

بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری با تاکید بر سررسید بدهی

یاسین مهماندوست شلمانی، کارشناس ارشد حسابداری، واحد علوم تحقیقات قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی،

قزوین، ایران. y.meh1877@yahoo.com

محمد محمدیان، کارشناس ارشد حسابداری، واحد علوم تحقیقات قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران

چکیده- پژوهش حاضر با هدف مطالعه جنبه‌ای از پیامدهای اقتصادی جایگاه خدمات حسابرسی در ایران، به بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و ناکارایی سرمایه‌گذاری با تاکید بر سررسید بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. در این راستا تعداد ۱۱۰ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۳ با روش نمونه‌گیری حذفی انتخاب گردید. تحقیق حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر نوع روش تحقیق به صورت توصیفی و همبستگی می‌باشد. برای اندازه‌گیری کیفیت حسابرسی از شاخص‌های تخصص حسابرس در صنعت، شهرت حسابرس و جهت اندازه‌گیری ناکارایی سرمایه‌گذاری از مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) استفاده گردید. از الگوی داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین بدهی‌های کوتاه مدت و کیفیت حسابرسی با ناکارایی سرمایه‌گذاری ارتباط منفی وجود دارد. به عبارت دیگر، شرکت‌هایی با بدهی‌های کوتاه مدت و کیفیت حسابرسی بالا، انحراف پایینی از میزان سرمایه‌گذاری مطلوب خواهند داشت. همچنین، شواهد نشان داد برای شرکت‌هایی که بدهی‌های کوتاه مدت پایینی دارند، تاثیر کیفیت حسابرسی بر کارایی سرمایه‌گذاری کمتر از شرکت‌هایی است که بدهی‌های کوتاه مدت بالایی دارند.

کلمات کلیدی: سررسید بدهی، کیفیت حسابرسی، کارایی سرمایه‌گذاری، عدم تقارن اطلاعاتی.

مقدمه

بخش مهمی از پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهد که شرکت‌ها می‌توانند عدم تقارن اطلاعاتی را از طریق افزایش کیفیت حسابرسی کاهش دهند (داس و پاندیت، ۲۰۱۰؛ بای و چویی، ۲۰۱۲؛ بادآور نهندی و تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۲). در همین راستا چن و همکاران (۲۰۱۱) نشان می‌دهد که کاهش انتخاب

ناسازگار^۱ و خطر اخلاقی^۲ به مدیران اجازه می‌دهد که فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب را شناسایی نموده و با افزایش کیفیت حسابرسی، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش دهند. چندین مطالعه نشان می‌دهد که سررسید کوتاه مدت بدهی می‌تواند مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد (فلانری، ۱۹۸۶؛ برگر و آدل، ۱۹۹۸؛ اورتیز - مولینا و پناس، ۲۰۰۸). از دیدگاه وام گیرنده، شرکت‌هایی که از سررسید کوتاه مدت بدهی استفاده می‌کنند، به سایر شرکت‌ها نشان می‌دهند که آنها در وضعیت خوبی به سر می‌برند و ممکن است شرایط قیمتی بهتری در تکرار مجدد وام کسب نمایند؛ از دیدگاه وام دهنده از طریق سررسید کوتاه مدت بدهی، کنترل و نظارت بهتری بر رفتار مدیران صورت می‌گیرد (دایموند، ۱۹۹۳).

در این پژوهش به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود که چگونه سررسید بدهی تاثیر کیفیت حسابرسی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر قرار می‌دهد. بدین معنی که آیا تاثیر کیفیت حسابرسی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری با سطوح مختلف سررسید بدهی تغییر می‌کند؟ ما دو نوع تاثیر را انتظار داریم: از یک سو، با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی قابلیت اتکای مدارک حسابداری با وجود بدهی‌های کوتاه مدت به دلیل بیشتر شدن فرایند نظارت دهی، افزایش می‌یابد. در نتیجه تاثیر کیفیت حسابرسی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری باید برای شرکت‌هایی با کیفیت حسابرسی بالا و سررسید کوتاه مدت بدهی، از اهمیت بیشتری برخوردار باشد. از سوی دیگر، در شرکت‌هایی با کیفیت حسابرسی بالا، وام دهندگان نیاز کمتری به سررسید کوتاه مدت برای نظارت بر رفتار مدیران خواهند داشت (بارث و همکاران، ۲۰۰۸؛ گارسیا- تروئل و همکاران، ۲۰۱۰). بنابراین تحت این مفروضات انتظار می‌رود اهمیت کیفیت حسابرسی برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی با طولانی شدن سررسید افزایش و با کوتاه شدن سررسید کاهش یابد.

این مقاله به رشد ادبیات پژوهش در فراهم سازی شواهد تجربی بر نقش کیفیت حسابرسی و سررسید بدهی در بهبود کارایی سرمایه‌گذاری در کشوری که سررسید بدهی یک ابزار مهم در کنترل رفتارهای مدیریتی است، کمک می‌کند. یافته‌های این پژوهش پیشنهاد می‌کند که نگرانی اصلی اعتباردهندگان، مشکلات بیش سرمایه‌گذاری است. به این دلیل که از طریق بیش سرمایه‌گذاری

1. Advers Selection

2. Moral Hazard

مدیران، اعتباردهندگان و سهامداران اقلیت را تحت تملک خود در می‌آورند و این ناکارایی می‌تواند از طریق کیفیت حسابداری بالا و سررسید کوتاه مدت کاهش یابد. در بخش کم سرمایه‌گذاری نتایج پیشنهاد می‌کند که تاثیر مثبت سررسید کوتاه مدت بر کاهش ناکارایی در مقایسه با فرایند نظارتی از طریق اعتباردهندگان ممکن است با تصمیمات داخلی شرکت مرتبط باشد (مایرز، ۱۹۷۷). علاوه براین، این پژوهش اولین مطالعه‌ای است که تاثیر تعاملی کیفیت حسابداری و سررسید بدهی بر بهبود کارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار می‌دهد. نتایج پیشنهاد می‌کند که مکانیزم‌های کیفیت حسابداری ممکن است که یک نقش جایگزین در کاهش بیش سرمایه‌گذاری ایفا کنند، در حالی که مخالف مطالعات پیشین در آمریکا و بازارهای توسعه یافته، بیدل و همکاران (۲۰۰۹) و چن و همکاران (۲۰۱۱) نشان دادند که کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند مشکلات کم سرمایه‌گذاری را حل کند. در ایران بدهی‌های کوتاه مدت مکانیزم اصلی برای کنترل کم سرمایه‌گذاری است و کیفیت حسابداری تنها زمانی که سطح بدهی کوتاه مدت (سررسید بلند مدت) پایین است، مربوط می‌باشد.

ادبیات و پیشینه پژوهش

یکی از اهداف گزارشگری مالی، تسهیل تخصیص کارآمد سرمایه است. یکی از جنبه‌های مهم این نقش، بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌باشد. تحقیقات گذشته نشان می‌دهد که بهبود شفافیت مالی مشکلات بالقوه مربوط به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد را کاهش می‌دهد (بیدل و هیلاری، ۲۰۰۶؛ هوپ و توماس، ۲۰۰۸). در همین راستا، استین (۲۰۰۳) بیان می‌کند که اغلب شرکت‌ها با سرمایه‌گذاری نامناسب با ریسک سرمایه‌گذاری بیشتر از حد روبه‌رو هستند که این رویکرد به طور بالقوه کارایی سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر قرار می‌دهد. اما مهمترین و رایج‌ترین عوامل موثر بر ناکارایی سرمایه‌گذاری ممکن است ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی باشد. در بازارهای کامل تمام پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت تامین مالی می‌شود. با این وجود، بخش قابل توجهی از ادبیات وجود دارد که با چنین مفروضاتی در تضاد است (هوبارد ۱۹۹۸؛ برتراند و مالیاناتان، ۲۰۰۳). از سوی دیگر، در بازارهای ناقص عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی می‌تواند منجر به انتخاب پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه‌گذاری بیشتر از حد) و رد پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) شود. مطابق با تئوری نمایندگی سرمایه-

گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد می‌تواند از طریق وجود تقارن اطلاعاتی میان سهامداران قابل توضیح باشد. جنسن و مک‌لینک (۱۹۷۶) و مایرز (۱۹۷۷) مدلی در جهت نقش عدم تقارن اطلاعاتی بر کارایی سرمایه‌گذاری از طریق مشکلات اطلاعاتی همچون خطر اخلاقی و انتخاب ناسازگار ارائه دادند. با توجه به پدیده خطر اخلاقی، تضاد منافع بین سهامداران و مدیران ممکن است، مدیریت را ترغیب نماید که در جهت حداکثرسازی منافع شخصی از طریق انتخاب سرمایه‌گذاری نامطلوب، انگیزه داشته باشند جنسن و مک‌لینک (۱۹۷۶). مطابق با پدیده انتخاب ناسازگار در شرکت‌هایی با مدیران آگاه میزان سرمایه‌گذاری بیشتر از حد بالا می‌باشد، به این دلیل که آنها اوراق بهادار را بیشتر از قیمت واقعی می‌فروشند و به وجه نقد مازاد دست می‌یابند. برای جلوگیری از این رویه، تامین‌کنندگان سرمایه می‌توانند سرمایه را محدود نمایند تا هزینه‌های تامین مالی افزایش یابد، که این رویکرد منجر به رد برخی از پروژه‌های سودآور به دلیل محدودیت‌های مربوط به وجه نقد می‌شود (لامبرت و ورچیا، ۲۰۰۷).

مدل‌های نظری (مایرز، ۱۹۷۷؛ چایلد و همکاران، ۲۰۰۵) پیش‌بینی می‌کنند که انعطاف‌پذیری بالا در سررسید کوتاه مدت بدهی برای بهبود کارایی سرمایه‌گذاری مفید است. اگرچه شواهد کمی در این زمینه بخصوص در رابطه با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد وجود دارد. بر این اساس، هدف اصلی پژوهش حاضر ترکیب این دو مکانیزم و تجزیه و تحلیل تاثیر کیفیت حسابرسی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری در چارچوب کشور ایران می‌باشد که در آن کیفیت حسابرسی پایین‌تر از کشورهای آنگلو ساکسون بوده و بدهی کوتاه مدت منبع اصلی تامین مالی خارجی می‌باشد. از آنجا که داس و پاندیت (۲۰۱۰) تاثیر کیفیت حسابرسی بر کارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار داده و نشان دادند که کیفیت حسابرسی کارایی سرمایه‌گذاری را در کشورهای در حال توسعه یافته تحت تاثیر قرار می‌دهد. بنابراین در این پژوهش انتظار می‌رود که این ارتباط در نمونه‌ای از شرکت‌های لیست شده در بورس اوراق بهادار تهران نیز قابل مشاهده باشد. در محیط ایران بدلیل توسعه پایین بازار سرمایه در مقایسه با آمریکا و انگلیس و عدم تقارن اطلاعاتی بالا، بدهی خصوصی منبع اصلی برای شرکت‌های ایرانی محسوب می‌شود در چنین محیطی ممکن است بانک‌ها در کاهش نواقص بازار سرمایه نقش مهمی داشته باشند. همچنین نقش نظارتی بدهی‌های کوتاه مدت در چنین محیطی ممکن است بالا باشد. در واقع ساختار سررسید بدهی شرکت‌های ایرانی کوتاه مدت گرا است. برای مثال در

حالی که در نمونه این پژوهش میانگین نسبت بدهی‌های کوتاه مدت به کل بدهی، بالای ۷۴ درصد است، در کشور آمریکا این میانگین حدود ۲۲ درصد می‌باشد (داتال و همکاران، ۲۰۰۵). از آنجایی که سررسیدهای کوتاه مدت بدهی در ایران نقش مهمی ایفا می‌کنند بنابراین از دیدگاه وام‌دهنده، سررسید بدهی به عنوان یک ابزار در کنترل عملکرد مدیریت و از دیدگاه وام‌گیرنده بدهی‌های کوتاه مدت می‌تواند انجام پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت را تسهیل کند (مایرز، ۱۹۷۷). بنابراین انتظار می‌رود ارتباط مثبتی بین سررسید کوتاه مدت و کارایی سرمایه‌گذاری برقرار باشد.

نقش بدهی در کاهش اختیارات مدیران و نظم بخشیدن به تصمیمات سرمایه‌گذاری در ادبیات گذشته توسط محققانی همچون مایرز (۱۹۹۷) و جنسن (۱۹۸۶) مورد بحث قرار گرفته است. شواهد بدست آمده نشان می‌دهد که بدهی‌های کوتاه مدت میزان سرمایه‌گذاری بیشتر از حد را کاهش می‌دهد (دی ملو و میراندا، ۲۰۱۰ و گوماریز و بالستا، ۲۰۱۴). با این وجود ادبیات گذشته با تاکید بر نقش سررسید بدهی نشان می‌دهد که استفاده از بدهی‌های کوتاه مدت، مکانیزمی است که می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی را بین سهامداران، اعتباردهندگان و مدیران کاهش دهد. فلانری (۱۹۸۶) بیان می‌کند که از دیدگاه وام‌گیرنده، تحت مفروضات عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌هایی که پروژه‌های پربازدهی برای سرمایه‌گذاری دارند، ترجیح می‌دهند سررسید کوتاه مدت را به بازارها منتقل نمایند و مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند. از دیدگاه وام‌دهنده، زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد استفاده از بدهی‌های کوتاه مدت نسبت به بدهی‌های بلندمدت برای نظارت شرکت مناسب‌تر است. سررسید کوتاه مدت بدهی شرایطی را فراهم می‌نماید که نظارت موثرتری بر عملکرد مدیران صورت گیرد به این دلیل که وام‌دهندگان می‌توانند عملکرد شرکت‌ها را در طول دوره تعیین کنند و پس از آن می‌توانند تصمیم بگیرند که شرایط وام را تمدید نمایند یا اینکه قرارداد را تغییر دهند (اوتیزمولینا و پناس، ۲۰۰۸، گوماریز و بالستا، ۲۰۱۴). در راستای بررسی کارایی سرمایه‌گذاری، سررسید بدهی می‌تواند برای کاهش مشکلات سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد مورد استفاده قرار گیرد. زمانی که پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت وجود دارد شرکت‌ها می‌توانند چنین پروژه‌هایی را با بدهی‌های کوتاه مدت تامین مالی کنند. به این دلیل که در کوتاه مدت نقدینگی بیشتری دارند و بطور کلی برای شرکت سودآور است. علاوه بر این، به خاطر نقش بدهی‌های کوتاه مدت، دارندگان بدهی احتمالاً نظارت بهتری بر وام‌گیرندگان خواهند داشت و بنابراین تضاد

نمایندگی بین تامین‌کنندگان و وام‌گیرندگان که ناشی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری است، کاهش می‌یابد (براکلی و اسمیت، ۱۹۹۵؛ گودس و اوپلر، ۱۹۹۶؛ لیا، ۲۰۱۱، گوماریز و بالستا، ۲۰۱۴). چایلدرز (۲۰۰۵) پیش‌بینی می‌کند که انعطاف‌پذیری بالای بدهی‌های کوتاه مدت، تضاد منافع بین سهامداران و اعتباردهندگان را کاهش داده و به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری کمک کند. در این مفهوم تاثیر کیفیت حسابرسی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌تواند از طریق وجود بدهی‌های کوتاه مدت کاهش یابد، به این دلیل که از طریق بدهی‌های کوتاه مدت، اعتباردهندگان می‌توانند نقش نظارتی خود را بر مدیران در کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر از حد اعمال نمایند. بنابراین بدهی‌های کوتاه مدت ممکن است برای مدیران در انجام سرمایه‌گذاری‌های مطلوب در موقعیت سرمایه‌گذاری کمتر از حد مفید باشد. در مقابل، تاثیر کیفیت حسابرسی بر کارایی سرمایه‌گذاری می‌تواند برای شرکت‌هایی با بدهی‌های کوتاه مدت بالا، افزایش یابد به شرطی که تاثیرات مفید هر دو به صورت مثبت بر سرمایه‌گذاری اضافه شود. بیدل و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بین سال‌های ۱۹۹۳-۲۰۰۵ پرداختند. یافته‌های آنها نشان داد که همبستگی منفی (یا مثبت) بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که محیط عملیاتی آنها متمایل به (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) یا سرمایه‌گذاری بیشتر از حد است، بیشتر است. همچنین، شرکت‌هایی با کیفیت گزارشگری مالی بالا، انحراف کمتری از میزان سرمایه‌گذاری مطلوب داشته و حساسیت پائینی به شرایط اقتصاد کلان دارند. نتایج بدست آمده بیانگر آن است که وجود مکانیزمی بین کیفیت گزارشگری و کارایی سرمایه‌گذاری می‌تواند اصطکاک میان این دو را کاهش دهد و در نتیجه منجر به کاهش انتخاب ناسازگار و خطر اخلاقی شود.

بیتی و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرایط دستیابی به اطلاعات خصوصی در بین سال‌های ۱۹۹۵-۲۰۰۶ در ۳۰۳۳ شرکت تولیدی پرداختند. آنها انتظار داشتند دستیابی به اطلاعات اختصاصی و اعمال محدودیت‌های مستقیم بر سرمایه‌گذاری از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند در صورت افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش دهد. آنها بیان می‌کنند که شرکت‌هایی که کیفیت اطلاعات حسابداری پائینی دارند، گرایش بالقوه‌ای به اجاره کردن دارایی‌ها دارند تا خرید آنها. نتایج تحقیقات، حاکی از آن بود که اگرچه وام‌دهندگان برون سازمانی با انعقاد قراردادهای محدود کننده

و دستیابی به اطلاعات اختصاصی، اهمیت کیفیت اطلاعات حسابداری را کاهش می‌دهند، اما اصولاً محدودیت در فرایند سرمایه‌گذاری، منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شده و تاثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد.

لی و وانگ (۲۰۱۰) در یک پژوهشی به بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های چینی در سال‌های ۲۰۰۴-۲۰۰۶ پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که کیفیت بالای گزارشگری مالی منجر به کاهش مشکلات سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد می‌شود. آنها بیان می‌کنند که تاثیر کیفیت اقلام تعهدی و هموارسازی سود بر ناکارایی سرمایه‌گذاری بسیار قابل ملاحظه است.

چن و همکاران (۲۰۱۱) با بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های خصوصی در بین سال‌های ۲۰۰۲-۲۰۰۵ نشان دادند که بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت وجود دارد. شواهد قبلی نشان می‌دهد کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های خصوصی در مقایسه با سایر کشورهای پایین است به این دلیل که احتمالاً تقاضا برای اطلاعات عمومی پایین‌تر است. آنها نشان دادند شرکت‌های که تامین مالی آنها از طریق بانک بیشتر است، نقش اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها قابل ملاحظه است.

بارنز و داوونز (۲۰۱۳) به بررسی تاثیر کیفیت حسابرسي بر کارایی سرمایه‌گذاری در ۳۲ کشور مختلف پرداختند. مطابق تحقیقات گذشته آنها از دو شاخص موسسات حسابرسي ۴ بزرگ و تخصص حسابرسي در صنعت برای سنجش میزان کیفیت حسابرسي استفاده کردند. نتایج نشان داد که افزایش کیفیت حسابرسي کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد. در واقع افزایش کیفیت حسابرسي در کشورهایی با حمایت ضعیف و قوی از سرمایه‌گذاران، موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. همچنین نتایج نشان داد که افزایش کیفیت حسابرسي سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد را در کشورهایی که از حقوق سهامداران دفاع می‌شود، نسبت به کشورهایی که توجهی به حقوق سرمایه‌گذاران نمی‌شود، بیشتر کاهش می‌دهد.

گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) به بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری در بین سال‌های ۱۹۹۸-۲۰۰۸ در شرکت‌های اسپانیایی پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی مشکلات سرمایه‌گذاری بیشتر از حد را کاهش می‌دهد. به همین ترتیب

سررسید کوتاه مدت بدهی می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد و مشکلات سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد را تا حد ممکن کاهش دهد. علاوه بر این نتایج آنها نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی مکانیزم‌های هستند که در بهبود درجه‌ای از کارایی سرمایه‌گذاری نقش دارند. بنابراین، در شرکت‌هایی که از بدهی‌های کوتاه مدت کمتری استفاده می‌کنند، کیفیت گزارشگری مالی موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود.

ثقفی و همکاران (۱۳۹۰)، به بررسی کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال‌های ۱۳۸۰-۱۳۸۹ پرداختند. مبانی نظری پژوهش آن‌ها مبتنی بر نظریه نمایندگی و نظریه اقتصاد اطلاعات است و ریشه در مسائلی چون تضاد منافع و عدم تقارن اطلاعاتی دارد. مسأله اصلی مربوط به نوعی از عدم کفایت سرمایه‌گذاری، تحت عنوان سرمایه‌گذاری بیش از حد است که از طریق جریان نقد آزاد به وجود می‌آید. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که هر چه کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد، مسأله سرمایه‌گذاری بیش از حد، کم‌تر به وجود می‌آید و این ارتباط در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد بالا بیش‌تر رخ می‌دهد و تأثیر کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها به مراتب بیش‌تر است.

بادآور نهندی و تقی‌زاده خانقاه (۱۳۹۲) به بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری در ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره ۱۳۸۵-۱۳۹۰ پرداختند. آن‌ها برای اندازه‌گیری کیفیت حسابرسی از ۴ مکانیزم تخصص حسابرس در صنعت، شهرت حسابرس، دوره تصدی حسابرس و استقلال حسابرس استفاده کردند. نتایج پژوهش نشان داد که بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد. بدین ترتیب با افزایش میزان کیفیت حسابرسی ناکارایی سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد.

فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه اصلی ۱: بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط وجود دارد.
- فرضیه فرعی ۱-۱: بین تخصص حسابرس در صنعت و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط وجود دارد.
- فرضیه فرعی ۱-۲: بین شهرت حسابرس و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط وجود دارد.

فرضیه اصلی ۲: بین بدهی‌های کوتاه مدت و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط وجود دارد.

فرضیه اصلی ۳: بدهی‌های کوتاه مدت بر رابطه بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر دارد.

فرضیه فرعی ۱-۳: بدهی‌های کوتاه مدت بر رابطه بین تخصص حسابرس در صنعت و کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر دارد.

فرضیه فرعی ۱-۳: بدهی‌های کوتاه مدت بر رابطه بین شهرت حسابرس و کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر دارد.

روش پژوهش

این پژوهش براساس هدف از نوع کاربردی و از لحاظ ماهیت از نوع تحقیقات همبستگی بوده، هدف اصلی آن تعیین وجود، میزان و نوع رابطه بین متغیرهای مورد آزمون است. جامعه آماری تحقیق، کلیه شرکت‌های غیرمالی پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۳ هستند. تعداد نمونه مورد مطالعه در این تحقیق که در مجموع ۱۱۰ شرکت بوده‌اند، با استفاده از نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک و با توجه به معیارهای زیرانتخاب شدند:

- ۱) شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و موسسات واسطه‌گری مالی از نمونه آماری حذف می‌شوند. این امر به علت شرایط خاص محیط گزارشگری این شرکتهاست.
- ۲) شرکت در طول دوره تحقیق به صورت مستمر و مداوم عضو بازار بورس بوده باشد و از آن خارج نشده و یا به تابلوی غیر رسمی منتقل نشده باشد.
- ۳) به لحاظ قابلیت مقایسه پایان سال مالی آنها منتهی به اسفند ماه باشد.
- ۴) شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته باشد.
- ۵) وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشند.

با مدنظر قرار دادن محدودیت‌های فوق تعداد ۱۱۰ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید. داده‌های پژوهش حاضر از پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و نیز از نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شده‌اند. تحلیل و پردازش داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار آماری Eviews صورت گرفته است.

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته: کارایی سرمایه‌گذاری

در این پژوهش مطابق پژوهش‌های لی و وانگ (۲۰۱۰)، چن و همکاران (۲۰۱۱) و بارنز و داوونز (۲۰۱۳) از مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود. براساس این رویکرد، سرمایه‌گذاری کل تابعی از فرصت‌های رشد است که توسط فروش اندازه‌گیری می‌شود. از طریق جایگذاری رقم محاسبه شده بابت سرمایه‌گذاری کل در معادله رگرسیونی فوق (معادله شماره ۱) پسماندهای این معادله محاسبه می‌گردد. پسماندهای مثبت (انحراف مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) بیانگر انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی یا همان سرمایه بیش از حد و پسماندهای منفی (انحراف منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) نشان دهنده گذر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت یا در واقع سرمایه‌گذاری کمتر از حد خواهد بود.

$$\text{Investment}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Sales Growth}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

که در آن:

$\text{Investment}_{i,t}$: سرمایه‌گذاری کل

$\text{Sales Growth}_{i,t-1}$: درصد تغییر در فروش از سال $t-1$ به سال t

متغیرهای مستقل

تخصص حسابرس در صنعت

در این پژوهش، از سهم بازار به عنوان شاخصی برای اندازه‌گیری تخصص حسابرس در صنعت بهره گرفته می‌شود، زیرا اولویت صنعت را نسبت به سایر حسابرسان نشان می‌دهد. تخصص حسابرس در صنعت از حاصل تقسیم مجموع دارایی‌های تمام صاحبکاران یک مؤسسه حسابرسی خاص در یک صنعت خاص تقسیم بر مجموع دارایی‌های صاحبکاران آن صنعت بدست می‌آید.

شهرت حسابرس

در این پژوهش شهرت حسابرس از حاصل تقسیم مجموع دارایی‌های تمام صاحبکاران یک مؤسسه حسابرسی خاص در کل بورس بر کل دارایی‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بدست می‌آید.

متغیرهای کنترل

مطابق پژوهش‌های بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، لی و وانگ (۲۰۱۰)؛ چن و همکاران (۲۰۱۱) و گوماریز و بالیتا (۲۰۱۴) تعدادی از متغیرهای کنترلی جهت جداسازی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری تحت شرایط سررسید بدهی انتخاب گردید.

SIZE (اندازه): لگاریتم ارزش دفتری کل دارایی‌ها؛ Lev (اهرم مالی): کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها؛ MBV (فرصت‌های سرمایه‌گذاری): ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری آنها؛ DIV (سود تقسیمی): سود سهام پرداختنی هر سهم تقسیم بر سود هر سهم؛ FCF: برای اندازه‌گیری جریان نقد آزاد از مدل هاکل و همکاران (۲۰۰۰) استفاده شده است. در این مدل تفاوت جریان‌های نقد عملیاتی و جریان‌های خروجی مرتبط با مخارج سرمایه‌ای محاسبه می‌شود و به عنوان شاخصی برای جریان‌های نقد آزاد به کار می‌رود. نحوه محاسبه جریان نقد آزاد به شرح ذیل است:

$$FCF = [\text{جریان‌های نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی} - \text{مخارج سرمایه‌ای}] \times \text{تعداد سهام}$$

دوره

CFO_SAL (جریان‌های نقد): جریان‌های نقد عملیاتی تقسیم بر فروش خالص.

یافته‌های توصیفی

نگاره (۱) آماره توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. میانگین و میانه ناکارایی سرمایه‌گذاری به ترتیب ۰/۰۶۵ و ۰/۰۳۹ است که با مقادیر تحقیقات بیدل و همکاران (۲۰۰۹)؛ لی و وانگ (۲۰۱۰)؛ چن و همکاران (۲۰۱۱) سازگار می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد حدود ۴۰ درصد از شرکت‌ها در گروه بیش سرمایه‌گذار قرار دارند، در حالی که اکثر شرکت‌های نمونه (۶۰ درصد) متعلق به گروه کم سرمایه‌گذار می‌باشند. این نتیجه بیان می‌کند که شرکت‌های نمونه در بورس اوراق بهادار تهران به دلیل مشکلاتی از قبیل تامین مالی خارجی، به احتمال زیاد در معرض مشکل سرمایه‌گذاری کمتر از حد هستند تا سرمایه‌گذاری بیشتر از حد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که حدود ۷۴ درصد از کل بدهی‌ها مربوط به بدهی‌های کوتاه مدت است. آنها نشان دادند که شرکت‌های اسپانیایی حدود ۶۰ درصد از بدهی‌های کوتاه مدت استفاده می‌کنند. در حالی که نتایج مخالف یافته‌های مربوط به شرکت‌های آمریکایی است. براکلی و اسمیت (۱۹۹۵) و داتا و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند که

شرکت‌ها از بدهی‌های کوتاه مدت به ترتیب کمتر از ۲۸/۲ درصد و ۲۱/۴۶ استفاده می‌کنند. میانگین تخصص حسابرسان در صنعت برابر ۱۹ درصد می‌باشد و نشان می‌دهد که حدود ۱۹ درصد شرکت‌های مورد بررسی توسط حسابرسان متخصص در صنعت رسیدگی شده‌اند. میانگین شهرت حسابرسان برابر ۱۶ درصد است که نشان می‌دهد ۱۶ درصد از شرکت‌های مورد بررسی توسط حسابرسان با شهرت بالا رسیدگی شده است. میانگین دوره تصدی حسابرسان ۳/۶۳۳ است و حاکی از آن است که بطور میانگین اکثر موسسات حسابرسانی رابطه سه ساله‌ای با صاحبکاران خود دارند.

نگاره (۱). آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
ناکارایی سرمایه‌گذاری	۰/۰۶۵	۰/۰۳۹	۰/۰۷۶	۰/۰۰۰	۰/۶۲۵
تخصص حسابرسان در صنعت	۰/۱۹۵	۰/۰۷۴	۰/۲۶۴	۰/۰۰۰	۰/۹۲۸
شهرت حسابرسان	۰/۱۶۰	۰/۰۰۵	۰/۲۶۹	۰/۰۰۰	۰/۷۳۸
بدهی‌های کوتاه مدت	۰/۷۴۲	۰/۶۷۸	۰/۱۴۹	۰/۲۲۲	۰/۹۸۷
اندازه	۱۱/۸۷	۱۱/۸۴	۰/۵۸۸	۱۰/۱۲	۱۳/۹۹
فرصت‌های رشد	۱/۶۷۷	۱/۱۴۷	۱/۶۱۸	۰/۰۶۷	۱۲/۴۷
اهرم مالی	۰/۵۸۳	۰/۵۹۹	۰/۲۲۳	۰/۲۶۱	۰/۹۷۴
سود تقسیمی	۰/۶۰۸	۰/۶۸۸	۰/۴۱۸	۰/۰۰۰	۰/۸۸۶
جریان‌های نقد آزاد	۰/۱۴۸	۰/۱۲۵	۰/۳۱۰	-۱/۵۸۳	۲/۴۱۷
جریان‌های نقد عملیاتی	۰/۱۶۸	۰/۱۵۳	۰/۱۹۱	-۰/۸۳۸	۲/۱۹۵

آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

قبل از تخمین مدل لازم است مانایی (پایانی) متغیرها مورد بررسی قرار بگیرد. یک متغیر، وقتی ماناست که میانگین، واریانس و ضرایب خود همبستگی آن در طول زمان ثابت باقی بماند. به طور کلی اگر مبدا زمانی یک متغیر، تغییر کند و میانگین و واریانس و کواریانس آن تغییری نکند، در آن صورت متغیر ماناست و در غیر این صورت متغیر، نامان خواهد بود.

نگاره (۲). نتایج حاصل از آزمون هادری (آزمون مانایی متغیرهای پژوهش)

نوع متغیر	نام متغیر	نماد متغیر	مقدار آماره	احتمال
وابسته	ناکارایی سرمایه‌گذاری	Inv_Ineffi	۱۳۲/۵۶۳	۰/۰۰۰
مستقل	تخصص حسابرس در صنعت	AUD_SPE	۱۴۲/۱۰۵	۰/۰۰۰
	شهرت حسابرس	AUD_REP	۱۳۸/۴۳۴	۰/۰۰۰
	بدهی‌های کوتاه مدت	SDebt	۱۶۳/۷۷۶	۰/۰۰۰
کنترل	اندازه شرکت	SIZE	۱۴۶/۱۷۱	۰/۰۰۰
	اهرم مالی	LEV	۱۵۲/۳۱۱	۰/۰۰۰
	فرصت‌های رشد	MBV	۱۳۶/۰۰۱	۰/۰۰۰
	سود تقسیمی	DIV	۱۰۱/۴۶۸	۰/۰۰۳
	جریان‌های نقد آزاد	FCF	۱۴۴/۲۵۹	۰/۰۰۰
	جریان‌های نقد عملیاتی	CFO	۱۴۸/۴۱۵	۰/۰۰۰

همان‌طور که ملاحظه می‌شود در کلیه متغیرهای مستقل و وابسته و کنترل P-Value در آزمون ریشه واحد کوچک‌تر از ۰/۰۵ است که نشان‌دهنده این است که متغیرها مانا هستند. این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

روش تخمین مدل با استفاده از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

بعد از آزمون مانایی متغیرها روش تخمین مدل با استفاده از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن مورد بررسی قرار می‌گیرد. داده‌های پژوهش حاضر به دلیل اینکه بیان‌کننده داده‌های مقطعی در طی زمان هستند، از نوع ترکیبی می‌باشد. به منظور مشخص شدن تلفیقی یا تابلویی بودن داده‌ها از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. در آزمون F لیمر، فرضیه H_0 یکسان بودن عرض از مبدا مبدأها (داده‌های تلفیقی) در مقابل فرضیه مخالف H_1 ناهمسانی عرض از مبداها (روش داده‌های تابلویی) قرار می‌گیرد. خلاصه نتایج آزمون F لیمر، به شرح ذیل در جدول ۳ ارائه شده است:

جدول (۳). نتایج آزمون F لیمر

فرضیه صفر (H_0)	مدل‌های پژوهش	آماره F لیمر	احتمال	نتیجه آزمون
داده‌های تلفیقی (عرض از مبدأهای تمامی مقاطع با هم یکسان می‌باشند)	مدل فرضیه فرعی ۱-۱	۱۱/۳۲۱	۰/۰۰۰	H_0 رد می‌شود
	مدل فرضیه فرعی ۱-۲	۱۰/۲۲۵	۰/۰۰۰	H_0 رد می‌شود
	مدل فرضیه فرعی ۳-۱	۹/۶۶۴	۰/۰۰۰	H_0 رد می‌شود
	مدل فرضیه فرعی ۳-۲	۱۱/۷۰۹	۰/۰۰۰	H_0 رد می‌شود

نتایج نشان می‌دهد، احتمال آزمون F لیمر برای تمام مدل‌های پژوهش کوچکتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین فرض H_0 (مدل تلفیقی) برای هیچ یک از مدل‌ها تایید نمی‌شود. به بیان دیگر، اثرات فردی و یا گروهی وجود دارد و باید از داده‌های تابلویی برای برآورد مدل‌ها استفاده شود. روش تابلویی خود با استفاده از دو مدل اثرات تصادفی و اثرات ثابت می‌تواند انجام گیرد. برای تعیین اینکه از کدام مدل استفاده می‌شود، از آزمون هاسمن استفاده شده است. خلاصه نتایج آزمون هاسمن برای مدل‌های پژوهش، به شرح ذیل در جدول ۴ ارائه شده است:

جدول (۴). نتایج آزمون هاسمن

فرضیه صفر (H_0)	مدل‌های پژوهش	آماره F لیمر	احتمال	نتیجه آزمون
مدل اثرات تصادفی	مدل فرضیه فرعی ۱-۱	۳۳/۰۴۱	۰/۰۰۰	H_0 رد می‌شود
	مدل فرضیه فرعی ۱-۲	۳۶/۸۳۳	۰/۰۰۰	H_0 رد می‌شود
	مدل فرضیه فرعی ۳-۱	۳۷/۳۵۲	۰/۰۰۰	H_0 رد می‌شود
	مدل فرضیه فرعی ۳-۲	۳۷/۶۰۱	۰/۰۰۰	H_0 رد می‌شود

نتایج نشان می‌دهد با توجه به مدل‌های پژوهش، احتمال آزمون هاسمن، برای تعیین استفاده از مدل اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی کمتر از ۰/۰۵ است. بنابراین فرضیه H_1 (مدل اثرات ثابت) پذیرفته می‌شود.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج آزمون فرضیه اول و دوم: نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که بین تخصص حسابرس در صنعت و شهرت حسابرسی با کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت (ضریب منفی) و معنی -

داری وجود دارد. بدین ترتیب با افزایش میزان تخصص حسابرسان در صنعت و شهرت حسابرسان کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

جدول (۵). ارتباط بین کیفیت حسابرسان و بدهی‌های کوتاه مدت با کارایی سرمایه‌گذاری

AUD_REP	AUD_SPEC	
۰/۳۸۶ (۵/۹۴۷)**	۰/۳۷۲ (۵/۷۲۷)**	Constant
-۰/۰۳۳ (-۲/۹۶۶)**	-۰/۰۴۴ (-۳/۸۸۱)**	AUD_Q
-۰/۰۷۲ (-۳/۶۲۷)**	-۰/۰۷۸ (-۳/۹۶۵)**	STDebt
-۰/۰۱۷ (-۳/۲۹۷)**	-۰/۰۱۵ (-۲/۹۴۸)**	SIZE
۰/۰۰۶ (۲/۷۷۳)**	۰/۰۰۶ (-۲/۷۴۶)**	MBV
-۰/۰۷۳ (-۴/۳۲۵)**	-۰/۰۶۷ (-۳/۹۴۱)**	LEV
-۰/۰۲۱ (-۲/۸۵۷)**	-۰/۰۲۱ (-۲/۹۰۱)**	DIV
-۰/۰۲۶ (-۲/۲۲۵)**	-۰/۰۲۸ (-۲/۳۹۵)**	FCF
۰/۰۲۰ (۰/۳۵۰)	۰/۰۱۶ (۰/۷۱۵)	CFO_SALL
۰/۱۳۷	۰/۱۴۳	R ² تعدیل شده
۲/۰۱۴	۲/۰۷۷	دوربین واتسون
۲۰/۰۴۴	۹/۸۱۷	F آماره
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	F احتمال آماره
۵/۳۳۲ ۰/۰۰۰	۵/۷۸۲ ۰/۰۰۰	آزمون F لیمر سطح معنی‌داری
۳۵/۴۲۱ ۰/۰۰۰	۳۳/۶۵۲ ۰/۰۰۰	آزمون هاسمن سطح معنی‌داری

همچنین نتایج آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد بین بدهی‌های کوتاه مدت و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت (ضریب منفی) و معنی‌داری وجود دارد. بدین معنی با استفاده بیشتر از میزان بدهی‌های کوتاه مدت، شرکت‌ها به سمت سرمایه‌گذاری مطلوب سوق پیدا می‌کنند. بنابراین به نظر می‌رسد افزایش سطح نظارتی از طریق استفاده از بدهی‌های کوتاه مدت یک مکانیزم کلیدی برای کاهش مشکلات خطر اخلاقی و فعالیت‌های فرصت طلبانه مدیران در محیط ایران محسوب شود. ضریب تعیین تعدیل شده مدل‌های آزمون نشان می‌دهد که به ترتیب $14/3$ و $13/7$ درصد از تغییرات متغیر وابسته ناکارایی سرمایه‌گذاری توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون مدل‌های پژوهش بین $1/5$ و $2/5$ بوده و می‌توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی‌داری F برای هر سه مدل برابر با $0/00$ و کوچکتر از $0/05$ درصد می‌باشد که حاکی از معنی‌داری کل مدل است. علاوه بر این، با توجه به مقادیر مربوط به آماره F لیمر و آماره کای - دو هاسمن، باید برای تخمین مدل از روش اثرات ثابت استفاده گردد.

آزمون فرضیه سوم: در این بخش، تجزیه و تحلیل‌های قبلی از طریق ارزیابی این نکته که آیا استفاده بیشتر از بدهی‌های کوتاه مدت تاثیر کیفیت حسابرسی بر کارایی سرمایه‌گذاری را کاهش (یا افزایش) می‌دهد بسط می‌یابد. در این پژوهش DumSTDebt یک متغیر مجازی است که اگر بدهی کوتاه مدت بیشتر از میانه باشد عدد ۱ و اگر پایین‌تر از میانه باشد عدد ۰ به آن تعلق می‌گیرد. یافته‌های جدول ۶ نشان می‌دهد که کیفیت حسابرسی و بدهی‌های کوتاه مدت مکانیزم جایگزین در بهبود کارایی سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود. بدین ترتیب، شرکت‌ها ناکارایی سرمایه‌گذاری را از طریق آماده-سازی اطلاعات با کیفیت بالا یا از طریق استفاده از بدهی‌هایی با سررسید کوتاه مدت، کاهش می‌دهند (تایید فرضیه سوم). همانطور که در مدل‌های قبلی بدست آمد مکانیزم‌های کیفیت حسابرسی (AUD_Q) و بدهی کوتاه مدت (STDebt) ضرایب منفی و معنی‌داری ($p < 0.01$) در مدل کلی ناکارایی سرمایه‌گذاری دارند. برای شرکت‌هایی با بدهی‌های کوتاه مدت پایین، ضرایب کیفیت حسابرسی به ترتیب $-0/046$ و $-0/033$ ($p < 0.01$) می‌باشد در حالی که برای شرکت‌هایی با بدهی‌های کوتاه مدت بالا، تاثیر کیفیت حسابرسی $\beta_1 + \beta_3 = 0/024$ و $\beta_1 + \beta_3 = 0/012$ بر ناکارایی سرمایه‌گذاری پایین است. بنابراین، برای شرکت‌هایی که از بدهی‌های کوتاه مدت کمی تامین مالی

می‌کنند، تاثیر کیفیت حسابرسي بر ناکارایی سرمایه‌گذاری نسبت به شرکت‌هایی با بدهی‌های بلند مدت بیشتر است.

نگاره (۶). نقش سررسید بدهی بر رابطه بین کیفیت حسابرسي و کارایی سرمایه‌گذاری

$\text{InvEff}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{AUD_Q} + \beta_2 \text{STDebt} + \beta_3 \text{AUD_Q} * \text{STDebt} + \beta_4 \text{SIZE} + \beta_5 \text{MBV} + \beta_6 \text{LEV} + \beta_7 \text{DIV} + \beta_8 \text{FCF} + \beta_9 \text{CH} + \beta_{10} \text{INOWN} + \beta_{11} \text{CFO_SALL}$		
AUD_REP	AUD_SPEC	
۰/۳۸۵ (۵/۹۸۰)**	۰/۳۶۹ (۵/۷۴۱)**	Constant
-۰/۰۳۳ (-۲/۹۶۹)**	-۰/۰۴۶ (-۴/۰۴۰)**	AUD_SPE
-۰/۰۸۳ (-۴/۱۴۰)**	-۰/۰۸۹ (-۴/۴۸۴)**	STDebt
۰/۰۲۱ (۳/۱۱۵)**	۰/۰۲۲ (۳/۲۷۶)**	STDebt * AUD_Q
-۰/۰۱۶ (-۳/۲۲۵)**	-۰/۰۱۵ (-۲/۸۶۹)**	SIZE
۰/۰۰۶ (۲/۶۴۱)**	۰/۰۰۷ (۳/۰۴۷)**	MBV
-۰/۰۸۲ (-۴/۸۰۲)**	-۰/۰۷۴ (-۴/۳۸۱)**	LEV
-۰/۰۲۲ (-۳/۰۶۷)**	-۰/۰۲۳ (-۳/۱۱۷)**	DIV
-۰/۰۲۸ (-۲/۳۷۲)**	-۰/۰۲۸ (-۲/۴۲۴)**	FCF
۰/۰۲۵ (۱/۱۵۷)	۰/۰۱۶ (۰/۷۲۸)	CFO_SALL
۰/۱۵۱	۰/۱۶۲	R ² تعدیل شده
۱/۹۸۶	۲/۰۵۱	دوربین واتسون
۹/۵۲۵	۱۰/۳۱۹	F آماره
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	احتمال آماره F
۵/۲۰۷	۴/۰۹۶	آزمون F لیمر
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	سطح معنی‌داری
۲۹/۱۱۹	۳۰/۶۲۷	آزمون هاسمن
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	سطح معنی‌داری

ضریب تعیین تعدیل شده مدل‌های آزمون نشان می‌دهد که به ترتیب $16/2$ و $15/1$ درصد از تغییرات متغیر وابسته ناکارایی سرمایه‌گذاری توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل تبیین است. آماره دوربین و واتسون مدل‌های پژوهش بین $1/5$ و $2/5$ بوده و می‌توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی‌داری F برای هر سه مدل برابر با $0/000$ و کوچکتر از $0/05$ درصد می‌باشد که حاکی از معنی‌داری کل مدل است. علاوه بر این، با توجه به مقادیر مربوط به آماره F لیمر و آماره کای - دو هاسمن، باید برای تخمین مدل از روش اثرات ثابت استفاده گردد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش

هدف این پژوهش بررسی تاثیر کیفیت حسابرسی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۳ می‌باشد. نتایج فرضیه‌های پژوهش نشان داد که کیفیت حسابرسی بالا و استفاده بیشتر از بدهی‌های کوتاه مدت (سررسید پایین بدهی) کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، شواهد نشان داد که کیفیت حسابرسی و سررسید پایین بدهی یک ارتباط جایگزین در بهبود کارایی سرمایه‌گذاری دارند. در شرکت‌هایی با بدهی کوتاه مدت پایین، تاثیر کیفیت حسابرسی بر کارایی سرمایه‌گذاری نسبت به شرکت‌هایی که از میزان بدهی‌های کوتاه مدت زیادی استفاده می‌کنند بیشتر است. این یافته‌ها پیشنهاد می‌کند در شرکت‌هایی با کیفیت حسابرسی پایین سررسید بدهی یک مکانیزم اصلی برای اعتباردهندگان در کنترل رفتارهای فرصت طلبانه مدیران ایفا می‌کند. از سوی دیگر، در شرکت‌هایی که کیفیت حسابرسی بالا است اطلاعات حسابداری ممکن است برای نظارت بر مشکلات ناکارایی سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار گیرد. همچنین، یافته‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌های ایرانی از ناکارایی سرمایه‌گذاری رنج می‌برند. از یک طرف اغلب شرکت‌ها در حال حاضر به علت مشکلات نمایندگی، سرمایه‌گذاری بیشتر از حد گسترده‌ای دارند و ممکن است بطور جدی از جریان‌های نقد آزاد برای این رویکرد سوءاستفاده کنند و از سوی دیگر محدودیت‌های تامین مالی و نیاز جدی به سرمایه‌گذاری، به علت عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد. بنابراین به نظر می‌رسد بدهی‌های کوتاه مدت در

شرکت‌هایی با کیفیت حسابرسی بالا عاملی موثر در جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی، می‌باشد.

با عنایت به تاثیری که بدهی‌های کوتاه مدت و کیفیت حسابرسی در کاهش مشکلات ناکارایی سرمایه‌گذاری دارند چنانچه استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی به درک استفاده از بدهی‌های کوتاه مدت در شرکت‌هایی با کیفیت حسابرسی پایین نایل شوند، باید نسبت به احتمال وقوع سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد در شرکت موردنظر، توجه داشته باشند تا از این طریق به تصمیم‌گیری منطقی‌تر رهنمون شوند. به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در زمینه تصمیم‌های مربوط به این که آیا منابع خود را در اختیار شرکت‌ها قرار دهند یا خیر و همچنین، این که چه مقدار منابع و تحت چه شرایطی این کار صورت می‌گیرد، می‌توانند از نتایج این تحقیق بهره‌مند گردند. همچنین شایسته است سازمان حسابرسی و دیگر نهادهای قانون‌گذاری و نظارتی، در تدوین استانداردهای حسابداری و قوانین مالی، مقوله سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری را مورد عنایت بیشتر قرار دهند و با ارائه رهنمودهای لازم استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی را جهت اتخاذ تصمیم‌های بهینه و آگاهانه، یاری نمایند.

منابع

۳. بادآورنهندی، یونس. تقی‌زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۲)، بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۲، ص ۴۲-۱۹.
۴. ثقفی، علی، بولو، قاسم، محمدیان، محمد. (۱۳۹۰)، کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد، مجله پیشرفت‌های حسابداری شیراز، دوره سوم، شماره سوم، ص ۶۳-۳۷.

5. Bae, G., Choi, S., (2012). Do Industry Specialist Auditors Improve Investment Efficiency?, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2145191>.
6. Barclay, M.J., Smith, C.W., 1995. The maturity structure of corporate debt. The Journal of Finance 50, 609-631.
7. Barnes, M.V., Downes, J. (2013), International Investment Efficiency: The Joint Effect of Investor Protection and Audit Quality, American Accounting

- Association Annual Meeting and Conference Teaching and Learning in Accounting, International Audit Quality, Anaheim, California.
8. Beatty, A., Scott, J. Weber, J. (2010). Financial Reporting Quality, Private Information, Monitoring, and the Lease-versus-Buy Decision, *The Accounting Review*, Vol. 85, No. 4, pp. 1215-1238.
 9. Berger, A., Udell, G., 1998. The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance* 22, 613-73.
 10. Bertrand, M., Mullainathan, S., 2003. Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preference. *Journal of Political Economy* 111, 1043-1075.
 11. Bharath, S.T., Sunder, J., Sunder, S.V., 2008. Accounting quality and debt contracting. *The Accounting Review* 83, 1-28.
 12. Biddle, G., Hilary, G., 2006. Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review* 81, 963-982.
 13. Biddle, G., Hilary, G., Verdi, R.S., 2009. How does financial reporting quality relate to investments efficiency? *Journal of Accounting and Economics* 48, 112-131.
 14. 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*, Vol. 86, No. pp. 1255-1288.
 15. Childs, P.D., Mauer, D.C., Ott, S.H., 2005. Interactions of corporate financing and investment decisions: the effects of agency conflicts. *Journal of Financial Economics* 76, 667-690.
 16. Das, S., Pandit, S.H. (2010), Audit Quality, Life-Cycle Stage and the Investment Efficiency of the Firm, www.ssrn.com.
 17. Diamond, D.W., 1993. Seniority and maturity of debt contracts. *Journal of Financial Economics* 33, 341-68.
 18. D'Mello, R., Miranda, M., 2010. Long-term debt and overinvestment agency problem. *Journal of Banking & Finance* 34, 324-335.
 19. Flannery, M.J., 1986. Asymmetric information and risky debt maturity choice. *The Journal of Finance* 41, 19-37.
 20. García-Teruel, P.J., Martínez-Solano, P., Sánchez-Ballesta, J.P., 2010. Accruals quality and debt maturity structure. *Abacus* 46, 188-210.
 21. Gomariz, M.F.C., Ballesta, J.P.C. (2014), Financial Reporting Quality, Debt Maturity and Investment Efficiency, *Journal of Banking & Finance* 40, 494-506.
 22. Guedes, J., Opler, T., 1996. The determinants of the maturity of corporate debt issues. *The Journal of Finance* 51, 1809-1833.

-
23. Hackel, K S, Livnat, J & Rai, A 2000, 'A FCF investment anomaly', Journal of Accounting Auditing and Finance, vol. 15, no. 1, pp1-24.
24. Hope, O., Thomas, W.B., 2008. Managerial empire building and firm disclosure. Journal of Accounting Research 46, 591-626.
25. Hubbard, R.G., 1998. Capital-market imperfections and investment. Journal of Economic Literature 36, 193-225.
26. Jensen, M. C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. American Economic Review 76 (May), 323-329.
28. Jensen, M., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics 3, 305-360.
29. Lai, K.W., 2011. The cost of debt when all-equity firms raise finance: the role of investment opportunities, audit quality and debt maturity. Journal of Banking & Finance 35, 1931-1940
31. Lambert, R., Leuz, C., Verrecchia, R., 2007. Accounting information, disclosure, and the cost of capital. Journal of Accounting Research 45, 385-420.
33. Li, Qingyuan and Wang, T. (2010). Financial reporting quality and corporate investment efficiency: Chinese experience. Nankai Business Review, 1 (2): 197-213.
34. Myers, S.C., 1977. Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economics 5, 147-175.
35. Ortiz-Molina, H., Penas, M.F., 2008. Lending to small businesses: the role of the loan maturity in addressing information problems. Small Business Economics 30, 361-383.
36. Stein, J. C., 2003. Agency, information and corporate investment," Handbook of the Economics of Finance, edition 1 (1), 111-165.