



## تجدید ارائه صورت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری: نقش میانجی‌گری محدودیت مالی

سید محمد امین قافله‌باشی<sup>۱</sup>

کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی پرندک

محمد جواد زمانی فروشانی<sup>۲</sup>

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد واحد علوم و تحقیقات تهران

زهرا جودکی<sup>۳</sup>

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه قم

دکتر مصطفی ایزدپور<sup>۴</sup>

دکترای حسابداری، عضو هیات علمی دانشگاه قم

(تاریخ دریافت: ۱۷ فروردین ۱۳۹۸، تاریخ پذیرش: ۲۹ خرداد ۱۳۹۹)

تجدید ارائه صورت‌های مالی با کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان، محدودیت مالی را به دنبال دارد. از این رو مدیران با سرمایه‌گذاری بهینه سعی در تغییر دیدگاه استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی دارند. با توجه به نقش تجدید ارائه صورت‌های مالی به عنوان یک مکانیزم تاثیرگذار بر محدودیت منابع و در نتیجه اهمیت روزافزون کارایی سرمایه‌گذاری، پژوهش حاضر به واکاوی رابطه تجدید ارائه صورت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری از طریق محدودیت مالی پرداخته است. فرضیه‌های پژوهش نیز با نمونه‌ای متشکل از ۱۷۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ و با بهره‌گیری از معادلات رگرسیونی چندگانه مبتنی بر تکنیک داده‌های تلفیقی مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های به دست آمده حاکی از آن است که نقش میانجی‌گری محدودیت مالی در رابطه بین تجدید ارائه صورت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری مورد تأیید نمی‌باشد.

**واژه‌های کلیدی:** تجدید ارائه صورت‌های مالی، محدودیت مالی، کارایی سرمایه‌گذاری.

<sup>1</sup> ghafelehbashi.amin@gmail.com

<sup>2</sup> mj.zamani@entekhabgroup.ir

<sup>3</sup> z.h.r.joudaki@gmail.com

<sup>4</sup> ezadpour@gmail.com

## مقدمه

یکی از قابل‌تامل‌ترین مسائل عصر حاضر که تحقق آن از اهداف اساسی تصمیم‌گیری اقتصادی به شمار می‌آید، بحث رشد و توسعه پایدار اقتصادی است. واحدهای تجاری برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود غالباً استراتژی‌های مالی نظیر استراتژی سرمایه‌گذاری، استراتژی تأمین مالی و استراتژی تقسیم سود را مدنظر قرار می‌دهند. از این رو، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان یک عامل مؤثر در بهبود عملکرد شرکت، نقش مهمی را در پیشبرد برنامه‌ها و فرآیند ارزش آفرینی سازمان ایفا می‌کند. بیدل و همکاران [۱۹] شرکتی را از لحاظ سرمایه‌گذاری کارا می‌دانند که پروژه‌هایی با NPV مثبت را بدون هزینه نمایندگی و گزینش نادرست به کار گیرند. از آنجا که آینده شرکت به کارایی سرمایه‌گذاری وابسته است، لذا منابع سرمایه‌گذاری باید به بهترین شکل ممکن و با کمترین اتلاف مورد استفاده قرار گیرد [۵۶]. روشن است که سرمایه‌گذاری نامناسب می‌تواند موجب از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری با NPV مثبت (کم سرمایه‌گذاری) یا بکارگیری پروژه‌هایی با NPV منفی (بیش سرمایه‌گذاری) شود [۴۹ و ۵۵ و ۶۹]. بر اساس استدلال زیائو و همکاران [۶۱]، سرمایه‌گذاری بیش از حد در بازارهای توسعه یافته و کم سرمایه‌گذاری در کشورهای در حال توسعه شایع بوده و ارزش آتی نامطلوبی را برای شرکت رقم می‌زند. از این رو، انتخاب طرح‌ها و تصمیم‌گیری راجع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری یکی از موضوعات مورد مناقشه در حسابداری می‌باشد. به بیان دیگر، ارزیابی روند رشد و چگونگی سرمایه‌گذاری واحد تجاری مستلزم شناخت مکانسیم‌های اثرگذار بر کارایی سرمایه‌گذاری همچون تجدید ارائه صورت‌های مالی می‌باشد. مباحث مربوط به تجدید ارائه صورت‌های مالی به طور گسترده توسط پژوهشگران و شرکت‌کنندگان بازار سرمایه مورد بحث قرار گرفته است [۲۹، ۲۳، ۳۹ و ۴۵]. تجدید ارائه صورت‌های مالی به این موضوع اشاره دارد که گزارش واحد تجاری ممکن است ناقص یا غیر قابل اتکا باشد و منجر به اتخاذ تصمیمات نادرست توسط استفاده‌کنندگان شود [۲۵، ۳۲]. تعریف ارائه مجدد صورت‌های مالی به عنوان اصلاحات صورت گرفته در صورت‌های مالی مطرح می‌شود که معمولاً ناشی از نقض اصول پذیرفته شده حسابداری هستند [۲۵، ۴۳ و ۵۷]. از این رو، طبق اصول پذیرفته شده حسابداری، صورت‌های مالی سنوات گذشته به دلیل تغییر در رویه (اصل) حسابداری و اصلاح اشتباهات حسابداری تجدید ارائه می‌شوند. [۱۱]

گزارش تجدید ارائه صورت‌های مالی با ارائه سیگنال منفی به بازار موجب جلب توجه سرمایه‌گذاران به عملکرد شرکت و درستکاری مدیریت می‌شود [۴۵]. همچنین تجدید ارائه‌ها ممکن است به سرمایه‌گذاران در مورد وخیم‌تر شدن احتمالی وضعیت اقتصادی شرکت تجدید ارائه‌کننده هشدار دهند. [۵۳] از این رو، اغلب سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند که سرمایه‌گذاری خود را متوقف کنند یا بازده بالاتری را طلب نمایند [۳۵، ۳۹ و ۶۲]. بنابراین بر اساس تئوری نمایندگی، تئوری عدم تقارن اطلاعاتی، تئوری علامت‌دهی می‌توان بیان کرد که شرکت‌هایی که تجدید ارائه شده‌اند با محدودیت مالی بیشتری مواجه شده و به تبع آن جریان‌های نقدی و کارایی سرمایه‌گذاری آنها تحت تأثیر قرار می‌گیرد [۶۱].

واضح و مبرهن است که تجدید ارائه صورت‌های مالی به منزله یک رویداد چشمگیر در ادبیات مالی و حسابداری خصوصاً در فضای گزارشگری ایران محسوب می‌شود. در این راستا، پژوهش‌های انجام شده در

ایران نشان می‌دهد که بطور میانگین ۷۰ درصد صورت‌های مالی شرکت‌های بورسی در ایران تجدید ارائه شده‌اند. [۱۰] در حالی که تجدید ارائه صورت‌های مالی در سایر کشورها نظیر آمریکا حدود ۹ درصد است. [۲۰] تجدید ارائه صورت‌های مالی، اعتماد سرمایه‌گذاران را به یکپارچگی و قابلیت اطمینان گزارش‌های مالی تحت الشعاع قرار داده [۲۲، ۳۱، ۵۳] و به دنبال آن، تأمین مالی شرکت برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب را با مشکل مواجه می‌کند [۴۶]. اهمیت نقش میانجی‌گری محدودیت مالی بر رابطه بین تجدید ارائه صورت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری و فقدان شواهد کافی در این حوزه مهمترین مشوق نویسندگان برای انجام پژوهش حاضر است. بنابراین، هدف این مقاله آن است که نقش تجدید ارائه صورت‌های مالی را از طریق محدودیت مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری بررسی نماید. بدین ترتیب انتظار می‌رود که با انجام مطالعه حاضر، شکاف مطالعاتی و فضای خالی در مبانی نظری پر گردد.

در ادامه، مبانی نظری و پیشینه پژوهش بطور اجمالی مرور و فرضیه پژوهش تدوین شده است. آنگاه روش پژوهش شامل نمونه پژوهش، مدل پژوهش مطرح شده است. سپس یافته‌های پژوهش شامل آمار توصیفی و برازش مدل پژوهش ارائه شده است. در نهایت با توجه به این یافته‌ها نتیجه‌گیری، پیشنهادها و محدودیت‌های پژوهش بیان می‌شود.

#### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

یکی از راهکارهای اساسی برای توسعه و پیشرفت واحد تجاری، سرمایه‌گذاری بهینه در امور مختلف می‌باشد [۵]. سرمایه‌گذاری بهینه یا کارایی سرمایه‌گذاری مستلزم آن است که از یک سواز مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آنها بیش از حد مطلوب انجام شده است، ممانعت شود و از سوی دیگر، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد هدایت شود [۶ و ۷]. در حقیقت کارایی سرمایه‌گذاری به صورت مفهومی، به معنی پذیرش پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت است و منظور از ناکارایی سرمایه‌گذاری، گذر از این فرصت‌های سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) و یا انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه‌گذاری بیش از حد) می‌باشد [۹ و ۳]. با توجه به نقش سرمایه‌گذاری بهینه در بهبود و ارتقا شرکت، محققان بسیاری انگیزه کافی برای واکاوی عوامل مؤثر بر کارایی سرمایه‌گذاری پیدا کردند. به طور مثال، لین و همکاران [۴۷] به گسترش ادبیات در حوزه عوامل تاثیرگذار از قبیل نحوه تأمین مالی، رفتار سرمایه‌گذاران و سیاست پولی بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. آنان در پژوهش خود دریافتند که واحدهای تجاری با ویژگی تأمین مالی از طریق بدهی و همچنین شرکت‌های صادرکننده اوراق قرضه کوتاه‌مدت تمایل کمتری به بیش سرمایه‌گذاری دارند. علاوه بر موارد مذکور، عدم تقارن اطلاعاتی نیز می‌تواند رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را تبیین نماید. آرمسترانگ و همکاران [۱۶]، بیٹی و همکاران [۱۸]، فرانسیس و مارتین [۳۳]، چن و همکاران [۲۷] و گارسیا و همکاران [۳۴] در پژوهش خود بیان کردند که افشا اطلاعات و کیفیت گزارشگری مالی موجب سرمایه‌گذاری بهینه در واحدهای تجاری می‌شود. با این وجود تحقیقات ناچیزی به تأثیر تجدید ارائه صورت‌های مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند.

تجدید ارائه صورت‌های مالی مبین عدم صحت اطلاعات صورت‌های مالی و تصدیقی بر این موضوع است که گزارش‌های مالی دوره یا دوره‌های قبل قابل اتکا نمی‌باشند [۲۳]. به عبارت دیگر، تجدید ارائه حامل یک پیام منفی در مورد اعتبار صورت‌های مالی است که موجب سلب اطمینان سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان نسبت به صداقت و شایستگی مدیریت می‌شود [۱۴، ۲۲، ۶۰]. ویلسون [۶۰] در مطالعات خود بیان می‌کند که ارائه مجدد صورت‌های مالی شاخصی برای سرمایه‌گذاران است که نشان می‌دهد مدیران قابل اعتماد نیستند و گزارش‌های مالی و حسابرسی شامل ضعف عمده می‌باشد. واضح است که صورت‌های مالی به عنوان یکی از منابع اطلاعاتی مهم بازارهای سرمایه، نقش موثری در توسعه و کارایی سرمایه‌گذاری ایفا می‌نماید. ماجد و همکاران [۵۱] و بوباکری و همکاران [۲۱] در پژوهش خود بیان کردند که کیفیت افشا سبب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. در بازار سرمایه کامل، واحدهای اقتصادی با افشای اطلاعات کافی درباره بکارگیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهینه به سرمایه‌گذاران و بستانکاران کمک می‌کنند. اما در بازار سرمایه ناقص به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی، خطر اخلاقی و انتخاب نامناسب وجود دارد. بنابراین ممکن است مدیریت، منافع سهامداران و اعتباردهندگان را نادیده گرفته و برای دستیابی به منافعشان موجب ناکارایی سرمایه‌گذاری شوند.

مطابق با تئوری عدم تقارن اطلاعاتی، زمانی که مدیران در پروژه‌هایی با NPV منفی سرمایه‌گذاری می‌کنند یا مدیریت سود انجام می‌دهند، تشخیص آن برای سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان دشوار است. از این رو، با تجدید ارائه صورت مالی، سیگنال منفی به سرمایه‌گذاران درباره اینکه اطلاعات ارائه شده صورت مالی قابل اعتماد نیستند و مدیران تمام مسئولیت‌های خود را انجام ندادند، داده می‌شود. به عبارت روشن‌تر، تجدید ارائه موجب توجه بیشتر سهامداران به درستکاری مدیریت و اعتبار گزارش‌ها گردیده و با درخواست گزارش‌های مکرر آنان از مدیران، منجر به کاهش هزینه نمایندگی و در نهایت کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود [۶۱].

از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و ارائه اطلاعات با کیفیت بالا می‌توانند نظارت بر مدیریت را بهبود بخشیده [۳۰] و با کاهش هزینه نمایندگی موجب سرمایه‌گذاری بهینه شوند. با این تفاسیر می‌توان بیان کرد که تجدید ارائه صورت‌های مالی با همسو کردن منافع مدیریت و سهامداران موجب اتخاذ تصمیم‌گیری مناسب در انتخاب پروژه‌ها می‌گردد. شواهد به دست آمده توسط برخی از پژوهشگران در راستای این دیدگاه می‌باشد. نتایج پژوهش داس و پاندیک [۲۸] بیانگر آن است که کیفیت حسابرسی، تضاد اطلاعاتی را که مانع سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود، کاهش می‌دهد. لاری و محمدی [۴۴] در پژوهش خود به رابطه مثبت بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری دست یافتند. همچنین، بای و چویی [۱۷] در پژوهش خود استدلال کردند که تخصص حسابرس در صنعت با کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبتی دارد. با این تفاسیر می‌توان فرضیه پژوهش را به شرح زیر تدوین نمود:

فرضیه اول: بین تجدید ارائه صورت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت وجود دارد.

همچنین، بازار سرمایه ناقص برخلاف بازار سرمایه کامل حاوی اطلاعات محرمانه بوده و اعتباردهندگان اطلاعات مورد نیاز برای ارزیابی ریسک سرمایه را تنها از طریق صورت‌های مالی می‌توانند به دست آورند.

بنابراین، تمام اطلاعاتی که به بازار ارائه می‌شود (نظیر اطلاعات درباره تغییرات سهام، تغییرات مدیریتی و ...) به عنوان "سیگنال" عمل می‌کنند. بر اساس تئوری علامت‌دهی، تجدید ارائه با دادن سیگنال منفی به بازار، سرمایه‌گذاران و خصوصاً اعتباردهندگان موجب ابهام درباره شایستگی مدیر و آگاهی درباره ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود. لذا انتظار بر این است که آنان نرخ بالاتری از بازده را طلب کرده و محدودیت‌ها و نظارت بیشتری را در استفاده از وجه نقد شرکت اعمال کنند [۶۱]. به عبارت دیگر، تجدید ارائه صورت‌های مالی ممکن است از توانایی شرکت برای کسب وجوه خارجی کم هزینه برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بالقوه سودآور جلوگیری کند [۴۲]. در همین راستا، نتایج تحقیق هریبر و جنکینز [۳۹] نشان می‌دهد که تجدید ارائه منجر به کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران و قیمت سهام می‌شود. بدین صورت که اعتبار دهندگان به دنبال جبران ریسک متحمل شده در سرمایه‌گذاری، هزینه مالی بیشتری را طلب می‌کنند. مضافاً، آلبرینگ و همکاران [۱۴] معتقدند که ارائه مجدد صورت‌های مالی، توانایی شرکت را در تأمین مالی خارجی با هزینه کمتر، تقلیل می‌دهد به عبارتی، ارائه مجدد صورت‌های مالی با محدود کردن دسترسی به تأمین مالی خارجی سبب کاهش رشد واحد تجاری می‌گردد. چن و همکاران [۲۷] استدلال کردند که تجدید ارائه حسابداری موجب افزایش هزینه تأمین مالی خارجی و به تبع آن، محدودیت مالی را برای شرکت به دنبال دارد. همچنین ملکیان، توکل‌نیا و تیرگری [۵۰] دریافتند که اظهارنظر مشروط حسابرسان درباره صورت‌های مالی باعث افزایش محدودیت مالی می‌شود. با توجه به توضیحات ارائه شده، می‌توان فرضیه زیر را متصور شد.

فرضیه دوم: بین تجدید ارائه صورت‌های مالی و محدودیت مالی رابطه مثبت وجود دارد.

گراهام و همکاران [۳۵] در پژوهش خود استدلال کردند که تجدید ارائه صورت‌های مالی بصورت بالقوه بسیار پرهزینه است و ممکن است که اعتماد سرمایه‌گذار را نسبت به اعتبار افشای شرکت متزلزل و تقاضا برای اوراق بهادار شرکت را کم کند و باعث ورود زیان‌های قابل توجهی به ارزش شرکت شود. بعلاوه، مطالعات پارک و وو [۵۴] نشان می‌دهد که تجدید ارائه صورت‌های مالی بر هزینه و شرایط تأمین مالی اثرگذار است. بطوریکه سهامداران و اعتباردهندگان با مدیریت ریسک و افزایش هزینه‌های تأمین مالی سعی در کاهش زیان‌های سرمایه‌گذاری دارند. از این رو، انتظار بر این است که محدودیت‌های فزاینده در استفاده از وجوه و کاهش جریان‌های نقدی با هزینه کم موجب برانگیختن مدیر برای انتقال وجوه از بخش‌هایی با فرصت رشد پایین‌تر به بخش‌هایی با فرصت رشد بالاتر شود. در همین راستا، آستین [۵۸]، وایتند و وو [۵۹]، هواکیمیان [۳۸]، لین و همکاران [۴۸] معتقدند که اگر چه محدودیت مالی توانایی مدیران را در بکارگیری طرح‌های با NPV مثبت را مختل می‌کند اما کیفیت انتخاب پروژه‌ها به وسیله کاهش جریان نقد آزاد و فشار بر مدیران، بکارگیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند را بهبود می‌بخشد. در حقیقت، با توجه به تعریف کارایی سرمایه‌گذاری به عنوان انتقال وجوه به بخش‌هایی با سودآوری بیشتر، اینگونه استدلال می‌شود که محدودیت مالی می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را درون بنگاه‌ها بهبود بخشد. با توجه به میزان همبستگی منافع مدیران با سودآوری سرمایه‌گذاری‌ها، محدودیت‌های مالی می‌تواند منجر به استانداردهای بالاتر در انتخاب پروژه و کارایی در تخصیص سرمایه بین بخش‌های مختلف

شود [۸]. همچنین شواهد به دست آمده توسط زیانو و همکاران [۶۱] بیانگر آن است که تجدید ارائه از طریق افزایش محدودیت مالی منجر به کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. از سوی دیگر، محدودیت مالی می‌تواند از طریق محدود کردن میزان سرمایه سبب کنار گذاشتن فرصت‌های رشد گردیده و به توانایی مدیران برای به عهده گرفتن پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت آسیب می‌رساند [۴۱]. بعلاوه، یافته‌های گوارینگلیا و یانگ [۳۷] موید آن مطلب است که محدودیت مالی منجر به کاهش ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. کاسترو و همکاران [۲۴] و چان و همکاران [۲۵] ادعان می‌دارند که توسعه مالی با کاهش محدودیت مالی سبب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. همچنین، اسلام و لوو [۴۰] معتقدند که افزایش محدودیت مالی باعث کنار گذاشتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. از این رو، فرضیه سوم پژوهش به شرح زیر می‌باشد:

فرضیه سوم: تجدید ارائه صورت‌های مالی به طور غیر مستقیم و از طریق محدودیت مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد.

### روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری پژوهش، شامل کلیه شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۶ ساله از سال ۱۳۹۰ لغایت ۱۳۹۵ می‌باشد (به دلیل وجود متغیر تجدید ارائه صورت مالی سال ۱۳۹۵ پایان بازه زمانی است). برای انتخاب نمونه در این پژوهش از روش حذف سیستماتیک استفاده شده که معیارهای اعمال شده به شرح زیر است:

۱. شرکت‌های عضو نمونه در دوره مورد بررسی، تغییر سال مالی یا تغییر فعالیت نداشته باشند.
  ۲. شرکت‌های عضو نمونه در دوره مورد بررسی، توقف فعالیت نداشته باشند.
  ۳. اطلاعات کامل و تفصیلی صورت‌های مالی سالانه‌ی هر یک از شرکت‌ها و نیز اطلاعات لازم برای محاسبه‌ی متغیرهای تحقیق در تمام طول دوره‌ی مورد بررسی موجود باشد.
  ۴. شرکت‌های عضو نمونه، جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌ی مالی، هلدینگ، بانک و لیزینگ نباشند، زیرا شرکت‌های مذکور دارای ساختار مالی و جریان‌ات نقدی متمایزی می‌باشند.
- با اعمال محدودیت‌های ذکر شده تعداد ۱۷۰ شرکت از مجموع شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای بررسی انتخاب شد و همین جامعه محدود به عنوان نمونه مورد مطالعه قرار گرفت.

### مدل‌های پژوهش و متغیرهای آن

مدل‌های زیر برای بررسی فرضیات پژوهش طبق مدل زیانو و همکاران [۶۱] تدوین شده است:

$$\begin{aligned}
 InvE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 rest_{it+1} + \beta_2 size_{it} + \beta_3 lev_{it} + \beta_4 grow_{it} \\
 & + \beta_5 LgAge_{it} + \beta_6 roa_{it} + \beta_7 ocf_{it} \\
 & + \sum \beta_j IndustryDum_{it} + \beta_k YearDum_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)
 \end{aligned}$$

$$FC_{if} = \beta_0 + \beta_1 rest_{it+1} + \beta_2 size_{it} + \beta_3 lev_{it} + \beta_4 grow_{it} + \beta_5 LgAge_{it} + \beta_6 roa_{it} + \beta_7 ocf_{it} + \sum \beta_j IndustryDum_{it} + \beta_k YearDum_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$InvE_{if} = \beta_0 + \beta_1 rest_{it+1} + \beta_3 FC_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 lev_{it} + \beta_5 grow_{it} + \beta_6 LgAge_{it} + \beta_7 roa_{it} + \beta_8 ocf_{it} + \sum \beta_j IndustryDum_{it} + \beta_k YearDum_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

متغیرهای به کار رفته شده در مدل‌ها به شرح زیر می‌باشد:

**متغیر وابسته پژوهش:** کارایی سرمایه‌گذاری ( $InvE_{if}$ )، به میزان سرمایه‌گذاری اطلاق می‌شود که NPV مثبت را برای پروژه‌ها به همراه داشته باشد [۱]. به‌طور کلی در این پژوهش بر طبق مدل گوماریز و بلستا [۳۶] شاخص کارایی سرمایه‌گذاری به صورت ذیل محاسبه می‌گردد:

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

$Invest_{it}$ : افزایش خالص در دارایی‌های مشهود و نامشهود شرکت (در دوره جاری نسبت به دوره گذشته) تقسیم بر کل دارایی‌های دوره گذشته می‌باشد.

$SalesGrowth_{it-1}$ : تفاوت نرخ فروش دوره t-2 از t-1 می‌باشد.

لازم به ذکر است که برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری، از مقادیر باقیمانده مدل فوق قدر مطلق گرفته شده و سپس در منفی یک ضرب می‌شود. بنابراین هر چه مقدار آن بزرگتر باشد کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر است [۱۳].

**متغیر مستقل پژوهش:** تجدید ارائه صورت مالی ( $rest_{it+1}$ )، اقلام صورت‌های مالی سال قبل یا سال‌های قبل به دلیل تغییرات در رویه‌های حسابداری، اشتباهات، بازنگری در برآوردهای مدیریت و تغییر در طبقه‌بندی عناصر صورت‌های مالی مجدداً ارائه شود. در این پژوهش اگر صورت مالی تجدید ارائه شده باشد یک و در غیر این صورت صفر اعمال شده است [۱۰].

**متغیر میانجی پژوهش:** محدودیت مالی ( $FC_{it}$ )، زمانی است که شرکتها بین مصارف داخلی و مصارف خارجی وجوه تخصیص داده شده با یک شکاف رو به رو شده باشند. برای اندازه‌گیری محدودیت مالی از مدل کاپلان و زینکلاس که توسط تهرانی و حصارزاده [۴] بومی شده است، استفاده می‌شود.

$$KZ_{IR} = 17.330 + 37.486 C - 15.216 DIV + 3.394.LEV - 1.402 MTB$$

C: نسبت وجه نقد بر دارایی‌های سال قبل.

DIV: سود تقسیمی بر دارایی‌های سال قبل.

LEV: نسبت بدهی به دارایی‌های سال قبل.

MTB: نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری دارایی‌ها.

روش استفاده از این شاخص بدین ترتیب است که ابتدا مقادیر مربوط به KZ را محاسبه نموده و سپس مقادیر را از کوچکترین به بزرگترین مرتب و سپس به پنج قسمت مساوی تقسیم شده‌اند. و پس از آن

سال - شرکت‌هایی که در پنجم چهارم و پنجم قرار بگیرند، شرکت‌های دارای محدودیت در تامین مالی هستند. از این رو، به شرکت‌های دارای محدودیت مالی عدد یک اختصاص داده می‌شود و در غیر این صورت عدد صفر.

**متغیر کنترلی پژوهش:** در این پژوهش، با توجه به مطالعات پیشین، سایر عوامل رایجی را که به نظر می‌رسند جزو عوامل تعیین‌کننده و تأثیر گذار کارایی سرمایه‌گذاری باشند، به عنوان متغیر کنترلی در گرفته شده‌اند، که عبارتند از:

$size_{it}$ : اندازه شرکت، لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت. اندازه شرکت تعیین‌کننده حجم و گستردگی فعالیت یک شرکت می‌باشد. شرکت‌های بزرگتر به دلیل استفاده از امکانات وسیع‌تر از قبیل کادر متخصص، از تعدیلات سنواتی کمتری برخوردارند. بنابراین با خطای اطلاعاتی کمتری، سرمایه‌گذاری بهینه‌ای انجام می‌دهند [۴۱].

$lev_{it}$ : اهرم مالی، جمع کل بدهی‌ها تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها. با افزایش نسبت بدهی ممکن است مدیر سرمایه‌گذاری‌های مناسب را انجام ندهد. به عبارتی، میزان بالای بدهی حاکی از بار سنگین سودهای کلان است که ممکن است استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری را تباها کند [۲].

$grow_{it}$ : رشد فروش، تغییرات فروش تقسیم بر دارایی‌ها. روث و کیت [۵۶] معتقدند که واحدهای تجاری در زمان رشد فروش، منابع مالی خود را بیشتر در دارایی‌های مولد سرمایه‌گذاری می‌کنند. افزون بر این، نظری و دارایی [۱۲] بیان می‌کنند که در واحدهای تجاری رو به رشد، مدیران همواره به دنبال گزینه‌های مناسب سرمایه‌گذاری هستند.

$ROA_{it}$ : بازده دارایی، سود خالص تقسیم بر دارایی‌ها. بازده دارایی‌ها از طریق تصمیمات سرمایه‌گذاری استراتژیک شرکت تحت تأثیر قرار می‌گیرد و از آنجایی که راهی را پیش روی فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور در آینده باز می‌کند، می‌تواند سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با پتانسیل سودآوری بیشتر را افزایش دهند [۸].

$cfo_{it}$ : وجه نقد عملیاتی، جریان وجه نقد عملیاتی تقسیم بر کل دارایی‌ها. شرکت‌هایی که دارای جریان وجه نقد عملیاتی مناسبی هستند، قادر به اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری با NPV مثبت بوده و سبب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. از سوی دیگر، این انتظار وجود دارد که در صورت نوسانات در جریان‌های نقدی، سرمایه‌گذاری شرکت‌های با محدودیت مالی تحت نوسانات شدیدی قرار گیرد [۱۵].

$LgAge_{it}$ : سن صاحب‌کار، لگاریتم طبیعی سن شرکت (تعداد سالها از بدو تأسیس).

$\sum IndustryDum \& YearDum$ : ده متغیر برای کنترل اثر صنعت و پنج متغیر برای کنترل اثر تغییرات در طول زمان.



## یافته‌های پژوهش

## آماره‌های توصیفی

جدول ۱ آماره‌های توصیفی مرتبط با مدل‌ها را نشان می‌دهد. مطابق با نتایج حاصله مقدار میانگین و میانه کارایی سرمایه‌گذاری، به ترتیب برابر  $-۰,۳۳۳$  و  $-۰,۳۱۸$  است که با مطالعات چن و همکاران [۲۶] سازگار است. همچنین، درصد فراوانی تجدید ارائه ۷۵ درصد که با نتایج محمدرضایی و یحیایی [۱۰] مطابقت دارد. لازم بذکر است که برای کاهش دادن اثر مشاهدات پرت بر روی نتایج تحقیق، یک درصد کوچکترین و بزرگترین داده‌های مربوط به متغیرهای پیوسته را با اعداد نزدیکترین مشاهدات به آن داده‌ها جایگزین شده‌است.

جدول ۱: آمار توصیفی

پنل متغیرهای پیوسته					
متغیرهای پژوهش	میانگین	میانه	مینیمم	ماکسیمم	انحراف معیار
کارایی سرمایه گذاری INV EF	$-۰,۳۳۳$	$-۰,۳۱۸$	$-۰,۴۷۲$	$-۰,۲۲۱$	$-۰,۰۷۹$
رشد فروش GROW	$۰,۲۲۸$	$۰,۱۶۳$	$-۰,۴۳۹$	$۱,۲۳۹$	$۰,۴۲۷$
جریان وجه نقد عملیاتی CFO	$۰,۱۱۴$	$۰,۰۹۴$	$-۰,۰۸۰$	$۰,۳۷۰$	$۰,۱۱۹$
نسبت بدهی LEV	$۰,۶۵۳$	$۰,۶۲۳$	$۰,۲۵۳$	$۱,۳۰۸$	$۰,۲۶۹$
اندازه شرکت SIZE	$۱۳,۶۱۵$	$۱۳,۶۱۶$	$۱۱,۴۹۸$	$۱۶,۱۵۸$	$۱,۲۴۵$
سن شرکت LNAGE	$۳,۵۴۹$	$۳,۶۶۴$	$۲,۷۷۳$	$۴,۰۰۷$	$۰,۳۷۴$
بازده دارایی ROA	$۰,۱۶۰$	$۰,۱۲۵$	$-۰,۰۷۱$	$۰,۵۳۴$	$۰,۱۶۳$
متغیرهای گسسته (درصد فراوانی)		صفر	یک		
Z-ALTMAN	محدودیت مالی	۶۰	۴۰		
REST	تجدید ارائه صورت مالی	۲۵	۷۵		

## همبستگی بین متغیرها

در جدول ۲ با انجام آزمون همبستگی (بررسی ارتباط ابتدایی بین متغیرها)، نشان داده شد که همبستگی بین هیچکدام از دو متغیر مستقل از آستانه بحرانی ( $۸۰\%$ ) تجاوز نمی‌کند، بنابراین مشکل همخطی بین متغیرهای مستقل وجود ندارد [۱۰]. طبق نتایج جدول ۲ تجدید ارائه صورت‌های مالی علاوه بر افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، سبب افزایش محدودیت مالی نیز می‌شود. بعلاوه، تجدید ارائه و محدودیت مالی با

کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معنادار دارد. لذا، این تفاسیر می‌تواند از نتایج نهایی فرضیات پشتیبانی کند.

جدول ۲: همبستگی بین متغیرها

	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹
۱	۱,۰۰۰								
۲	*۰,۱۴۷۰	۱,۰۰۰							
۳	*۰,۱۰۳	*۰,۱۶۹	۱,۰۰۰						
۴	-۰,۰۴۵	*-۰,۰۷۱	*-۰,۱۶۷	۱,۰۰۰					
۵	*۰,۱۴۳	-۰,۰۶۸	*-۰,۳۱۰	*۰,۱۰۵	۱,۰۰۰				
۶	*-۰,۱۴۴	۰,۰۴۲	*۰,۳۵۰	*-۰,۱۲۸	*-۰,۲۶۴	۱,۰۰۰			
۷	*۰,۰۹۲	۰,۰۵۵	-۰,۰۲۴	۰,۰۴۱	*۰,۱۶۳	*-۰,۱۲۶	۱,۰۰۰		
۸	-۰,۰۱۵	*۰,۰۹۵	*۰,۱۰۳	-۰,۰۱۷	*-۰,۱۳۰	-۰,۰۲۰	-۰,۰۲۷	۱,۰۰۰	
۹	*۰,۱۱۲	۰,۰۵۸	۰,۰۶۴	*۰,۰۹۴	*۰,۱۰۲	*-۰,۱۱۹	*۰,۰۸۴	-۰,۰۰۱	۱,۰۰۰

(1) REST (2) JINV (3) FC (4) grow (5) cfo (6) lev (7) size (8) lgate (9) roa

\* معناداری در سطح ۵ درصد

### نتایج آزمون فرضیه اول

به منظور رفع مشکلاتی از قبیل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی، رگرسیون به روش خطای استاندارد مقاوم انجام شده است. در جدول ۳ نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش، نشان می‌دهد که ارتباطی معنادار و مثبتی بین تجدید ارائه و کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. بنابراین، فرضیه اول پژوهش مبنی بر "بین تجدید ارائه صورت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت وجود دارد." تأیید می‌شود. در حقیقت، تجدید ارائه صورت مالی با ارائه سیگنال منفی به سرمایه‌گذاران موجب جلب نظر بیشتر سهامداران به درستکاری مدیریت و اعتبار گزارش‌ها گردیده و با درخواست گزارش‌های مکرر آنان از مدیران، منجر به کاهش هزینه نمایندگی و در نهایت کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. به بیانی، تجدید ارائه صورت‌های مالی با همسو کردن منافع مدیریت و سهامداران موجب اتخاذ تصمیم‌گیری مناسب در انتخاب پروژه‌ها می‌گردد. نتایج این پژوهش مطابق با مطالعات روث و کیت [۵۶] نشان داد که رشد فروش رابطه مثبت با کارایی سرمایه‌گذاری دارد. همچنین، رابطه مثبت بازده دارایی‌ها و کارایی سرمایه‌گذاری همسو با نتایج فتحی و همکاران [۸] و نظری و دارایی [۱۲] می‌باشد. بعلاوه، همانطور که انتظار می‌رفت، هرچه نسبت بدهی شرکت کمتر باشد شرکت‌ها در سرمایه‌گذاری بهینه‌تر عمل می‌کنند.

جدول ۳: نتایج فرضیه اول

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	T آماره	نتایج وایف
تجدید ارائه صورت مالی	۰,۰۱۴	۰,۰۰۴	۳,۶۳***	۱,۰۷۰
رشد فروش	۰,۰۰۸	۰,۰۰۳	۲,۳۴**	۱,۱۹۰
جریان وجه نقد عملیاتی	۰,۰۱۶	۰,۰۵۱	۰,۳۲۰	۱,۱۸۰
نسبت بدهی	-۰,۰۱۵	۰,۰۰۵	-۲,۹۹**	۱,۱۹۰
اندازه شرکت	۰,۰۰۱	۰,۰۰۱	۰,۶۸۰	۱,۳۰۰
سن شرکت	۰,۰۰۲	۰,۰۰۳	۰,۸۳۰	۱,۱۹۰
بازده دارایی	۰,۰۳۱	۰,۰۱۳	۲,۴۹**	۱,۱۳۰
عدد ثابت	-۰,۲۸۴	۰,۰۱۸	-۱۶,۰۱***	----
سال و صنعت		کنترل شد.		کنترل شد.
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۸۰۷			
آماره F	۴۰۹,۰۲	سطح معناداری آماره F		۰,۰۰۰
***معناداری در سطح ۹۹ درصد **معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد، *معناداری در سطح اطمینان ۹۰ درصد				

## نتایج آزمون فرضیه دوم

در جدول ۴ نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش، نشان می‌دهد که ارتباط معنادار و مثبتی بین تجدید ارائه و محدودیت مالی وجود دارد. بر این اساس، فرضیه دوم مبنی بر " بین تجدید ارائه صورت‌های مالی و محدودیت مالی رابطه مثبت وجود دارد." رد نمی‌شود. تجدید ارائه صورت‌های مالی می‌تواند از توانایی شرکت برای کسب وجوه خارجی کم هزینه برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بالقوه سودآور جلوگیری کند و منجر به ابهام درباره ریسک سرمایه‌گذاری و در نتیجه افزایش هزینه تأمین مالی می‌شود. بعلاوه، هرچه جریان وجه نقد عملیاتی شرکت بیشتر باشد، شرکت‌ها محدودیت تأمین مالی کمتری دارند. و بر اساس دیدگاه آئون و همکاران [۱۵] در صورت نوسانات در جریان‌های نقدی، سرمایه‌گذاری شرکت‌های با محدودیت مالی تحت نوسانات شدیدی قرار گیرد.

جدول ۴: نتایج فرضیه دوم

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	Z آماره	نتایج وایف
تجدید ارائه صورت مالی	۰,۶۰۵	۰,۲۱۴	۲,۸۲**	۱,۰۷۰
رشد فروش	-۰,۱۹۴	۰,۲۲۴	-۰,۸۷۰	۱,۱۹۰

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	Z آماره	نتایج وایف
جریان وجه نقد عملیاتی	-۶,۴۲۸	۰,۸۹۳	-۷,۲***	۱,۱۸۰
نسبت بدهی	۳,۳۰۳	۰,۳۶۷	۹,۰۱***	۱,۱۹۰
اندازه شرکت	۰,۰۰۷	۰,۰۰۹	۰,۷۹۰	۱,۳۰۰
سن شرکت	-۰,۰۷۲	۰,۰۹۰	-۰,۸۰۰	۱,۱۹۰
بازده دارایی	-۲,۱۴۷	۰,۵۷۶	-۳,۷۲***	۱,۱۳۰
عدد ثابت	-۵,۹۳۶	۱,۴۲۶	-۴,۱۶***	-----
سال و صنعت	کنترل شد.		کنترل شد.	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۲۷۲			
والد	۱۸۹,۱۵	سطح معناداری والد		۰,۰۰۰
***معناداری در سطح ۹۹ درصد، **معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد، *معناداری در سطح اطمینان ۹۰ درصد				

#### نتایج آزمون فرضیه سوم

در جدول ۵ نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش، نشان می‌دهد که ضریب تجدید ارائه و محدودیت مالی به ترتیب ۰,۰۱۳ و ۰,۰۰۹ است. همچنین احتمال آماره  $t$  مربوط به دو متغیر نشان می‌دهد که ضرایب مذکور معنادار هستند. به عبارتی، که تجدید ارائه صورت‌های مالی با سلب اعتماد سرمایه‌گذار نسبت به اعتبار افشای شرکت سبب تقلیل تقاضا برای اوراق بهادار شرکت شده و محدودیت مالی را برای شرکت به ارمغان می‌آورد. از طرف دیگر، با توجه به میزان همبستگی منافع مدیران با سودآوری سرمایه‌گذاری‌ها، محدودیت‌های مالی می‌تواند منجر به استانداردهای بالاتر در انتخاب پروژه و کارایی در تخصیص سرمایه بین بخش‌های مختلف شود و مدیران به منظور بقا شرکت و دستیابی به سودآوری بیشتر بر سرمایه‌گذاری‌های بهینه متمرکز می‌شوند.

#### جدول ۵: نتایج آزمون فرضیه سوم

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره T	نتایج وایف
تجدید ارائه صورت مالی	۰,۰۱۳	۰,۰۰۴	۳,۶۴***	۱,۰۸۰
محدودیت مالی	۰,۰۰۹	۰,۰۰۳	۲,۵۱**	۱,۴۵۰
رشد فروش	۰,۰۰۸	۰,۰۰۳	۲,۴**	۱,۱۹۰
جریان وجه نقد عملیاتی	-۰,۰۱۹	۰,۰۱۲	-۱,۶۰۰	۱,۲۸۰
نسبت بدهی	-۰,۰۱۹	۰,۰۰۶	-۳,۲۷***	۱,۳۳۰

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره T	نتایج وایف
اندازه شرکت	۰,۰۰۰	۰,۰۰۱	۰,۴۵۰	۱,۳۱۰
سن شرکت	۰,۰۰۱	۰,۰۰۳	۰,۴۹۰	۱,۲۰۰
بازده دارایی	۰,۰۲۸	۰,۰۱۲	۲,۳۶**	۱,۱۵۰
عدد ثابت	-۰,۲۸۰	۰,۰۱۷	-۱۶,۰۱***	-----
سال و صنعت	کنترل شد.		کنترل شد.	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۸۰۹			
آماره F	۴۱۲,۵۶	سطح معناداری آماره F		۰,۰۰۰۰
***معناداری در سطح ۹۹ درصد **معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد، *معناداری در سطح اطمینان ۹۰ درصد				

با توجه به معنادار بودن نتایج بفرق، برای تعیین نقش میانجی‌گری محدودیت مالی در رابطه بین تجدید ارائه صورت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری آزمون سوبل انجام می‌شود. در جدول ۶ نتایج آزمون سوبل ارائه شده است. طبق سطح معناداری آزمون سوبل، ۰,۰۵۵ و بالای ۵ درصد است. با این تفاسیر، فرضیه سوم این پژوهش مبنی بر "تجدید ارائه صورت‌های مالی به طور غیر مستقیم و از طریق محدودیت مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد." رد می‌شود. در حقیقت، نتایج آزمون سوبل بیانگر عدم وجود رابطه این سه متغیر است و محدودیت مالی در این رابطه نقش میانجی‌گری ندارد.

جدول ۶: نتایج آزمون سوبل

سطح معناداری	خطای استاندارد	آماره t	آزمون سوبل
۰,۰۵۵	۰,۰۰۲	۱,۹۱۲	آزمون سوبل

## نتیجه‌گیری

هدف اصلی گزارشگری مالی، تسهیل تخصیص منابع در بازارهای سرمایه می‌باشد. لذا، اطلاعات حسابداری باید برای طیف گسترده‌ای از تامین‌کنندگان سرمایه همچون اعتباردهندگان و سهامداران به منظور اتخاذ تصمیمات مفید واقع شود. تجدید ارائه سبب کاهش اعتماد استفاده‌کنندگان به اطلاعات صورت‌های مالی می‌شود. از این حیث، اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران با طلب بازده بیشتر، محدودیت مالی را برای واحد تجاری به ارمغان می‌آورند. در همین راستا، مدیران سعی می‌کنند که منابع موجود را در پروژه‌هایی با NPV مثبت به کار گیرند. پژوهش‌های متعددی تاکنون با همین محوریت انجام شده است اما خلأ شواهد تجربی درباره نقش میانجی محدودیت مالی در رابطه بین تجدید ارائه صورت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری کاملاً مشهود است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که اولاً رابطه مثبت بین تجدید

ارائه صورت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. ثانیاً تجدید ارائه صورت‌های مالی موجب افزایش محدودیت مالی می‌شود. این نتایج در راستای مطالعات هریبر و جنکینز [۳۹] و آلبرینگ و همکاران [۱۴] می‌باشد. ثالثاً نتایج پژوهش حاکی از آن است که با وجود محدودیت مالی، تجدید ارائه صورت‌های مالی منجر به کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. این نتایج با یافته‌های زیائو و همکاران [۶۱] مطابقت دارد. اگرچه ادبیات پژوهش بیانگر آن است که تجدید ارائه با ارائه سیگنال منفی به بازار موجب هزینه تأمین مالی بالا و در نتیجه از طریق افزایش محدودیت مالی منجر به صرف منابع موجود در سرمایه‌گذاری‌های مناسب می‌شود. اما برخلاف پژوهش زیائو و همکاران [۶۱] فرضیه ما مبنی بر نقش میانجی محدودیت مالی در رابطه بین تجدید ارائه و کارایی سرمایه‌گذاری رد می‌شود. به بیان دیگر، محدودیت مالی به‌طور مجزا بر کارایی سرمایه‌گذاری موثر است ولیکن بین تجدید ارائه صورت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری نقش میانجی‌گر ایفا نمی‌کند.

نتایج این پژوهش دستاوردهای مهمی برای صاحبکاران و اعتباردهندگان دارد. بدین صورت که مدیران در زمان تجدید ارائه صورت‌های مالی به منظور بقا و تداوم فعالیت‌های شرکت بایستی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهینه تمرکز نمایند. همچنین پیام منفی حامل تجدید ارائه صورت‌های مالی به اعتباردهندگان در تعیین هزینه تأمین مالی و جبران ریسک بسیار مؤثر است. پژوهش حاضر دامنه پژوهشی ارزشمندی را برای پژوهش‌های آتی ایجاد کرده است. پژوهش‌های آتی می‌توانند اثر اظهارنظر مشروط و تعداد بندهای اظهارنظر را از طریق محدودیت مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری بررسی نمایند.

#### فهرست منابع

۱. امینی فرد، زینب، مسلمی، آذر. (۱۳۹۴). "بررسی رابطه کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران".
۲. انواری رستمی، علی اصغر، احمدیان، وحید و میزاده، اصغر. (۱۳۹۴). "بررسی تأثیر جریان وجوه نقد عملیاتی و تصمیمات ساختار سرمایه بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال هشتم، شماره ۳۰.
۳. بزرگ اصل، موسی، صالح‌زاده، بیستون و محمدی، مهسا. (۱۳۹۷). "توانایی مدیریت و ناکارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه علمی - پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۴، شماره ۵۷، صص ۷۳-۹۴.
۴. تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا، (۱۳۸۸). "تأثیر جریانهای نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری"، مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران.

۵. حساس یگانه، یحیی، مرفوع، محمد و نقدی، معصومه. (۱۳۹۶). "رابطه دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری". **فصلنامه علمی - پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی**، سال ۱۴، شماره ۵۴، صص ۴۵-۶۵.
۶. خورشیدزاده حقیقی، شیرین. (۱۳۹۶). "بررسی رابطه بین محدودیت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری**، دوره ۳، شماره ۱، صص ۴۲۰-۴۲۸.
۷. رنجبر، محمدحسین، رجب‌دردی، حسین و خانی ذلان، امیررضا. (۱۳۹۷). "بررسی رابطه بین مخارج سرمایه‌ای و کارایی سرمایه‌گذاری در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت". **مجله بررسی‌های حسابداری**، دوره ۵، شماره ۱۸، صص ۴۷-۶۴.
۸. فتحی، سعید، عربصالحی، مهدی، مقدس، فرنوش، شهرکی، کاوه و عجم، علیرضا. (۱۳۹۵). "تحلیل تاثیر محدودیت‌های مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **بررسی‌های بازرگانی**، شماره ۷۷.
۹. فروغی، داریوش و ساکیانی، امین. (۱۳۹۵). "توانایی مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی". **فصلنامه علمی پژوهشی پژوهش‌های تجربی حسابداری**، دوره ۶، شماره ۱، صص ۶۳-۹۰.
۱۰. محمدرضایی، فخرالدین و یحیایی، منیره. (۱۳۹۵). "تجدید ارائه صورت‌های مالی: بررسی اثر رتبه مؤسسات حسابرسی بورس اوراق بهادار". **دانش حسابرسی**، سال ۱۶، شماره ۶۴، پاییز ۹۵.
۱۱. موسوی، رضا، جباری، حسین و طالب بیدختی، عباس. (۱۳۹۴). "حاکمیت شرکتی و تجدید ارائه صورت‌های مالی". **پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی**، سال ۷، شماره ۲۵، ۹۷-۱۱۹.
۱۲. نظری، حمید و دارایی، محسن. (۱۳۹۶). "بررسی رابطه بین معیارهای سودآوری، بازده مورد انتظار با کارایی سرمایه‌گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **دانش حسابرسی**، سال هفدهم، شماره ۶۹.
۱۳. هاشمی، عباس، صمدی، سعید و هادیان، ریحانه. (۱۳۹۳). "اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری". **فصلنامه علمی پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی**، سال ۱۱، شماره ۴۴، صص ۱۱۷ تا ۱۴۳.
14. Albring, S.M. Pereira, R, Shawn, Xiaolu. (2009). "Accounting Restatements, Financial Constraints, and Firm Growth: The Real Effects Of Corporate Misreporting". **SSRN Electronic Journal**, DOI: 10.2139/ssrn.1465185.

15. Aoun, D. and Hwang, J. (2008). "The effects of cash flow and size on the investment decisions of ICT firms: A dynamic approach", **Information Economics and Policy**. Vol 20, pp:120-134.
16. Armstrong, C., Barth, M., Riedl, E. (2010). "Market reaction to the adoption of IFRS in Europe". **The Accounting Review**. 85, 31-61.
17. Bae, G, Choi, S. (2012). "Do Industry Specialist Auditors Improve Investment Efficiency?", Electronic Copy available at: <http://ssrn.com/abstract>.
18. Beatty, A., Liao, S., & Weber, J. (2010). "Financial reporting quality, private information, monitoring, and the lease-versus-buy decision". **The Accounting Review**, 85(4), 1215–1238.
19. Biddle, G.C., Hilary, G., Verdi, R. S. (2009). "How does financial reporting quality relate to investment efficiency?", **Journal of Accounting and Economics**, 48, 112–131.
20. Blankley, A. I., Hurtt, D. N. & MacGregor, J. E., (2012). "Abnormal audit fees and restatements". **Auditing: A Journal of Practice & Theory**, 31 (1), 79–96.
21. Boubaker, S., Houcine, A, Ftiti, Z. & Masri, H. (2018). "Does audit quality affect firms' investment efficiency?", **Journal of the Operational Research Society**. 69:10, 1688-1699, DOI: 10.1080/01605682.2018.1489357.
22. Bowen, R.M. Dutta, SH. & Zhu, P. (2018). "Are Financially Constrained Firms More Prone to Financial Restatements?", Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3211497> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3211497>
23. Burns, N., S. Kedia, and M. Lipson. (2010). "Institutional ownership and monitoring: Evidence from financial misreporting", **Journal of Corporate Finance**, 16(4), 443-455.
24. Castro, F., Kalatzis, A. E. G., & Martins-Filho, C., (2015). "Financing in an emerging economy: Does financial development or financial structure matter?", **Emerging Markets Review**, 23 96–123.
25. Ch.L. Chen, Ch.L. Weng P.Y, Chien, Ch.-Y. (2017). "Qualified foreign institutional investor ownership deregulation and the restatement of financial reports --- empirical findings from Taiwan". **International Review of Economics and Finance**. 10.1016/j.iref.2017.12.005.
26. 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.
27. Chen. X, Cheng, Q & LO, A. (2012). "Accounting Restatements and External Financin Choices". **Research Collection School Of Accountancy**.
28. Das, S. & Pandit, SH. (2010). "Audit Quality, Life-Cycle Stage and the management earnings forecasts in IPO prospectuses". **Journal of Business Finance & Accounting**, (30): 125-167.



29. Dechow, P. M., R. G. Sloan, & A. Sweeney. (1996). "Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC", **Contemporary Accounting Research**, 13(1), 1-36.
30. Desai, H., Hogan, C.E., Wilkins, M.S. (2006). "The Reputational Penalty for Aggressive Accounting: Earnings Restatement and Management Turnover". **The Accounting Review**, 81, 83–112.
31. Efendi, J., A. Srivastava, E.P. Swanson. (2007). "Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors". **Journal of Financial Economics**, 85: 667-708.
32. Flanagan, D. J., L. A. Muse, and K. C. O'Shaughnessy. (2008). "An overview of accounting restatement activity in the United States", **International Journal of Commerce & Management**, 18(4), 363-381.
33. Francis, R., & Martin, X. (2010). "Timely loss recognition and acquisition profitability". **Journal of Accounting and Economics**, 49(1–2), 161–178.
34. Garcia Lara, J. M., Osma, B. G., & Penalva, F. (2016), "Accounting conservatism and firm investment efficiency". **Journal of Accounting and Economics**, 61(1) , 221–238.
35. Graham, J., Li, S., Qiu, J. (2008). "Corporate misreporting and bank loan contracting". **Journal of Financial Economics**, 89 (1), 44–61.
36. Gomariz, F. C. & Ballesta, J., (2014), "Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency", Contents lists.
37. Guariglia, A., Yang, J. (2016). "A balancing act: Managing financial constraints and agency costs to minimize investment inefficiency in the Chinese market". **Journal of Corporate Finance**, 36, 111–130.
38. Hovakimian, A., & Hovakimian, G. (2009). "Cash Flow Sensitivity of Investment". **European Financial Management**, 15(1) , 47–65.
39. Hribar, P., Jenkins, N. T., (2004). "The Effect of Accounting Restatements on Earnings Revisions and the Estimated Cost of Capital". **Review of Accounting Studies**, 9, 337–356.
40. Islam. A. R. & Luo, R. (2018). "Financing constraints and investment efficiency: evidence from a panel of Canadian forest firms". *Applied Economics*. DOI: 10.1080/00036846.2018.1478387.
41. Kadapakkam, P. R., Kumar, p. c., & Riddick, L. A. (1998). "The Impact of Cash Flow and Firm Size on Investment: The International Evidence", **Journal of Banking & Finance**, 293-320
42. Karpoff, J., Lee, D., Martin, G., (2008). "The cost to firms of cooking the books". **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 43(3), 581-611.
43. Kinney, W. R., Jr., Palmrose, Z., & Scholz, S. (2004). "Auditor independence , non-audit services, and restatements: Was the U.S. government right?", **Journal of Accounting Research**, 42(3), 561-588.

44. Lari Dashtbayaz, M, Mohammadi, Sh. (2016). "The relationship between audit quality and Investment efficiency". ISSN: 2288-2766 ICMA. <http://www.icma.or.kr>. doi:<http://dx.doi.org/10.20482/jemm.2016.4.2.20>
45. Lev, B., S. Ryan, and M. Wu. (2008). "Rewriting earnings history", **Review of Accounting Studies**, 13(4), 419-451.
46. Levitt, A. (2000). "Testimony concerning commission's auditor independence proposal before the senate subcommittee on securities committee on banking", housing, and urban affairs. September 28, 2000. <http://www.sec.gov/news/testimony/ts152000.htm>.
47. Lin, L Fei, L Fengwei, L. (2015). "Influencing Factors of Firms' Investment Efficiency". **A Literature Review**.
48. Lin, Ch & Ma, Y., X, Yuhai. (2011). "Ownership structure and financial constraints: Evidence from a structural estimation". **Journal of Financial Economics**, 102. 416–431.
49. Linhares, F. S. Moraes da Costa, F. & Beiruth, A. (2018). "Earnings management and investment efficiency". **Review of Business Management**. 20(2):295-310
50. Malekian, Esfandiar., Tavakolnia, Esmail. (2014). "Audit Opinion, Long Term Debt and Financial Constraints". DOI: 10.5958/2249-7323.2014.00946.8.
51. Majeed, M. A., Zhang, X., & Umar, M. (2016). "Impact of investment efficiency on cost of equity: evidence from China". **Journal of Asia Business Studies**, <https://doi.org/10.1108/JABS-09-2015-0163>.
52. Naeem, Kashif, & Li M. C. (2019). "Corporate investment efficiency: The role of financial development in firms with financing constraints and agency issues in OECD non-financial firms". **International Review of Financial Analysis**, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.01.003>.
53. Palmrose, Z-V, Richardson, V. J., and S. Scholz., (2004). "Determinants of market reaction to restatement announcement". **Journal of Accounting and Economics**, 37, pp 59-89.
54. Park, J.C., Wu, Q. (2009). "Financial restatements, cost of debt and information spillover: Evidence from the secondary loan market". **Journal of Business Finance and Accounting**, 36, 1117–1147.
55. Popov, A., Barbiero, F. ,Wolski, M. (2018). "Debt overhang and investment efficiency". Working Paper Series, No 2213.
56. Roth Næs, and Kate Johannes A. Skjeltop and Bernt Arne Ødegaard (March 2002). "Stock Market Liquidity and the Business Cycle. Forthcoming", **Journal of Finance**, 1-89.
57. Srinivasan., S. (2005). "Consequences of Financial Reporting Failure for Outside Directors: Evidence from Accounting Restatements and Audit Committee Members". **Journal of Accounting Research**, Vol. 43 No. 2.
58. Stein, J. C. (2003). "Agency, information and corporate investment". **Handbook of the Economics of Finance**. pp. 111–165.

59. Whited, T., Wu, G. (2006). "Financial constraints risk". **Review of Financial Studies**, 19, 531–559.
60. Wilson, W. M. (2008). "An empirical analysis of the decline in the information content of earnings following restatements", **The Accounting Review**, Vol. 83, pp. 519-48.
61. Xiao, X, Zhao, T, shao, L. (2017). "Financial Restatement and Investment Inefficiency —A Path Analysis Based on Financing Constraints". Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2995994>.
62. Zhang, H. Huang, H. J., Habibb, A. (2018). "The Effect of Tournament Incentives on Financial Restatements: Evidence From China". **International Journal of Accounting**, 53, 118-135.

تهران، میرداماد، نرسیده به میدان محسنی، خیابان حساری، نبش کوچه دهم پلاک ۳۴

کد پستی: ۱۵۴۷۷۳۳۹۱۱

تلفن: ۲۲۲۲۷۲۲۱

فکس: ۲۲۹۰۷۶۷۲

وبسایت

[www.iaaaar.com](http://www.iaaaar.com)

ایمیل

[iranianiaa@yahoo.com](mailto:iranianiaa@yahoo.com)



## **Financial Restatements and Investment Efficiency: Mediating Role of Financial Constraints**

**Seyed Mohammad Amin Ghafelehbashi**<sup>1</sup>

M.A. in Accounting, University of Parandak, Iran

**Mohammad Javad Zamani Forooshani**<sup>2</sup>

M.A. in Accounting, Islamic Azad University –Science and Research Branch, Iran

**Zahra Joudaki**<sup>3</sup>

M.A. in Accounting, University of Qom, Iran

**Mostafa Ezadpour**<sup>4</sup>©

PhD. Department of Accounting, University of Qom, Iran

(Received: 6 April 2019; Accepted: 19 June 2019)

Financial restatements leads to a financial constraint by decreasing the trust of investors and creditors. Hence, managers with optimal investment are trying to change the users' perspective of financial statements. Regarding the role of financial restatements as an effective mechanism for resource constraints, and as a consequence, the increasing importance of investment efficiency, the present study examines the relationship between the refinement of financial statements and the efficiency of investment through financial constraints. Hypotheses have been investigated by use of samples including 170 companies listed in the Tehran Stock Exchange during the period 2011-2015 and multiple regression equations of integrated data. The findings of this study indicate that the mediation role of the financial constraint in the relationship between financial restatements and investment performance is not verified.

**Keywords:** Financial Restatements, Financial Constraints, Investment Efficiency.

---

<sup>1</sup> ghafelehbashi.amin@gmail.com

<sup>2</sup> mj.zamani@entekhabgroup.ir

<sup>3</sup> z.h.r.joudaki@gmail.com

<sup>4</sup> ezadpour@gmail.com © (Corresponding Author)