



## تأثیر توانایی مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

نرگس سرلک<sup>۱</sup>  
فرامرز شیخ‌الاسلامی<sup>۲</sup>  
مصطفی ایزدپور<sup>۳</sup>

### چکیده

شرکت‌ها برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب، به‌موقع و کارآ دارند. مدیران کارآ، توانایی استفاده بهینه از منابع موجود را در فرآیند تحقق اهداف سازمانی دارند و از منابع محدود در اختیار سازمان، بیشترین نرخ بازده را ایجاد می‌نمایند. بر این اساس هدف از پژوهش حاضر بررسی تأثیر توانایی مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری است. برای دستیابی به این هدف با استفاده از روش غربال‌گری ۹۹ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان نمونه انتخاب و در طی دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفتند. به‌منظور اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری از مدل استفاده شده در پژوهش وردی (۲۰۰۶) و برای اندازه‌گیری توانایی مدیران از مدل دمرجیان (۲۰۱۲) با استفاده از روش تحلیل پوششی داده‌ها استفاده شده است. فرضیه پژوهش به کمک رگرسیون چندگانه با استفاده از داده‌های تلفیقی مورد آزمون قرار گرفت. نتایج پژوهش بیانگر این است که کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد. همچنین توانایی مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد.

**واژه‌های کلیدی:** توانایی مدیران، کیفیت گزارشگری مالی، کارایی سرمایه‌گذاری

JEL: M41

<sup>۱</sup> دانشیار حسابداری - دانشگاه قم، قم، ایران. Sarlak.narges@gmail.com

<sup>۲</sup> کارشناس ارشد حسابداری - دانشگاه قم، قم، ایران. fshrichard@yahoo.com

<sup>۳</sup> دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، تهران، ایران. ezadpour@gmail.com

## مقدمه

رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، منجر به رقابت شدیدی در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه‌گذاری شده است. لذا شرکت‌ها برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب، به‌موقع و کاراً دارند. زمانی واحد تجاری در سرمایه‌گذاری کاراً تعریف می‌شود که پروژه‌هایی باخالص ارزش فعلی مثبت را برای اجرا انتخاب نماید. صرفنظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری که خالص ارزش فعلی مثبت دارند، سرمایه‌گذاری کمتر از حد و همچنین انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی، به‌معنای سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌باشد که هر دو حالت، بیانگر عدم کارایی سرمایه‌گذاری است. در این راستا، گزارش‌های مالی، از منابع اطلاعاتی در دسترس بازارهای سرمایه است که انتظار می‌رود نقش مؤثری در توسعه سرمایه‌گذاری و افزایش کارایی آن ایفا نماید. گزارش‌های مالی شرکت‌ها باید اطلاعاتی فراهم نماید که برای سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل، بستانکاران و سایر استفاده‌کنندگان در سرمایه‌گذاری‌های منطقی، اعطای اعتبار و تصمیمات مشابه سودمند باشد. کیفیت گزارشگری مالی، دقت و صحت گزارش‌های مالی در بیان اطلاعات مربوط به عملیات شرکت، خصوصاً جریان‌های نقدی مورد انتظار، می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بهبود بخشد. اما مسأله مهم این است که مسئول تهیه و ارائه گزارش‌های مالی، مدیران شرکت‌ها هستند؛ بنابراین میزان توانایی آن‌ها تأثیر مستقیمی بر کیفیت اطلاعات حسابداری دارد. به‌عبارتی، هر چه مدیران توانا تر باشند، گزارش‌های آن‌ها از کیفیت بالاتری برخوردار است. مدیران دارای توانمندی کمتر، انگیزه بیشتری برای دستکاری سود (مدیریت سود) داشته و از این طریق می‌توانند بر روی کیفیت گزارش‌های مالی تأثیر معکوس گذاشته و سبب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی شوند (دمرجیان، لو، لویس و مک‌وی، ۲۰۱۲). این عدم تقارن اطلاعاتی در نهایت باعث مشکلات تأمین مالی شده و بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر خواهد گذاشت. هدف از این پژوهش، بررسی تأثیر توانایی مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد که نتایج آن برای ارزیابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نهایتاً تصمیمات مفید در بازار سرمایه ضروری به‌نظر می‌رسد.

## مبانی نظری

### کارایی مدیران و کیفیت گزارشگری مالی

در دنیای امروز، وظایف واحدهای تجاری تغییر یافته و هدف آن‌ها تأمین نیازهای ذینفعان است؛ سرمایه‌گذاران و مالکان، بخش مهمی از ذینفعان را تشکیل می‌دهند. مدیریت، فرآیند دستیابی به اهداف

سازمانی به کمک به کارگیری مؤثر منابع انسانی و امکانات مادی سازمان است. مدیران کارآ، توانایی استفاده بهینه از منابع موجود را در فرآیند تحقق اهداف سازمانی دارند. آن‌ها از منابع محدود در اختیار سازمان، بیشترین نرخ بازده را ایجاد می‌نمایند. شاخص‌های نشان‌دهنده کارایی مدیریت، در نهایت برگرفته از گزارش‌های مالی و عناصر ارائه شده در صورت‌های مالی است و یکی از مهم‌ترین عناصر تصمیم‌ساز موجود در صورت‌های مالی، سود شرکت است. علاوه بر این که مسئولیت تهیه صورت‌های مالی بر عهده مدیریت واحد تجاری است، وجود مبنای حسابداری تعهدی نیز حق انتخاب قابل توجهی به مدیران در دوره‌های زمانی متفاوت می‌دهد (حجازی، قیطاسی و کریمی، ۱۳۹۰). در واقع، به کمک این دو ابزار، مدیران، کنترل چشم‌گیری بر زمان تشخیص برخی اقلام درآمد - هزینه و نیز انتخاب روش‌های اختیاری حسابداری دارند (مدیریت سود). مدیران توانا، یعنی مدیرانی که بهتر می‌توانند از منابع سازمان استفاده کنند و بهره‌وری بالاتری دارند، کمتر دست به مدیریت سود می‌زنند و بنابراین، کیفیت اقلام تعهدی آن‌ها، بالاتر است. همچنین مدیران توانا تر نسبت به کسب و کارشان آگاهی بیشتری داشته و قضاوت‌ها و برآوردهای بهتری را برای اقلام تعهدی خواهند داشت (دمرجیان، لو، لوپس و مکوی، ۲۰۱۲).

برای اندازه‌گیری کیفیت گزارش‌های مالی، از شاخص کیفیت اقلام تعهدی استفاده می‌شود. علت استفاده از شاخص مذکور این است که اقلام تعهدی، برآوردهایی از جریان‌های نقدی و درآمدهای آتی هستند و کیفیت آن‌ها ارزش اطلاعاتی سود را با کاهش اثر نوسانات ناپایدار در جریان‌های نقدی بهبود می‌بخشد (بیدل، هیلاری و وردی، ۲۰۰۹). بهبود این اطلاعات منجر می‌گردد گزارشگری مالی، مأموریت خود را در فراهم نمودن اطلاعات برای سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در ارزیابی مبالغ، زمان‌بندی و عدم قطعیت وجوه نقد دریافتی آتی به انجام رساند.

بنابراین، افزایش کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به دو روش بهبود بخشد:

- ۱- کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران و در نتیجه کاهش هزینه سرمایه شرکت (ورچیا و لئوز، ۲۰۰۰).
- ۲- کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران و در نتیجه کاهش هزینه‌های سهامداران برای نظارت بر مدیران و بهبود انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری (بوشمن و اسمیت<sup>۱</sup>، ۲۰۰۱).

<sup>1</sup> Bushman and Smith

### کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری

در دهه ۱۹۷۰ میلادی، سه دانشمند به نام‌های مایکل اسپنس<sup>۱</sup>، جرج اکرلوف<sup>۲</sup> و جوزف استیلتز<sup>۳</sup> (برندگان جایزه نوبل اقتصاد در سال ۲۰۰۱) در زمینه اقتصاد اطلاعات، نظریه‌ای را پایه‌گذاری کردند که به نظریه «عدم تقارن اطلاعاتی» موسوم گردید. عدم تقارن اطلاعاتی به حالتی گفته می‌شود که یکی از طرفین معامله نسبت به دیگری مزیت اطلاعاتی داشته باشد. از پیامدهای عدم تقارن اطلاعاتی گزینش ناسازگار است، به این معنی که در بازار سرمایه، افرادی که اطلاعات را در اختیار دارند (افراد داخلی شرکت)، از این اطلاعات استفاده و آن را به فرصت تبدیل نموده و از منافع آن بهره‌مند می‌گردند. این امر مغایر با منافع سرمایه‌گذاران است. سرمایه‌گذاران نیز از این عدم تقارن اطلاعاتی آگاه هستند و به همین دلیل، مبلغ کمی را در قبال خرید سهام پرداخت می‌کنند. لذا هزینه تأمین سرمایه افزایش می‌یابد که این امر منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌گردد. پیامد دیگر عدم تقارن اطلاعاتی، خطر اخلاقی ناشی از مشکل نمایندگی است (اسکات<sup>۴</sup>، ۲۰۱۲). تضاد منافع بین مدیران و سهامداران می‌تواند از کارایی سرمایه‌گذاری ممانعت نماید (فرانسیس، هیوانگ، راجکوپال و زانگ<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸؛ وردی<sup>۶</sup>، ۲۰۰۶؛ بیٹی، اسکات و وبر<sup>۷</sup>، ۲۰۱۰؛ بیدل، هیلاری و وردی<sup>۸</sup>، ۲۰۰۹). از آنجا که مدیران به دنبال افزایش رفاه شخصی خود هستند، بنابراین ممکن است آن دسته از فرصت‌های سرمایه‌گذاری را انتخاب نمایند که بهترین نتیجه را برای سهامداران در پی نداشته باشد (برل و مینز<sup>۹</sup>، ۱۹۳۲؛ جنسن و مکلینگ<sup>۱۰</sup>، ۱۹۷۶).

### فرضیه پژوهش

با توجه به مبانی نظری پیشگفته، می‌توان ادعا نمود که توانایی مدیران با کیفیت ارقام تعهدی، رابطه مثبت دارد. از طرفی کیفیت ارقام تعهدی بیانگر کیفیت گزارش‌های مالی است. همچنین بین

<sup>1</sup> Michael Spence

<sup>2</sup> George Akerlof

<sup>3</sup> Joseph Stiglitz

<sup>4</sup> Scott

<sup>5</sup> Francis et al.

<sup>6</sup> Verdi

<sup>7</sup> Beathy et al.

<sup>8</sup> Biddle et al.

<sup>9</sup> Berle and Means

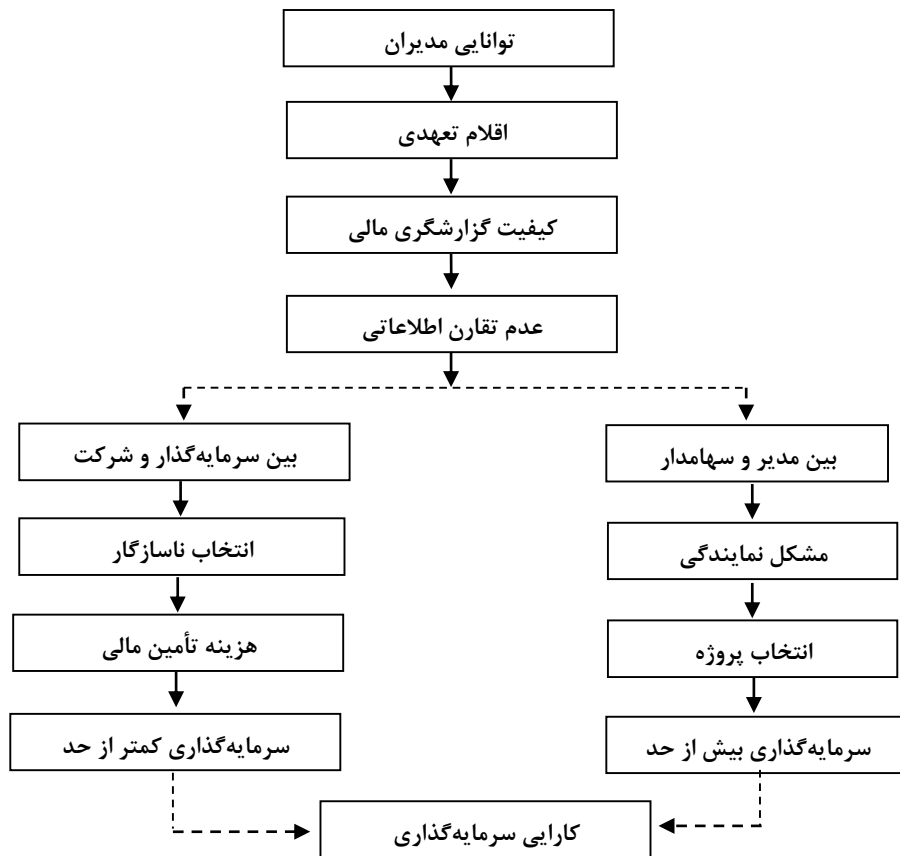
<sup>10</sup> Jensen and Meckling

کیفیت گزارش‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط معنی‌داری وجود دارد (لامبرت، لئوز و ورچیا، ۲۰۰۷؛ وردی، ۲۰۰۶؛ مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷؛ خدایی و یحیایی، ۱۳۸۹) در نتیجه توانایی مدیران می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشد. بر این اساس فرضیه پژوهش عبارت است از: «توانایی مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.»

### مدل مفهومی پژوهش

مدل مفهومی تأثیر توانایی مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری در نمودار شماره (۱) نشان داده شده است:

نمودار شماره ۱: مدل مفهومی تأثیر توانایی مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری



<sup>1</sup> Lambert, Leuz and Verrechia

### پیشینه تجربی پژوهش

بوشمن و اسمیت (۲۰۰۱) و لامبرت، لئوز و ورکچیا (۲۰۰۷) طی تحقیقات خود، پیرامون کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری دریافتند که افزایش کیفیت گزارشگری مالی موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. وردی (۲۰۰۶) طی پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداخت. وی نمونه‌ای از ۳۸,۰۶۲ شرکت بین سال‌های ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۳ را مورد بررسی قرار داد. این پژوهش نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی اثر معکوسی بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد دارد. تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، ناشی از کاهش هزینه‌های نمایندگی است. به‌عنوان نمونه، در شرکت‌هایی که جریان نقدی بالا و مالکیت غیرمتمرکز دارند، کیفیت گزارشگری مالی، دارای ارتباط منفی قوی‌تری با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌باشد. این یافته به این معناست که کیفیت گزارشگری مالی با کاهش هزینه سهامداران در کنترل مدیران، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد. همچنین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری کمتر از حد در مورد شرکت‌هایی قوی‌تر است که با محدودیت‌های مالی مواجه‌اند. علاوه بر این رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی قوی‌تر است که محیط‌های اطلاعاتی ضعیفی دارند. بیدل، هیلاری و وردی (۲۰۰۹) نشان دادند که همبستگی منفی (مثبت) میان کیفیت گزارش‌های مالی و سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی وجود دارد که تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری بالاتر (سرمایه‌گذاری پایین‌تر) دارند. شرکت‌هایی با کیفیت گزارش‌های مالی بالاتر، دارای انحراف کمتری از سطح سرمایه‌گذاری پیش‌بینی شده دارند و حساسیت کمتری به شرایط اقتصاد کلان نشان می‌دهند. آن‌ها بیان می‌کنند سازوکاری که کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری را به هم متصل می‌کند، اصطکاک خطر اخلاقی و انتخاب ناسازگار؛ را کاهش می‌دهد که مانع سرمایه‌گذاری کارآ می‌شود. چن، هپ، لی و وانگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) طی پژوهشی با عنوان «کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های خصوصی در بازارهای نوظهور» به بررسی نقش کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های خصوصی در بازارهای نوظهور و ارتباط آن با کارایی سرمایه‌گذاری پرداخت. وی با استفاده از داده‌های بانک جهانی در مورد شرکت‌ها به این نتیجه رسید که کیفیت گزارشگری مالی به‌صورت مثبت با کارایی سرمایه‌گذاری در ارتباط است. گارسیالارا، گارسیالاسما و پنالوا<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) در پژوهشی با عنوان «محافظه‌کاری حسابداری و کارایی

<sup>۱</sup> Chen, Hope & Wang

<sup>۲</sup> Garcia Lara, Garcia Osma & Penalva

سرمایه‌گذاری» عنوان کردند که محافظه‌کاری با کاستن از سرمایه‌گذاری در محیط‌هایی که احتمال سرمایه‌گذاری بیش از حد در آن‌ها زیاد است، روند کنترل بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریتی را بهبود می‌بخشد؛ همچنین با افزایش سرمایه‌گذاری در محیط‌هایی که احتمال سرمایه‌گذاری کمتر در حد آن‌ها بالاست، دسترسی به تأمین مالی از منابع خارجی به قیمت پایین‌تری را تسهیل می‌کند. آن‌ها دریافتند که شرکت‌های محافظه‌کارتر، به احتمال کمتری سرمایه‌گذاری بیشتر از حد یا کمتر از حد انجام می‌دهند. علاوه، با قبول این موضوع که تحقیقات پیشین، کنترل بیش از حد را با ریسک‌پذیری ناکارآمد مرتبط می‌دانند، آنان اثر نزولی محافظه‌کاری را نیز تجزیه و تحلیل کردند و ارتباط مثبتی بین محافظه‌کاری و سودآوری آینده یافتند و هیچ یافته‌ای مبنی بر این به‌دست نیاوردند که شرکت‌های محافظه‌کارتر در پروژه‌های با ریسک کمتر سرمایه‌گذاری می‌کنند. همچنین نتایج نشان داد که حسابداری محافظه‌کارانه، تضاد بین دارندگان اوراق قرضه و سهامداران بر سر سود سهام را کاهش داده و هزینه تأمین مالی از طریق بدهی را کاهش می‌دهد که این خود اجازه دسترسی به بدهی با ریسک پایین را می‌دهد و بنابراین اثرات منفی بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. محافظه‌کاری همچنین هزینه سرمایه را کاهش داده و انتظار می‌رود این کاهش در هزینه بدهی و هزینه سرمایه، تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری را تسهیل کند.

تان و جمال<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) اثر اختیارات حسابداری بر روی توانایی مدیران برای هموارسازی سود را بررسی نمودند. مطالعات آن‌ها نشان داد که وقتی اختیارات حسابداری کاهش می‌یابد، مدیران با صلاحیت بالا در مقایسه با سایر مدیران، توانایی بیشتری برای هموارسازی سود دارند. با کاهش اختیارات حسابداری، برای مدیران دارای پیش‌بینی خوب، انگیزه ایجاد می‌شود تا سرمایه‌گذاری‌های خود را به منظور کاهش تغییر پذیری سود شرکت مدیریت کنند. دمرجیان، لو، لوئیس و مک‌وی<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) رابطه بین توانایی مدیران و کیفیت سود را بررسی کردند. آن‌ها مقیاسی از توانایی مدیران را معرفی کردند که بر مبنای کارایی مدیران در ایجاد درآمد بوده و نشان دادند که کیفیت سود همبستگی مثبتی با توانایی مدیران دارد. مدیران تواناتر، از طریق تجدید آرائه کمتر صورت‌های مالی، پایداری سود، خطای کمتر در تعیین مطالبات سوخت شده و تخمین تعهدات با کیفیت بالاتر به افزایش کیفیت سود کمک می‌نمایند. به عبارتی، توانایی مدیران بر کیفیت قضاوت‌ها و تخمین‌های مورد استفاده برای محاسبه سود، تأثیر دارد.

<sup>1</sup> Tand and Jamal

<sup>2</sup> Dimerjian

قائم و وطن‌پرست (۱۳۸۴) به بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش، وجود سطح عدم تقارن اطلاعاتی و تأثیر آن بر روی قیمت سهام و حجم مبادلات در ۲۱ روز قبل و بعد از اعلان سود برآوردی هر سهم مورد بررسی قرار گرفت. جامعه آماری این پژوهش متشکل از ۱۲۱ مورد اعلان سود برآوردی شرکت‌ها در طول سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۳ است. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که در طی دوره مورد مطالعه، عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران بین سرمایه‌گذاران وجود داشته و این امر در دوره‌های قبل از اعلان سود به مراتب بیشتر از دوره‌های پس از اعلان سود است. همچنین مشخص شد که عدم تقارن اطلاعاتی با حجم مبادلات و قیمت سهام مرتبط بوده است، به طوری که در دوره قبل از اعلان سود، حجم مبادلات افزایش یافته و قیمت سهام شرکت‌ها نیز دچار نوسان شدند. مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷) به بررسی کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد علاوه بر این که سطح کیفیت گزارشگری مالی با سطح کارایی 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 پژوهش مذکور حاکی از آن است که کیفیت گزارشگری مالی از طریق کاهش بیش (کم) سرمایه‌گذاری می‌تواند موجب ارتقای کارایی سرمایه‌گذاری گردد. خدایی و یحیایی (۱۳۸۹) به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آن‌ها ۲۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس را بین سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها یافتند که بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری کمتر از حد رابطه منفی و معناداری وجود دارد، همچنین بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد رابطه منفی است، اما معنادار نمی‌باشد. ثقفی و عرب مازار یزدی (۱۳۸۹) کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. آن‌ها با استفاده از مدل تعدیل شده وردی (۲۰۰۶) به آزمون تجربی رابطه میان کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی پرداختند. پژوهشگران مذکور در این پژوهش از مدل کیفیت اقلام تعهدی استفاده کردند و ۱۵۲ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران را در خلال سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۷ مورد بررسی قرار داده و نشان دادند برخلاف تحقیقات بیدل، هیلاری و وردی (۲۰۰۶، ۲۰۰۷، ۲۰۰۹) عملاً در بورس تهران، هیچ‌گونه همبستگی معناداری میان متغیرهای مزبور وجود ندارد. زنجیردار و کرمی (۱۳۸۹) به بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. آن‌ها داده‌های تاریخی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۸ را



مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که ارتباط مثبت و مستقیمی بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند. طول دوره پژوهش هفت سال از ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ می‌باشد. انتخاب نمونه به روش حذفی و با توجه به قلمرو زمانی و مکانی پژوهش براساس معیارهای زیر است. از آنجایی که برای محاسبه برخی از متغیرهای پژوهش، به داده‌های یک سال قبل و یک سال بعد از دوره زمانی پژوهش نیاز بوده است، همچنین برای استفاده از مدل تحلیل پوششی داده‌ها، استفاده از داده‌های زیادی برای کسب نتیجه صحیح از این مدل الزامی است (دوره ده ساله)، بنابراین باید شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۸۴ در بورس پذیرفته و تا آخر ۱۳۹۴ از آن خارج نشده باشند و اطلاعات آن‌ها در این بازه زمانی در دسترس باشد. با توجه به ماهیت تحقیق و به‌خصوص مدل تحلیل پوششی داده‌ها، باید شرکت تولیدی یا خدماتی باشد. به‌عبارت دیگر، شرکت منتخب برای نمونه نباید متعلق به صنایع «بانک‌ها، مؤسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی»، «واسطه‌گری‌های مالی»، «سرمایه‌گذاری‌های مالی» و «شرکت‌های چند رشته‌ای صنعتی» باشد. همچنین جزو صنایعی نباشد که تعداد شرکت‌های بورسی آن کمتر از ۱۰ مورد است. در مدل تحلیل پوششی داده‌ها که یک نوع مدل تصمیم‌گیری است، واحدهای تصمیم‌گیری (در این پژوهش شرکت) باید دارای شرایط یکسانی باشند، به‌همین دلیل فرض شده است شرکت‌هایی دارای شرایط یکسان هستند که طبق طبقه‌بندی سازمان بورس در یک نوع صنعت قرار گرفته‌اند و هر سال شرکت به‌عنوان واحد تصمیم‌گیری مستقل در نظر گرفته شده است. به جهت حفظ قابلیت مقایسه اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها پایان اسفند ماه هر سال بوده و در طول دوره پژوهش، تغییر سال مالی نداده باشند. با توجه به شرایط مذکور، نمونه آماری پژوهش شامل ۹۹ شرکت می‌باشد. داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه از اسناد و مدارک سازمانی استخراج شده‌اند که شامل صورت‌های مالی حسابرسی شده، اطلاعات موجود در سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و نیز اطلاعات به‌دست آمده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین می‌باشند. برای محاسبه توانایی مدیران از مدل تحلیل پوششی داده‌ها<sup>۱</sup> و از نرم‌افزار تحلیل پوششی داده‌ها<sup>۲</sup> استفاده شده است. مدل تحلیل پوششی داده‌ها، نوعی مدل آماری است که

<sup>۱</sup> DEA

<sup>۲</sup> DEAP

برای اندازه‌گیری عملکرد سیستم با استفاده از داده‌های ورودی و خروجی، کاربرد دارد و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه از رگرسیون چندگانه با استفاده از داده‌های تلفیقی در نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است.

در این پژوهش، متغیر وابسته «کارایی سرمایه‌گذاری» و متغیر مستقل «توانایی مدیران» می‌باشد. برای آزمون فرضیه پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود.

رابطه شماره ۱

$$\text{Investment Efficiency}_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{managerialability}_{j,t} + \beta_2 \text{FRQ}_{j,t} + \beta_3 \text{Tang}_{j,t} + \beta_4 \text{Size}_{j,t} + \beta_5 \text{MTB}_{j,t} + \beta_6 \text{Slack}_{j,t} + \beta_7 \text{Lev}_{j,t} + \epsilon_{j,t}$$

که در آن Investment Efficiency کارایی سرمایه‌گذاری است که از قدر مطلق پسماندهای حاصل از رابطه شماره (۳) محاسبه می‌شود. Managerialability توانایی مدیران است که از پسماندهای حاصل از رابطه شماره (۷) محاسبه می‌شود. در این رابطه معنی‌داری  $\beta_1$  دال بر تأیید فرضیه پژوهش می‌باشد. برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری با استفاده از پژوهش وردی (۲۰۰۶) براساس تفاضل مبلغ فروش دارایی‌ها از مخارج سرمایه‌ای (شامل مخارج تحصیل دارایی، تعمیرات اساسی و ...) از رابطه شماره (۲) برای پیش‌بینی سطح سرمایه‌گذاری شرکت استفاده می‌شود.

$$\text{Investment}_{j,t} = \text{Capital Expenditure}_{j,t} - \text{Sale of property}_{j,t} \quad \text{رابطه شماره ۲}$$

Capital Expenditure = مخارج سرمایه‌ای که برابر است با درصد رشد دارایی‌های ثابت طی

دو سال متوالی

Sale of property = جریان نقد حاصل از فروش دارایی‌ها (به‌جز موجودی کالا) که اطلاعات

این متغیر از طبقه چهارم صورت جریان وجوه نقد شرکت‌ها حاصل می‌شود.

سپس براساس پژوهش وردی (۲۰۰۶) از فروش به‌عنوان نامگری برای تخمین و برآورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد انتظار استفاده می‌شود. براساس این رویکرد، سرمایه‌گذاری تابعی از فرصت‌های رشد است که توسط فروش اندازه‌گیری می‌شود. این رابطه براساس این استدلال است که میزان فروش شرکت، انتظار از سرمایه‌گذاری شرکت را در بازاری کارا نشان می‌دهد. پسماندهای مثبت رابطه زیر بیانگر انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی یا همان سرمایه‌گذاری بیش از حد و

پسماندهای منفی رابطه نشان‌دهنده گذر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت یا در واقع سرمایه‌گذاری کمتر از حد خواهد بود.

$$\text{Investment}_{j,t} = \beta_0 j_{,t} + \beta_1 j_{,t} * \text{Sale}_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad \text{رابطه شماره ۳}$$

برای اندازه‌گیری توانایی مدیران از مدل دمرجیان، لو، لویس و مک‌وی (۲۰۱۲) و روش تحلیل پوششی داده‌ها استفاده شده است. در این مدل، با استفاده از اندازه‌گیری کارایی شرکت (رابطه شماره (۴)) و سپس وارد کردن آن در رگرسیون خطی چندگانه (رابطه شماره (۵)) به‌عنوان متغیر وابسته و کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت، توانایی مدیریت محاسبه می‌شود.

رابطه شماره ۴

$$\text{FirmEfficiency}_t = \text{Sales}_t / \text{COGS}_t + \text{SAExp}_t + \text{RD}_t + \text{PPE}_t + \text{OpLeas}_t + \text{IntngAt}_t$$

دمرجیان، لو، لویس و مک‌وی (۲۰۱۲) معتقدند که کارایی کل شرکت نشانگر کارایی منابع در اختیار مدیریت و همچنین، توانایی‌های فردی مدیریت است. مقدار محاسبه شده برای کارایی شرکت در محدوده صفر تا یک قرار می‌گیرد که حداکثر کارایی برابر یک و هر چه مقدار به‌دست آمده کمتر باشد یعنی کارایی شرکت پایین‌تر است (بزرگ‌اصل و صالح‌زاده، ۱۳۹۴). توانایی مدیران پسماندهای حاصل از رگرسیون شماره (۵) می‌باشد.

رابطه شماره ۵

$$\text{Firm Efficiency} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Size} + \alpha_2 \text{Market Share} + \alpha_3 \text{Free Cash Flow} + \alpha_4 \text{Age} + \varepsilon$$

در دو رابطه شماره‌های ۴ و ۵،

Firm Efficiency = کارایی کل شرکت

Size = اندازه شرکت و برابر با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت می‌باشد؛

Market Share = سهم بازار شرکت که از طریق تقسیم رقم فروش شرکت بر کل فروش صنعت محاسبه می‌گردد.

Free Cash Flow = متغیری مجازی که در صورت مثبت بودن جریان‌های نقدی عملیاتی برابر یک و در صورت منفی بودن برابر صفر در نظر گرفته شده است،  
 Age = سن پذیرش شرکت در بورس که لگاریتم آن وارد رابطه می‌شود؛  
 COGS = بهای تمام شده کالای فروخته شده که از صورت سود و زیان حاصل می‌شود،  
 SAExp = هزینه‌های اداری و فروش که از صورت سود و زیان به‌دست می‌آید،  
 R&D = خالص مخارج تحقیق و توسعه که از یادداشت‌های توضیحی استخراج شده و در اکثر شرکت‌ها این رقم صفر می‌باشد،

PPE = خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات که از ترازنامه شرکت‌ها به‌دست می‌آید،  
 OpLease = خالص اجاره عملیاتی

Intng = خالص سرقفلی خریداری شده و دیگر دارایی‌های نامشهود، می‌باشد.

همچنین، به‌منظور کنترل تأثیر متغیرهایی که در پژوهش‌های پیشین نظیر وردی (۲۰۰۶)، بیدل، هیلاری و وردی (۲۰۰۹)، گارسیالارا، گارسیاسما و پنالوا (۲۰۱۰)، چن، هپ، لی و وانگ (۲۰۱۱)، ثقفی و معتمدی فاضل (۱۳۹۰) و محمودآبادی و مهتری (۱۳۹۰) به آن‌ها پرداخته شده است، به‌عنوان متغیرهای کنترلی به رابطه اضافه شده است. متغیرهای کنترلی پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها به‌شرح زیر است:

**کیفیت گزارشگری مالی (FRQ):** به‌منظور ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی از کیفیت ارقام تعهدی استفاده می‌شود. (ثقفی و عرب مازار یزدی، ۱۳۸۹). دلیل انتخاب معیار مزبور این است که ارقام تعهدی، عامل اصلی پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی هستند و در صورتی که در برآورد آن‌ها میزان خطا کمتر باشد، سودها، نشانه بهتری از جریان‌های نقدی آتی خواهند بود (بیدل، هیلاری و وردی، ۲۰۰۹). همچنین استفاده از کیفیت ارقام تعهدی بر این ایده استوار است که ارقام تعهدی توان آگاهی‌دهندگی سود را از طریق هموارسازی نوسان‌های جریان‌های نقدی بهبود می‌بخشد و هنگامی که ارقام تعهدی به‌منظور برآورد جریان‌های نقدی و سودهای آتی استفاده می‌شود، در صورتی که خطای اندکی در فرآیند تخمین ارقام تعهدی وجود داشته باشد (کیفیت ارقام تعهدی بالا باشد)، این برآوردها بسیار قابل اتکا هستند. برای اندازه‌گیری کیفیت ارقام تعهدی، ابتدا باید کل ارقام تعهدی تشکیل‌دهنده سود محاسبه شود. براساس مدل ارقام تعهدی دی‌چاو و دیچو<sup>۱</sup> (۲۰۰۲)، سود عملیاتی برابر با جریان‌های نقدی و ارقام تعهدی است.

<sup>1</sup> Dechow and Dechev

$$CFO_{j,t} + TCA = OI_{j,t}$$

رابطه شماره ۶

که در آن CFO بیانگر جریان نقدی حاصل از عملیات و TCA نشان‌دهنده کل اقلام تعهدی است. برای ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی (کیفیت اقلام تعهدی) از جایگذاری رقم حاصل از رابطه شماره (۶) بابت اقلام تعهدی شرکت در مدل فرانسیس و دیگران (۲۰۰۸)، یعنی رابطه شماره (۷) و محاسبه پسماند حاصل استفاده می‌گردد. انحراف معیار پسماند نشان‌دهنده کیفیت گزارشگری مالی است. هر چه انحراف معیار پسماند بزرگتر باشد کیفیت گزارشگری مالی کمتر است. در هر دو رابطه شماره‌های (۶) و (۷) برای حذف اثر اندازه شرکت‌ها، همه متغیرها برحسب کل دارایی‌های شرکت در ابتدای سال t استاندارد می‌شوند.

رابطه شماره ۷

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

$\Delta REV$  تغییرات درآمد و PPE خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات است.

**مشهود بودن دارایی‌ها (Tang)** که از طریق تقسیم سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت (اموال،

ماشین‌آلات و تجهیزات) بر جمع دارایی‌های پایان دوره محاسبه می‌گردد.

**اندازه شرکت (Size)** که عبارت از لگاریتم جمع دارایی‌های پایان دوره شرکت است.

**نسبت ارزش بازار به دفتری (MTB)** که برابر است با نسبت مجموع ارزش بازار سهام و مبلغ

دفتری بدهی‌ها به مبلغ دفتری دارایی‌ها در پایان دوره.

**کساد مالی (Slack)** که از طریق تقسیم مانده وجه نقد به دارایی‌های ثابت در پایان سال به‌دست

می‌آید (محمودآبادی و مهتری، ۱۳۹۰).

**اهرم مالی (Lev)** که برابر با نسبت بدهی‌ها به دارایی‌های پایان دوره است.

### یافته‌های پژوهش

جدول شماره (۱)، آمار توصیفی متغیر وابسته و متغیرهای مستقل و تعدیل‌کننده مدل اصلی مرتبط با فرضیه پژوهش را نشان می‌دهد. تعداد مشاهدات مورد بررسی برای برآورد مدل ۶۹۳ سال - شرکت می‌باشد.

جدول شماره ۱: نتایج آمار توصیفی متغیرهای مورد مطالعه

متغیر	تعداد	میانگین	میان	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
کارایی سرمایه‌گذاری	۶۹۳	۰,۰۱۰	۰,۰۱۳	۰,۱۴۹	-۰,۲۶۳	۰,۲۱۰
کیفیت گزارش‌های مالی	۶۹۳	۰,۱۰۲	۰,۰۸۷	۰,۹۸۶	-۰,۴۹۳	۰,۷۴۸
توانایی مدیران	۶۹۳	-۰,۰۰۱	۰,۰۰۵	۰,۱۸۲	-۰,۲۷۹	۰,۵۶۸
مشهود بودن دارایی‌ها	۶۹۳	۰,۲۸۵	۰,۲۶۱	۰,۱۶۳	۰,۴۶۴	۰,۰۷۶
اندازه شرکت	۶۹۳	۵,۷۹۸	۵,۷۰۳	۰,۵۴۱	۴,۷۱۴	۸,۰۰۶
نسبت ارزش بازار به دفتری	۶۹۳	۲,۲۶۴	۱,۹۴۵	۱,۵۹۷	۰,۴۸۵	۸,۸۴۶
کساد مالی	۶۹۳	۰,۵۱۳	۰,۳۹۷	۱,۸۶۵	۰,۰۰۱	۱,۴۶۷
اهرم مالی	۶۹۳	۰,۶۸۴	۰,۶۵۹	۰,۳۵۳	۰,۱۷۵	۲,۰۳۴

ارقام جدول گویای این است که برای اکثر متغیرها میانگین و متغیرها به نزدیک بوده و همین امر حاکی از توزیع تقریباً نرمال آن‌هاست. میانگین متغیر کارایی سرمایه‌گذاری عدد ۰,۰۱ می‌باشد که این عدد مثبت نشان می‌دهد به‌طور میانگین شرکت‌های نمونه سرمایه‌گذاری بیشتر از حد دارند. میانگین توانایی مدیران نیز عدد -۰,۰۰۱ است. عدد حاصل با نتایج پژوهش بزرگ‌اصل و صالح‌زاده بسیار نزدیک است که توانایی مدیران را به شیوه‌ای مشابه اندازه‌گیری کرده‌اند (۰,۰۰۲-). میانه متغیر مذکور تقریباً نزدیک به صفر است که نشان می‌دهد محاسبات انجام شده حدود نیمی از مدیران را کاراً را طبقه‌بندی نموده است. همچنین میانگین نسبت بهای تمام شده اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات با مقدار ۰/۲۸ نشان می‌دهد که ۲۵ درصد از کل دارایی‌های شرکت‌ها را به‌طور متوسط بهای تمام شده دارایی‌های ثابت آن‌ها تشکیل می‌دهد.

برای آزمون فرضیه و برآورد مدل، ابتدا به‌منظور گزینش یکی از روش‌های داده‌های تابلویی<sup>۱</sup> یا ترکیبی<sup>۲</sup>، از آزمون قابلیت ادغام (چاو) استفاده شده است. مطابق نتایج آزمون مقدار آماره لیمر ۲/۳۸ و

<sup>۱</sup> Panel

<sup>۲</sup> Pooled

سطح معنی‌داری آن ۰/۰۰۰ بوده، که نشان‌دهنده برتری استفاده از روش داده‌های تابلویی در برابر روش داده‌های ادغام شده است. با توجه به پذیرش روش داده‌های تابلویی در برابر داده‌های ترکیبی، به انجام آزمون هاسمن برای انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی پرداخته شده است. باتوجه به این که مقدار آماره کای - دو در این آزمون معادل ۶/۷۳ و سطح معنی‌داری آن ۰/۰۳ است، روش رگرسیون با اثرات ثابت نسبت به روش رگرسیون با اثرات تصادفی ارجحیت دارد. نتیجه آزمون مدل رگرسیونی برای نمونه پژوهش در جدول شماره (۲) ارائه شده است:

جدول شماره ۲: نتایج آزمون فرضیه پژوهش

Lev - ۰,۰۷۲ Size j,t + ۰,۰۲۹FRQj,t + - ۱,۶۴۲managerialabilityj,t + ۰,۱۸۵Investment Efficiencyj,t = + j,t+ εj,t				
احتمال معناداری	آماره t	ضریب	نماد متغیر	نام متغیر
۰,۵۴۹	-۰,۵۹۹	-۰,۰۳۲	Constant	عرض از مبدأ
۰,۰۳۳	۲,۲۵۷	۰,۱۸۵	Managerialability	توانایی مدیران
۰,۰۰۳	-۲,۹۶۲	-۱,۶۴۲	FRQ	کیفیت گزارش‌های مالی
۰,۰۸۶	۱,۷۱۸	۰,۰۴۷	Tang	مشهود بودن دارایی‌ها
۰,۰۴۸	۱,۹۸۳	۰,۰۲۹	Size	اندازه شرکت
۰,۱۴۵	-۱,۴۶۳	-۰,۳۱۱	MTB	نسبت ارزش بازار به دفتری
۰,۳۴۶	۰,۹۴۸	۰,۰۰۹	Slack	کساد مالی
۰,۰۰۰	-۳,۹۷۴	-۰,۰۷۲	Lev	اهرم مالی
۰,۲۳۳	ضریب تعیین تعدیل شده		۰,۲۹۰	ضریب تعیین
۰,۰۰۰	احتمال آماره F فیشر		۲,۷۶۱	آماره F فیشر
۱,۸۷۸			دوربین - واتسون	

همان‌طور که در جدول شماره (۲) ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است. در این مدل، ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۲۳۳ است. یعنی ۲۳/۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. همچنین، مقدار آماره دوربین واتسون مدل که برابر با ۱/۸۷ است، در فاصله بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد و نشان‌دهنده این است که بین خطاهای مدل خود همبستگی وجود ندارد. با توجه به آماره t و سطح معنی‌داری آن برای توانایی مدیران (متغیر مستقل)، می‌توان

گفت که توانایی مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. بر این اساس، فرضیه پژوهش تأیید می‌گردد. همچنین از آنجایی که هر چه پسماند مدل اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی بزرگ‌تر باشد، کیفیت گزارشگری مالی کمتر است، لذا ضریب منفی این شاخص در مدل برآورد شده نشان می‌دهد کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد. براساس مشاهدات روابط متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و اهرم مالی با متغیر وابسته پژوهش از لحاظ آماری معنادار و رابطه بین متغیرهای مشهود بودن دارایی، نسبت ارزش بازار به دفتری و کساد مالی با کارایی سرمایه‌گذاری از لحاظ آماری بی‌معنی است. نتایج این پژوهش با نتایج تحقیقات، بوشمن و اسمیت (۲۰۰۱)، وردی (۲۰۰۶)، لامبرت، لئوز و ورکچیا (۲۰۰۷)، بیدل، هیلاری و وردی (۲۰۰۹)، چن، هپ، لی و وانگ (۲۰۱۱)، مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷) و زنجیردار و کرمی (۱۳۸۹) خدایی و یحیایی (۱۳۸۹) مطابق و با نتیجه پژوهش ثقفی و عرب‌مازار (۱۳۸۹) مغایر می‌باشد.

### بحث و نتیجه‌گیری

هدف از این پژوهش، بررسی تأثیر توانایی مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری است. نتایج پژوهش بیانگر این است که توانایی مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد. همچنین کیفیت گزارشگری مالی نیز بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد. نتایج به‌دست آمده براساس مبانی نظری پژوهش مورد انتظار بود. به‌عبارتی، نتایج نشان می‌دهد که گزارش‌های مالی به‌عنوان یکی از منابع اطلاعاتی در دسترس بازارهای سرمایه می‌تواند نقش مؤثری در توسعه سرمایه‌گذاری و افزایش کارایی آن ایفا نماید. اما مسأله مهم این است که مسئول تهیه و ارائه گزارش‌های مالی مدیران شرکت‌ها هستند. بنابراین میزان توانایی آن‌ها تأثیر مستقیمی بر کیفیت اطلاعات حسابداری دارد. به‌عبارتی، هر چه مدیران توانا تر باشند، گزارش‌های آن‌ها از کیفیت بیشتری برخوردار است. در غیر این صورت مدیران با دستکاری سود (مدیریت سود) می‌توانند بر روی کیفیت گزارش‌های مالی تأثیر معکوس گذاشته و سبب عدم تقارن اطلاعاتی شوند. این عدم تقارن اطلاعاتی در نهایت باعث مشکلات تأمین مالی شده و بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر خواهد گذاشت.

لازم به‌ذکر است که در انجام این پژوهش مانند بسیاری از پژوهش‌های حوزه مالی، با محدودیت‌هایی مواجه بوده است. مهم‌ترین محدودیت این پژوهش که باید در تعمیم نتایج مدنظر قرار گیرد این است که متغیر هزینه تحقیق و توسعه در شرکت‌های نمونه صفر هستند. علت این امر بی‌توجهی به بحث تحقیق و توسعه در شرکت‌های نمونه یا عدم افشای مناسب آن‌ها می‌باشد. همچنین محاسبه رقم



فروش کل صنعت نیز دشوار بوده و این رقم از مجموع فروش شرکت‌های فعال در صنعت خاص محاسبه گردیده است.

براساس نتایج پژوهش می‌توان به سازمان بورس تهران پیشنهاد نمود که علاوه بر رتبه‌بندی کیفیت افشای شرکت‌های پذیرفته شده را بر مبنای بهره‌وری و کارایی نیز رتبه‌بندی نماید، این امر باعث می‌شود که مدیران شرکت‌ها، انگیزه بیشتری در استفاده بهینه از منابع شرکت داشته و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری خود را افزایش دهند.

همچنین، پیشنهاداتی برای پژوهش‌های آتی قابل ارائه است. بحث توانایی مدیران، مبحث تقریباً جدید در حوزه حسابداری است. این بحث توان‌های بسیاری در زمینه‌های مختلف حسابداری دارا می‌باشد. در آینده می‌توان به پیامدهای دیگر توانایی مدیران نظیر تأثیر بر مدیریت سود، مدیریت ریسک، ریسک پرتفوی، بازده آتی سهام و بسیاری جنبه‌های دیگر پرداخت.

## منابع و مأخذ

- 1- Beatty, A., Scott Liao, W., & Weber, J. (2010). The Effect of Private Information and Monitoring on the Role of Accounting Quality in Investment Decisions\*. *Contemporary Accounting Research*, 27(1), 17-47.
- 2- Berle, A. A., & Gardiner, C. (1932). Means, the Modern Corporation and private property. New York: *Commerce Clearing House*.
- 3- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2), 112-131.
- 4- Bozorgasl, M. & Salehzadeh, B. (2015). The relationship of management ability and earnings persistence with an emphasis on accrual components and cash flows of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Audit Science*, 20 (58), 153-170. (In Persian)
- 5- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and Economics*, 32(1), 237-333.
- 6- Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255-1288.
- 7- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s-1), 35-59.
- 8- Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. E. (2012). Managerial ability and earnings quality. *The Accounting Review*, 88(2), 463-498.
- 9- Francis, J., Huang, A. H., Rajgopal, S., & Zang, A. Y. (2008). CEO Reputation and Earnings Quality\*. *Contemporary Accounting Research*, 25(1), 109-147.
- 10- García Lara, J. M., GarcíaOsma, B., & Penalva, F. (2010). Accounting conservatism and firm investment efficiency. [www. Ssrn. com](http://www.Ssrn.com)

- 11- Ghaemi, M.H., & Vatanparast, M.R. (2005). The role of accounting information in decreasing of information asymmetry. *Quarterly The Iranian Accounting and Auditing Review*, 12(41), 85-103. (In Persian)
- 12- Hejazi, R., Gheitasi, R. & karimi, M.B. (2011). Income smoothing and information Uncertainty. *Quarterly The Iranian Accounting and Auditing Review*, 18(63), 63-80. (In Persian)
- 13- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). LTheory of the Firm: Managerial Behavior. Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3.
- 14- Khodaei vale zagherd, M., & Yahyaei, M. (2010). The relation between financial reporting quality and investment efficiency in TSE. Management accounting, 3(5), 1-15. (In Persian)
- 15- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of accounting research*, 45(2), 385-420.
- 16- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The Economic Consequences of Increased Disclosure (Digest Summary). *Journal of accounting research*, 38, 91-124No.
- 17- Mahmoodabadi, H., & Mehtari, Z. (2011). The relation between conservatism and financial reporting quality. *Journal of accounting advances*, 2(61/3), 113-140. (In Persian)
- 18- Modarres, A. & hasazade, R. (2008). Financial reporting quality and investment efficiency. *Journal of Securities Exchange*, 1 (2), 85-116. (In Persian)
- 19- Saghafi, A. & Arabmazar Yazdi, M. (2010). Financial reporting quality and investment inefficiency, *Journal of Financial Accounting Research*, 4(6), 1-20. (In Persian)
- 20- Saghafi, A. & Motamedi Fazel, M. (2011). The relation between audit quality and investment efficiency in firms with high investment facilities, *Journal of Financial Accounting Research*, 4(10), 1-14. (In Persian)

- 21- Scott, William R. (2012). *Financial accounting theory (6th edition)*, Pearson education, Toronto, Canada
- 22- Tan, H. C., & Jamal, K. (2006). Effect of accounting discretion on ability of managers to smooth earnings. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(5), 554-573.
- 23- Verdi, R. S. (2006). Financial reporting quality and investment efficiency (Doctoral dissertation, University of Pennsylvania).
- 24- Zanjirdar, M., & Karami, M. (2010). Financial reporting quality and investment efficiency. Master of Arts thesis, Arak Azad University