

توانایی مدیریت و ناکارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

موسی بزرگ‌اصل *

بیستون صالح‌زاده **

مهسا محمدی ***

چکیده

در این تحقیق، با استفاده از اطلاعات مالی ۷۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره شش ساله از ابتدای سال ۱۳۸۷ تا پایان سال ۱۳۹۲، رابطه بین توانایی مدیریت و ناکارایی سرمایه‌گذاری بررسی شده است. توانایی مدیریت استعداد فرد یا افرادی که وظیفه مدیریت سازمان را بر عهده دارند و ناکارایی سرمایه‌گذاری، چشم‌پوشی از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت یا انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی تعریف شده است. به منظور اندازه‌گیری توانایی مدیریت از مدل دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۲) و ناکارایی سرمایه‌گذاری از مدل اصلاح شده بیدل و همکاران (۲۰۰۹) توسط چن و همکاران (۲۰۱۱) استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد مطابق ادبیات موجود، بین توانایی مدیریت با ناکارایی سرمایه‌گذاری رابطه معکوس وجود دارد اما این رابطه از نظر آماری با اهمیت نمی‌باشد.

واژگان کلیدی: توانایی مدیریت، استعداد مدیریت، ناکارایی سرمایه‌گذاری، کارایی سرمایه‌گذاری

* دانشیار گروه حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی

** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی (نویسنده مسئول) Bistoonsalehzadeh@gmail.com

*** کارشناس ارشد مدیریت مالی دانشگاه الزهرا

مقدمه

یکی از قابل تأمل ترین و چالش برانگیزترین مسائل عصر حاضر، بحث توسعه اقتصادی است و از عوامل مؤثر بر توسعه اقتصادی، سرمایه گذاری کارا است (مرادزاده فرد و همکاران، ۱۳۹۳). به طور مفهومی، کارایی سرمایه گذاری زمانی حاصل می شود که شرکت فقط در طرح هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه گذاری کند. البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نامطلوب و هزینه های نمایندگی وجود نداشته باشد (وردی، ۲۰۰۶؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ محمود آبادی و مهتری، ۱۳۹۰)، ولی از آنجا که بازار کامل نیست امکان ناکارآمد بودن سرمایه گذاری وجود دارد، یعنی مدیران شرکت در پروژه هایی با ارزش فعلی خالص منفی سرمایه گذاری نموده و یا در پروژه هایی با ارزش فعلی خالص مثبت به صورت کامل سرمایه گذاری نمی نمایند که به ترتیب سرمایه گذاری بیش از حد و کمتر از حد نامیده می شود و هر کدام از این دو حالت باعث تحمیل هزینه های نمایندگی به سهامداران شرکت خواهد شد.

یکی از عواملی که می تواند امکان ناکارایی سرمایه گذاری را کاهش دهد توانایی های مدیریت شرکت است. توانایی مدیریت مستقل از ویژگی های بالقوه شرکت تعریف شده است. مدیران توانا، قدرت ذاتی بالایی در اندازه گیری بازده زمانی و اقتصادی سرمایه گذاری و همچنین ترکیب اطلاعات جاری و تخمین های آتی با در نظر گرفتن ریسک بازده سرمایه گذاری های شرکت دارند (دمیرجیان و همکاران، ۲۰۱۲) بنابراین این گونه مدیران فرصت های سرمایه گذاری را بهتر تشخیص داده و اقدام به سرمایه گذاری کارا می نمایند. با این حال حبیب (۲۰۱۴) طی تحقیقی که انجام داده به این نتیجه رسید مدیرانی که نسبت به سایر همکاران خود دارای توانایی بالاتری هستند، سرمایه گذاری بیش از حد بیشتری انجام داده اند.

با توجه به اهمیت سرمایه گذاری و رابطه مستقیم آن با اقتصاد کشور و همچنین افزایش هزینه های نمایندگی ناشی از سرمایه گذاری ناکارا، این تحقیق در پی بررسی رابطه توانایی مدیریت و کارایی سرمایه گذاری یا ناکارایی سرمایه گذاری در بازار بورس اوراق بهادار تهران است. تا کمکی هر چند ناچیز به ادبیات توانایی مدیریت و کارایی سرمایه گذاری باشد.

مبانی نظری

کارایی سرمایه‌گذاری به صورت مفهومی، به معنی پذیرش پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص (NPV) مثبت است و منظور از ناکارایی سرمایه‌گذاری، گذر از این نوع فرصت‌های سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) و یا انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه‌گذاری بیش از حد) است (ثقفی و عرب‌مازار یزدی، ۱۳۸۹). طبق مباحث سرمایه‌گذاری بهینه، نئوکلاسیک‌ها پیشنهاد می‌کنند مدیران باید تا زمانی که حاشیه سود با هزینه‌های انجام شده برابر شود، به سرمایه‌گذاری ادامه دهند. مطابق این پیشنهاد فرض می‌شود در بازار سرمایه هیچ اصطکاکی وجود ندارد یعنی مدیران می‌توانند پروژه‌هایی را که ارزش خالص فعلی مثبتی دارند، با نرخ سود رایج تأمین مالی کرده و وجوه اضافی حاصل از اجرای این پروژه‌ها را به سرمایه‌گذاران پرداخت کنند. با این حال ممکن است مدیران دنبال حداکثرسازی منافع شخصی خود باشند و قضیه سرمایه‌گذاری بهینه را نادیده بگیرند، زیرا منافع شخصی مدیر لزوماً در راستای منافع سرمایه‌گذاران نخواهد بود و این احتمال وجود دارد که مدیران در پروژه‌هایی با ارزش خالص فعلی منفی سرمایه‌گذاری کرده یا در پروژه‌هایی با ارزش خالص مثبت سرمایه‌گذاری نکنند (حبیب، ۲۰۱۴). این موضوع همان سرمایه‌گذاری بیشتر یا کمتر از حد است و سرمایه‌گذاری ناکارا نامیده می‌شود که ممکن است به دلیل عدم همراستایی منافع مدیران و سرمایه‌گذاران، توسط مدیر انجام شود. در واقع سرمایه‌گذاری ناکارا هزینه‌های نمایندگی را افزایش می‌دهد. بنابراین شناسایی عوامل تأثیرگذار بر این نوع سرمایه‌گذاری ضروری به نظر می‌رسد. یکی از این عوامل که در تحقیق حاضر (همانند تحقیق حبیب، ۲۰۱۴) مورد بررسی قرار می‌گیرد، توانایی مدیریت است.

توانایی مدیریت از جمله ویژگی‌های ذاتی مدیر است که تحت تأثیر عوامل خارجی قرار نمی‌گیرد. در واقع توانایی مدیریت را می‌توان کسب مهارت مدیریت فرد یا افرادی تعریف کرد که وظیفه مدیریت امور سازمان را در دست دارند. توانایی مدیریت بخشی از کارایی شرکت است که تحت تأثیر ویژگی‌های ذاتی شرکت قرار نگیرد (دمیرجیان و همکاران، ۲۰۱۲ و بزرگ اصل و صالح‌زاده، ۱۳۹۳). مدیران توانا، قدرت ذاتی بالاتری در اندازه‌گیری بازده زمانی و اقتصادی سرمایه‌گذاری و همچنین ترکیب اطلاعات جاری و تخمین‌های آتی با در نظر گرفتن ریسک بازده سرمایه‌گذاری‌های شرکت دارند (دمیرجیان و همکاران، ۲۰۱۲). بنابراین این گونه مدیران با اتکا به قدرت تخمین و توانایی تحلیلی

خود می‌توانند موجب ارتقای کیفیت سود و در نتیجه کیفیت گزارشگری مالی شوند. این موضوع به صورت تجربی توسط دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۳) بررسی شد و به وجود رابطه مثبت بین توانایی مدیریت و کیفیت سود و به تبع آن کیفیت گزارشگری مالی پی بردند.

از طرف دیگر یافته‌های پژوهش‌های متعددی (از جمله بیدل و هیلاری، ۲۰۰۷ و ۲۰۰۶؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ وردی، ۲۰۰۶؛ چن و همکاران، ۲۰۱۱ و مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷) بر این امر تأکید دارند که افزایش کیفیت گزارشگری مالی از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران با وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران، امکان خطر اخلاقی و گزینش نامطلوب را کاهش داده و به تبع آن کاهش هزینه‌های پایش مدیریت و در نهایت کاهش ریسک و هزینه‌های تأمین مالی شرکت را در پی خواهد داشت. با دخالت این عوامل، احتمال ناکارایی سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد (ثقفی و عرب‌مازار یزدی، ۱۳۸۹). پس با توجه به تأثیرگذاری توانایی مدیریت بر کیفیت گزارشگری مالی و همچنین تأثیرپذیری کارایی سرمایه‌گذاری از کیفیت گزارشگری مالی، می‌توان گفت توانایی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری اثرگذار است و هرچه توانایی مدیریت بالاتر باشد کارایی سرمایه‌گذاری افزایش خواهد یافت، به عبارت دیگر ناکارایی سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. بنابراین فرضیه تحقیق به صورت زیر مطرح می‌شود:

فرضیه تحقیق: توانایی مدیریت با ناکارایی سرمایه‌گذاری رابطه معکوس دارد. برخلاف تحقیقات پیشین که رابطه توانایی مدیریت با گزاره‌های مالی مطرح در گزارشگری مالی را بررسی کرده بودند، در این تحقیق تأثیر توانایی مدیریت بر تصمیمات واقعی اقتصادی یعنی کارایی سرمایه‌گذاری بررسی شده است.

پیشینه تحقیق

مطالعات انجام شده در رابطه با توانایی مدیریت

دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۲) در تحقیق خود تحت عنوان "کمی کردن توانایی مدیریت" برای اولین بار اقدام به طراحی مدلی نمودند که با استفاده از متغیرهای حسابداری توانایی مدیریت را به صورت کمی اندازه‌گیری می‌نماید (بزرگ اصل و صالح‌زاده، ۱۳۹۳). قبل از ارائه این مدل امکان اندازه‌گیری توانایی مدیریت در بازار ایران وجود نداشت زیرا

داده‌های مورد نیاز مدل‌های قبلی در دسترس نبود، به همین دلیل ادبیات مربوط به توانایی مدیریت در تحقیقات داخلی بسیار محدود است و بیشتر بر مطالعات انجام شده در سایر کشورها تاکید شده است.

لیبرسون و اوکونور (۱۹۷۲) با بررسی تأثیر توانایی هیئت مدیره بر عملکرد شرکت به این نتیجه رسیدند که توانایی‌های هیئت مدیره تنها ۶.۵٪ تا ۱۴.۵٪ از عملکرد شرکت را توضیح می‌دهد؛ یعنی نقش عوامل صنعت بر عملکرد شرکت را بیشتر از نقش توانایی مدیریت ارزیابی کردند، ولی مکی (۲۰۰۸) با بررسی مجدد این رابطه در بازه زمانی متفاوت از تحقیق قبلی، به نتایجی دست یافت که نشان می‌داد تأثیر توانایی هیئت مدیره بیشتر از تأثیر عوامل صنعت و عوامل محیطی بر عملکرد شرکت است. اگر مدل‌های آماری به کار رفته و شیوه انجام هر دو تحقیق را صحیح فرض کنیم، به این نتیجه می‌رسیم که نقش مدیریت در شرکت‌ها، با گذر زمان از اهمیت بیشتری برخوردار شده است.

علاوه بر دو تحقیق فوق‌الذکر، آندرو و همکاران (۲۰۱۳) نیز با بررسی رابطه توانایی مدیریت و عملکرد شرکت در طول بحران مالی سال ۲۰۰۸، به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیریت با عملکرد شرکت رابطه مستقیم دارد ولی برخلاف دو تحقیق قبلی، میزان تأثیرپذیری عملکرد شرکت از توانایی مدیریت را با تأثیر سایر عوامل بر عملکرد مقایسه نکردند.

در حوزه‌ای دیگر از تحقیقات مربوط به توانایی مدیریت، فرانسیس و همکاران (۲۰۰۸) با بررسی رابطه بین شهرت هیئت مدیره و کیفیت سود به این نتیجه رسیدند که بین این دو متغیر رابطه معکوس وجود دارد، ولی دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۳) به وجود رابطه مثبت بین توانایی مدیریت و کیفیت سود دست یافتند. آنها در تحقیق خود همانند تحقیق حاضر، از مدل دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۲) جهت اندازه‌گیری توانایی مدیریت استفاده نمودند و چهار معیار کیفیت اقلام تعهدی، پایداری سود، تعدد تجدید ارائه صورت‌های مالی و پیش بینی مطالبات مشکوک الوصول را به عنوان شاخص‌های کیفیت سود به کار بردند.

در تحقیقی دیگر بایک و همکاران (۲۰۱۱) مطابق تئوری ترومن (۱۹۸۶) (مدیران به منظور علامت دادن میزان توانایی خود سود پیش‌بینی شده را گزارش می‌کنند)، به این نتیجه رسیدند که مدیران توانا تر میزان اطلاعات داوطلبانه بیشتری افشا می‌نمایند.

حبیب (۲۰۱۴) با بررسی رابطه توانایی مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری در بازار آمریکا، به نتایجی دست یافت که نشان می‌داد مدیران توانا تر نسبت به سایر همکاران خود

سرمایه‌گذاری بیش از حد بیشتری انجام می‌دهند و این موضوع می‌تواند ناشی از اعتماد به نفس بیش از حد این گونه مدیران باشد. در این تحقیق همانند تحقیق حاضر و بسیاری از تحقیقات اخیر که در رابطه با توانایی مدیریت انجام شده‌اند، از مدل دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۲) جهت اندازه‌گیری توانایی مدیریت استفاده شده است.

فرانسس و همکاران (۲۰۱۳) رابطه توانایی مدیریت و فرار مالیاتی را بررسی کرده و به وجود رابطه معکوس بین این دو متغیر پی بردند.

کریشان و وانگ (۲۰۱۴) در تحقیق خود رابطه توانایی مدیریت و حق‌الزحمه حسابرسی را بررسی کردند. آنها پس از بررسی‌های آماری به این نتیجه رسیدند که هر چه توانایی مدیریت بالاتر باشد حق‌الزحمه حسابرسی کاهش پیدا می‌کند، یعنی بین دو متغیر مورد بررسی رابطه عکس وجود دارد. علاوه بر این نتایج تحقیق این دید را که توانایی مدیریت می‌تواند بر تصمیمات حسابرسان اثرگذار باشد، تقویت می‌کند.

در تحقیقی دیگر در حوزه حسابرسی سی و ویلیامز (۲۰۱۲) رابطه توانایی مدیریت و تعویض حسابرسان را بررسی نموده و به وجود رابطه معکوس بین دو متغیر مورد بررسی پی بردند به گونه‌ای که در شرکت‌های دارای مدیریت توانا نسبت به شرکت‌های دارای مدیریت ناتوان، به احتمال ۷۶ درصد تعویض حسابرسان کمتر اتفاق می‌افتد.

بزرگ اصل و صالح‌زاده (۱۳۹۳) رابطه توانایی مدیریت و کیفیت اقلام تعهدی را طی دوره ۴ ساله از ابتدای سال ۱۳۸۴ تا پایان سال ۱۳۸۷ با استفاده از داده‌های مالی ۷۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نموده و برخلاف ادبیات نظری و فرضیه مطرح شده در تحقیق خود، هیچ رابطه معناداری بین توانایی مدیریت و کیفیت اقلام تعهدی مشاهده نکردند.

بزرگ اصل و صالح‌زاده (۱۳۹۴) در تحقیقی دیگر رابطه توانایی مدیریت با پایداری سود را در بازار ایران بررسی نموده و به وجود رابطه مستقیم بین این دو متغیر پی بردند. آنها با تفکیک سود به دو بخش نقدی و تعهدی، به این نتیجه رسیدند که رابطه توانایی مدیریت با پایداری بخش تعهدی نسبت به بخش نقدی قوی‌تر است.

مطالعات انجام شده در رابطه با کارایی سرمایه‌گذاری

وردی (۲۰۰۶) رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری را بررسی نموده و به وجود رابطه منفی بین دو متغیر مورد بررسی پی برده است. یعنی هر چه کیفیت

گزارشگری بالاتر باشد ناکارایی سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. علاوه بر این محقق وجود رابطه بسیار قوی بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری بیش از حد را در شرکت‌های با مانده وجوه نقد بیشتر، کشف نمود.

بیدل و هیلاری (۲۰۰۶، ۲۰۰۷، ۲۰۰۹) طی سه تحقیقی که انجام دادند به این نتیجه رسیدند که کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری موجب کارایی بیشتر سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و عواملی چون انتخاب نامطلوب و خطر اخلاقی می‌گردد. علاوه بر این تحقیقات متوالی و مفصل، چن و همکاران (۲۰۱۱) نیز در تحقیق خود به وجود رابطه مثبت بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بازارهای در حال توسعه پی بردند.

بر خلاف نتایج تحقیقات خارجی که همگی به تأثیر مثبت کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری دلالت دارند، در تحقیقات داخلی نتایج به دست آمده متناقض است.

مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷) با استفاده از اطلاعات مالی شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۵، رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری را مورد مطالعه قرار داده و همانند تحقیقات انجام شده خارج از بازار ایران، وجود رابطه مثبت بین دو متغیر مورد بحث را کشف نمودند. یعنی طبق نتایج تحقیق آنها کیفیت بالاتر گزارشگری مالی موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های داخلی می‌گردد.

ثقفی و عرب‌مازار یزدی (۱۳۸۹) به منظور بررسی رابطه کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری، از اطلاعات مالی ۱۵۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۷ استفاده نمودند. نتایج تحقیق آنها برخلاف تحقیقات انجام شده داخلی و خارجی تا آن تاریخ، عدم وجود هیچ گونه همبستگی معنادار بین متغیرهای مزبور را نشان داد.

خدائی و له‌زافر و یحیایی (۱۳۸۹) نیز رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران را مورد مطالعه قرار دادند. آنها مطابق فرضیه مطرح شده به وجود رابطه منفی بین کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری پی بردند. این رابطه منفی بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری کمتر از حد معنادار است ولی بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری بیش تر از حد معنادار نمی‌باشد.

هاشمی و همکاران (۱۳۹۳) اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری را با استفاده از داده‌های مالی ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۱ مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های این پژوهش نشان داد با افزایش کیفیت گزارشگری مالی و همچنین کوتاه‌تر شدن سررسید بدهی، کارایی سرمایه‌گذاری بهبود می‌یابد.

مدل اصلی

مطابق تحقیق حبیب (۲۰۱۴) از رگرسیون زیر برای آزمون فرضیه تحقیق استفاده می‌کنیم:

مدل (۱)

$$\begin{aligned} INVEFF_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 MgrlAbility_{t-1} + \alpha_2 FRQ_{t-1} + \alpha_3 Size_{t-1} \\ & + \alpha_4 MTB_{t-1} + \alpha_5 KStructure_{t-1} + \alpha_6 OPcycle_{t-1} \\ & + \alpha_7 Z'Score_{t-1} + \alpha_8 ROA_{t-1} + \alpha_9 CFO_Sales_{t-1} \\ & + \alpha_{10} ATO_{t-1} + \alpha_{11} Age_{t-1} + \alpha_{12} Tangib_{t-1} \\ & + \alpha_{13} Slack_{t-1} + \alpha_{14} Loss_{t-1} + \varepsilon \end{aligned}$$

تعریف متغیرهای مدل:

INVEFF: متغیر وابسته تحقیق که تحت عنوان سرمایه‌گذاری بیش از حد یا کمتر از حد مطرح شده و برابر است با باقی‌مانده مدل (۲)؛

MgrlAbility: متغیر مستقل تحقیق و با عنوان توانایی مدیریت در تحقیقات داخلی مطرح شده و برابر است با باقی‌مانده مدل (۴)؛

FRQ: کیفیت گزارشگری مالی و بر اساس مدل (۵) محاسبه می‌شود. کیفیت گزارشگری مالی در تحقیق حاضر به عنوان متغیر کنترلی مطرح شده است زیرا تحقیقات داخلی انجام شده که رابطه کیفیت گزارشگری و سرمایه‌گذاری کمتر یا بیشتر از حد را مورد بررسی قرار داده‌اند، به نتایج یکسانی نرسیده‌اند. ثقفی و عرب مازار یزدی (۱۳۸۹)، رابطه‌ای بین کیفیت گزارشگری و ناکارایی مشاهده نکردند ولی مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷) به وجود رابطه منفی بین ناکارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری پی بردند، بنابراین به منظور اطمینان کامل از کنترل اثرات احتمالی این متغیر بر رابطه دو متغیر اصلی تحقیق (متغیر وابسته و مستقل)، اثرات آن کنترل شده است.

Size: اندازه شرکت و از طریق لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت محاسبه

می‌شود؛

MTB: ارزش بازار شرکت بر ارزش دفتری آن؛

KStructure: ساختار سرمایه در سطح شرکت و برابر است با حاصل تقسیم بدهی‌های بلند مدت بر مجموع ارزش بازار شرکت و بدهی‌های بلند مدت؛

OPcycle: لگاریتم طبیعی چرخه عملیاتی شرکت؛

Z'Score: شاخص ورشکستگی آلتمن و برابر است با حاصل مدل (۶)؛

ROA: نرخ بازده دارایی‌های شرکت؛

CFO_Sales: جریان وجوه نقد عملیاتی شرکت بر درآمد حاصل از فروش،

ATO: نرخ بازگشت دارایی و برابر است با درآمد فروش تقسیم بر مجموع دارایی‌ها؛

Age: عمر پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار و برابر است با لگاریتم طبیعی تعداد سالهایی که شرکت در بورس پذیرفته شده است؛

Tangib: نسبت املاک، ماشین‌آلات و تجهیزات به کل دارایی‌ها؛

Slack: کساد مالی و برابر است با نسبت وجه نقد به املاک، ماشین‌آلات و تجهیزات؛

Loss: متغیر مجازی است و زمانی که شرکت زیان گزارش کند برابر یک در غیر این صورت برابر صفر است.

متغیر وابسته

از آنجا که فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها به صورت مستقیم قابل مشاهده نیستند، ناگزیر سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار (سطح سرمایه‌گذاری مطلوب) شرکت‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد (حبیب، ۲۰۱۴). شرکت‌ها به منظور ادامه حیات در بازار رقابتی باید به صورت کارا سرمایه‌گذاری کنند. همانند تحقیقات پیشین (از جمله بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ محمود آبادی و مهتری، ۱۳۹۰؛ و حبیب، ۲۰۱۴)، سرمایه‌گذاری ناکارا را با انحراف از سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار یا مطلوب اندازه‌گیری می‌کنیم. بیدل و همکاران (۲۰۰۹) فرصت‌های رشد را به عنوان معیار اندازه‌گیری سطح مورد انتظار یا مطلوب سرمایه‌گذاری به کار بردند. فرصت‌های رشد نیز از درآمد شرکت حاصل می‌شود، بنابراین رشد درآمد حاصل از فروش به عنوان معیار فرصت سرمایه‌گذاری مطرح می‌شود. یعنی شرکت، سرمایه‌گذاری خود را متناسب با رشد درآمد افزایش یا کاهش دهد تا به سطح مطلوب سرمایه‌گذاری برسد. سرمایه‌گذاری بیشتر

(کمتر) از رشد درآمد به عنوان سرمایه‌گذاری بیشتر از حد (کمتر از حد) شناخته شده است و به کمک مدل زیر (مدل مورد استفاده توسط چن و همکاران، ۲۰۱۱؛ و حبیب، ۲۰۱۴) محاسبه می‌شود:

مدل (۲)

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NEG_{i,t-1} + \beta_2 RevGrow_{i,t-1} + \beta_3 NEG * RevGrow_{i,t-1} + \omega$$

در این مدل INV نسبت تغییر در کل خالص دارایی‌های ثابت، سرمایه‌گذاری بلند مدت و دارایی‌های نامشهود بر میانگین کل دارایی‌های شرکت i در ابتدای سال t ، NEG ، متغیر مجازی است و در صورتی که رشد درآمد شرکت در سال $t-1$ منفی باشد برابر ۱ و برای رشد مثبت درآمد برابر صفر است، $RevGrow$ ، نرخ رشد سالانه درآمد حاصل از فروش شرکت i در سال $t-1$ و پسماند مدل (ω) معیار مورد نظر ما برای سرمایه‌گذاری بیشتر یا کمتر از حد است. پسماندهای مثبت (انحراف مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار)، بیانگر انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی یا همان سرمایه‌گذاری بیش از حد و پسماندهای منفی (انحراف منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار)، نشان‌دهنده گذر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت یا در واقع سرمایه‌گذاری کمتر از حد خواهد بود (ثقفی و عرب مازار یزدی، ۱۳۸۹).

متغیر مستقل

توانایی مدیریت در این تحقیق به عنوان متغیر مستقل مطرح شده و به منظور اندازه‌گیری این متغیر همانند بسیاری از تحقیقات انجام شده در رابطه با توانایی مدیریت (از جمله دمیرجیان و همکاران، ۲۰۱۳؛ فرانسیس و همکاران، ۲۰۱۳؛ سی و ویلیامز، ۲۰۱۲؛ آندرو و همکاران، ۲۰۱۳؛ و بزرگ اصل و صالح زاده، ۱۳۹۳)، از مدل ارائه شده توسط دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۲)، که مبتنی بر متغیرهای حسابداری است، استفاده شده است. در این مدل با استفاده از کارایی شرکت به عنوان متغیر وابسته و کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت، توانایی مدیریت محاسبه می‌شود (بزرگ اصل و صالح زاده، ۱۳۹۳).

در مدل دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۲)، ابتدا با استفاده از تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) (مدل ۳) کارایی شرکت محاسبه می‌شود.

مدل (۳)

$$\max_v \theta = \frac{\text{sales}}{v_1 \text{COGS} + v_2 \text{SG\&A} + v_3 \text{NetPPE} + v_4 \text{OpsLease} + v_5 \text{R\&D} + v_6 \text{Goodwill} + v_7 \text{Intan}}$$

طبق اصول تحلیل پوششی داده‌ها، کارآیی یک سیستم با استفاده از داده‌های ورودی و خروجی محاسبه می‌شود؛ بدین منظور دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۲) در مدلی که ارائه دادند، درآمد حاصل از فروش (sales) را به عنوان خروجی و هفت متغیر به کار رفته در مخارج کسر مدل ۳ (COGS، بهای کالای فروش رفته^۱ شرکت ز در سال t، SG&A، هزینه‌های عمومی، اداری و فروش^۲ شرکت ز در سال t، NetPPE، مانده خالص املاک، ماشین آلات و تجهیزات شرکت ز در ابتدای سال t، OpsLease، هزینه اجاره عملیاتی شرکت ز در سال t، R&D، هزینه تحقیق و توسعه شرکت ز در سال t، Goodwill، سرقتی خریداری شده شرکت ز در ابتدای سال t و Intan، مانده خالص دارایی نامشهود شرکت ز در ابتدای سال t) را به عنوان ورودی شرکت در نظر گرفتند.

مدل کارآیی شرکت (مدل ۳) همانند مدل فاما و فرنچ (۱۹۹۷) برای صنعت طراحی شده است تا عملکرد هر شرکت با شرکت‌های فعال در صنعت مورد نظر قابل مقایسه باشد. در این مدل همچنین برای هر کدام از متغیرهای ورودی یک ضریب خاص، v ، در نظر گرفته شده است زیرا اثر همه‌ی متغیرهای ورودی بر خروجی (فروش) یکسان نیست (بزرگ اصل و صالح‌زاده، ۱۳۹۳).

کارایی محاسبه شده برای شرکت ناشی از دو عامل خصوصیات ذاتی شرکت و توانایی‌های مدیریت است، بنابراین به منظور محاسبه توانایی مدیریت باید کارایی ناشی از خصوصیات ذاتی شرکت از کارایی کلی شرکت کم شود. دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۲) با استفاده از رگرسیون خطی زیر (مدل ۴) این کار را انجام دادند و با کنترل کردن خصوصیات ذاتی شرکت، توانایی مدیریت (باقی مانده رگرسیون δ) را به دست آوردند.

۱- برای جلوگیری از بیش‌نمایی هزینه‌های محاسبه شده، قسمتی از هزینه‌های اجاره عملیاتی که در صورتهای

مالی جزو بهای تمام شده منظور شده، اینجا از بهای تمام شده کالای فروش رفته کسر گردیده است.

۲- برای جلوگیری از بیش‌نمایی هزینه‌های محاسبه شده، قسمتی از هزینه‌های اجاره عملیاتی که در صورتهای

مالی جزو هزینه‌های عمومی، اداری و فروش منظور شده، اینجا از این هزینه کسر گردیده است.

مدل (۴)

Firm Efficiency

$$= \gamma_0 + \gamma_1 Size_t + \gamma_2 Market Share + \gamma_3 Free Cash Flow Indicator + \gamma_4 Age + \gamma_5 Foreign Currency Indicator + Year Indicator + \delta$$

در این مدل *Size*، اندازه شرکت *t* سال و برابر است با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی های شرکت، *Market Share*، سهم بازار شرکت *t* سال و برابر است با نسبت فروش شرکت به فروش کل صنعت، *Free Cash Flow Indicator*، افزایش (کاهش) در جریان های نقد عملیاتی شرکت *t* سال را نشان می دهد که در صورت مثبت بودن جریان های نقدی عملیاتی برابر یک و در صورت منفی بودن برابر صفر در نظر گرفته شده است، *Age*، عمر پذیرش شرکت *t* در بورس اوراق بهادار و برابر است با لگاریتم طبیعی تعداد سالهایی که شرکت در بورس پذیرفته شده است، *Foreign Currency Indicator*، صادرات شرکت *t* سال و برای شرکت هایی که صادرات داشته اند برابر ۱ در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شده است و باقی مانده مدل (δ) نیز نشان دهنده میزانی است که مدیریت (بزرگ اصل و صالح زاده، ۱۳۹۳).

متغیرهای کنترلی

کیفیت صورت های مالی

به منظور اندازه گیری کیفیت صورت های مالی در این تحقیق، از مدل جونز که توسط کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) بسط داده شده است، استفاده خواهیم نمود:

مدل (۵)

$$ACC_t = \rho_0 + \rho_1(\Delta Sales_t - \Delta Rec_t) + \rho_2 PPE_t + \rho_3 ROA_{t-1} + \tau$$

در این مدل *ACC* مجموع اقلام تعهدی شرکت و برابر است با سود خالص منهای جریان وجوه نقد عملیاتی، $\Delta Sales$ ، تغییرات درآمد حاصل از فروش و ارائه خدمات سال *t* نسبت به سال *t-1*؛ ΔRec ، تغییرات حساب های دریافتی سال *t* نسبت به سال *t-1*؛ *PPE*، مانده ناخالص املاک، ماشین آلات و تجهیزات؛ *ROA*، نرخ بازده دارایی شرکت و برابر است با حاصل تقسیم سود خالص بر مجموع دارایی های شرکت در ابتدای دوره و

T ، پسماند مدل و معیار مورد نظر ما برای کیفیت صورت‌های مالی می‌باشد. همه متغیرهای مطرح شده در مدل بالا به وسیله درآمد حاصل از فروش و ارائه خدمات شرکت در ابتدای دوره استاندارد می‌شوند. در نهایت هم پسماندهای مدل را در ۱- ضرب می‌نماییم. در این صورت هر چه مقدار به دست آمده بیشتر باشد، کیفیت سود و در نتیجه کیفیت صورت‌های مالی بالاتر خواهد بود.

شاخص ورشکستگی آلتمن

آلتمن^۱ اولین مدل پیش‌بینی چند متغیره خود را در سال ۱۹۶۸ تحت عنوان مدل امتیاز Z' ارائه نمود که در پیش‌بینی ورشکستگی معروف است؛ ولی به دلیل انتقاداتی که از سوی تحلیلگران در رابطه با کاربرد این مدل ارائه شد، وی مدل جدیدی تحت عنوان Z' در سال ۱۹۸۳ ارائه نمود که در آن موفق به رفع اشکالات مدل اولیه گردیده بود (قدیری مقدم و همکاران، ۱۳۸۸).

مدل (۶)

$$Z' = 0.717X_1 + 0.847X_2 + 3.107X_3 + 0.420X_4 + 0.998X_5$$

Z' : شاخص کل، X_1 : نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها، X_2 : نسبت سود انباشته به کل دارایی‌ها، X_3 : نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی‌ها، X_4 : نسبت ارزش دفتری سهام شرکت به ارزش دفتری کل بدهی‌ها و X_5 : نسبت فروش به کل دارایی‌ها. در مدل بالا هر چه Z' پایین تر باشد درجه بحران مالی شرکت بیشتر است.

روش تحقیق

تحقیق حاضر از نوع تحقیقات کاربردی و در گروه تحقیقات اثباتی حسابداری قرار می‌گیرد که به منظور آزمون فرضیه از داده‌های مقطعی و آزمون‌های آماری استفاده شده است. قلمرو مکانی تحقیق بورس اوراق بهادار تهران است و قلمرو زمانی دوره ۶ سال از ابتدای سال ۱۳۸۷ تا پایان سال ۱۳۹۲ را در بر می‌گیرد. نمونه آماری تحقیق شامل آن دسته از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که دارای شرایط زیر باشند:

۱- حداقل از ابتدای سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند.

1. Altman, 1968
2. Z-Score

- ۲- داده‌های مالی شرکت حداقل از سال ۱۳۸۵ در دسترس باشد.
- ۳- شرکت جزو بانک‌ها، موسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی، واسطه‌گری‌های مالی، سرمایه‌گذاری، لیزینگ، بیمه‌ای و این قبیل صنایع نباشد.
- ۴- در طی دوره تحقیق سال مالی خود را تغییر نداده باشد.
- ۵- حداقل شرکت‌هایی که در صنعت شرکت مورد نظر فعالیت می‌کنند و در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند، کمتر از ۱۰ مورد نباشد.
- با توجه به شرایط ذکر شده تعداد ۷۶ شرکت یا به عبارتی ۴۵۶ سال شرکت به عنوان نمونه مورد آزمون انتخاب شدند که داده‌های این شرکت‌ها با استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و سایت مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی بورس اوراق بهادار تهران استخراج گردیده و با استفاده از نرم‌افزارهای صفحه گسترده Excel، SPSS، Eviews و DEAP تجزیه و تحلیل شده است.

یافته‌های پژوهش

جدول (۱) نشان دهنده آمار توصیفی متغیرهای مدل اصلی تحقیق (مدل-۱) می‌باشد:

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای اصلی پژوهش

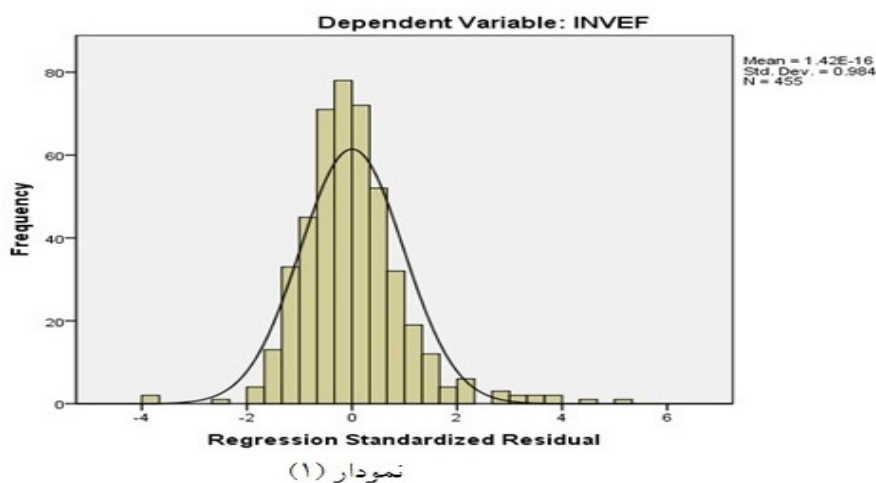
متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	چارک اول	چارک سوم
<i>INVEFF</i>	-۰/۰۰۱۶	-۰/۰۲۷	۰/۱	-۰/۳۷۱	۰/۵۵	-۰/۰۵۳	۰/۰۲۷
<i>MgrlAbility</i>	-۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۶۱	۰/۱	-۰/۳۸۶	۰/۴۴۲۷	-۰/۰۵۹	۰/۰۶۶
<i>FRQ</i>	۰/۳۱۴	۰/۳۰۵	۰/۲۱۲	-۰/۳۰۵	۱/۹۷	۰/۱۸۴	۰/۴۳۱
<i>Size</i>	۱۳/۱۱	۱۳/۰۱	۱/۱۱۱	۹/۸۳۵	۱۶/۰۳۳	۱۲/۳۰۵	۱۳/۹
<i>MTB</i>	۲/۱۲۴	۱/۷۴	۲/۰۵۸	-۸/۹۰۶	۱۲/۳۰۹	۱/۰۲۹	۲/۹۶
<i>KStructure</i>	۰/۱۵۷	۰/۱۰۲	۰/۱۶۸	۰/۰	۱/۰	۰/۰۳۱	۰/۲۲
<i>OPcycle</i>	۶/۳۲	۶/۲۱	۰/۸۹	۴/۰۲۸	۱۲/۳۳	۵/۸۴	۶/۷۳
<i>Z'Score</i>	۱/۵۵۷	۱/۴۵	۰/۹۷	-۲/۰۲۳	۵/۲۰۴	۰/۸۶	۲/۲۰
<i>ROA</i>	۰/۱۱۴	۰/۰۹۵	۰/۱۲۰	-۰/۲۹۸	۰/۶۲۸	۰/۰۴۱	۰/۱۷۲
<i>CFO_Sales</i>	۰/۱۸۱	۰/۱۷۴	۰/۳۲۸	-۲/۴۱۷	۲/۴۲۴	۰/۰۶۹	۰/۳۰۷
<i>ATO</i>	۰/۷۷۰	۰/۷۰۱	۰/۴۵۶	۰/۰۰۱۷	۲/۶۱۸	۰/۴۵۳	۰/۹۹۵
<i>Age</i>	۲/۴۱۷	۲/۴۹۰	۰/۷۸۴	۰/۰	۳/۷۶۳	۱/۹۳۰	۲/۸۳۳
<i>Tangib</i>	۰/۴۴۷	۰/۴۳۰	۰/۲۵۹	۰/۰۰۲۳	۱/۳۰۷	۰/۲۴۲	۰/۶۲۸
<i>Slack</i>	۰/۱۵۳	۰/۰۶۲	۰/۴۴۴	۰/۰۰۰۷	۵/۵۰۰۲	۰/۰۲۵	۰/۱۳۲

مقدار به دست آمده برای میانگین و میانه سرمایه‌گذاری بیشتر یا کمتر از حد، به ترتیب ۰/۰۱۶- و ۰/۰۲۷- است که با توجه به منفی بودن این اعداد می‌توان نتیجه گرفت گذر از سرمایه‌گذاری‌های با ارزش فعلی خالص مثبت یا در واقع سرمایه‌گذاری کمتر از حد در شرکت‌های انتخاب شده بیشتر است. علاوه بر این با توجه به مقدار میانه برای توانایی مدیریت که برابر با ۰/۰۶۱ و نزدیک به صفر است، می‌توان گفت که تقریباً ۵۰ درصد از مدیران تأثیر مثبتی روی عملکرد شرکت دارند به عبارت دیگر در ۵۰ درصد از شرکت‌ها عملکرد شرکت از توانایی مدیریت تأثیر می‌پذیرد. به عبارت دیگر می‌توان گفت تقریباً در ۵۰ درصد از شرکت‌ها توانایی مدیران هیچ تأثیری بر عملکرد شرکت ندارد.

به منظور نتیجه‌گیری نهایی و آزمون فرضیه تحقیق، باید داده‌ها مورد آزمون قرار گیرند. جهت آزمون داده‌ها از مدل رگرسیون خطی چند متغیره (مدل (۱)) استفاده شده است. قبل از به کار بردن رگرسیون، باید مفروضات استفاده از آن فراهم باشد که در تحقیق حاضر به منظور بررسی فراهم بودن مفروضات از آماره دوربین واتسون و نرمال بودن توزیع خطاهای رگرسیون استفاده شده است.

همان گونه که در جدول (۲) مشاهده می‌شود آماره دوربین واتسون برابر ۱/۷۴ است یعنی خطاها (تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده توسط رگرسیون) مستقل از هم هستند پس امکان استفاده از رگرسیون فراهم است.

علاوه بر استقلال خطاها، جهت اطمینان بیشتر از فراهم بودن مفروضات استفاده از رگرسیون خطی، توزیع خطاهای رگرسیون نیز مورد بررسی قرار گرفته است. همان گونه که در نمودار (۱) مشخص است، توزیع خطاها تقریباً نرمال است و مقدار میانگین بسیار کوچک (نزدیک به صفر) و انحراف معیار نزدیک به یک است، پس می‌توان از رگرسیون استفاده نمود.



پس از اطمینان از این که شرایط استفاده از رگرسیون فراهم است، آزمون مورد نظر اجرا و نتایج آن در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول (۲) نتایج رگرسیون رابطه کارایی سرمایه‌گذاری و توانایی مدیریت

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
Constant	-۰/۰۹۴	-۱/۲۴۳	۰/۲۱۴
<i>MgrlAbility</i>	-۰/۰۲۸	-۰/۶۰۹	۰/۵۴۲
<i>FRQ</i>	-۰/۱۶۹	-۶/۳۵۳	۰/۰۰
<i>Size</i>	۰/۰۰۲	۰/۶۷۶	۰/۴۹۹
<i>MTB</i>	۰/۰۰۳	۱/۳۲۵	۰/۱۸۵
<i>KStructure</i>	۰/۰۵۹	۱/۷۹۴	۰/۰۷۳
<i>OPcycle</i>	۰/۰۱۲	۱/۶۰۱	۰/۱۱
<i>Z'Score</i>	-۰/۰۷۴	-۵/۹۷۱	۰/۰۰
<i>ROA</i>	۰/۴۱۵	۴/۶۸	۰/۰۰
<i>CFO_Sales</i>	۰/۰۰۱۶	۰/۱۱۲۶	۰/۹۱
<i>ATO</i>	۰/۰۴۸	۲/۴۱۸	۰/۰۱۶

۰/۴۹۴	-۰/۶۸۳	-۰/۰۰۴	Age
۰/۰۰	-۴/۲۶۹	-۰/۰۹۳	Tangib
۰/۸۲۰	۰/۲۲۷	۰/۰۰۲	Slack
۰/۰۲۴	-۲/۲۶۴	-۰/۰۳۴۵	loss
۰/۲۷۸	ضریب تعیین (R ²) تعدیل شده		
۱۳/۴۰۶	آماره F		
۰/۰۰	Prob(F-statistic)		
۱/۷۴	آماره دورین واتسون		

Dependent Variable: INVEF

$$\text{INVEF} = \text{C}(1) + \text{C}(2) * \text{MGERA BILITY} + \text{C}(3) * \text{FRQ} + \text{C}(4) * \text{SIZE} + \text{C}(5) * \text{MTB} + \text{C}(6) * \text{KSTRUCTURE} + \text{C}(7) * \text{OPCYCLE} + \text{C}(8) * \text{ZSCORE} + \text{C}(9) * \text{ROA} + \text{C}(10) * \text{CFO_SALES} + \text{C}(11) * \text{ATO} + \text{C}(12) * \text{AGE} + \text{C}(13) * \text{TANGIB} + \text{C}(14) * \text{SLACK} + \text{C}(15) * \text{LOSS}$$

نتایج برآورد مدل اصلی تحقیق (مدل (۱)) که در جدول (۲) ارائه شده است، نشان دهنده معناداری کلی رگرسیون (احتمال آماره F کمتر از ۰/۰۵) است. ضریب تعیین تعدیل شده معادل ۰/۲۷۸ است یعنی متغیرهای مستقل قدرت پیش‌بینی ۲۷/۸ درصد از متغیر وابسته را دارند و از آنجا که آماره دورین واتسون در محدوده مجاز (۱/۵ تا ۲/۵) قرار گرفته است، ضریب تعیین به دست آمده کاذب نخواهد بود.

نتایج آماری که در جدول (۲) ارائه شده است، هرچند وجود رابطه منفی (ضریب توانایی مدیریت معادل -۰/۰۲۸) بین توانایی مدیریت و ناکارایی سرمایه‌گذاری را تأیید می‌کند ولی این رابطه از قدرت کافی برخوردار نبوده (سطح معناداری معادل ۰/۵۴۲) و در سطح ۰/۰۵ خطای برآوردی تأیید نمی‌گردد.

از دیگر نکات مورد توجه در جدول (۲) وجود رابطه منفی و معنادار ناکارایی سرمایه‌گذاری با کیفیت صورت‌های مالی و شاخص ورشکستگی آلتمن است. هرچه ناکارایی سرمایه‌گذاری بیشتر باشد کیفیت صورت‌های مالی پایین‌تر خواهد بود. این نتیجه همراستا با نتیجه تحقیق مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷) است. در رابطه با شاخص

ورشکستگی آلتمن و رابطه آن با کارایی سرمایه‌گذاری تا امروز تحقیق انجام نگرفته است.

نتیجه‌گیری

در این تحقیق، با بهره‌گیری از اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی ۷۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۶ ساله از ابتدای سال ۱۳۸۷ تا پایان سال ۱۳۹۲، رابطه توانایی مدیریت با کارایی یا ناکارایی سرمایه‌گذاری بررسی شده است. هر چند ادبیات و مبانی نظری به وجود رابطه مثبت بین توانایی مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری دلالت دارد ولی نتایج حاصل از آزمون آماری در این تحقیق بیانگر عدم وجود رابطه معنادار بین توانایی مدیریت و کارایی یا ناکارایی سرمایه‌گذاری است. این نتیجه برخلاف نتایج تحقیق حبیب (۲۰۱۴) است که در بازار آمریکا انجام گرفته بود. اختلاف به وجود آمده در نتایج حاصل می‌تواند ناشی از محدودیت‌های اقتصادی ایران مثل تورم یا وجود رانت‌های ویژه مثل مواد اولیه ارزان قیمت باشد زیرا بسیاری از ماشین آلات تولیدی شرکت‌ها و حتی مواد اولیه تولیدی وارداتی بوده، حال آنکه با توجه به محدودیت‌های اعمالی از طریق تحریم اقتصاد ایران، امکان سرمایه‌گذاری توسط مدیران وجود نداشته و تفاوت چندانی بین مدیران توانا و ناتوان وجود نخواهد داشت.

علاوه بر نتیجه اصلی ناشی از آزمون فرضیه، در این تحقیق مشاهده گردید که کیفیت صورت‌های مالی با ناکارایی سرمایه‌گذاری رابطه معکوس دارد که این موضوع با نتایج تحقیقات بیدل و هیلاری (۲۰۰۶ و ۲۰۰۷)، بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، وردی (۲۰۰۶) و مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷) همخوانی داشته ولی برخلاف تحقیق تقفی و عرب‌مازار یزدی (۱۳۸۹) می‌باشد.

نتیجه فرعی دیگری که از این تحقیق ناشی شده رابطه معکوس شاخص ورشکستگی آلتمن و ناکارایی سرمایه‌گذاری است که رابطه مورد بحث تا کنون در هیچ تحقیقی به صورت به خصوص مورد آزمون قرار نگرفته است.

در مجموع نتایج تحقیق نشان داد که مدیران در بازار ایران قدرت انتخاب بالایی متناسب با توانایی خود را ندارند و مطالعات مربوط به توانایی مدیران و هر مطالعه‌ای که مربوط به ویژگی‌های مدیریت باشد، باید با دقت کافی و هماهنگی شده با شرایط داخلی انجام پذیرد.

پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی

۱- رابطه توانایی مدیریت و شاخص‌های ورشکستگی در تحقیقات آتی بررسی شود تا با توجه به ویژگی‌های خاص بازار ایران و همچنین ویژگی‌های شرکت‌های داخلی، نتیجه‌ای قابل استناد در این رابطه به دست آید.

۲- در تحقیقات آتی به منظور هر چه غنی‌تر شدن ادبیات توانایی مدیریت، رابطه این متغیر با دیگر متغیرهای مالی و حسابداری مورد بررسی قرار گیرد.

پیشنهادهای ناشی از نتایج تحقیق

۱- به مدیران و مسئولان سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و همچنین محققینی که در زمینه ویژگی‌های مدیریت فعالیت دارند، پیشنهاد می‌شود همانند بازار فعال و کارای آمریکا در جهت ایجاد دیتا بیس اطلاعات مدیریت و توانایی‌های مدیران تلاش نمایند تا گامی هرچند کوچک در جهت کمک به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار و همچنین شرکت‌های فعال در بازار بورس و اوراق بهادار تهران برداشته شود.

۲- نتایج تحقیق نشان داد که توانایی مدیریت و ناکارایی سرمایه‌گذاری دارای رابطه منفی هستند. هر چند این رابطه معنادار نیست ولی به نظر محققین این رابطه متأثر از شرایط اقتصاد تحریمی به وجود آمده است، بنابراین پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران فعال بازار در معاملات خود توجه کافی به موضوع مورد بحث این تحقیق داشته باشند.

۳- با توجه به اینکه قدرت پیش‌بینی شاخص ورشکستگی آلتمن در بازار ایران آزمون شده و قدرت پیش‌بینی آن هرچند در حد متوسط تأیید شده است، پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران توجه کافی به رابطه این شاخص با کارایی سرمایه‌گذاری و انتخاب شرکت‌هایی که در آن سرمایه‌گذاری می‌نمایند، داشته باشند.

منابع

- بزرگ‌اصل، موسی و بیستون صالح‌زاده. (۱۳۹۳). «توانایی مدیریت و کیفیت ارقام تعهدی، دانش حسابداری»، ۵(۱۷): ۱۱۹-۱۳۹.
- بزرگ‌اصل، موسی و بیستون صالح‌زاده. (۱۳۹۴). «رابطه توانایی مدیریت و پایداری سود با تأکید بر اجزای تعهدی و جریان‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، دانش حسابداری، ۵۸(۱۴): ۱۵۳-۱۷۰.
- ثقفی، عل و مصطفی عرب مازار یزدی. (۱۳۸۹). «کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری»، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۲(۴): ۱-۲۰.
- خدائی وله‌زاقرد، محمد و منیره یحیایی. (۱۳۸۹). «بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله حسابداری مدیریت، ۳(۵): ۱-۱۵.
- قدیری مقدم، ابوالفضل؛ غلامپور فرد، محمد مسعود و فرزانه نصیرزاده. (۱۳۸۸). «بررسی توانایی مدل‌های پیش‌بینی ورشکستگی آلتمن و اهلسون در پیش‌بینی ورشکستگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار»، دانش و توسعه، ۱۶(۲۸): ۱۹۳-۲۲۰.
- محمودآبادی، حمید و زینب مهتری. (۱۳۹۰). «رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پیشرفت‌های حسابداری، ۳(۲): ۱۱۳-۱۴۰.
- مدرس، احمد و رضا حصارزاده. (۱۳۸۷). «کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱(۲): ۸۵-۱۱۶.
- مردزاده‌فرد، مهدی؛ فرج‌زاده، مریم؛ کرمی، شیما و مرتضی عدل‌زاده. (۱۳۹۳). «بررسی رابطه محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به وضعیت تأمین مالی و مالکیت نهایی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱(۴۴): ۹۷-۱۱۶.
- مؤمنی، منصور و علی فعال قیومی. (۱۳۹۱). تحلیل‌های آماری با استفاده از SPSS، چاپ ششم، تهران، کتاب‌نو.
- هاشمی، سید عباس؛ صمدی، سعید و ریحانه هادیان. (۱۳۹۳). «اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری»، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱(۴۴): ۹۷-۱۱۶.

- Andreou, p., D. Ehrlich, and C. Louca. 2013. *Managerial ability and Firm performance: Evidence from the global financial crisis*. Working paper. Available at <http://www.mfsociety.org>
- Baik, B., D. B. Farber, and S. S. Lee. 2011. *CEO ability and management earnings forecasts*. *Contemporary Accounting Research* 28 (5):1645-1668
- Biddle, G. C. and Hilary, G. 2006. *Accounting quality and firm-level capital investment*. *The Accounting Review*, 81: 963-982.
- Biddle, G. C., and G. Hilary. 2006. *Accounting quality and firm-level capital investment*. *The Accounting Review* 81 (5):963-982
- Biddle, G. C., G. Hilary, and R. S. Verdi. 2009. *How does financial reporting quality relate to investment efficiency?*. *Journal of Accounting and Economics* 48 (2):112-131
- Chen, F., O.-K. Hope, Q. Li, and X. Wang. 2011. *Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets*. *The Accounting Review* 86 (4):1255-1288
- Chen, F., O.-K. Hope, Q. Li, and X. Wang. 2011. *Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets*. *The Accounting Review* 86 (4):1255-1288.
- Demerjian, P., B. Lev, and S. MacVay. 2012. *Quantifying managerial ability: A new measure and validity test*. *Management Science* 58(7): pp 1229-1248.
- Demerjian, P., B. Lev, M. Lewis, and S. MacVay. 2013. *Managerial ability and Earnings quality*. *The Accounting Review* 88(2): pp 463-498.
- Francis, B., X. Sun, and Q. Wu. 2013. *Managerial ability and tax avoidance*. Working paper, Rensselaer Polytechnic Institute: Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2348695>
- Francis, J., A. Huang, S. Rajgopal, and A. Zang. 2008. *CEO reputation and earnings quality*. *Contemporary Accounting Research* 25 (1): pp 109–147.
- Habib, A. 2014. *Managerial Ability, Investment Efficiency and Stock Price Crash Risk*. Working paper, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2517905>
- Krishnan, G., Wang, C (j). 2014. *The relation between managerial ability and audit fees and going concern opinions*. Working paper, *Auditing: A journal of practice & theory*, forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=252616>
- Liebertson, S., and J. F. O'Connor. 1972. *Leadership and organizational performance: A study of large corporations*. *American Sociological Review* 37 (2):117-130.
- Mackey, A. 2008. *The effect of CEOs on firm performance*. *Strategic Management Journal* 29 (12):1357-1367.
- Seay, A., and T. Williams. 2012. *The role of managerial ability in*

- auditor change: dose efficiency matter?. Working paper. Available at <http://ssrn.com/abstract=2126684>
- Verdi, Rodrigo.s. 2006. Financial Reporting Quality and Investment Efficiency, Working Paper, Sloan School of Management, MIT. Available http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=930922