

ارزیابی رابطه هزینه نمایندگی و سیاست های تقسیم سود و کارایی سرمایه - گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد محمدی

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد مبارکه، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران. (نویسنده مسئول)
mkz.mohamadi@gmail.com

شهلا طالاری

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد مبارکه، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران.
talarishahla@gmail.com

ملک تاج ملکی اسکویی

عضو هیات علمی گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران شمال، تهران، ایران.
mtmoskouei@yahoo.com

زهرا خسروی

عضو هیات علمی گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد شهر قدس، شهر قدس، ایران.
z.khosravi@qodsiau.ac.ir

چکیده

تصمیمات مدیریت شرکت منجر به تخصیص مناسب منابع شرکت ها در بین دارائیهای آن به صورت مجموعه سرمایه گذاری کارآ گردیده و بازده مورد انتظار ذی نفعان را برآورده نماید. لیکن بر اساس نظریه نمایندگی و تضاد منافع بین مدیران و سایر ذی نفعان به خصوص سرمایه گذاران ایجاد شرایط عدم تقارن اطلاعاتی در چارچوب این نظریه بین مدیران و سایر ذی نفعان شرکت، بخش وسیعی از تحقیق های در حوزه های مدیریت مالی و حسابداری را به سمت موضوع کیفیت گزارشگری مالی سوق داده است این پژوهش ارتباط هزینه نمایندگی و سیاست تقسیم سود بر کارایی سرمایه گذاری در طول دوره ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ برای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بر اساس نوع روش تخمین مشخص شده طی آزمون های F لیمر و هاسمن، مدل های پژوهش برآورد گردید و نتایج تخمین برای هر یک از مدل ها مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت و برای پردازش الگوی پژوهش از روش حداقل مربعات معمولی و رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است. همچنین، برای انجام محاسبات از نرم افزارهای Eviews 9 و اکسل ۲۰۱۰ استفاده شده است. نتایج نشان می دهد که رابطه معنادار و مثبت بین هزینه های نمایندگی و سرمایه گذاری بالا و کم وجود دارد و همچنین، نتایج نشان داد که هزینه نمایندگی و سیاست های تقسیم سود رابطه معنادار و مثبت سرمایه گذاری بالا و کم دارد.

کلمات کلیدی: هزینه نمایندگی، سیاست تقسیم سود، کارایی سرمایه گذاری.

مقدمه

رابطه نمایندگی دربرگیرنده قراردادی است که بر طبق آن یک یا چند نفر مالک، شخص دیگری را به عنوان نماینده یا عامل از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم گیری را به وی توفیق می کنند. شکل گیری رابطه نمایندگی، همراه با منافع متضادی است که در نتیجه جدایی مالکیت از مدیریت، هدف های متفاوت و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران رخ می دهد

(مهدوی و منفرد مهرلوئی، ۱۳۹۰). بنابراین سهامداران باید مخارجی را متحمل گردند تا بتوانند منافع مدیران را با خود همسو نمایند یا حداقل از اقدامات وی در جهت منافع خودش کسب اطمینان نمایند. از آنجا که چنین مخارجی به واسطه انعقاد قرارداد میان مدیران و سهامداران و شکل‌گیری رابطه نمایندگی پدید می‌آید، هزینه‌های نمایندگی نامیده می‌شود. هزینه‌های نمایندگی را می‌توان به سه گروه عمده طبقه‌بندی کرد. گروه اول، مخارج مربوط به نظارت بر عملکرد و تلاش‌های مدیر، مانند هزینه‌های سازوکارهای کنترلی و نظارتی، است. گروه دوم، هزینه‌های مربوط به ساختار سازمانی هستند به گونه‌ای که بتوان رفتار نامطلوب مدیر را محدود کرد. گروه سوم از هزینه‌های نمایندگی، شامل هزینه‌های فرصت از دست رفته ناشی از اعمال محدودیت بر مدیر است. تئوری نمایندگی بیان می‌کند که هزینه‌های نمایندگی به دنبال جدایی مالکیت مدیریت شرکت ایجاد شده است. در واقع، سهامداران اداره امور شرکت را به مدیریت واگذار می‌کنند و اگر مدیریت برخلاف هدف اصلی شرکت، یعنی حداکثر کردن ثروت سهامداران، تصمیم‌گیری و عمل کند، سهامداران متحمل هزینه‌های نمایندگی خواهند شد (سوادجانی و علامه حائری، ۲۰۱۱). این در حالی است که شرکت‌ها با هدف حداکثرسازی ثروت سهامداران، تأسیس می‌شوند. زمانی که فعالیت‌های شرکت منجر به کسب سود شود، وجوه نقد آزاد حاصل می‌تواند به طرق مختلف و به منظور دستیابی به هدف شرکت به کار گرفته شود. این بدان معناست که شرکت‌ها می‌توانند وجوه نقدی آزاد خود را در مسیر توسعه فعالیت‌ها و افزایش بازده آتی سهامداران یا پرداخت وجه مزبور به عنوان سود سهام، به کار گیرند (سوادجانی و علامه حائری، ۲۰۱۱) در سی سال گذشته در ماهیت سود گزارش‌شده تغییرات فراوان صورت گرفته است. در ادامه تغییرات در سیاست تقسیم سود شرکت‌ها، این فرضیه را تقویت کرده است که کیفیت سود گزارش‌شده در صورت‌های مالی پایین آمده است، زیرا سطح بالای اقلام تعهدی موجب کاهش کیفیت سود می‌شود (اسکینر و همکاران، ۲۰۱۱). (براو و همکاران ۲۰۰۵) نشان دادند که مدیران تمایل دارند روند پرداخت سود تقسیمی را هموار ساخته و در نتیجه سیاست یکنواختی در پرداخت سود تقسیمی داشته باشند. سیاست تقسیم سود شرکت، می‌تواند نشان‌دهنده واقعی بودن یا نبودن سود گزارش‌شده و ارائه منصفانه عملکرد واحد تجاری باشد. با این مفهوم، سودهای تقسیمی نه تنها علامتی برای قابلیت سودآوری آتی به شمار می‌رود، بلکه علامتی برای سود با درجه کمی از دست‌کاری می‌باشد (علوی طبری، ۱۳۸۸). واحدهای تجاری همواره با فرصت‌های زیادی برای سرمایه‌گذاری‌های بهینه روبرو می‌شوند که نیازمند تصمیم‌گیری منطقی توسط مدیران شرکت‌ها می‌باشد. در واقع سرمایه‌گذاری هر واحد تجاری باید با توجه به محدودیت منابع و کارایی آن صورت گیرد. اما مسئله اصلی انتخاب طرح‌ها و تصمیم‌گیری راجع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری توسط مدیران واحدهای تجاری است که بر اساس منافع شخصی آنان صورت می‌گیرد و به عبارتی عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع، مانع از انجام یک سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸). بر این اساس انتظار می‌رود که تصمیمات مدیریت شرکت‌ها منجر به تخصیص مناسب منابع شرکت‌ها در بین دارائی‌های آن به صورت مجموعه سرمایه‌گذاری کارآمد گردیده و بازده مورد انتظار ذی‌نفعان را برآورده نماید. لیکن بر اساس نظریه نمایندگی و تضاد منافع بین مدیران و سایر ذی‌نفعان به خصوص سرمایه‌گذاران ایجاد شرایط عدم تقارن اطلاعاتی در چارچوب این نظریه بین مدیران و سایر ذی‌نفعان شرکت، بخش وسیعی از تحقیق‌های در حوزه‌های مدیریت مالی و حسابداری را به سمت موضوع کیفیت گزارشگری مالی سوق داده است (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۱). این پژوهش، به منظور کمک به استفاده کنندگان از صورت‌های مالی در اتخاذ تصمیم‌های بهینه، به بررسی و ارزیابی، نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش تأثیر منفی سیاست‌های تقسیم سود سهام بر تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌پردازد. در نتیجه به روش‌های زیر به پژوهش کمک می‌کند. اول، رابطه بین هزینه نمایندگی و کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی می‌کنیم. دوم، تاثیر سیاست تقسیم سود بر کارایی

سرمایه گذاری را بررسی می‌کنیم. سوم، اثر تعدیل سیاست تقسیم سود را بر رابطه بین هزینه نمایندگی و کارایی سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار بررسی می‌کنیم.

مبانی نظریه و مروری بر پیشینه پژوهش هزینه نمایندگی و کارایی سرمایه گذاری

(میرز و مجلوف^۱) ۱۹۸۴) انتخاب نادرست و خطر اخلاقی ممکن است فرصت ها و انگیزه هایی را برای مدیران خود محور برای پیروی از دستورات فردی فراهم کنند، بنابراین به طور بالقوه منجر به سرمایه گذاری کم و زیاد یک شرکت می شود. در نهایت سهامداران باید هزینه چنین حرکت هایی را از مدیران متحمل شوند (وردی، ۲۰۰۶؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). نظریه نمایندگی شرکت، کیفیت گزارشگری مالی بالاتری را به عنوان راه حلی برای کاهش چالش سرمایه گذاری کم و زیاد با کاهش اطلاعات نامتقارن در نظر می‌گیرد. بنابراین، شرکت هایی با چشم اندازهای خوب این پول را به دست می‌آورند و در نهایت سرمایه گذاری کم و زیاد را از بین می‌برند. به عنوان مثال، یک مدیر شرکت، سود هر سهم شرکت را دستکاری می‌کند، و آن را برای سهامداران جذاب تر می‌سازد تا در سهام شرکت سرمایه گذاری کنند. زمانی که سهامداران بازار آگاه نیستند که شماره حسابداری دستکاری شده است، آنها به نفع شرکت تصمیم می‌گیرند و سعی می‌کنند سهام را حتی با قیمت های بالاتر خریداری کنند. این باعث می‌شود که پول بیشتری برای مدیریت تولید شود، که آنها می‌توانند برای سرمایه گذاری زیاد استفاده کنند (هواکیمیان، ۲۰۰۹). در اینجا، انتخاب نادرست سهام توسط تامین کننده سرمایه مشهود است، و می‌تواند مدیر را قادر به تامین مالی پروژه های خالص ارزش فعلی منفی کند. این انتخاب نادرست به خاطر نقص اطلاعات بین سرمایه گذار و مدیر توسط سرمایه گذار انجام می‌شود. با این حال، اگر ارائه دهنده سرمایه درک کند که سهام شرکت ضعیف است، پس شرکت هایی با طرح های مثبت خالص ارزش فعلی، قادر به پرداخت پول نیستند زیرا سهامداران، سهام با قیمت های کمتر به منظور تغییر دستکاری پرداخت می‌کنند.

سیاست تقسیم سود و کارایی سرمایه گذاری

تصمیمات سرمایه گذاری به عنوان یکی از تصمیم های مهم و حیاتی در بقاء و رشد شرکت ها به شمار می‌رود. البته سرمایه گذاری شرکت ها می‌تواند تحت تأثیر عوامل مختلفی از جمله سیاست های تقسیم سود، اندازه شرکت و اهرم مالی قرار گیرد که در بین این عوامل سیاست های تقسیم سود به علت توزیع منابع داخلی شرکت در بین سهامداران و کاهش نقدینگی، دارای اثر منفی بر تصمیمات سرمایه گذاری دارد. شرکت ها با سرمایه های داخلی محدودی که در دسترس دارند باید بین فرصت های سرمایه گذاری و پرداخت سود نقدی سهام یک مورد را انتخاب کنند. بسیاری از مدیران برای حفظ سطح توزیع سود سهام از فرصت های سرمایه گذاری با ارزش صرف نظر می‌کنند. اثر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه گذاری در میان شرکت هایی که سود نقدی سهام خود را کاهش می‌دهند، شدیدتر از شرکت هایی است که سود نقدی سهام خود را افزایش می‌دهند. بنابراین، انتظار می‌رود در شرکت هایی که سود نقدی سهامشان را کاهش داده اند تأثیر منفی توزیع نقدی سود سهام بر سرمایه گذاری شدیدتر باشد. همچنین کیفیت گزارش های مالی بالا، تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه گذاری را کاهش می‌دهد (براو و همکارانش، ۲۰۰۵). جلب اعتماد سرمایه گذاران و ذی نفعان مستلزم وجود یک بازار سرمایه شفاف و

¹ Myers and Magloff

روشن می باشد. اما شفافیت بازار سرمایه خود در گرو گزارش های مالی درست و به موقع شرکت های پذیرفته شده در بورس است و بدون وجود چنین اطلاعاتی، استفاده کنندگان نمی توانند فرصت ها و خطرات سرمایه گذاری را به موقع تشخیص دهند (اعتمادی، ۱۳۸۲).

اثر تعدیل کنندگی بر روابط بین سیاست تقسیم سود و کارایی سرمایه گذاری

پژوهش پیشین نشان دادند که هزینه نمایندگی ارتباط مثبتی با کارایی سرمایه گذاری دارد و این امر باعث حذف موضوعات سرمایه گذاری کم و زیاد می گردد (به عنوان مثال چنگ و همکاران^۲، ۲۰۱۳: بیدل و همکاران، ۲۰۰۹: مک نیکولز و همکاران، ۲۰۰۸). خطر اخلاقی می تواند زمانی افزایش یابد که یک سهامدار یک انتخاب خوب داشته باشد و در شرکت با قیمت عادلانه سرمایه گذاری کند. با این حال، اگر سهامداران سرمایه گذاری نمی دانند که مدیر سرمایه گذاری در کجا پول سرمایه گذاری کرده است، یک نقص اطلاعات بین مدیر و فروشنده ایجاد خواهد شد. در اینجا، نقص اطلاعات برای سهامداران برای نظارت بر عامل دشوار است (جنسن و مک لینگ^۳، ۱۹۷۶). بنابراین، مدیر ممکن است از این مزیت اطلاعاتی برای سرمایه گذاری زیاد به شکل ساختمان امپراطوری یا سرمایه گذاری کم به منظور داشتن زندگی آرام ناشی از رویکرد نادرست ریسک استفاده کند. بحث های مرتبط با سیاست تقسیم سود از زمان تشکیل شرکت های تجاری پیشرفته بوده است (مالکاو و همکاران، ۲۰۱۰). اصطلاح سیاست تقسیم سود به تصمیمات شرکت در رابطه با پرداخت سود نقدی به سهامداران اشاره دارد، به عبارت دیگر سیاست تقسیم سود، مدل پرداخت نقدی در طی زمان به سهامداران است. (بریلی و مایرز، ۲۰۰۲) سیاست تقسیم سود را جزء ده معمای پیچیده مالی می دانند. مطالعات در مورد سیاست تقسیم سود تا به امروز نیز ادامه داشته و در نتیجه این مطالعات الگوهای متعددی در توجیه سیاست تقسیم سود ایجاد شده است. در ادامه چندین تئوری مهمی که در رابطه با سیاست تقسیم سود وجود دارد به اختصار توضیح داده می شود.

پیشینه پژوهش

(براو و همکاران، ۲۰۰۵) با تحقیق در مورد ۳۸۴ شرکت دریافتند که سیاست های تقسیم سود سهام می توانند تأثیر منفی بر تصمیمات سرمایه گذاری داشته باشد. بر خلاف (لینتنر ۱۹۵۶) آن ها دریافتند که مدیران تمایلی به کاهش سود سهام ندارند و به حفظ سطح توزیع سود سهام به عنوان یک هدف غیرقابل تغییر نگاه می کنند. مدیران بیان کردند که تمایل دارند تا از فرصت های سرمایه گذاری به منظور حفظ سطح توزیع سود سهام صرف نظر کنند.

(رامالین جیگودا و سان وانگ، ۲۰۱۳) نشان داد که گزارش های مالی با کیفیت، تأثیر سیاست های تقسیم سود نقدی سهام بر سرمایه گذاری را تا حدود زیادی کاهش می دهد بعلاوه، بخش کاهش دهنده گزارش های مالی با کیفیت در سرمایه گذاری برای شرکت های با ارزش رشدی، قوی تر است. (ویندی آنجلا و ریلا آریانکنا، ۲۰۱۶) به مطالعه تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر تأمین مالی و سرمایه گذاری پرداختند. نتایج حاصل از بررسی ۱۵ شرکت بزرگ اندونزی با توجه به این که شرکت های غیرمالی آن، تقریباً ۵۰ درصد از سرمایه گذاری خود را از طریق وام، اوراق قرضه و سایر اعتبارها دریافت می کنند، نشان داد که (۱) کیفیت گزارشگری مالی بر تأمین مالی تأثیر منفی دارد.

² Cheng et al

³ Jensen and MacLing

(۲) کیفیت گزارشگری مالی بالا تأثیر مثبت بر سرمایه گذاری دارد.

(چو و دیگران ۲۰۱۳) طی مطالعه ای به بررسی ارتباط میان سود تقسیمی، ارزش بازار و هزینه های نمایندگی در صندوق های سرمایه گذاری املاک و مستغلات پرداختند. ایشان مطالعه خود را ابتدا با تمام صندوق های سرمایه گذاری املاک و مستغلات کشور آمریکا در بازه زمانی ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۷ شروع کردند و در ادامه نمونه نهایی آن ها شامل ۲۱۳ صندوق سرمایه گذاری گردید. نتایج آن ها حاکی از آن است که مطابق با تئوری نمایندگی صندوق هایی که با تضادهای نمایندگی بیشتری روبه رو هستند با تقسیم سود اختیاری از ارزش بیشتری برخوردار خواهند شد. آن ها همچنین دریافتند ارزش بازار شرکت هایی که ساختار پیچیده تری داشته و اعضای هیئت مدیره آن ها از درجه استقلال کمتری برخوردارند، با تقسیم سود اضافی افزایش می یابد.

(آبر و باکپین، ۲۰۱۰) طی مطالعه ای به بررسی ارتباط میان کارایی سرمایه گذاری، تأمین مالی شرکتی و سیاست تقسیم سود شرکت ها پرداختند. ایشان مطالعه خود را بر روی نمونه ای از ۳۴ بازار نوظهور و طی دوره ۱۷ ساله بین ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۶ انجام دادند. یافته های آن ها بدین قرار بود: (۱) بین سود تقسیمی و فرصت های سرمایه گذاری شرکت ها رابطه معکوس و معنی داری وجود دارد، (۲) ارتباط چندان معنی داری بین شاخص های مختلف نحوه تأمین مالی و سود تقسیمی شرکت ها یافت نشد، (۳) بین سودآوری شرکت ها و میزان سود تقسیمی آن ها رابطه مستقیم و معنی داری وجود دارد، (۴) شرکت های فعال در بازارهای توسعه یافته به طور نسبی سیاست تقسیم سودهای کمتری را در پیش می گیرند.

(وانگ، ۲۰۱۰)، در پژوهش خود ابتدا به آزمون تجربی ارتباط بین جریان های نقدی آزاد و هزینه های نمایندگی پرداخت و سپس، تأثیر هر دو را بر عملکرد شرکت های تایوانی مورد بررسی قرار داد. با در نظر گرفتن گردش کل دارایی ها و نسبت هزینه های عملیاتی به فروش، به عنوان معیارهای مناسب هزینه های نمایندگی و به استثنای سایر متغیرها، پژوهش وی به شواهدی مبنی بر تأیید نظریه نمایندگی دست یافت، بدین معنا که هزینه های نمایندگی دارای تأثیر منفی و معنادار بر عملکرد عملیاتی و بازده سهام شرکت است. در مقابل، نتایج پژوهش نشان داد که بین جریان های نقدی آزاد و معیارهای عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنادار وجود دارد، که این خود به معنی نبود شواهد کافی در تأیید فرض جریان نقدی آزاد است.

(فرانسیس و همکاران، ۲۰۱۰). در مطالعه ای رابطه بین هزینه های نمایندگی و حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی را در میان شرکت های بزرگ مورد بررسی قرار دادند. برای اندازه گیری هزینه های نمایندگی از معیار مستقیم قوانین وضع شده در مقابل خطر تصاحب در هر شرکت استفاده کردند. یافته ها حاکی از آن است که شرکت هایی که حاکمیت شرکتی آن ها پیرو قوانین وضع شده سختگیرانه ایالت ها درباره تصاحب دیگر شرکت ها می باشد، هزینه های نمایندگی بیشتری متحمل می شوند. نتایج این پژوهش نشان داد که حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی در شرایطی که مدیران از خطر تصاحب شرکت توسط دیگران در امان باشند، شدیدتر است.

گاریگلیا و یانگ به بررسی تأثیر محدودیت های مالی و هزینه های نمایندگی در کاهش کارایی سرمایه گذاری در شرکت های چینی برای دوره زمانی ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۰ پرداختند. آن ها برای اندازه گیری محدودیت های مالی از شاخص (کاپلان و زینگلاس، ۱۹۹۷) و (ویتید و وو، ۲۰۰۶) و جهت برآورد میزان هزینه های نمایندگی از نسبت های کارایی استفاده کردند. شواهد نشان می دهد که ترکیب محدودیت های مالی و مشکلات نمایندگی می تواند برای توضیح کارایی سرمایه گذاری در محیط کشور چین مورد استفاده قرار گیرد. به طور خاص نتایج آن ها با فرضیه محدودیت های مالی (فازاری و همکاران ۱۹۸۸) و فرضیه جریان های نقد آزاد (جنسن ۱۹۸۸) سازگار می باشد.

(چکیپ کلسی و حسینعلی ۲۰۱۷)؛ در تحقیقی با عنوان "اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری" با استفاده از داده‌های ۲۵ شرکت تونس در طی سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۱۳ به بررسی ویژگی‌های اطلاعات مالی، یعنی قابلیت اطمینان به نظر می‌رسد ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد، در حالی که محافظه‌کاری ارتباط و تاثیر قابل توجهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری ندارند.

(محمدی و اله‌کرم صالحی ۱۳۹۶) تحقیقی با عنوان بررسی رابطه بین توانایی مدیریت با کارایی سرمایه‌گذاری و ریسک کاهش قیمت سهام انجام دادند. در این مطالعه با استفاده از داده‌های ۱۵۲ شرکت موجود در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ به بررسی این موضوع پرداخته شد. برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت از مدل دم‌رجیان و همکاران (۲۰۱۲) که مبتنی بر متغیرهای حسابداری است، استفاده شده است. داده‌ها به روش داده‌های تابلویی و رگرسیون چند متغیره تجزیه و تحلیل شده‌اند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بین توانایی مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود ندارد، در حالی که بین توانایی مدیریت و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

(مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷) از لحاظ اینکه چگونه خطر اخلاقی می‌تواند منجر به ناکارآمدی سرمایه‌گذاری شود، یک مثال را در نظر بگیرید که در آن یک سهامدار یک انتخاب خوب را ایجاد می‌کند و در شرکت با قیمت منصفانه سرمایه‌گذاری می‌کند. با این حال، اگر سهامداران سرمایه‌گذاری نمی‌دانند که مدیر سرمایه‌گذاری در کجا پول سرمایه‌گذاری کرده است، یک نقص اطلاعات بین مدیر و فروشنده ایجاد خواهد شد. در اینجا، نقص اطلاعات برای سهامداران به چالش کشیده می‌شود تا نماینده را مشاهده کند.

(مدرس و حصار زاده، ۱۳۸۷) در پژوهشی با استفاده از اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۵، رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری بررسی نمودند. ایشان بیان نمودند بر اساس پژوهش‌های قبلی گزارشگری مالی با کیفیت می‌تواند پیامدهای اقتصادی مهمی از جمله افزایش کارایی سرمایه‌گذاری داشته باشد. نتایج این پژوهش نشان داد که، علاوه بر اینکه سطح کیفیت گزارشگری مالی با سطح کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و مثبتی دارد، کیفیت بالاتر گزارشگری مالی موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد. همچنین این پژوهش نشان داد که بین بیش (کم) سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بنابراین نتایج این پژوهش حاکی از آن است که کیفیت گزارشگری مالی از طریق کاهش بیش (کم) سرمایه‌گذاری، می‌تواند موجب ارتقای کارایی سرمایه‌گذاری گردد.

(عربصالحی و همکاران، ۱۳۹۳) به بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر حساست سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آن‌ها تعداد ۱۰۳ شرکت را با استفاده از رگرسیون لجستیک براس دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان داد که هزینه‌های نمایندگی، به تنهایی موجب ایجاد سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد نمی‌شوند، اما باعث افزایش ساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی می‌شوند.

(شفیعی و بخشی جوزم، ۱۳۹۳) در تحقیقی به این نتیجه رسیدند که کیفیت گزارشگری مالی بر سیاست تقسیم سود بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است. (پور زمانی و جهان‌شاد و کیوانفر، ۱۳۹۳) نقش محدودیت مالی در ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، ارتباطی معکوس و معنادار برقرار است همچنین محدودیت مالی، اثر معکوس کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد.

(مقدس نوقایی و سیگاری و حصارزاده، ۱۳۹۵) با بررسی کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثر محدودکننده سیاست تقسیم سود بر سرمایه گذاری نشان دادند که گزارشگری مالی باکیفیت بالا به میزان قابل توجهی اثر محدودکننده سود تقسیمی بر سرمایه گذاری را کاهش می دهد همچنین این اثر محدود کننده کیفیت گزارشگری مالی در شرکت های که بخش بیشتری از ارزش شرکت وابسته به فرصت های رشد است در مقایسه با سایر شرکت ها تفاوت معناداری ندارد. (رضایی پسته نوئی و خاکباز ۱۳۹۵) ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه گذاری در مسئولیت اجتماعی شرکت را مورد آزمون قرار دادند و دریافتند که بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه گذاری در مسئولیت اجتماعی رابطه معناداری وجود ندارد. (فروغی و امیری و ساکیانی، ۱۳۹۵) به بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر کارایی سرمایه گذاری و همچنین بررسی اثر کیفیت گزارشگری مالی بر شدت اثرگذاری توانایی مدیریتی بر کارایی سرمایه گذاری پرداختند. به صورت مفهومی کارایی سرمایه گذاری به معنی پذیرش پروژه هایی سرمایه گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت است و منظور از ناکارایی سرمایه گذاری، گذر از این فرصت های سرمایه گذاری (سرمایه گذاری کمتر از حد) و یا انتخاب پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه گذاری بیش از حد) است. نتایج حاصل از بررسی نشان داد که مدیران توانا تمایل به سرمایه گذاری بیش از حد دارند. علاوه بر این، کیفیت گزارشگری مالی باعث کاهش تأثیر مثبت توانایی مدیریتی بر سرمایه گذاری بیش از حد می گردد.

فرضیه های پژوهش

مطابق با تئوری نمایندگی، مدیران اطلاعات بیشتری در مورد فرصت های سرمایه گذاری نسبت به سهامداران دارند. همین عامل موجب می شود که طرح های سرمایه گذاری انتخاب شده بوسیله آن ها لزوماً افزایش ارزش سهامداران را در پی نداشته باشد. طبق تئوری نمایندگی، اولین مشکل مربوط به نمایندگی وجود تضاد منافع بین سهامدار و مدیر است. یعنی سهامدار به دنبال رسیدن به بالاترین مرحله ارزش سرمایه گذاری است و مدیر نیز در وهله اول به دنبال افزایش ثروت خود می باشد، بنابراین، این احتمال وجود دارد که مدیر، در راستای منافع سهامدار عمل ننماید. بنابراین وجود تضاد منافع را می توان عاملی برای بالا رفتن هزینه های نمایندگی دانست. لذا می توان انتظار داشت که با کاهش مشکلات نمایندگی و به تبع آن هزینه های نمایندگی، کیفیت طرح های اجرایی انتخاب شده مدیران نیز افزایش یابد. در غیر این صورت افزایش هزینه های نمایندگی ممکن است موجب انحراف از سرمایه گذاری مطلوب شده و مشکلاتی همچون سرمایه گذاری بالا و کم را برای شرکت ها در پی داشته باشد. توزیع سود بین سهام داران منجر به تسهیل و افزایش سرعت انتقال اطلاعات گردیده و در نتیجه موجبات کاهش تضادهای نمایندگی از طریق محدود نمودن دسترسی مدیریت به جریان های نقدی آزاد و همچنین قرار دادن شرکت تحت نظارت مستقل بر شرکت به موجب تقاضا برای تأمین مالی بیرونی را فراهم می آورد. در نتیجه تقسیم سود با کاهش هزینه نمایندگی و افزایش شفافیت اطلاعاتی شرکت، موجب کاهش هزینه تأمین مالی شرکت ها می گردد. لذا با توجه به مبانی نظری و پیشینه های مطرح شده، فرضیه های پژوهش به شرح ذیل تدوین می گردد.

فرضیه ۱: بین هزینه نمایندگی و سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد.

$$\text{Dividend}_{jt} = \beta_0 + Q \cdot \text{FCF}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{MBV}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{CFO}_{it} + \beta_6 \text{OC}_{it} + \beta_7 \text{DIV}_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

فرضیه ۲: بین هزینه نمایندگی (نسبت گردش دارایی) و سرمایه گذاری کم رابطه معنی داری وجود دارد.

$$\text{Over or Under Inv}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sales/Assets}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{MBV}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{CFO}_{it} + \beta_6 \text{OC}_{it} + \beta_7 \text{DIV}_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

فرضیه ۳: بین هزینه نمایندگی (هزینه فرصت رشد و جریانهای نقدی) و سرمایه گذاری بالاتر رابطه معنی داری وجود دارد.

$$\text{Over or Under Inv } i, t+1 = \beta_0 + Q*FCFit + \beta_2SIZE + \beta_3MBVit + \beta_4LEVit + \beta_5CFOit + \beta_6OCit + \beta_7DIVit + \varepsilon_{i,t}$$

فرضیه ۴: بین هزینه نمایندگی و سود تقسیمی بر سرمایه گذاری کم و بالاتر رابطه معنی داری برقرار است.

$$\text{Over or Under Inv } i, t+1 = \beta_0 + Q*FCFit + \beta_2SIZE + \beta_3MBVit + \beta_4LEVit + \beta_5CFOit + \beta_6OCit + \beta_7DIVit + \beta_8Sales/Assetsit + \beta_9 Dividend + \varepsilon_{i,t}$$

ما انحراف را از سطح سرمایه گذاری بهینه با کاهش نرخ رشد فروش سال قبل (SG) طی کل سرمایه گذاری متقابل برای هر شرکت محاسبه می کنیم. عبارت خطا، انحراف را از سطح سرمایه گذاری مورد انتظار نشان می دهد. یک باقیمانده مثبت نشان دهنده سرمایه گذاری در پروژه های منفی خالص ارزش فعلی (سرمایه گذاری زیاد) است، در حالی که یک باقیمانده منفی نشان دهنده شرکت هایی است که در طرح های مثبت خالص ارزش فعلی سرمایه گذاری نمی شوند (سرمایه گذاری کم). به علاوه، مطلق باقی مانده ها در نظر گرفته و با -۱ ضرب می شود. مقادیر بالاتر، کارایی سرمایه گذاری بیشتری را نشان می دهند و برعکس. وقتی باقی مانده های مثبت در جدول -۱ ضرب می شوند، مقادیر حاصل که نزدیک به صفر هستند، نشان دهنده سرمایه گذاری نسبتاً زیاد هستند. به علاوه، سرمایه گذاری کم، باقی مانده های منفی مدل های سرمایه گذاری را نشان می دهد. وقتی باقی مانده های منفی با -۱ ضرب می شوند، مقادیر حاصل که به صفر نزدیک تر هستند، سرمایه گذاری کم را نشان می دهند. ما شرکت های سرمایه گذاری کم و زیاد را براساس اندازه باقی مانده های به دست آمده با استفاده از معادله زیر طبقه بندی می کنیم:

$$V_{i,t} = a_{i,t} + \beta_1 SG_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

کل سرمایه گذاری (Iit) مجموع هزینه های سرمایه ای و غیر سرمایه ای است، در حالی که SG تفاوت بین فروش شرکت در سال های t-1 و t-2 است. مبحث قبلی از کیوتوبین به عنوان معیاری برای سرمایه گذاری استفاده کردند. در پژوهش حاضر، ما از SG که به عنوان تابعی از سرمایه گذاری به دو دلیل عمل می کند، استفاده کردیم. اول، SG نتایج مشابهی را به عنوان کیوتوبین در نظر می گیرد. دوم، کیوتوبین می تواند به طور بالقوه توسط کیفیت گزارش مالی تحت تاثیر قرار گیرد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). شرکت در چارک پایین دارای بیشترین مقدار باقیمانده منفی است زیرا یک شرکت سرمایه گذاری کم در مقایسه با یک شرکت در چارک بالا با حداکثر باقیمانده مثبت که بر روی یک شرکت سرمایه گذاری در نظر گرفته می شود اشاره دارد. شرکت هایی که در این دو شرکت میانی قرار دارند، شرکت های موثر سرمایه گذاری در نظر گرفته می شوند. متغیر مستقل هزینه های نمایندگی می باشد، برای اندازه گیری این متغیر از نسبت های کارایی و تعامل فرصت های رشد و جریان های نقد آزاد استفاده شده است. این نسبت ها عبارت اند از:

نسبت گردش دارایی ها: معیاری از کیفیت مدیریت دارایی های شرکت ها است. نسبت گردش دارایی ها از تقسیم فروش سالانه به مجموع دارایی ها بدست می آید و چگونگی بهره وری و استفاده از دارایی های شرکت توسط مدیران برای ایجاد فروش بیشتر را اندازه گیری می کند (آنگ و همکاران، ۲۰۰۰). نسبت گردش دارایی ها شاخص معکوسی از هزینه های نمایندگی می باشد، یعنی هر چه نسبت مزبور بالاتر باشد هزینه های نمایندگی بالاتر خواهد بود.

نسبت هزینه های عملیاتی به فروش سالانه: معیاری از افراط گرایی مدیریت در انجام مخارج اختیاری است و از تقسیم هزینه های عملیاتی به فروش خالص بدست می آید. این نسبت اولین بار توسط (آنگ و همکاران، ۲۰۰۰) برای سنجش هزینه های نمایندگی مورد استفاده قرار گرفت. آن ها در تحقیق خود از نسبت کارایی هزینه های عملیاتی به فروش سالانه برای اندازه گیری هزینه های نمایندگی بهره جستند. نسبت هزینه های عملیاتی به فروش سالانه، چگونگی کنترل هزینه های عملیاتی شرکت توسط مدیران را اندازه گیری می کند و به عنوان معیار مستقیم هزینه های نمایندگی به کار می رود، هرچه نسبت

هزینه های عملیاتی به فروش سالانه بالاتر باشد بیانگر آن است که میزان کنترل هزینه های عملیاتی توسط مدیریت شرکت کمتر بوده است و در واقع هزینه های نمایندگی بالاتر بوده است. (آنگ و همکاران، ۲۰۰۰).
تعامل فرصت های رشد و جریان های نقد آزاد: مطابق پژوهش های (دوکاس و همکاران، ۲۰۰۵) و (مک نایت و ویبر، ۲۰۰۹) از تعامل فرصت های رشد و جریان های نقد آزاد برای اندازه گیری هزینه های نمایندگی استفاده می شود. فرصت های رشد یک متغیر مجازی است. زمانی که فرصت های رشد یک شرکت بالاتر از ۱ (ارزش بازار بیشتر از ارزش دفتری) باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰ به شرکت ها تعلق می گیرد. برای اندازه گیری جریان های نقد آزاد نیز از الگوی (لن و پولسن ۱۹۸۹) مطابق مدل ۲ استفاده شده است. با توجه به میزان جریان های نقد آزاد، زمانی که فرصت های رشد شرکت پایین است، انتظار می رود که هزینه های نمایندگی بالا باشد و وقتی فرصت های رشد بالا است، انتظار بر آن است که هزینه های نمایندگی پایین باشد. بنابراین، ارزش های بالاتر این شاخص نشان دهنده هزینه های نمایندگی بالا خواهد بود (مک نایت و ویبر، ۲۰۰۹).

$$CSDIVit/TAit_1 - PSDIVit - INTEXPit - TAXit - FCFit = INCi$$

FCFit: جریان های نقد آزاد شرکت i در سال t

INC i : سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت i در سال t

TAXit: کل مالیات پرداختی شرکت i در سال t

INTEXPit: هزینه بهره پرداختی شرکت i در سال t

PSDIVit: سود سهامداران ممتاز پرداختی شرکت i در سال t

CSDIVit: سود سهامداران عادی پرداختی شرکت i در سال t

TAit: کل ارزش دفتری دارایی های شرکت i در سال t

در این پژوهش تعدادی از متغیرهای کنترلی برای جداسازی تأثیر هزینه های نمایندگی بر کارایی سرمایه گذاری مطابق تحقیقات (ریچاردسون، ۲۰۰۶)، (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹)، (چن و لین، ۲۰۱۳) و (گوماریز و بالستا، ۲۰۱۴) مورد استفاده قرار می گیرد:

SIZE i, t (اندازه): لگاریتم طبیعی دارایی های ابتدای سال

مطابق پژوهش های بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، چن و لین (۲۰۱۳) و گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) پیش بینی می شود که یک رابطه منفی بین اندازه شرکت و سرمایه گذاری بالا و کم وجود داشته باشد.

MBVi t (فرصت های رشد): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛

مطابق پژوهش های (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹) و (چن و لین، ۲۰۱۳) پیش بینی می شود که به ترتیب یک رابطه مثبت و منفی بین فرصت های سرمایه گذاری و سرمایه گذاری بالا و کم وجود داشته باشد.

LEVi t (اهرم مالی شرکت): نسبت کل بدهی ها بر کل دارایی ها

مطابق پژوهش های (ریچاردسون، ۲۰۰۶) و (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹) پیش بینی می شود که یک رابطه منفی بین اهرم مالی و سرمایه گذاری بالا و کم وجود داشته باشد.

OCit (چرخه عملیاتی) لگاریتم (مطالبات فروش (+) موجودی کالا) بهای تمام شده کالای فروش رفته) $\times 360$

مطابق پژوهش های (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹) و (گوماریز و بالستا، ۲۰۱۴) پیش بینی می شود که یک رابطه منفی بین چرخه عملیاتی و سرمایه گذاری بالا و کم وجود داشته باشد.

CFOit (جریان های نقد عملیاتی): جریان های نقد حاصل از عملیات/دارایی های ابتدای سال

مطابق پژوهش های (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹) و (چن و لین، ۲۰۱۳) پیش بینی می شود که یک رابطه مثبت بین جریان های نقد عملیاتی و سرمایه گذاری بالا و کم وجود داشته باشد.

Dividendjt (سود تقسیمی هر سهم) از تقسیم کل سود سهام عادی پرداخت شده تقسیم بر تعداد سهام، بدست می آید.

$$\text{سود تقسیمی هر سهم} = \frac{\text{کل سود سهام پرداخت شده}}{\text{تعداد سهام}}$$

روش شناسی پژوهش

جمع آوری داده ها

تحقیق بر حسب هدف از نوع تحقیقات کاربردی است. این پژوهش از نوع توصیفی همبستگی و روش شناسی پژوهش از نوع پس رویدادی است. برای آزمون فرضیه ها، از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده خواهد شد. برای گردآوری اطلاعات در مورد ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق و فرمول های استخراج متغیرهای تحقیق از روش کتابخانه ای استفاده می شود. اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه های تحقیق، از اطلاعات دسته دوم شرکت های نمونه بود که از منابع مختلفی از جمله نرم افزار ره آورد نوین، امیدنامه و صورتهای مالی استخراج شدند. اطلاعات اخذ شده در رابطه با متغیرهای تحقیق وارد صفحه گسترده اکسل شده و سپس آزمون های چاو، هاسمن، ناهمسانی واریانس، خودهمبستگی و آزمون رگرسیون با استفاده از نرم افزارهای Eviews9 تحلیل شدند. جامعه آماری این پژوهش به روش حذف سیستماتیک از تمام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ (دوره شش ساله).

از آنجا که قلمرو زمانی این پژوهش از ابتدای سال ۱۳۹۱ تا پایان سال ۱۳۹۶ می باشد، لذا جامعه آماری شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. روش نمونه گیری حذفی سیستماتیک با اعمال شرایط زیر می باشد:

تعداد	شرایط
۸۵	اصلاعات مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای عملیاتی پژوهش برای آنها در دسترس باشد
۶۵	دست کم از سال ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و تا پایان دوره پژوهش فعال باشد
۱۱۶	پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد و طی دوره تحقیق تغییر سال مالی نداده باشد
۶۳	جزموسسه های مالی، سرمایه گذاری و بانکها نباشد
۶۹	طی دوره تحقیق بیش از سه ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند

در این پژوهش، با رعایت محدودیت های فوق جمعاً ۱۲۰ شرکت به عنوان شرکت های عضو نمونه آماری انتخاب شدند.

نتایج و بحث

آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل که با استفاده از داده های ۱۲۰ شرکت مورد بررسی طی دوره آزمون (سال های ۱۳۹۶ تا ۱۳۹۱) اندازه گیری شده اند، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، کمینه و بیشینه است در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول (۱): نتایج آمار توصیفی

Q*FCF	MBV	SIZE	Sales/Assets	Over or Under Inv	DIV	OC	CFO	FCF	Dividend	
۰,۱۸۹	۸۶,۳	۱۸,۷۷	۰,۲۳۶	۲,۰۸۷	۰,۱۰۳	۱۱,۹۳	۰,۱۷	۰,۸۶	۰,۲۲۱	میانگین
۰,۱۴۱	۳۰,۵۲	۱۸,۹۷	۰,۱۷۱	۱,۹۹	۰,۰۶۸	۶۵,۷۲	-۰,۰۰۵	۰,۵۹	۰,۰۰۰	میانه
۷,۶۲۵	۹۴,۱۴	۲۱,۲۷	۶,۹۰۲	۹,۹۲	۰,۹۷	۷۰,۳۱	۹,۷۱	۴,۷۷	۲	ماکزیمم
-۰,۷۷۵	۰,۰۰	۱۴,۷۳	-۰,۹۳۱	-۰,۲۶	۰,۰۰۰	-۷۸,۵۸	-۶,۷۸۱	۰,۰۰۴۹	-۱	مینیمم
۰,۳۲۴	۵۷,۹۱	۱,۴۷	۰,۵۷	۱,۰۹۴	۰,۱۲	۵۲,۶۲	۶,۱۶	۰,۲۰۱۱	۱,۵۶	انحراف معیار

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر (اندازه شرکت) برابر با ۱۸,۷۷ هست که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. میانه یکی دیگر از شاخص های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می دهد. همان طور که مشاهده می شود میانه متغیر (اندازه شرکت) نیز ۱۸,۹۷ می باشد که نشان می دهد که نیمی از داده ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر (اندازه شرکت) برابر با ۱,۴۷ است.

تعیین مدل مناسب برای تخمین مدل رگرسیون

در تعیین ارتباط بین متغیرها به ازای هر یک از روابط برآوردی به روش رگرسیون خطی مرکب مبتنی بر تحلیل داده های تابلویی، اولین گام در تعیین نوع الگوی تحلیل داده ها، تصمیم گیری نسبت به استفاده از الگوی تحلیل داده ها به روش ترکیبی یا تلفیقی است. در این راستا طی تحقیق حاضر از آزمون چاو با آماره اف لیمر استفاده شده است. در انجام آزمون چاو با معیار اف لیمر جهت انتخاب نوع الگوی تحلیل داده ها، فرضیه های آماری به صورت جدول زیر تنظیم شده است. به طور کلی برای انتخاب از میان مدل Pooled و Panel از آزمون زیر استفاده می کنیم:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \dots = \alpha_{T-1} \text{ تمام عرض از مبدأها باهم برابرند Pooled مدل} \\ H_1: \alpha_i \neq \alpha_j \text{ حداقل یکی از عرض از مبدأها با بقیه متفاوت است Panel مدل} \end{array} \right.$$

برای آزمون فرضیه فوق از آماره اف-لیمر استفاده می‌شود. نتایج این آزمون در جدول ذیل خلاصه شده است. در صورتی که مقدار P-Value کمتر از ۵ درصد باشد از روش پانل برای برآورد استفاده می‌شود.

جدول (۲): آزمون تشخیص مدل (آزمون اف-لیمر)

نتیجه آزمون	احتمال	ضریب آماره F	آزمون اف-لیمر
H_0 رد می‌شود	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۱	مدل فرضیه اول
H_0 رد می‌شود	۰,۰۰۰	۱,۲۱	مدل فرضیه دوم
H_0 رد می‌شود	۰,۰۰۰	۵,۵	مدل فرضیه سوم
H_0 رد می‌شود	۰,۰۰۲	۱,۵۱	مدل فرضیه چهارم

همانگونه که در جدول شماره ۲ دیده می‌شود در سطح اطمینان ۹۵ درصد، مدل پژوهش فرض صفر آزمون رد شده است، بنابراین باید از روش داده‌های پانل استفاده نمود. در نتیجه بحث انتخاب از بین مدل اثرات ثابت و تصادفی پیش می‌آید که برای این منظور از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

جدول (۳): نتایج آزمون هاسمن

احتمال	آماره خی دو	آزمون هاسمن
۰,۱۵۱	۱۰,۶۶	مدل فرضیه اول
۰,۰۶	۱۹,۶۹	مدل فرضیه دوم
۰,۸۷	۳,۱۴	مدل فرضیه سوم
۰,۱۲۱	۱۱,۴۲	مدل فرضیه چهارم

همانطور که از جدول ۳ مشخص است فرض صفر آزمون هاسمن مبنی بر وجود اثرات تصادفی در مدل رد نشده و مدل دارای اثرات تصادفی است.

آزمون فروض کلاسیک رگرسیون

در آمار، عامل تورم واریانس (variance inflation factor=VIF) شدت هم خطی چندگانه را در تحلیل رگرسیون کمترین مربعات معمولی ارزیابی می‌کند. در واقع یک شاخص معرفی می‌گردد که بیان می‌دارد چه مقدار از تغییرات مربوط به ضرایب برآورد شده بابت هم خطی افزایش یافته است. شدت هم خطی چندگانه را با بررسی بزرگی مقدار VIF می‌توان تحلیل نمود. اگر آماره آزمون VIF به یک نزدیک بود نشان‌دهنده عدم وجود هم خطی است. به‌عنوان یک قاعده تجربی مقدار VIF بزرگ‌تر از ۵ باشد هم خطی چندگانه بالا می‌باشد توجه شود که در برخی موارد عدد ۱۰ نیز به‌عنوان آستانه معرفی می‌گردد.

جدول (۴): آزمون هم خطی

VIF	Variable
۱,۰۳۰	Dividend
۱,۰۲	FCF
۱,۰۵	CFO
۲,۱۶	OC
۱,۸۶	DIV
۱,۹۸	Over or Under Inv
۱,۶۳	Sales/Assets
۱,۰۴	SIZE
۱,۰۴۴	MBV
۱,۰۹	Q*FCF

از آنجایی که مقدار عامل تورم واریانس برای تمامی متغیرهای پژوهش کوچکتر از ۵ است، لذا می توان مدعی شد که بین متغیرهای پژوهش همخطی وجود ندارد. پس از انجام پیش آزمون های پژوهش و حصول اطمینان نسبت به عدم وجود همخطی و نیز مانا بودن متغیرهای پژوهش، اقدام به آزمون فرضیه های پژوهش نموده.

آزمون فرضیات پژوهش

آزمون فرضیه اول و دوم

فرضیه ۱: بین هزینه نمایندگی و سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد.

از طریق EVIEWS معناداری رگرسیون مدل تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت آزمون شد که نتایج آن در جدول زیر به همراه ضرایب، آماره t و سطح معناداری مربوط به آن، ضریب تعیین و ضریب تعیین استاندارد شده، آماره F و سطح معناداری مربوط به آن و نتیجه آزمون دوربین واتسون ارائه شده است.

جدول (۵): نتایج برآورد رگرسیون پانل با اثرات ثابت (متغیر وابسته Dividend)

نام متغیر	ضریب متغیر	انحراف معیار	آماره t	احتمال	سطح معنا داری
Q*FCFit	۰,۰۶۳	۰,۰۲۱	۲,۹۰	۰,۰۰۴	در سطح ۵ درصد معنادار می باشد
SIZE	۰,۱۱	۰,۰۵۴	۲,۱۴	۰,۰۳۴	در سطح ۵ درصد معنادار می باشد
MBV	-۰,۱۰	۰,۰۱۳	-۸,۰۱	۰,۰۰۰	در سطح ۵ درصد معنادار می باشد
LEV	۰,۱۸۶	۰,۰۷۷	۲,۴۰۰	۰,۰۳۸	در سطح ۵ درصد معنادار می باشد
CFO	۰,۰۷۸	۰,۰۷۰	۱,۱۱	۰,۰۶۵	در سطح ۵ درصد معنادار نمی باشد
OC	-۰,۱۰	۰,۰۵۱	-۲,۱۳	۰,۰۴۶	در سطح ۵ درصد معنادار می باشد
DIV	-۰,۰۵	۰,۰۱۵	-۳,۵۱	۰,۰۰۰	در سطح ۵ درصد معنادار می باشد
C	۴۲,۲۱	۳,۸۳	۱۱,۰۱	۰,۰۰۰	در سطح ۵ درصد معنادار می باشد

۳,۹۹	Mean dependent var	۰,۷۹	R-squared
۰,۶۱۹	S.D. dependent var	۰,۷۷۷	Adjusted R-squared
۷,۵۷	Sum squared resid	۰,۲۹	S.E. of regression
۱,۶۵	Durbin-Watson stat	۵۶,۴۱	F-statistic
			Prob(F-statistic)
۰			

برای قضاوت در مورد فرضیه ها و وجود مدل معنادار باید به مقدار آماره F یا سطح معناداری آن توجه نمود. نتایج آزمون نشان می دهد که مقدار آماره F برای مدل برابر است با ۵۶,۴۱۲۰۴ که در ناحیه رد فرضیه صفر قرار دارد. همچنین بر مبنای سطح معناداری نیز می توان این نتیجه را دریافت. همچنین تابع F سطح معنادار بودن F (معنی دار بودن رگرسیون) ارائه شده است که در این برآورد برابر ۰ می باشد که به علت اینکه کمتر از ۰,۰۵ می باشد بدین معنی است که معادله رگرسیون معنی دار است. عبارت $Mean\ dependent\ var = ۳,۹۹۰۸۷$ بیانگر میانگین متغیر وابسته می باشد.

$S.D.\ dependent\ var = ۰,۶۱۹۰۰$ نیز بیانگر انحراف معیار متغیر وابسته است.

علاوه بر این نیز، $S.E.\ of\ regression = ۰,۲۹۱۸۱۱$ نیز انحراف معیار معادله رگرسیون می باشد.

مجموع مجذور خطاها با RSS یا $Sum\ squared\ resid = ۷,۵۷۸۶۶۳$ نشان داده شده است.

در فرضیه اول به بررسی این موضوع پرداخته می شود بین هزینه نمایندگی و سود تقسیمی رابطه معناداری دارد. نتایج آزمون رگرسیون بیانگر این است که ضریب هزینه نمایندگی در مدل مثبت می باشد بدین معنی که بین متغیر بین هزینه نمایندگی و سود تقسیمی رابطه مستقیم وجود دارد. با افزایش هزینه های نمایندگی، مقادیر سود تقسیمی افزایش می یابد و بالعکس. این ارتباط قوی است که از لحاظ آماری در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می باشد زیرا اولاً مقدار قدر مطلق آماره t به دست آمده در این متغیر بزرگ تر از مقدار متناظر آن در جدول t بوده و همچنین $p - value$ محاسبه شده متناظر آن نیز در این متغیر کمتر از ۵ درصد است. لذا این ادعا که بین هزینه نمایندگی و سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد از لحاظ آماری تأیید می شود.

فرضیه ۲: بین هزینه نمایندگی (نسبت گردش دارایی) و سرمایه گذاری کم رابطه معنی داری وجود دارد.

$$Over\ or\ Under\ Inv\ i,\ t+1 = \beta_0 + \beta_1 Sales/Assets_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 OC_{it} + \beta_7 DIV_{it} + \epsilon_{i,t}$$

جدول (۶): نتایج برآورد رگرسیون پانل با اثرات ثابت (متغیر وابسته Over or Under Inv)

نام متغیر	ضریب متغیر	انحراف معیار	آماره t	احتمال	سطح معنا داری
$\beta_1 Sales/Assets_{it}$	۰,۱۸	۰,۰۷۵	۲,۴۰۰	۰,۰۳	در سطح ۵ درصد معنادار می باشد
SIZE	۰,۱۵	۰,۰۲۲	۷,۱۳	۰,۰۰۰	در سطح ۵ درصد معنادار می باشد
MBV	۱,۲۷	۰,۳۴	۳,۷۳	۰,۰۰۰۲	در سطح ۵ درصد معنادار می باشد
LEV	۰,۰۰۶	۰,۰۱	۰,۳۷	۰,۷۰۴	در سطح ۵ درصد معنادار نمی باشد
CFO	۰,۲۳	۰,۰۵۱	۴,۴۶	۰,۰۰۰۰	در سطح ۵ درصد معنادار می باشد

در سطح ۵ درصد معنادار می باشد	۰,۰۳	۲,۱۴	۰,۰۵۴	۰,۱۱	OC
در سطح ۵ درصد معنادار می باشد	۰,۰۳	۲,۴۴	۰,۰۷۷	۰,۱۸	DIV
در سطح ۵ درصد معنادار می باشد	۰,۰۰۰۰	۴,۴۶	۰,۰۵۱	۰,۲۳	C
۳,۹۰	Mean dependent var			۰,۶۱۹	R-squared
۰,۷۱۹	S.D. dependent var			۰,۶۶	Adjusted R-squared
۸,۵۷	Sum squared resid			۰,۳۱۹	S.E. of regression
۱,۷۵	Durbin-Watson stat			۵۶,۴۱	F-statistic
Prob(F-statistic)					

در فرضیه دوم به بررسی این موضوع پرداخته می شود بین هزینه نمایندگی (نسبت گردش دارایی) و سرمایه گذاری کم رابطه معنی داری وجود دارد. نتایج آزمون رگرسیون بیانگر این است که ضریب هزینه نمایندگی (نسبت گردش دارایی) در مدل مثبت می باشد بدین معنی که بین متغیر هزینه نمایندگی (نسبت گردش دارایی) و سرمایه گذاری کم رابطه مستقیم وجود دارد. با افزایش هزینه های نمایندگی (نسبت گردش دارایی)، مقادیر سرمایه گذاری کم، افزایش می یابد و بالعکس. این ارتباط قوی است که از لحاظ آماری در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می باشد زیرا اولاً مقدار قدر مطلق آماره t به دست آمده در این متغیر بزرگتر از مقدار متناظر آن در جدول t بوده و همچنین $P - value$ محاسبه شده متناظر آن نیز در این متغیر کمتر از ۵ درصد است. لذا این ادعا که بین هزینه نمایندگی (نسبت گردش دارایی) و سرمایه گذاری کم رابطه معنی داری وجود دارد از لحاظ آماری تأیید می شود.

آزمون فرضیه های سه و چهارم

فرضیه ۳: بین هزینه نمایندگی (هزینه فرصت رشد و جریان های نقدی) و سرمایه گذاری بالاتر رابطه معنی داری وجود دارد.

$$\text{Over or Under Inv } i, t+1 = \beta_0 + Q*FCFit + \beta_2SIZE + \beta_3MBV + \beta_4LEV + \beta_5CFO + \beta_6OC + \beta_7DIV + \epsilon_i, t$$

جدول (۷): نتایج برآورد رگرسیون پانل با اثرات ثابت (متغیر وابسته Over or Under Inv)

نام متغیر	ضریب متغیر	انحراف معیار	آماره t	احتمال	سطح معناداری
Q*FCFit	۰,۲۱	۰,۰۷	۳	۰,۰۰۰	در سطح ۵ درصد معنادار می باشد
SIZE	-۰,۰۰۲	۰,۰۱۵	-۰,۱۶	۰,۸۷	در سطح ۵ درصد معنادار نمی باشد
MBV	-۰,۰۰۰۹	۰,۰۰۰۱	-۴,۷۳	۰,۰۰۰	در سطح ۵ درصد معنادار می باشد
LEV	-۰,۰۹۷	۰,۱۸۲	-۵,۳۵	۰,۰۰۰	در سطح ۵ درصد معنادار می باشد
CFO	-۰,۰۹۷	۰,۱۸۲	-۵,۳۵	۰,۰۰۰	در سطح ۵ درصد معنادار می باشد
OC	۰,۰۰۰۴	۰,۰۰۰۶	۰,۷۴	۰,۴۵	در سطح ۵ درصد معنادار نمی باشد
DIV	-۰,۱۳	۰,۱۰۲	-۱,۲۷	۰,۱۸۸	در سطح ۵ درصد معنادار نمی باشد
C	-۰,۴۸	۰,۲۴	-۲,۰۰	۰,۰۲	در سطح ۵ درصد معنادار می باشد

۵,۹۰	Mean dependent var	۰,۸۱۹	R-squared
۰,۶۱۹	S.D. dependent var	۰,۸۶	Adjusted R-squared
۷,۵۷	Sum squared resid	۰,۴۱۹	S.E. of regression
۲,۷۵	Durbin-Watson stat	۵۶,۴۱	F-statistic
			Prob(F-statistic)
			۰

در فرضیه سوم به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود بین هزینه نمایندگی (هزینه فرصت رشد و جریانهای نقدی) و سرمایه گذاری بالاتر رابطه معنی داری وجود دارد. نتایج آزمون رگرسیون بیانگر این است که ضریب هزینه نمایندگی (هزینه فرصت رشد و جریانهای نقدی) در مدل مثبت می‌باشد بدین معنی که بین متغیر هزینه نمایندگی (هزینه فرصت رشد و جریانهای نقدی) و سرمایه‌گذاری بالاتر رابطه مستقیم وجود دارد. با افزایش هزینه نمایندگی (هزینه فرصت رشد و جریانهای نقدی) مقادیر سرمایه‌گذاری بالاتر، افزایش می‌یابد و بالعکس. این ارتباط قوی است که از لحاظ آماری در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد زیرا اولاً مقدار قدر مطلق آماره t به دست آمده در این متغیر بزرگ‌تر از مقدار متناظر آن در جدول t بوده و همچنین $p - value$ محاسبه شده متناظر آن نیز در این متغیر کمتر از ۵ درصد است. لذا این ادعا که بین هزینه نمایندگی (هزینه فرصت رشد و جریانهای نقدی) و سرمایه‌گذاری بالاتر رابطه معنی داری وجود دارد از لحاظ آماری تأیید می‌شود.

فرضیه ۴: بین هزینه نمایندگی و سود تقسیمی بر سرمایه گذاری کم و بالاتر رابطه معنی داری برقرار است.

$$\text{Over or Under Inv } i, t+1 = \beta_0 + Q*FCFit + \beta_2\text{SIZE} + \beta_3\text{MBV}it + \beta_4\text{LEV}it + \beta_5\text{CFO}it + \beta_6\text{OC}it + \beta_7\text{DIV}it + \beta_8\text{Sales/Assets}it + \beta_9 \text{Dividend} + \epsilon_{i,t}$$

جدول (۸): نتایج برآورد رگرسیون پانل با اثرات ثابت (متغیر وابسته Over or Under Inv)

نام متغیر	ضریب متغیر	انحراف معیار	آماره t	احتمال	سطح معنا داری
Q*FCFit	۰,۰۶۳	۰,۰۲۱	۲,۹۰	۰,۰۰۴	در سطح ۵ درصد معنادار می‌باشد
SIZE	۰,۰۱۷	۰,۱۲	۰,۱۴۶	۰,۸۸	در سطح ۵ درصد معنادار نمی‌باشد
MBV	-۰,۴۸	۰,۲۴	-۲,۰۰	۰,۰۲	در سطح ۵ درصد معنادار می‌باشد
LEV	۰,۰۲۱	۰,۰۷	۳	۰,۰۰۰	در سطح ۵ درصد معنادار می‌باشد
CFO	-۰,۰۱۶	۰,۲۵۷	-۰,۰۶۴	۰,۹۴	در سطح ۵ درصد معنادار نمی‌باشد
OC	-۰,۰۰۰۹	۰,۰۰۰۱	-۴,۷۳	۰,۰۰۰	در سطح ۵ درصد معنادار می‌باشد
DIV	-۱,۲۷	۰,۳۴	-۳,۷۳	۰,۰۰۰۲	در سطح ۵ درصد معنادار می‌باشد
$\beta_8\text{Sales/Assets}$	۰,۱۸	۰,۰۷۵	۲,۴۰	۰,۰۳	در سطح ۵ درصد معنادار می‌باشد
Dividend	۰,۱۵	۰,۰۲۲	۷,۱۳	۰,۰۰۰	در سطح ۵ درصد معنادار می‌باشد
C	-۰,۴۸	۰,۲۴	-۲,۰۰	۰,۰۲	در سطح ۵ درصد معنادار می‌باشد
R-squared	۰,۵۱۹		Mean dependent var	۴,۹۰	
Adjusted R-	۰,۵۶		S.D. dependent var	۰,۶۱۹	

			squared
۷,۵۷	Sum squared resid	۰,۴۱۹	S.E. of regression
۱,۵۵	Durbin-Watson stat	۵۶,۴۱	F-statistic
			Prob(F-statistic)
۰			

در فرضیه چهارم به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود بین هزینه نمایندگی و سود تقسیمی بر سرمایه گذاری کم و بالاتر رابطه معنی‌داری برقرار است. نتایج آزمون رگرسیون بیانگر این است که ضریب هزینه نمایندگی و سود تقسیمی در مدل مثبت می‌باشد بدین معنی که بین متغیر هزینه نمایندگی و سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری کم و بالاتر رابطه مستقیم وجود دارد. با افزایش هزینه نمایندگی و سود تقسیمی مقادیر سرمایه‌گذاری کم و بالاتر، افزایش می‌یابد و بالعکس. این ارتباط قوی است که از لحاظ آماری در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد زیرا اولاً مقدار قدر مطلق آماره t به دست آمده در این متغیر بزرگ‌تر از مقدار متناظر آن در جدول t بوده و همچنین p -value محاسبه شده متناظر آن نیز در این متغیر کمتر از ۵ درصد است. لذا این ادعا که بین هزینه نمایندگی و سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری کم و بالاتر رابطه معنی‌داری وجود دارد از لحاظ آماری تأیید می‌شود.

نتیجه گیری و پیشنهادات

رابطه نمایندگی دربرگیرنده قراردادی است که بر طبق آن یک یا چند نفر مالک، شخص دیگری را به عنوان نماینده یا عامل از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم‌گیری را به وی تفویض می‌کند. شکل‌گیری رابطه نمایندگی، همراه با منافع متضادی است که در نتیجه جدایی مالکیت از مدیریت، هدف‌های متفاوت و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران رخ می‌دهد. انتخاب نادرست و خطر اخلاقی ممکن است فرصت‌ها و انگیزه‌هایی را برای مدیران خود محور برای پیروی از دستورات فردی فراهم کنند، بنابراین به طور بالقوه منجر به سرمایه‌گذاری کم و زیاد یک شرکت می‌شود. در نهایت سهامداران باید هزینه چنین حرکت‌هایی را از مدیران متحمل شوند. نظریه نمایندگی شرکت، کیفیت گزارشگری مالی بالاتری را به عنوان راه حلی برای کاهش چالش سرمایه‌گذاری کم و زیاد با کاهش اطلاعات نامتقارن در نظر می‌گیرد. بنابراین، شرکت‌هایی با چشم اندازه‌های خوب این پول را به دست می‌آورند و در نهایت سرمایه‌گذاری کم و زیاد را از بین می‌برند. تصمیمات سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از تصمیم‌های مهم و حیاتی در بقاء و رشد شرکت‌ها به شمار می‌رود. البته سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌تواند تحت تأثیر عوامل مختلفی از جمله سیاست‌های تقسیم سود، اندازه شرکت و اهرم مالی قرار گیرد. نتایج پژوهش نشان دادند که هزینه نمایندگی ارتباط مثبتی با کارایی سرمایه‌گذاری دارد و این امر باعث حذف موضوعات سرمایه‌گذاری کم و زیاد می‌گردد. در این راستا پیشنهاداتی به شرح زیر ارائه می‌شود:

با توجه به نتایج حاصل از پژوهش به نظر می‌رسد سازمان بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نهادی نظارتی در بازار سرمایه ایران، به منظور جهت‌دهی بازار به سمت کارایی و جلوگیری از نشر اطلاعات نامتقارن که منجر به گزینش‌های نامناسب می‌شود و همچنین برای جلب اعتماد استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی برای اتخاذ تصمیم‌های بهینه، می‌تواند از طریق نظارت بیشتر بر کیفیت و ارائه بهنگام گزارش‌های مالی تهیه شده توسط شرکت‌های فعال در بازار و نیز روابط نمایندگی حاکم در این شرکت‌ها، آنها را ملزم به ارائه اطلاعاتی باکیفیت، واقعی و دقیق نماید.

بر اساس یافته‌های پژوهش به شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد سازو کارهای مناسب جهت نظارت لازم و کافی بر تصمیم‌گیری‌های مدیران ایجاد شود.

به سرمایه‌گذاران، تحلیلگران و سایر استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی پیشنهاد می‌شود که در بررسی‌ها و تحلیل‌های خود در مورد عملکرد سرمایه‌گذاری و مدیریت منابع شرکت‌ها، از نتایج تحقیق حاضر، استفاده کنند.

بررسی مقایسه‌ای موضوع تحقیق حاضر، در نمونه‌های تفکیک شده بر اساس مراحل چرخه عمر (رشد، بلوغ و افول) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

انجام این تحقیق در صنایع دیگر و به دست آوردن نتایج متفاوت.

همچنین به منظور استفاده بیشتر از نتایج این تحقیق و گسترش دانش مالی در زمینه کارایی سرمایه‌گذاری موضوعات زیر برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود:

بررسی اثر سازو کارهای نظارتی درون سازمانی و برون سازمانی بر کارایی سرمایه‌گذاری‌ها و اثر تعدیل‌کنندگی این سازوکارها بر رابطه بین هزینه‌های نمایندگی و کارایی سرمایه‌گذاری‌ها.

بررسی اثر تعدیل‌کنندگی نوع صنعت بر رابطه بین هزینه‌های نمایندگی و کارایی سرمایه‌گذاری.

منابع

- ✓ کاشانی پور، محمد، آذرخش، حمید، رحمانی، محمد، (۱۳۹۴)، تأثیر توانایی مدیران بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دوره ۴، شماره ۳، شماره پیاپی ۱۳، صص ۶۶-۸۵.
- ✓ واعظ، علی، انواری، ابراهیم، بنافی، محمد، (۱۳۹۵)، تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین معاملات با اشخاص کارایی سرمایه‌گذاری، حسابداری مالی شماره ۸، صص ۱۰۱-۱۳۲.
- ✓ 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، سال ۵، شماره ۱، صص ۸۳-۹۸.
- ✓ ثقفی، علی، مجید معتمدی، فاضل، (۱۳۹۰)، رابطه میان کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با امکانات سرمایه‌گذاری بالا، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره ۴، دوره ۱۰، صص ۱-۱۴.
- ✓ خدائی وله زاقرد، محمد، منیره، یحیایی، (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مدیریت، سال ۳، شماره ۱۵، صص ۱-۱۵.
- ✓ مدرس، احمد، رضا، حصارزاده، (۱۳۸۷)، کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، بورس و اوراق بهادار، سال ۱، شماره ۲، صص ۸۵-۱۱۶.
- ✓ بادآورنهنندی، یونس، قادری، صلاح الدین، بهشتی نهنندی، رضا، (۱۳۹۲)، تأثیر شفافیت اطلاعات حسابداری بر ناکارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، سال ۲۱، شماره ۶۸، صص ۶۵-۸۲.
- ✓ محمدی، سجاد، صالحی، اله کرم، (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین توانایی مدیریت با کارایی سرمایه‌گذاری و ریسک کاهش قیمت سهام، پیشرفت‌های حسابداری، سال ۹، شماره ۲، صص ۹۳-۱۱۹.

- ✓ آقای، محمدعلی، حسن‌زاده، بهروز، (۱۳۹۷)، مقایسه پذیری حسابداری و تأثیر آن بر کارایی سرمایه‌گذاری، دانش حسابداری، سال ۹، شماره ۳۳، صص ۷-۳۴.
- ✓ مهدوی، غلامحسین، محمد، منفرد مہارلوئی، (۱۳۹۰)، ترکیب هیات مدیره و هزینه های نمایندگی، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، دوره ۳، شماره ۱۰، صص ۱-۱۹.
- ✓ مقدس، نوقایی، مجتبی، عطیه، سیگاری، رضا حصارزاده، (۱۳۹۵)، نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثر محدودکننده سیاست تقسیم سود بر سرمایه گذاری، مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال ۴، شماره ۲، شماره پیاپی ۱۳.
- ✓ شفیعی، حسین، محمد، بخشی جوزم، (۱۳۹۳)، رابطه کیفیت گزارشگری مالی بر سیاست های تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سومین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری، گرگان، انجمن علمی و حرفه ای مدیران و حسابداران ایرانیان گلستان.
- ✓ رضایی پشته نوئی، اسر، زهرا، خاکباز، (۱۳۹۵)، بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه گذاری در مسئولیت اجتماعی شرکتی در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، مؤسسه‌های آموزش عالی غیردولتی، غیرانتفاعی، مؤسسه آموزش عالی حکیم جرجانی، دانشکده علوم انسانی و مدیریت.
- ✓ پور زمانی، زهرا، آزیتا، جهانشاد، مختار، کیوانفر، (۱۳۹۳)، تأثیر محدودیت تأمین مالی بر ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، دانشکده اقتصاد و حسابداری.
- ✓ حساس یگانه، یحیی، کاوه، مهرانی، شاپور، محمدی، حمزه، دیدار، (۱۳۹۱)، تدوین و تبیین مدل رابطه کیفیت گزارشگری مالی عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری در سطح شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابرسی، دوره ۱۲، شماره ۴۸، صص ۱۴۷-۱۶۹.
- ✓ اعتمادی، حسین، اکرم، یار محمدی، (۱۳۸۲)، بررسی عوامل مؤثر بر گزارشگری میان دوره ای به موقع در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، شماره ۲، صص ۸۷-۹۹.
- ✓ فروغی، داریوش، هادی، امیری، امین، ساکیانی، (۱۳۹۵)، توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی، دانشگاه الزهرا (س)، پژوهش های تجربی حسابداری، دوره ۶، شماره ۲۱، صص ۶۳-۸۹.
- ✓ عربصالحی، مهدی، سپیده، کاظمی نوری، (۱۳۹۳)، تأثیر هزینه های نمایندگی بر حساست سرمایه‌گذاری، جریانهای نقدی، دانش حسابداری دوره ۵، شماره ۱۷، صص ۹۷-۱۱۸.
- ✓ Achleitner, A.K., Günther, N., Kaserer, C. and Siciliano, G. (2014), "Real earnings management and accrual-based earnings management in family firms", *European Accounting Review*, Vol. 23 No. 3, pp. 431-461.
- ✓ 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.C. and Reeb, D.M. (2003), "Founding- family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500", *The Journal of Finance*, Vol. 58 No. 3, pp. 1301-1328.
- ✓ Anderson, R.C., Duru, A. and Reeb, D.M. (2012), "Investment policy in family owned firms", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 54 No. 1, pp. 1-28.
- ✓ André, P., Filip, A. and Marmousez, S. (2014), "The impact of IFRS on the relationship between conservatism and investment efficiency", *Comptabilité-Contrôle-Audit*, Vol. 20 No. 3, pp. 101-124.

- ✓ 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.
- ✓ Attig, N., Boubakri, N., El Ghouli, S. and Guedhami, O. (2015), "The global financial crisis, family control, and dividend policy", *Financial Management*, Vol. 25 No. 2, pp. 291-313.
- ✓ Audretsch, D.B., Hülsbeck, M. and Lehmann, E.E. (2013), "Families as active monitors of firm performance", *Journal of Family Business Strategy*, Vol. 4 No. 2, pp. 118-130.
- ✓ Beatty, A., Scott Liao, W. and Weber, J. (2010), "The effect of private information and monitoring on the role of accounting quality in investment decisions", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 27 No. 1, pp. 17-47, available at: <http://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01000>
- ✓ Bertrand, M. and Mullainathan, S. (2003), "Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences", *Journal of Political Economy*, Vol. 111 No. 5, pp. 1043-1075.
- ✓ Biddle, G.C. and Hilary, G. (2006), "Accounting quality and firm-level capital investment", *The Accounting Review*, Vol. 81 No. 5, pp. 963-982.
- ✓ Biddle, G.C., Hilary, G. and Verdi, R.S. (2009), "How does financial reporting quality relate to investment efficiency?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 48 Nos 2/3, pp. 112-131, available at: <http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>
- ✓ 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, X., Sun, Y. and Xu, X. (2016), "Free cash flow, over-investment and corporate governance in China", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 37 No. 2, pp. 81-103.
- ✓ 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: <http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.03.001>
- ✓ 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.
- ✓ Claessens, S., Djankov, S. and Lang, L.H. (2000), "The separation of ownership and control in East Asian corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58 No. 1, pp. 81-112.
- ✓ Craig, J. and Dibrell, C. (2006), "The natural environment, innovation, and firm performance: a comparative study", *Family Business Review*, Vol. 19 No. 4, pp. 275-288.
- ✓ 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.
- ✓ DeAngelo, L.E. (1981), "Auditor size and audit quality", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 3 No. 3, pp. 183-199.
- ✓ Dechow, P.M. and Dichev, I.D. (2002), "The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors", *The Accounting Review*, Vol. 77 No. S-1, pp. 35-59.
- ✓ 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>
- ✓ Faccio, M. and Lang, L.H. (2002), "The ultimate ownership of western European corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 65 No. 3, pp. 365-395.
- ✓ Fama, E.F. (1980), "Agency problems and the theory of the firm", *The Journal of Political Economy*, Vol. 88 No. 2, pp. 288-307.
- ✓ Fama, E.F. and Jensen, M.C. (1983), "Separation of ownership and control", *The Journal of Law and Economics*, Vol. 26 No. 2, pp. 301-325.

- ✓ Fernando, G.D., Schneible, R.A. and Suh, S. (2014), "Family firms and institutional investors", *Family Business Review*, Vol. 27 No. 4, pp. 328-345.
- ✓ Gomez-Mejia, L., Cruz, C. and Imperatore, C. (2014), "Financial reporting and the protection of socioemotional wealth in family-owned firms", *European Accounting Review*, Vol. 23 No. 3, pp. 387-402.
- ✓ Jensen, M.C. (1986), "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers: corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76 No. 2, pp. 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.
- ✓ Jones, J.J. (1991), "Earnings management during import relief investigations", *Journal of Accounting Research*, Vol. 29 No. 2, pp. 193-228.
- ✓ Kasznik, R. (1999), "On the association between voluntary disclosure and earnings management", *Journal of Accounting Research*, Vol. 37 No. 1, pp. 57-81.
- ✓ 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.
- ✓ Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1997), "A survey of corporate governance", *The Journal of Finance*, Vol. 52 No. 2, pp. 737-783.
- ✓ 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.
- ✓ Stock, J. and Yogo, M. (2005), "Chapter 5: Testing for weak instruments in linear IV regression" in Andrews, D.W.K. and Stock, J.H. (Eds), *Identification and Inference for Econometric Models: Essays in Honor of Thomas Rothenberg*, Cambridge University Press, Cambridge, p. 80.