان نقدی آزاد وسیع رابطه قوی دارد، این موضوع نشان می‌دهد که از یک طرف، کیفیت گزارشگری مالی با ارائه اطلاعات بیشتر در پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت به سرمایه‌گذاران موجب کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی و در نتیجه کاهش خطر اخلاقی در انتشار اوراق بهادار می‌گردد. از سوی دیگر، کیفیت گزارشگری مالی مشکلات اخلاقی را با تسهیل قرارداد و نظارت کاهش می‌دهد. به‌علاوه، مدیران در شرکت‌هایی با جریان نقدی آزاد به سرمایه‌گذاری بیش از حد تمایل دارند. با این حال، شرکت‌هایی با کیفیت گزارشگری مالی بالاتر با افزایش توانایی سهامداران برای نظارت بر مدیران و بهبود انتخاب پروژه تأثیر منفی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری ایجاد می‌کنند.

فان سنتا و سانچز (۲۰۱۴) کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و بازده سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی مشکل بیش سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. به همین ترتیب، بدهی با سررسید کمتر می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد و مشکلات هر دو بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری را کاهش دهد. ما پیشتر دریافتیم که کیفیت گزارشگری مالی و بدهی با سررسید کمتر مکانیزم‌هایی برای بهبود کارایی سرمایه‌گذاری هستند. شرکت‌ها با استفاده بیشتر (کمتر) از بدهی‌های کوتاه‌مدت، بر روی کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارند.

بالاکریشانان و همکاران (۲۰۱۴) ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و تأمین مالی و سرمایه‌گذاری را با توجه به تغییرات در قیمت ملک و املاک که بر ارزش وثیقه و نهایتاً بر ظرفیت تأمین مالی تأثیرگذار است مورد بررسی قرار دادند. نتیجه این پژوهش نشان دهنده رابطه معناداری بین کیفیت گزارشگری و تأمین مالی و سرمایه‌گذاری است، به‌طوری‌ه شرکت‌هایی که از کیفیت بالای گزارشگری مالی برخوردارند هستند تأمین مالی و سرمایه‌گذاری آن‌ها کمتر تحت تأثیر تغییرات در قیمت ملک و املاک قرار می‌گیرد.

گماریز و بالستا (۲۰۱۳) در پژوهشی تحت عنوان کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری، با استفاده از داده‌های شرکت‌های اسپانیایی طی سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۸، نقش کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی در کارایی سرمایه‌گذاری را آزمون نمودند. نتایج تحقیقات آنان نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی، مشکل سرمایه‌گذاری اضافی را تسکین می‌دهد. همچنین، سررسید بدهی می‌تواند، از طریق کاهش سرمایه‌گذاری اضافی و ناکافی، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد. آنان همچنین یافتند شرکت‌هایی که استفاده بیشتر (کمتر) از بدهی کوتاه‌مدت می‌نمایند، کیفیت گزارشگری مالی پایین‌تر (بالاتر) دارند.

ایسدورفر و همکاران (۲۰۱۳) در بررسی رابطه ساختار سرمایه، پاداش مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری به این نتیجه رسیدند که اهرم مالی بیشتر، موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود و مدیرانی که پاداش آن‌ها وابسته به بدهی‌ها است، سرمایه‌گذاری کمتر از حد و مدیرانی که پاداش آن‌ها وابسته به حقوق صاحبان سهام است، سرمایه‌گذاری بیشتر از حد انجام می‌دهند.

چن و همکاران (۲۰۱۳) نیز به بررسی رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. بدین منظور این محققان رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی که بر اساس قانون ساربنز آکسلی، نقاط ضعف سیستم کنترل داخلی خود را افشا می‌کردند بررسی کردند. نتایج این پژوهش نشان داد که پس از افشا، کارایی سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها افزایش یافته است.

صفری و رعنائی (۱۳۹۶) به بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری و تأثیر ساختار سررسید بدهی‌ها بر این رابطه پرداختند. بدین منظور، از الگوی کیفیت قالام تعهدی دیچو و دیچف به عنوان معیار سنجش کیفیت گزارشگری مالی و برای اندازه‌گیری ساختار سررسید بدهی‌ها از نسبت بدهی کوتاه مدت به کل بدهی‌ها استفاده شده است. علاوه بر این از مقادیر خطای الگوی رگرسیون سرمایه‌گذاری به عنوان معیار سنجش کارایی سرمایه‌گذاری استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش نیز نمونه‌ای متشکل از ۹۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۲ انتخاب شد و برای آزمون آن‌ها از الگوهای رگرسیون چندگانه مبتنی بر تکنین داده‌های تلفیقی استفاده شد. نتایج تجربی نشان می‌دهد بین کیفیت گزارشگری مالی و ساختار سررسید بدهی با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج نشان می‌دهد رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری تحت تأثیر ساختار سررسید بدهی‌ها قرار دارد و با افزایش بدهی‌های با سررسید کوتاه مدت، این رابطه تضعیف می‌شود.

وکیلی فرد و همکاران (۱۳۹۶) مالکیت خانوادگی، حق‌الزحمه حسابرسی و انتخاب حسابرس را مورد بررسی قرار دادند. برای انتخاب نمونه، ۹۰ شرکت فعال در صنایع مختلف طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴ مورد استفاده قرار گرفت. برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم‌افزار اقتصادسنجی ایویوز و از مدل رگرسیون خطی چند متغیره برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. نتایج نشان داد بین مالکیت خانوادگی و انتخاب حسابرس با کیفیت‌تر رابطه معنادار منفی وجود دارد اما هیچگونه رابطه معناداری بین مالکیت خانوادگی و حق‌الزحمه حسابرسی وجود ندارد.

سرلک و همکاران (۱۳۹۶)، تأثیر توانایی مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد. همچنین توانایی مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد.

معطوفی و گلچویی (۱۳۹۶) به بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. روش پژوهش حاضر از نوع توصیفی و همبستگی است و برای بررسی رابطه میان متغیر مستقل و وابسته از روش آماری رگرسیون چندمتغیره استفاده شد. در ادامه، به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از اطلاعات مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از طریق روش نمونه‌گیری حذفی، ۹۳ شرکت به عنوان نمونه نهایی انتخاب شدند. در نهایت، نتایج پژوهش حاضر با تأیید کلیه فرضیه‌ها نشان می‌دهند، بین مالکیت خانوادگی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. علاوه بر این، شرکت‌های خانوادگی جوان و شرکت‌های خانوادگی با محدودیت مالی، سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد بیشتری دارند.

فروغی و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهش خود توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی را مورد واکاوی قرار دادند. به بهره مندی از روش نمونه‌گیری حذفی و با اعمال شرایط انتخاب نمونه، تعداد ۱۱۹ نمونه برای دوره زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۲ انتخاب شد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد مدیران توانا تمایل به سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد دارند. علاوه بر این، نتایج بیانگر این است که کیفیت گزارشگری مالی باعث کاهش تأثیر مثبت توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد می‌گردد.

فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه وجود دارد.

فرضیه دوم: مالکیت خانوادگی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری نقش تعدیلگر دارد.

روش شناسی پژوهش

هر بخش از جامعه آماری را نمونه گویند که خصوصیات و ویژگی غالب اعضای جامعه آماری را دارا می‌باشد و در واقع معرف جامعه هست و نتایج حاصل از مطالعه آن قابل تعمیم به کل جامعه می‌باشد. صرف نظر از اینکه استفاده از چه روش‌های آمار استنباطی مورد نظر است، در صورتی که نمونه نماینده واقعی جامعه نباشد، پیش‌بینی دقیق و صحیح در مورد پارامترهای جامعه امکان نخواهد داشت (آذر و مومنی، ۱۳۸۵).

نمونه‌گیری به روش حذف سیستماتیک انجام خواهد شد، به این ترتیب که کلیه شرکت‌های حاضر در جامعه آماری که حائز معیارهای زیر باشند در نمونه انتخاب می‌شوند:

(۱) شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به ۲۹ یا ۳۰ اسفندماه ختم می‌شود و طی بازه زمانی پژوهش سال مالی خود را تغییر نداده باشد.

(۲) جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بیمه‌ای و بانک نباشند، زیرا شرکت‌های مذکور دارای ساختار مالی و جریان نقدی متمایزی می‌باشند.

(۳) شرکت در طی سال‌های مورد بررسی، توقف فعالیت نداشته باشند.

(۴) شرکت‌های عضو نمونه در دوره مورد بررسی، تغییر سال مالی یا تغییر فعالیت نداشته باشند.

(۵) اطلاعات شرکت در طی دوره زمانی قابل دسترس باشد.

پس از اعمال این محدودیت‌ها، ۱۳۱ شرکت همه شرایط حضور در جامعه آماری را داشته‌اند. بنابراین نمونه مورد مطالعه شامل ۱۳۱ شرکت می‌باشد.

مدل و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه اول از مدل زیر استفاده شده است:

$$IE_{it} = \beta_0 + \beta_1 FRQ_{it} + \beta_2 FO_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 CA_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 TOBINQ_{it} + \beta_7 FA_{it} + \beta_8 CS_{it} + \beta_9 AQ_{it} + \beta_{10} LOSS_{it} + \beta_{11} Dummy\ industry + \beta_{12} Dummy\ year + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه دوم از مدل زیر استفاده شده است:

$$IE_{it} = \beta_0 + \beta_1 FRQ_{it} + \beta_2 FO_{it} + \beta_3 FRQ_{it} \times FO_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 CA_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \beta_7 TOBINQ_{it} + \beta_8 FA_{it} + \beta_9 CS_{it} + \beta_{10} AQ_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \beta_{12} Dummy\ industry + \beta_{13} Dummy\ year + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته

IE: کارایی سرمایه‌گذاری: به طور مفهومی کارایی سرمایه‌گذاری، به میزان سرمایه‌گذاری اطلاق می‌شود که NPV مثبت را برای پروژه‌ها به همراه داشته باشد (امینی فرد و مسلمی، ۱۳۹۴).

به منظور محاسبه آن، از مدل پیشنهادی بیدل و همکاران (۲۰۰۹) استفاده می‌شود:

$$Investment_{it} = \beta_0 + \beta_1 SalesGrowth_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Investment: کل سرمایه‌گذاری شرکت که به عنوان افزایش خالص دارایی‌های مشهود و نامشهود تعریف شده و از طریق تقسیم بر جمع دارایی‌های ابتدای دوره همگن شده است.

SalesGrowth: نشان‌دهنده رشد فروش است که تفاوت نرخ فروش دوره t-2 از t-1 می‌باشد. این مدل به صورت مقطعی برای هر سال جداگانه برآورد می‌شود. باقیمانده‌های مدل رگرسیون انحراف از سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار را منعکس می‌کند. لازم به ذکر است که برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری، از مقادیر باقیمانده مدل فوق قدر مطلق گرفته شده و سپس در منفی یک ضرب می‌شوند (گوماریز و بالستا، ۲۰۱۴).

متغیر مستقل

FRQ: کیفیت گزارشگری مالی: توان صورت‌های مالی در انتقال اطلاعات عملیات شرکت و به‌طور خاص، پیش‌بینی جریان‌های نقد مورد انتظار آن به سرمایه‌گذاران است (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). برای محاسبه این معیار از مدل کاسزینک (۱۹۹۹) استفاده می‌شود که این مدل در زمینه کیفیت گزارشگری مالی بسیار مورد استفاده قرار گرفته است (گوماریز و بالستا، ۲۰۱۴).

$$TA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta SALES_{it} + \beta_2 PPE_{it} + \beta_3 \Delta CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$
$$TA = (\Delta CA - \Delta CASH) - (\Delta CL - \Delta STD)$$

در آن TA نماینده کل ارقام تعهدی، جریان نقدی عملیاتی، $\Delta SALES$ تغییرات فروش، PPE ناخالص دارایی‌های ثابت مشهود، ΔCFO تغییر در جریان نقد عملیاتی، ΔCA تغییر در دارایی‌های جاری، $\Delta CASH$ تغییر در وجوه نقد، ΔCL تغییر در بدهی‌های جاری و ΔSTD تغییر در درآمد می‌باشد.

به‌منظور همگن و هم‌قواره شدن داده‌ها در سطح شرکت‌های مختلف، همه متغیرها بر جمع کل دارایی‌های ابتدای سال تقسیم می‌شود. متغیر E جمله‌ای پسماند است نشان‌دهنده کیفیت گزارشگری مالی است. به‌منظور تفسیر بهتر نتایج، مقدار آن در منفی یک ضرب می‌شود، بدین ترتیب، مقدار بالاتر نشانگر کیفیت گزارشگری بیشتر است.

متغیر تعدیلگر

FO: مالکیت خانوادگی: ساختار مالکیت شرکت‌ها می‌تواند بسیار متنوع باشد و طیف وسیعی از سهامداران حقیقی و حقوقی می‌توانند در این ساختار ایفای نقش کنند. حضور سهامداران حقیقی از یک خانواده یا فامیل با در اختیار داشتن درصد بالای سهام و یا حضور آن‌ها در هیأت‌مدیره به نوعی خانوادگی بودن مالکیت شرکت را نشان می‌دهد (اندرسون، ۲۰۰۳). برای اندازه‌گیری مالکیت خانوادگی از دو تعریف زیر استفاده می‌شود:

الف) سهامدار حقیقی مالک حداقل ۲۰ درصد سهام عادی شرکت باشد.

ب) یکی از اعضای هیأت‌مدیره، خود، به تنهایی مالک حداقل ۵ درصد سهام عادی و یا مجموع سهام عضو حقیقی هیأت‌مدیره و اعضای خانواده و فامیل وی، حداقل ۵ درصد مجموع سهام عادی شرکت باشد. چنانچه شرکت دارای مالکیت خانوادگی باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را اختیار می‌کند.

متغیرهای کنترلی

LEV: اهرم مالی: برای محاسبه اهرم مالی از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها در پایان سال مالی استفاده می‌گردد.

CA: نوسانات جریان وجوه نقد عملیاتی: انحراف معیار جریان وجوه نقد عملیاتی تقسیم بر کل دارایی‌ها.

TANG: قابلیت مشاهده دارایی: قابلیت مشاهده دارایی که برابر است با نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌های شرکت.

TOBINQ: کیوتوبین: از رابطه زیر جهت محاسبه آن استفاده می‌شود:

ارزش دفتری کل دارایی‌ها / (ارزش بازار حقوق صاحبان سهام + ارزش دفتری کل بدهی‌ها) = Q_T

FA: سن شرکت: برابر با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی است که شرکت در بورس اوراق بهادار تهران پذیرش شده است.

CS: اندازه شرکت: جهت محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها در پایان سال مالی استفاده می‌شود.

AQ: کیفیت حسابرسی: برای محاسبه آن شرکت‌هایی که حسابرسی آن‌ها توسط سازمان حسابرسی، مؤسسه مفید راهبر و یا مؤسسه حسابرسی که ۲۰ شریک دارد عدد یک و در غیر این صورت صفر لحاظ می‌گردد.

LOSS: وضعیت سودآوری: اگر شرکت زیان گزارش کرده باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر منظور می‌شود.

Dummyindustry: متغیر مجازی صنعت، به تعداد صنایع موجود در پژوهش قابل محاسبه است و به صورت صفر و یک محاسبه می‌گردد.

Dummyyear: متغیر مجازی سال، به دوره زمانی پژوهش اطلاق می‌شود و به صورت صفر و یک محاسبه می‌شود.

یافته های پژوهش

همانطور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود، میانگین کارایی سرمایه‌گذاری برابر ۰,۲۴۱- می‌باشد، همچنین میانگین متغیر کیفیت گزارشگری مالی برابر با ۰,۰۷۰- است در این پژوهش حدود ۱۴ درصد شرکت‌ها دارای مالکیت خانوادگی می‌باشند. همچنین اندازه شرکت ۱۳,۸۶۹ واحد، سن شرکت ۲,۷۹۹ سال و کیوتوبین ۱,۷۵۹ است. به علاوه، شرکت‌ها حدود ۶۰ درصد منابع مالی خود را، از طریق بدهی تأمین مالی می‌کنند و میانگین نوسانات جریان وجوه نقد عملیاتی ۷ درصد و قابلیت مشاهده دارایی‌ها ۰,۲۶۱- می‌باشد افزون بر این، حدوداً ۱۵ درصد شرکت‌ها زیان‌ده بوده و تقریباً ۳۰ درصد شرکت‌های مورد مطالعه توسط سازمان حسابرسی، مؤسسه مفید راهبر و یا مؤسسه حسابرسی با ۲۰ شریک مورد حسابرسی قرار گرفته‌اند.

همان‌طور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود مقدار میانه برای کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی به ترتیب برابر ۰,۲۲۷- و ۰,۰۶۶- است.

با توجه به جدول ۱، بیشترین پراکندگی مربوط به متغیر اندازه شرکت با مقدار ۱۶,۲۳۳ و کمترین پراکندگی مربوط به متغیر کارایی سرمایه‌گذاری با مقدار ۰,۴۹۳- است.

جدول (۱): آمار توصیفی

| پنل متغیرهای پیوسته | | | | | | | | |
|---------------------|------|--------------------------------|---------|--------|---------|--------|--------------|---------|
| نوع متغیر | نماد | نام متغیر | میانگین | میانه | بیشترین | کمترین | انحراف معیار | مشاهدات |
| وابسته | IE | کارایی سرمایه‌گذاری | ۰,۲۴۱- | ۰,۲۲۷- | ۰,۰۰۷- | ۰,۴۹۳- | ۰,۱۳۸ | ۷۸۶ |
| مستقل | FRQ | کیفیت گزارشگری مالی | ۰,۰۷۰- | ۰,۰۶۶- | ۰,۰۱۷- | ۰,۱۶۶- | ۰,۰۳۱ | ۷۸۶ |
| کنترلی | LEV | اهرم مالی | ۰,۶۰۴ | ۰,۶۱۲ | ۰,۹۹۱ | ۰,۲۳۶ | ۰,۱۶۵ | ۷۸۶ |
| کنترلی | CA | نوسانات جریان وجوه نقد عملیاتی | ۰,۰۷۱ | ۰,۰۶۲ | ۰,۲۳۲ | ۰,۰۰۹ | ۰,۰۴۴ | ۷۸۶ |

| | | | | | | | | |
|--------------------|----------|---------|-----------------|--------|--------|---------------|--------|--------|
| ۷۸۶ | ۰,۱۶۹ | ۰,۰۴۲ | ۰,۷۶۸ | ۰,۲۱۴ | ۰,۲۶۱ | قابلیت مشاهده | TANG | کنترلی |
| ۷۸۶ | ۰,۶۸۹ | ۰,۸۷۷ | ۴,۲۵۱ | ۰,۵۷۱ | ۱,۷۵۹ | کیوتوبین | Tobinq | کنترلی |
| ۷۸۶ | ۰,۳۶۲ | ۲,۱۹۷ | ۳,۸۷۱ | ۲,۷۷۲ | ۲,۷۹۹ | سن شرکت | FA | کنترلی |
| ۷۸۶ | -۰,۱۶۱ | ۰,۸۹۸ | ۱۶,۲۲۳ | ۱۳,۸۶۵ | ۱۳,۸۶۹ | اندازه شرکت | CS | کنترلی |
| پنل متغیرهای گسسته | | | | | | | | |
| تعداد مشاهدات | درصد صفر | درصد یک | نام متغیر | | نماد | نوع متغیر | | |
| ۷۸۶ | ۸۶,۲۶ | ۱۳,۷۴ | مالکیت خانوادگی | | FO | تعدیلگر | | |
| ۷۸۶ | ۶۹,۷۲ | ۳۰,۲۸ | کیفیت حسابرسی | | AQ | کنترلی | | |
| ۷۸۶ | ۸۴,۴۸ | ۱۵,۵۲ | وضعیت سودآوری | | LOSS | کنترلی | | |

آزمون هم خطی

هم خطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل می باشد. در صورت وجود هم خطی، ضرایب برآوردی الگو دارای خطای معیار بالایی خواهد بود و در نتیجه این مسئله باعث می شود که تعداد متغیرهای معنادار در معادله کاهش یابد. این پژوهش با بهره گیری از ضرایب عامل تورم واریانس شدت هم خطی متغیرهای مستقل پژوهش را بررسی می نماید. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی می باشد. نتایج در جدول شماره (۳-۴) ارائه شده است. نتایج نشان می دهد میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل و کنترلی مدل پژوهش در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد.

جدول (۲): آزمون هم خطی بین متغیرها

| فرضیه اول | | فرضیه دوم | | |
|-----------|-------------------|-----------|-------------------|--------------------------------|
| تولرانس | عامل تورم واریانس | تولرانس | عامل تورم واریانس | |
| ۰,۶۷۵ | ۱,۴۸ | ۰,۵۹۵ | ۱,۶۸ | کیفیت گزارشگری مالی |
| ۰,۸۳۰ | ۱,۲۰ | ۰,۱۵۴ | ۶,۴۷ | مالکیت خانوادگی |
| | | ۰,۱۴۵ | ۶,۸۸ | گزارشگری مالی*مالکیت خانوادگی |
| ۰,۷۱۹ | ۱,۳۹ | ۰,۷۱۹ | ۱,۳۹ | اهرم مالی |
| ۰,۸۴۷ | ۱,۱۸ | ۰,۸۴۶ | ۱,۱۸ | نوسانات جریان وجوه نقد عملیاتی |
| ۰,۷۲۸ | ۱,۳۷ | ۰,۷۲۶ | ۱,۳۸ | قابلیت مشاهده دارایی |
| ۰,۷۱۴ | ۱,۴۰ | ۰,۷۰۸ | ۱,۴۱ | کیوتوبین |
| ۰,۸۶۹ | ۱,۱۵ | ۰,۸۶۶ | ۱,۱۵ | سن شرکت |
| ۰,۵۲۳ | ۱,۹۱ | ۰,۵۲۳ | ۱,۹۱ | اندازه شرکت |
| ۰,۶۹۷ | ۱,۴۳ | ۰,۶۹۷ | ۱,۴۳ | کیفیت حسابرسی |
| ۰,۷۲۴ | ۱,۳۸ | ۰,۷۲۳ | ۱,۳۸ | وضعیت سودآوری |
| | ۱,۶۰ | | ۲,۰۵ | مقدار ثابت |
| کنترل شد | | کنترل شد | | سال و صنعت |

تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از برآورد مدل

نتایج آزمون فرضیه "بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری رابطه وجود دارد" در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول (۳): نتیجه آزمون فرضیه اول

| متغیر | ضریب | خطای استاندارد | آماره t | احتمال آماره t |
|-------------------------------|----------------------|----------------|----------------|----------------|
| کیفیت گزارشگری مالی | ۰,۷۱۲ | ۰,۲۹۷ | ۲,۴۰ | ۰,۰۱۷ |
| مالکیت خانوادگی | ۰,۰۹۴ | ۰,۰۳۵ | ۲,۶۶ | ۰,۰۰۸ |
| اهرم مالی | ۰,۱۲۱ | ۰,۰۸۵ | ۱,۴۲ | ۰,۱۵۶ |
| نوسانات جریان وجه نقد عملیاتی | ۰,۵۹۸ | ۰,۲۰۱ | ۲,۹۷ | ۰,۰۰۳ |
| قابلیت مشاهده دارایی | -۰,۶۵۳ | ۰,۱۱۰ | -۵,۹۰ | ۰,۰۰۰ |
| کیوتوبین | ۰,۰۳۶ | ۰,۰۱۸ | ۱,۹۸ | ۰,۰۴۸ |
| سن شرکت | ۰,۰۶۰ | ۰,۰۲۶ | ۲,۲۸ | ۰,۰۲۳ |
| اندازه شرکت | ۰,۰۰۳ | ۰,۰۰۹ | ۰,۳۳ | ۰,۷۴۲ |
| کیفیت حسابرسی | -۰,۰۳۱ | ۰,۰۲۳ | -۱,۳۱ | ۰,۱۹۲ |
| وضعیت سودآوری | -۰,۱۰۱ | ۰,۰۴۹ | -۲,۰۳ | ۰,۰۴۳ |
| مقدار ثابت | -۰,۴۴۲ | ۰,۲۰۱ | -۲,۱۹ | ۰,۰۲۹ |
| کنترل شد | | | | |
| سال و صنعت | ضریب تعیین تعدیل شده | آماره F | احتمال آماره F | |
| | ۰,۲۹۹ | ۶,۸۱ | ۰,۰۰۰ | |

همان‌طور که در جدول ۳ می‌توان مشاهده کرد، در آزمون مدل، مقدار احتمال آماره F برابر صفر و این مقدار کمتر از ۰,۰۵ است. پس می‌توان گفت با ۹۵ درصد اطمینان مدل معنادار می‌باشد. همچنین نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۳۰ درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند.

بر اساس نتایج حاصل شده در جدول ۳، ضریب متغیر کیفیت گزارشگری مالی برابر ۰,۷۱۲ می‌باشد و همچنین احتمال آماره t مربوط به متغیر کیفیت گزارشگری مالی نشان می‌دهد با سطح اطمینان ۹۵ درصدی، ضریب متغیر کیفیت گزارشگری مالی معنادار است. علاوه بر این، علامت مثبت این ضریب نشان‌دهنده رابطه مسقیم بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد. بر این اساس فرضیه "بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه وجود دارد" تأیید می‌شود.

نتایج آزمون فرضیه دوم

نتایج آزمون فرضیه "مالکیت خانوادگی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری نقش تعدیلگر دارد" در جدول ۴ ارائه شده است.

جدول (۴): نتیجه آزمون فرضیه دوم

| متغیر | ضریب | خطای استاندارد | آماره t | احتمال آماره t |
|---------------------------------------|--------|----------------|---------|----------------|
| کیفیت گزارشگری مالی | ۰,۹۶۴ | ۰,۳۱۶ | ۳,۰۵ | ۰,۰۰۲ |
| مالکیت خانوادگی | ۰,۲۳۱ | ۰,۰۷۷ | ۲,۹۷ | ۰,۰۰۳ |
| کیفیت گزارشگری مالی * مالکیت خانوادگی | ۱,۸۰۶ | ۰,۸۳۳ | ۲,۱۷ | ۰,۰۳۰ |
| اهرم مالی | ۰,۱۲۲ | ۰,۰۸۶ | ۱,۴۳ | ۰,۱۵۴ |
| نوسانات جریان وجه نقد عملیاتی | ۰,۶۱۶ | ۰,۲۰۱ | ۳,۰۵ | ۰,۰۰۲ |
| قابلیت مشاهده دارایی | -۰,۶۴۳ | ۰,۱۱۲ | -۵,۷۲ | ۰,۰۰۰ |

| | | | | |
|----------------------|----------|-------|----------------|-------|
| کیوتوبین | ۰,۰۳۷ | ۰,۰۱۸ | ۲,۰۱ | ۰,۰۴۵ |
| سن شرکت | ۰,۰۵۶ | ۰,۰۲۶ | ۲,۱۴ | ۰,۰۳۲ |
| اندازه شرکت | ۰,۰۰۳ | ۰,۰۰۹ | ۰,۳۲ | ۰,۷۴۶ |
| کیفیت حسابرسی | -۰,۰۳۰ | ۰,۰۲۳ | -۱,۲۶ | ۰,۲۰۷ |
| وضعیت سودآوری | -۰,۰۹۹ | ۰,۰۵۰ | -۱,۹۸ | ۰,۰۴۸ |
| مقدار ثابت | -۰,۴۲۱ | ۰,۲۰۱ | -۲,۱۰ | ۰,۰۳۶ |
| سال و صنعت | کنترل شد | | | |
| ضریب تعیین تعدیل شده | آماره F | | احتمال آماره F | |
| ۰,۳۰۳ | ۶,۶۷ | | ۰,۰۰۰ | |

همان‌طور که در جدول ۴ می‌توان مشاهده کرد، در آزمون مدل، مقدار احتمال آماره F برابر صفر و این مقدار کمتر از ۰,۰۵ است. پس می‌توان گفت با ۹۵ درصد اطمینان مدل معنادار می‌باشد. همچنین نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۳۰ درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند.

بر اساس نتایج حاصل شده در جدول ۴، ضریب متغیر تعاملی (کیفیت گزارشگری مالی * مالکیت خانوادگی) برابر ۱,۸۰۶ می‌باشد و همچنین احتمال آماره t مربوط به متغیر مورد نظر نشان می‌دهد با سطح اطمینان ۹۵ درصدی، ضریب متغیر تعاملی معنادار است. بر این اساس فرضیه "مالکیت خانوادگی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری نقش تعدیلگر دارد" تأیید می‌شود.

بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهاد

واحدهای تجاری، همواره با فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی روبرو می‌شوند و نیازمند تصمیم‌گیری منطقی نسبت به یک سرمایه‌گذاری بهینه هستند. در واقع، سرمایه‌گذاری هر واحد تجاری باید با توجه به محدودیت منابع و کارا بودن آن صورت بگیرد، اما مسأله اصلی، انتخاب طرح‌ها و تصمیم‌گیری راجع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری به وسیله مدیران واحدهای تجاری است که براساس منافع شخصی آن‌ها صورت می‌گیرد. به عبارت دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع مانع انجام یک سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸). از این رو واحدهای تجاری برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهند (مدرس و حصاراده، ۱۳۸۷). در مجموع، براساس مبانی نظری پژوهش، کیفیت اطلاعات حسابداری، کارایی سرمایه‌گذاری را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین واحد تجاری و تأمین‌کنندگان خارجی سرمایه بهبود می‌بخشد (وردی، ۲۰۰۷). اول از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران و در نتیجه کاهش هزینه تأمین مالی، و دوم از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و مدیران و در نتیجه کاهش هزینه‌های نظارت و بهبود انتخاب پروژه.

براساس دیدگاه هم‌ترازی، کیفیت گزارشگری مالی کنترل بیشتری در مالکیت خانوادگی نسبت به مالکیت غیرخانوادگی دارد. بر این اساس، اطلاعات نامتقارن در شرکت‌های تحت کنترل خانواده کمتر است (فاما و جنسن، ۱۹۸۳؛ میلر و لی، ۲۰۰۵؛ علی و همکاران، ۲۰۰۷ و چن و همکاران، ۲۰۰۸). سپس به دلیل پایین بودن عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های تحت کنترل خانواده، انتخاب نامطلوب و خطر اخلاقی کاهش می‌یابد. در نتیجه، اطلاعات نامتقارن کمتر به دلیل کیفیت گزارشگری مالی بالاتر و افق سرمایه‌گذاری طولانی‌تر، منجر به سرمایه‌گذاری بهینه‌تر در شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با غیرخانوادگی خواهد شد (موناز و بالستا، ۲۰۱۱)؛ زیرا رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت مهار می‌شود و تصمیمات سرمایه‌گذاری فرصت‌طلبانه مدیریت کاهش می‌یابد (استین، ۱۹۸۹).

در این پژوهش، باهدف واکاوی تأثیر مالکیت خانوادگی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری فرضیات تدوین و در فصل چهارم موردبررسی قرار گرفتند که نتایج به شرح زیر به دست آمدند:

نتایج فرضیه اول حاکی از آن است که بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه دوم بیانگر این است که رابطه مثبت و معناداری بین دوره بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری و نقش تعدیل‌کنندگی مالکیت خانوادگی برقرار است. نتایج حاصل شده با مبانی نظری پشتوانه فرضیه‌های مذکور سازگار می‌باشد.

در راستای پژوهش انجام‌شده و نتایج به‌دست‌آمده از آن برخی از پیشنهادهاى پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود:

سازمان بورس و اوراق بهادار تهران به‌عنوان نهادی نظارتی در بازار سرمایه ایران می‌بایست به‌منظور جهت‌دهی بازار به سمت کارایی، راهکارهایی عملی اتخاذ نماید تا از وجود اطلاعات بیشتر یکی از طرف‌های فعال در بازار نسبت به دیگری و داشتن مزیتی در این رابطه و در نتیجه حاکمیت سیستم اطلاعاتی نامتقارن در آن که خود می‌تواند منجر به گزینش نادرست و خطر اخلاقی گردد جلوگیری کند.

از سوی دیگر این سازمان باید از طریق نظارت بیشتر بر کیفیت و نه تنها کمیت و ارائه به‌موقع گزارش‌های مالی تهیه شده توسط شرکت‌های فعال در بازار و همچنین روابط نمایندگی حاکم در این شرکت‌ها آن‌ها را ملزم به ارائه اطلاعاتی دقیق، واقعی و با کیفیت نماید.

به سرمایه‌گذاران، سهامداران و مدیران پیشنهاد می‌شود که با مفهوم کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی بیشتر آشنا شده و در تصمیم‌گیری‌ها به آن توجه داشته باشند.

پیشنهاد می‌شود نهاد‌های تدوین‌کننده استانداردهای حسابداری نظیر سازمان حسابرسی، استانداردها را به سمتی پیش برند که منجر به افزایش کیفیت گزارشگری مالی و به تبع آن کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری گردد. به سرمایه‌گذاران نیز پیشنهاد می‌گردد به‌منظور اجتناب از ریسک بالاتر، در سهام شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که کیفیت گزارشگری مالی آن‌ها بالاتر و سهم سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت از کل بدهی‌ها در آن‌ها بیشتر باشد.

به‌منظور انجام پژوهش‌های آتی در ارتباط با این پژوهش، موضوعات زیر پیشنهاد می‌شود:

- تأثیر مشکلات نمایندگی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری.
- تأثیر عدم‌تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری.
- تأثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری.

در فرآیند هر پژوهش علمی و عملی، مجموعه شرایط و مواردی وجود دارند که خارج از کنترل و اختیارات پژوهشگر می‌باشند، ولی به‌طور بالقوه می‌تواند نتایج پژوهش و تعمیم‌پذیری آن را تحت تأثیر قرار دهند و یا با مشکل مواجه سازند. توجه به این محدودیت‌ها می‌تواند درک خواننده را در برداشت از نتایج پژوهش و تعمیم آن به موارد مشابه بیشتر سازد. پژوهش حاضر نیز از این موارد مستثنی نبوده و برخی از مهم‌ترین محدودیت‌ها عبارتند از:

- به علت برخی معیارهای گزینشی شامل سال مالی منتهی به پایان اسفندماه، ناقص بودن داده‌های برخی شرکت‌ها، حذف بانک‌ها و مؤسسات مالی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری، عدم‌تغییر سال مالی و ... بنابراین تعداد شرکت‌های مورد مطالعه به ۱۳۱ شرکت کاهش یافت. بنابراین تعمیم نتایج این پژوهش به سایر شرکت‌ها باید با احتیاط صورت پذیرد.

- یکی دیگر از محدودیت‌های این پژوهش، ویژگی‌های پژوهش‌های نیمه‌تجربی مبنی بر عدم کنترل برخی عوامل مؤثر بر نتایج پژوهش از جمله تأثیر متغیرهایی چون عوامل اقتصادی، شرایط سیاسی، وضعیت اقتصاد جهانی و ... است که خارج از دسترس پژوهشگر بوده و ممکن است بر نتایج پژوهش اثرگذار باشد.
 - (۱) کارا نبودن بازار سرمایه در ایران به‌عنوان عاملی مهم و اثرگذار.
 - (۲) عدم تعدیل ارقام صورت‌های مالی به واسطه وجود تورم که ممکن است بر نتایج پژوهش مؤثر باشد.
 - (۳) ممکن است اثرات ناشی از تفاوت در روش‌های حسابداری و گزارشگری مالی شرکت‌ها بر نتایج این پژوهش تأثیر بگذارد.
 - (۴) محدودیت‌های ناشی از مقررات حاکم بر بازار سرمایه ایران به‌ویژه قانون مالیات‌های مستقیم از جمله عوامل مؤثر بر کیفیت گزارشگری مالی است که با در نظر گرفتن آن، نتایج پژوهش می‌تواند دستخوش تغییر شود.
- با این وجود، اعتقاد بر این است که هیچ کدام از محدودیت‌های مزبور منجر به خدشه‌دار شدن پژوهش نشده و پژوهش همچنان از روایی داخلی و خارجی مناسبی برخوردار است.

منابع

- ✓ امینی فرد، زینب، مسلمی، آذر، (۱۳۹۴)، بررسی رابطه کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، سومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، ترکیه - استانبول، مؤسسه سرآمد همایش کارین.
- ✓ تهرانی، رضا، نوربخش، عسگر، (۱۳۸۵)، مدیریت سرمایه‌گذاری، انتشارات نشر نگاه دانش.
- ✓ حیدری کردزنگنه، غلامرضا، عالی پور، زهره، (۱۳۸۶)، مهندسی فرهنگ خصوصی سازی، تهران: پندار فارس.
- ✓ خدایی وله زاقرد، محمد، یحیایی، منیژه، (۱۳۸۹)، رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، مجله حسابداری مدیریت، دوره ۳، شماره ۳، صص ۱-۱۵.
- ✓ سرلک، نرگس، شیخ‌الاسلامی، فرامرزی، ایزدپور، مصطفی، (۱۳۹۶)، تأثیر توانایی مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری، فصلنامه پژوهش‌های نوین در حسابداری و حسابرسی، دوره ۱، شماره ۱، صص ۷۳-۹۲.
- ✓ صفری گرایلی، مهدی، رعنائی، فاطمه، (۱۳۹۶)، بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری و تأثیر ساختار سررسید بدهی‌ها بر این رابطه، مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۵، شماره ۱، صص ۸۳-۹۸.
- ✓ فروغی، داریوش، امیری، هادی، ساکیانی، امین، (۱۳۹۵)، توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی، پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۶، شماره ۲۱، صص ۶۳-۸۹.
- ✓ فروغی، داریوش، صادقی، محسن، (۱۳۸۹)، رابطه محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری، مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۷، شماره ۲۷، صص ۱۴۷-۱۶۶.
- ✓ مدرس، احمد، حصارزاده، رضا، (۱۳۸۷)، کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، فصلنامه بورس اوراق بهادار، دوره ۱، شماره ۲، صص ۸۵-۱۱۶.
- ✓ معطوفی، علیرضا، گلچویی، محمد، (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد، شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ۹، شماره ۴، صص ۶۱-۸۲.
- ✓ وکیلی فرد، حمیدرضا، علی‌خانی، راضیه، مران‌جوری، مهدی، (۱۳۹۶)، مالکیت خانوادگی، حق‌الزحمه حسابرسی و انتخاب حسابرس، شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های نوین در حسابداری و حسابرسی، دوره ۱، شماره ۳، صص ۱۲۱-۱۴۳.

- ✓ Abdolmohammadi, M., Kvaal, K. and J.C. Langli. (2010). Earnings Management Priorities of Private Family Firms. Center for Corporate Governance Research (CCGR), Working Paper No. 3/2010, Available at https://www.bi.edu/globalassets/forskning/centre-for-corporate-governance-research/publications/ccgr_wp_earnings_management_priorities_03_2010.pdf.
- ✓ Ali, A., Chen, T.Y. and Radhakrishnan, S. (2007), "Corporate disclosures by family firms", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 44 No. 1, pp. 238-286.
- ✓ Anderson, R., Mansi, S. & Reeb, D. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*. 37, 315-342.
- ✓ Asaba, S. (2013), "Patient investment of family firms in the Japanese electric machinery industry", *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 30 No. 3, pp. 697-715.
- ✓ Berle, A.A., Jr. and Means, G.C (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York, NY.
- ✓ Boodhoo, Roshan (2009) . Capital Structure and Ownership Structure: A Review of Literature. *The Journal of Online Education*, 9: PP.1-8.
- ✓ Biddle, G. C., Hilary, G. and Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality improve investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 48: 112-131.
- ✓ Cascino, S., Pugliese, A., Mussolino, D. and Sansone, C. (2010), "The influence of family ownership on the quality of accounting information", *Family Business Review*, Vol. 23 No. 3, pp. 246-265.
- ✓ Chen, I. Lin, S (2012). Will Managerial Optimism Affect the Investment Efficiency of a Firm. *Journal of Procedia Economics and finance* 2, 73-80.
- ✓ Chen, S., Chen, X. and Cheng, Q. (2008), "Do family firms provide more or less voluntary disclosure?", *Journal of Accounting Research*, Vol. 46 No. 3, pp. 499-536.
- ✓ Chen, S., Xia, C., Cheng, Q., & Hutton, A (2008). Conservative financial reporting in family firm. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=501802.
- ✓ Cheng, M., Dhaliwal, D. and Zhang, Y. (2013), "Does investment efficiency improve after the disclosure of material weaknesses in internal control over financial reporting?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 56 No. 1, pp. 1-18, available at:
- ✓ Choi, Y. R. Yoshikawa, T. Zahra, S. A. & Han, B. H. (2014). Market-oriented institutional change and R&D investments: Do business groups enhance advantage? *Journal of World Business*, 49(4), 466-475.
- ✓ Chung, H.H., Wynn, J.P. and Yi, H. (2013), "Litigation risk, accounting quality, and investment efficiency", *Advances in Accounting*, Vol. 29 No. 2, pp. 180-185.
- ✓ Czarnitzki, D. and Kraft, K. (2009), "Capital control, debt financing and innovative activity", *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 71 No. 2, pp. 372-383.
- ✓ De Massis, A., Frattini, F., Pizzurno, E. and Cassia, L. (2015), "Product innovation in family versus nonfamily firms: an exploratory analysis", *Journal of Small Business Management*, Vol. 53 No. 1, pp. 1-36, available at: <http://doi.org/10.1111/jsbm.12068>.
- ✓ Elaoud, A., & Jarboui, A (2017). Auditor specialization, accounting information quality and investment efficiency. *Research in International Business and Finance*, 42, 616-629.
- ✓ Fama, E.F. (1980), "Agency problems and the theory of the firm", *The Journal of Political Economy*, Vol. 88 No. 2, pp. 288-307.
- ✓ Gomariz, F. C. & Ballesta, j. (2014). Financial Reporting Quality, Debt Maturity and Investment Efficiency. *Journal of Banking & Finance*, Vol .40, Pp. 494-506.
- ✓ Gomez-Mejia, L.R., Cruz, C., Berrone, P. and De Castro, J. (2011), "The bind that ties: socioemotional wealth preservation in family firms", *The Academy of Management Annals*, Vol. 5 No. 1, pp. 653-707.
- ✓ Gomez-Mejia, L.R., Welbourne, T.M. and Wiseman, R.M. (2000), "The role of risk sharing and risk taking under gainsharing", *Academy of Management Review*, Vol. 25 No. 3, pp. 492-507.

- ✓ Jensen, M. C (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- ✓ Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976), "The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economic*, Vol. 3 No. 4, pp. 305-360.
- ✓ Kuan, T.-H., Li, C.-S. and Chu, S.-H. (2011), "Cash holdings and corporate governance in family-owned firms", *Journal of Business Research*, Vol. 64 No. 7, pp. 757-764.
- ✓ Lee, P.M. and O'neill, H.M. (2003), "Ownership structures and R&D investments of US and Japanese firms: agency and stewardship perspectives", *Academy of Management Journal*, Vol. 46 No. 2, pp. 212-225.
- ✓ Lin, C.J., Wang, T. and Pan, C.J. (2016), "Financial reporting quality and investment decisions for family firms", *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 32 No. 2, pp. 1-34.
- ✓ Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13 No. 2, pp. 187-221.
- ✓ Porta, R., Lopez- de- Silanes, F. and Shleifer, A. (1999), "Corporate ownership around the world", *The journal of Finance*, Vol. 54 No. 2, pp. 471-517.
- ✓ Prencipe, A., Bar-Yosef, S. and Dekker, H.C. (2014), "Accounting research in family firms: theoretical and empirical challenges", *European Accounting Review*, Vol. 23 No. 3, pp. 361-385.
- ✓ Prencipe, A., Markarian, G. and Pozza, L. (2008), "Earnings management in family firms: evidence from R&D cost capitalization in Italy", *Family Business Review*, Vol. 21 No. 1, pp. 71-88.
- ✓ Salvato, C., Moores, K., (2010). *Research on Accounting in Family Firms: Past Accomplishments and Future Challenges*. *Family Business Review*, 23(3) 193-215.
- ✓ Stein, J.C. (1989), "Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 104 No. 4, pp. 655-669.
- ✓ Tong, Y.H. (2007), "Financial reporting practices of family firms", *Advances in Accounting*, Vol. 23 No. 1, pp. 231-261.
- ✓ Tsao, S.-M., Lin, C.-H. and Chen, V.Y.S. (2015), "Family ownership as a moderator between R&D investments and CEO compensation", *Journal of Business Research*, Vol. 68 No. 3, pp. 599-606.
- ✓ Verdi, R.S. (2006), "Financial reporting quality and investment efficiency", available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=930922 (accessed October 22, 2016).
- ✓ Villalonga, B. and Amit, R. (2006), "How do family ownership, control and management affect firm value?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 80 No. 2, pp. 385-417.
- ✓ Wang, Fusheng, Zhu, Zhibiao and Hoffmire, John (2015). *Financial Reporting Quality, Free Cash Flow, and Investment Efficiency*. Article available at <http://www.shs-conferences.org>.