

The Effect of Internal Control Weakness and Controlling Shareholders' Wedge on Investment Efficiency of Companies Listed on Tehran Stock Exchange

R. Saedi

PhD Candidate in Accounting, Islamic Azad University, Isfahan (Khorasgan) Branch, Isfahan, Iran

M. Dastgir*

Professor of Accounting, Islamic Azad University, Isfahan (Khorasgan) Branch, Isfahan, Iran

Abstract

Importance of investment for economic and social growth and development is to the extent that it is recalled as one of the strong leverages for obtaining development. However, it is noteworthy that inattention to this issue can be led to economic decline. The present study seeks to investigate the effect of internal control weakness and controlling shareholders' wedge on investment efficiency of companies listed on Tehran Stock Exchange. The research population includes all companies listed on Tehran Stock Exchange during 2009-2015. For this purpose, 104 companies listed in Tehran Stock Exchange were selected as the research sample through purposive sampling. The research hypotheses were tested via multi-variable regression and final analyses were carried out through Eviews software. The results disclosed that there is a significant relationship between controlling shareholders' wedge and investment efficiency. In other words, whatever the controlling shareholders' wedge is increased, lack of investment efficiency will be increased. The results revealed that there is a significant relationship between internal control weakness and investment efficiency. In other words, in the event that there is internal control weakness or the number of internal control weaknesses is increased, lack of investment efficiency will increase.

Keywords: Controlling Shareholders' Wedge, Investment Efficiency, Control Right, Cash Flows Right, Internal Control Weakness.

* Dastmw@yahoo.com

پژوهش‌های حسابداری مالی
سال نهم، شماره چهارم، پیاپی (۳۴)، زمستان ۱۳۹۶
تاریخ وصول: ۱۳۹۶/۰۷/۰۴
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۰۹/۲۵
صص: ۱۷-۳۸

تأثیر ضعف کنترل‌های داخلی و شکاف سهامداران کنترلی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

رحمان ساعدی*، محسن دستگیر^۱**

* دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران

Saedi.rahman@yahoo.com

** استاد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران

Dastmw@yahoo.com

چکیده

اهمیت سرمایه‌گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی به اندازه‌ای است که از آن را یکی از اهرم‌های قوی برای رسیدن به توسعه می‌دانند؛ بنابراین، توجه نکردن به این مقوله، باعث افت اقتصادی و فرارگرفتن در سیر نزولی را می‌شود. این مقاله به بررسی تأثیر ضعف کنترل‌های داخلی و شکاف سهامداران کنترلی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ است. به منظور نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری هدفمند استفاده شده است و تعداد اعضای نمونه این پژوهش شامل ۱۰۴ شرکت است. برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون و برای انجام تحلیل‌های نهایی، از نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد بین شکاف سهامداران کنترلی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، هرچه شکاف سهامداران کنترلی افزایش یابد، ناکارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. همچنین، نتایج نشان می‌دهد بین ضعف کنترل‌های داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد؛ به این مفهوم که در صورت وجود ضعف کنترل‌های داخلی و یا افزایش تعداد آن، ناکارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

واژه‌های کلیدی: شکاف سهامداران کنترلی، کارایی سرمایه‌گذاری، حق کنترل، حق جریان‌های نقدی، ضعف کنترل‌های داخلی.

^۱ - نشانی مکاتباتی نویسنده مسؤول: اصفهان، خوراسگان، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشکده علوم انسانی و حقوق، گروه حسابداری

مقدمه

در سایه تفکیک مالکیت از کنترل و مشکل نمایندگی ناشی از آن در دنیای کسب و کار مدرن، نظام راهبری نهادی ضرورت یافته است که مدیریت از طریق آن، نظارت و پایش می‌شود تا هزینه‌های نمایندگی کاهش یابد و منافع سهامداران با سرمایه‌گذاران همسو شود. یکی از مهم‌ترین سازوکارهای کنترلی که زمینه هدایت اثربخش و کارایی سازمان‌ها را فراهم می‌آورد، مجموعه تدابیری است که از آنها با عنوان کنترل‌های داخلی یاد می‌شود [۷]. کنترل داخلی فرآیندی است که هیأت‌مدیره، مدیریت و دیگر کارکنان یک مؤسسه اجرا می‌کنند و هدف از ایجاد آن، کسب اطمینانی منطقی و معقول از دستیابی به اهداف اثربخشی و کارایی عملیات، قابلیت اعتماد به گزارشگری مالی و پایبندی به قوانین و مقررات جاری است. وجود سیستم کنترلی از دستیابی به اهداف سازمان و در عین حال، از منافع تمام گروه‌های ذی‌نفع حفاظت می‌کند. از طرف دیگر، گزارشگری یکپارچه مالی و کنترل داخلی از طرف مدیران و حساب‌رسان مستقل و خطاب به سهامداران خارجی ارائه می‌شود. این گزارش‌های یکپارچه برای سرمایه‌گذاران مفید هستند، چراکه کنترل‌های داخلی اثربخش حاکم بر گزارشگری مالی، در پیشگیری و کشف تحریف‌های مالی شامل تقلب، نقش حیاتی دارد؛ بنابراین، انتظار می‌رود ضعف کنترل داخلی، کیفیت اطلاعات مالی را کاهش دهد و در نتیجه شرایط فرصت‌طلبی را برای مدیران فراهم کند. از این رو، شرکت‌هایی که ضعف کنترل‌های داخلی دارند، ناکارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهند.

نظارت سهامداران عمده ممکن است تأثیر ویژه‌ای روی جنبه‌های مختلف رفتاری شرکت، مانند سودآوری، عملکرد شرکت، سیاست‌های

سرمایه‌گذاری و انتخاب سیاست‌های اجرایی و مالی داشته باشد. در خصوص تأثیرهای مفید سهامداران عمده روی مشکلات مربوط به انتقال نمایندگی بین مالکان و مدیران، مطالعات زیادی وجود دارد. در واقع مالکان عمده قادر به کاهش این مشکلات هستند. آنها به دلیل مقدار سرمایه‌گذاری‌شان، انگیزه بهتری برای نظارت بر مدیریت و قدرت بیشتری برای انجام تصمیم‌های اثرگذار نسبت به سهامداران جزء و مالکان پراکنده دارند. مهم‌ترین عامل اثرگذار در کنترل و اداره شرکت‌ها، ترکیب مالکیت، به خصوص میزان تمرکز مالکیت سهام شرکت‌های در دست سهامداران عمده است [۱]. سهامداران در تمام کشورها به ازای سرمایه‌گذاری خود، حقوق مالکیت دریافت می‌کنند. این حقوق از یک سو شامل حقوق جریان نقدی است (که سرمایه‌گذار حق دارد سهم خود را از سود شرکت دریافت کند) و از سوی دیگر، شامل حقوق کنترل است که براساس آن، سرمایه‌گذار بر دارایی‌های شرکت از طریق اعمال حق رأی، کنترل دارد. در کشورهای دارای نظام بیرونی حاکمیت شرکتی مانند آمریکا و انگلستان، ساختار مالکیت پراکنده رایج است. این ساختار به حقوق جریان نقدی و کنترل مالکیت اشاره دارد. یک سهم، یک رأی قانونی است که برای توزیع حقوق کنترل بین سهامداران در کشورهای با نظام بیرونی استفاده می‌شود. در مقابل، در کشورهایی با سیستم درونی حاکمیت شرکتی، ساختارهای هرمی یا مالکیت متقابل رایج است [۱۴]. به طور کلی، در کشورهایی که تمرکز مالکیت در سطح بالایی قرار دارد، سهامداران عمده با در اختیار داشتن تعداد زیادی سهام و در نتیجه حق رأی بیشتر، در جلسات مجمع عمومی می‌توانند از آرای کافی برای انتخاب هیأت‌مدیره برخوردار شوند و در نتیجه، نقش مهمی را در کنترل و اداره شرکت داشته باشند [۱۰]؛ بنابراین، آنها ممکن

است روی تصمیم‌های عملیاتی شرکت با استفاده از نظارت بر مدیریت اثر بگذارند و سبب بهبود انتخاب پروژه‌ها و سطح سرمایه‌گذاری و کاهش احتمال تلف‌شدن منابع شوند. با توجه به قدرت سهامداران کنترلی نسبت به سهامداران خرد و از سوی دیگر، اهمیت سرمایه‌گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی که یکی از اهرم‌های قوی برای رسیدن به توسعه است و توجه‌نکردن به آن موجب افت اقتصادی و قرارگرفتن در سیر نزولی می‌شود، این پژوهش به بررسی تأثیر ضعف کنترل‌های داخلی و شکاف سهامداران کنترلی بر کارایی سرمایه‌گذاری می‌پردازد.

سودمندی عملیات و سرانجام اجرای مناسب قوانین و مقررات اطلاق می‌شود [۳۳]. وجود گزارش نقاط ضعف با اهمیت کنترل داخلی به استفاده‌کنندگان اطلاعاتی در مورد ضعف‌ها و نحوه عملکرد مدیریت می‌دهد. در ایران، مدیریت بعد از تصویب ماده ۱۸ قانون بورس اوراق بهادار تهران، ملزم به تهیه گزارش در مورد کنترل داخلی و همچنین، طراحی و استقرار گزارش کنترل داخلی است [۷]. با توجه به دستورالعمل کنترل‌های داخلی ناشران پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، پیشگیری از وقوع تخلفات و نیز ساماندهی و توسعه بازار شفاف و منصفانه اوراق بهادار، طبق بندهای ۸، ۱۱ و ۱۸ ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران (مصوب آذرماه ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی) و با هدف اجرای مواد ۲۵ و ۳۵ دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران (اصلاحیه مصوب ۱۳۹۰/۰۵/۱۵)، این دستورالعمل در تاریخ ۱۳۹۱/۰۲/۱۶ در ۱۸ ماده و ۲ تبصره به تصویب هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسید. در ماده ۱۷ این دستورالعمل، حسابرس مستقل شرکت موظف است در گزارش خود به مجمع عمومی صاحبان سهام در خصوص استقرار و به‌کارگیری سیستم کنترل‌های داخلی مناسب و اثربخش به‌وسیله شرکت، با توجه به چارچوب کنترل‌های داخلی ذکرشده در فصل دوم این دستورالعمل، اظهارنظر کند. علاوه بر این، در صورتی که نقاط ضعف بااهمیتی در سیستم کنترل‌های داخلی حاکم بر گزارشگری مالی شرکت وجود داشته باشد، ولی در گزارش کنترل‌های داخلی هیئت‌مدیره افشا نشده باشد

است روی تصمیم‌های عملیاتی شرکت با استفاده از نظارت بر مدیریت اثر بگذارند و سبب بهبود انتخاب پروژه‌ها و سطح سرمایه‌گذاری و کاهش احتمال تلف‌شدن منابع شوند. با توجه به قدرت سهامداران کنترلی نسبت به سهامداران خرد و از سوی دیگر، اهمیت سرمایه‌گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی که یکی از اهرم‌های قوی برای رسیدن به توسعه است و توجه‌نکردن به آن موجب افت اقتصادی و قرارگرفتن در سیر نزولی می‌شود، این پژوهش به بررسی تأثیر ضعف کنترل‌های داخلی و شکاف سهامداران کنترلی بر کارایی سرمایه‌گذاری می‌پردازد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

با توجه به آسیب‌های اخلاقی، تضاد منافع بین سهامداران و مدیران و کمبود نظارت بر مدیران، این امکان وجود دارد که تلاش مدیران به پیشینه‌سازی منافع شخصی منجر شود که این موضوع از طریق سرمایه‌گذاری‌هایی صورت می‌گیرد که ممکن است برای سهامداران مناسب نباشند [۱۵]. سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد، بیانگر رفتارهای ناکارآمد سرمایه‌گذاری است که منجر به وقوع زیان و هدررفتن سرمایه اجتماعی می‌شود [۱۱].

ضعف کنترل‌های داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری

در طول زمان، اظهارنظرهای گوناگونی در مورد کنترل‌های داخلی مطرح شده است. در مباحث نوین، مفهوم کنترل‌های داخلی به فرایند طراحی، اجرا و محافظت‌شده به‌دست مسئولانی که از جانب مدیریت تعیین شده‌اند، به‌منظور فراهم‌آوردن اطمینانی معقول در مورد اعتبار و کیفیت گزارشگری مالی، کارایی و

یا افشای آن ناقص باشد، این موضوع باید در گزارش حسابرس تصریح و نسبت به تأثیرات آن بر دستیابی شرکت به اهداف تعیین‌شده موضع‌گیری شود.

اعتقاد بر این است که اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا بر بهبود تخصیص سرمایه و افزایش بهره‌وری سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است [۲۴، ۱۶]. انتظار می‌رود وجود نقاط ضعف در کنترل داخلی بر کیفیت گزارشگری مالی، ارزیابی جریان نقدی آتی سرمایه‌گذاران، تقاضا برای صرف خطرپذیری و در نتیجه سرمایه‌گذاری شرکت تأثیرگذار باشد [۳۴]. اطلاعات حسابداری، از طریق آگاهی سرمایه‌گذاران و ایجاد قراردادهای کارآمدتر، نقش مهمی را در نظام راهبری شرکت‌ها ایفا می‌کند [۳۰]. اطلاعات حسابداری بر بهره‌وری سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد و با ارتقای سازوکارهای کنترلی کارا که موجب سوق دادن مدیران به استفاده درست از منابع در پروژه‌ها و کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران می‌شود، برای شرکت ارزش آفرینی می‌کند [۱۶]. از آنجا که سرمایه‌گذاران و مدیران به‌منظور پیگیری و نظارت تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت، بر اطلاعات حسابداری اتکا می‌کنند، چنین اثر نظارتی از طریق ضعف کنترل داخلی که موجب تسهیل دستکاری ارقام حسابداری می‌شود و دقت و کیفیت اطلاعات مالی را کاهش می‌دهد، ممکن است باعث ابهام و تردید شود [۲۱، ۱۲]. ناکارآمدی گزارشگری مالی کنترل داخلی بر صحت گزارش داخلی مدیریت تأثیر می‌گذارد و موجب تأخیر در دسترسی اطلاعات داخلی می‌شود. از این رو، ضعف کنترل داخلی، منجر به تخصیص ناکارآمد منابع نقدی شرکت از سوی مدیران می‌شود [۲۳].

ضعف گزارشگری مالی کنترل داخلی، صحت اطلاعات مالی را کاهش می‌دهد و در نتیجه شرایط فرصت‌طلبی و ارائه نادرست جریان نقدی را برای مدیران فراهم می‌کند [۲۲]. شرکت‌های با ضعف کنترل داخلی احتمال سرمایه‌گذاری‌های کمتر از حد یا بیشتر از حد (ناکارایی سرمایه‌گذاری) را افزایش می‌دهند [۱۸].

تعداد ضعف کنترل‌های داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری

افشای تعداد ضعف‌های کنترل داخلی تدبیرات متفاوتی دارد؛ نخست، ممکن است با احتمال افشای تعداد ضعف‌های کنترل‌های داخلی، سهام شرکت با قیمت کمتری معامله شود و این تفکر در ذهن سرمایه‌گذاران ایجاد شود که کیفیت اطلاعات مالی شرکت، ناشی از ضعف کنترل‌های داخلی شرکت است و این اطلاعات نمی‌تواند چشم‌انداز آتی شرکت را به‌درستی نشان دهد. دوم، وجود ضعف کنترل داخلی بیشتر ممکن است صرف خطرپذیری (ریسک) درخواست‌شده سرمایه‌گذاران را به‌دلیل اطلاعات با کیفیت پایین و نبود تقارن اطلاعات تشدید کند. سوم، انتظار می‌رود افشای تعداد ضعف‌های کنترل داخلی موجب کاهش سرمایه‌گذاری مدیران و سرمایه‌گذاران شود. از آنجا که مدیران از اطلاعات حسابداری برای شناسایی پروژه‌های مناسب برای سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند، اتکای آنها بر گزارش‌های داخلی بی‌موقع و غیرصحیح موجب انحراف یا اشتباه تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد آنها می‌شود [۳۴].

شکاف سهامداران کنترلی و کارایی سرمایه‌گذاری

ساختار و ماهیت مالکیت سهامداران عمده، بازتابی از مشکلات نمایندگی، اطلاعاتی و درجه‌های متفاوت حفاظت از حقوق سرمایه‌گذاران است [۲۹، ۳۵]؛ بنابراین، ساختار مالکیتی، متغیری عینی در ارتباط با مشکلات نمایندگی و اطلاعاتی است که شرکت‌ها با آن روبه‌رو می‌شوند. مطالعات نشان می‌دهند با افزایش درجه ساختار مالکیتی، مشکلات نمایندگی ناشی از جدایی مالکیت و کنترل کاهش می‌یابد [۳۰]؛ اما توانایی بیشتری برای کسب وجوه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری دارند، زیرا به علت ارتباطات خاص بین آنها و بانک‌ها، امکان تأمین مالی برای آنها ساده‌تر است [۳۸]. سهامداران عمده به دلیل تملک حجم بالایی از سهام شرکت می‌توانند از انگیزه‌هایی برای کنترل رفتار مدیران برخوردار باشند. از این رو، سهامداران عمده می‌توانند نقش مهمی را در هم‌راستا کردن منافع مدیران با سهامداران ایفا کنند [۳۶].

یکی از موضوعات مهمی که همواره توجه اقتصاد، مالیه و حسابداری را به خود جلب می‌کند، بحث تضاد منافع است. چنین پدیده‌ای هنگامی رخ می‌دهد که سهامداران دارای حق کنترل تلاش کنند که منافع پولی و غیرپولی واحد تجاری را هم‌زمان در اختیار بگیرند و در نتیجه دارای قدرت کنترلی قوی (حق کنترل) و تأثیرگذار در تصمیم‌گیری شوند که فراتر از میزان سهام آنها در واحد تجاری است. این پدیده را به اصطلاح شکاف حقوق کنترلی و جریان وجوه نقد یا شکاف سهامداران کنترلی می‌نامند [۲۶]. زمانی که مالکیت بر سطحی متمرکز شده است که در آن یک مالک، کنترل مؤثری را بر شرکت به دست می‌آورد،

مسئله مهم و اصلی که از جدایی مالکیت و کنترل حاصل می‌شود، تضاد منافع بین مالک کنترل‌کننده و سهامداران اقلیت است. هر چه حق کنترل جریان وجوه نقد افزایش یابد، مالک کنترلی، میزان کنترل بیشتری اعمال می‌کند، در حالی که سطح پایین مالکیت گردش وجوه، میزان پایینی از هماهنگی (انطباق) منافع بین مالک کنترل‌کننده و سهامداران اقلیت را ارائه می‌دهد [۹].

بر اساس پیشینه پژوهش حاضر، فرضیه‌های متفاوتی در رابطه با این موضوع وجود دارد. فرضیه نظارت بیان می‌کند که سهامداران عمده شرکت، از قدرت رأی‌دهی خود در جهت نظارت فعال بر عملیات شرکت و تصمیم‌گیری بهتر استفاده می‌کنند. به بیان دیگر، به دلیل حجم ثروت سرمایه‌گذاری شده، نهادها شاید سرمایه‌گذاری خود را به‌طور فعال مدیریت کنند [۱۰].

بروس و کینی [۱۳] استدلال می‌کنند سهامداران عمده، سرمایه‌گذاران بلندمدت‌نگری هستند که انگیزه و توانایی زیادی برای نظارت فعالانه بر مدیران دارند. برای حمایت از این فرضیه، دو دلیل بیان می‌شود: نخست اینکه، اگرچه سهامداران بزرگ، اختیار فروش سرمایه‌گذاری‌های خود را دارند، ولی بزرگی اندازه سرمایه آنها به حدی است که سهام در اختیارشان بدون تأثیر گذاشتن بر قیمت‌های سهام و کاهش ارزش آن قابل فروش نیست و بنابراین، مجبور به پذیرش راهبرد بلندمدت هستند. این امر باعث انگیزه بیشتر آنها برای نظارت فعالانه مدیر می‌شود. دوم اینکه، سهامداران عمده نسبت به سهامداران کوچک، توانایی بالاتری برای ارزیابی دقیق‌تر و کاراتر صورت‌های مالی دارند، زیرا بیشتر آنها از میان سرمایه‌گذاران

حتی می‌توانند زمینه اخراج مدیران را نیز فراهم آورند [۸].

بنابراین، آنها می‌توانند روی تصمیمات عملیاتی شرکت با استفاده از نظارت بر مدیریت اثر بگذارند و سبب بهبود انتخاب پروژه‌ها و کارایی سرمایه‌گذاری شوند. انتظار می‌رود با افزایش شکاف سهامداران کنترلی، نا کارایی سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد) افزایش یابد.

با توجه به مبانی مطرح‌شده، هدف این پژوهش بررسی تأثیر ضعف کنترل‌های داخلی و شکاف سهامداران کنترلی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است، در نتیجه، این پرسش مطرح شده است که آیا بین ضعف کنترل‌های داخلی و شکاف سهامداران کنترلی با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟

چن و همکاران [۱۹] در پژوهشی به بررسی تأثیر تحلیلگران مالی بر اثربخشی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداخته‌اند. در این پژوهش از صحت و پراکندگی پیش‌بینی سود تحلیلگران (مدیریت) به‌عنوان شاخصی از مهارت و کیفیت پیش‌بینی‌ها استفاده شده است. نتایج نشان داد کیفیت پیش‌بینی با سرمایه‌گذاری‌های بالاتر در ارتباط است، اگر شرکت سرمایه‌گذاری‌های بیش از حد و سرمایه‌گذاری‌های کمتر از حد انجام دهد. همچنین، مشخص شد افزایش کیفیت پیش‌بینی موجب افزایش اثربخشی سرمایه‌گذاری‌ها می‌شود. نتایج نشان داد این تأثیر برای شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا و ساختار مالکیت نهادی پایین‌تر نیز همین‌گونه است.

نهادی، سازمان‌ها و شرکت‌های بزرگ هستند که امکانات بالاتری را در اختیار دارند [۶]. به اعتقاد بسیاری از پژوهشگران، سهامداران عمده به‌طور مؤثر و بالقوه می‌توانند بر فعالیت‌های مدیریت نظارت داشته باشند و این نظارت باعث محدود شدن اختیارات و در نتیجه کاهش فعالیت‌های تحریف‌آمیز مدیریت می‌شود [۱۰].

در مقابل فرضیه نظارت فعال، دو فرضیه رقیب بیان شده است: ۱- فرضیه منافع شخصی؛ ۲- فرضیه اتحاد راهبردی (استراتژیک). طرفداران فرضیه منافع شخصی بر این باورند که احتمال بیشتری وجود دارد که سرمایه‌گذاران بزرگ از منافع خاصی همچون دسترسی به اطلاعات محرمانه در جهت اهداف معاملاتی بهره ببرند. با متمرکز شدن مالکیت، این مسأله توجه‌پذیر به نظر می‌رسد که سهامداران بزرگ از حقوق کنترلی خود در جهت کسب منافع و استثمار سهامداران کوچک استفاده کنند [۶]. براساس فرضیه اتحاد راهبردی، سهامداران عمده و مدیران همکاری و تبانی دوجانبه را به نفع یکدیگر می‌بینند و این همکاری، نظارت بر مدیران برای بالابردن ارزش شرکت را کاهش می‌دهد و بر درک سایر سهامداران در مورد کیفیت سود تأثیر منفی می‌گذارد [۶].

سهامداران عمده باعث اعمال فشار بیشتر بر مدیریت می‌شوند و خواستار گزارش کارایی مطلوب هستند. هنگامی که گزارش‌های مالی نشان‌دهنده ضعف در کارایی مدیریت است، سهامداران عمده تهدیدی بزرگ برای مدیریت محسوب می‌شوند [۱۷]. آنان به هیچ‌وجه نمی‌توانند این وضع را تحمل کنند و نسبت به سهامداران جزء از این وضع ناراضی‌تر هستند. در نتیجه، ممکن است دست به فعالیت‌هایی بزنند که منافع مدیریت را به خطر اندازد؛

شرکتی مؤثر برای نظارت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سهامداران کنترلی است.

کانگ و همکاران [۲۶] به بررسی رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و شکاف بین حق کنترل و حق مالکیت سهامداران عمده در ۱۸۱ شرکت کشور کره پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد رابطه‌ای مثبت بین معاملات با اشخاص وابسته و شکاف بین حق کنترل و حق مالکیت سهامداران عمده وجود دارد.

کامیابی و همکاران [۱۰] در پژوهشی به بررسی رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و شکاف بین حق کنترل و حق مالکیت سهامدار کنترل‌کننده نهایی پرداختند. به این منظور، اطلاعات مربوط به ۷۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ مطالعه شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد شکاف بین حق کنترل و حق مالکیت مربوط به سهامدار کنترل‌کننده نهایی با معاملات با اشخاص وابسته رابطه منفی و معناداری دارد.

آقایی و همکاران [۲] در پژوهشی به بررسی کنترل‌های داخلی مؤثر در شرکت‌های سرمایه‌گذاری از دیدگاه حساب‌برسان مستقل پرداخته‌اند. برای تجزیه و تحلیل آماری از آماره‌های میانگین و آزمون دوجمله‌ای (نسبت) با استفاده از نرم‌افزار SPSS استفاده شده است. نتایج پژوهش موجب ارائه فهرستی (تصویب آیین‌نامه معاملات از سوی هیئت‌مدیره، تفکیک وظایف، بررسی دوره‌ای معاملات و انطباق آن با دفاتر به وسیله مدیرعامل و...) از کنترل‌های داخلی مؤثر در شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده است.

سان [۳۴] در پژوهشی به بررسی ارتباط بین سطح سرمایه‌گذاری شرکت و افشای ضعف کنترل‌های داخلی پرداخته است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد در مقایسه با شرکت‌هایی که اظهارنظر مقبول دریافت می‌کنند، شرکت‌هایی که اظهارنظر مردود کنترل داخلی را دریافت می‌کنند، کاهش قابل توجهی را در میزان سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها بعد از آشکارسازی ضعف کنترل داخلی کاهش می‌یابد و سپس بعد از برطرف کردن این ضعف‌ها سرمایه‌گذاری شرکت افزایش می‌یابد.

زو و ژو [۳۷] در پژوهشی به بررسی رابطه بین کنترل داخلی و سرمایه‌گذاری بیش از حد با خطرپذیری (ریسک) اعتباری شرکت‌های چینی پرداخته‌اند. این پژوهش بر مبنای اطلاعات شرکت‌های بورس اوراق بهادار شانگهای و شنزن کشور چین در بازه زمانی ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۳ است. روش اساسی در این پژوهش، ترکیب تجزیه و تحلیل نظری با نشان دادن اثبات آزمون است، در حالی که از الگوی رگرسیون خطی نیز استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد کنترل داخلی و سرمایه‌گذاری بیش از حد بر ریسک اعتباری شرکت‌ها تأثیرگذار است.

پارک و همکاران [۳۱] در پژوهشی به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت سهامداران کنترلی، نظارت سهامداران خارجی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. این پژوهش در بازه زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۰ در شرکت‌های کره‌ای انجام شده است. نتایج پژوهش نشان داد با افزایش شکاف مالکیت کنترلی، کارایی سرمایه‌گذاری کمتر می‌شود. همچنین، نظارت بر سرمایه‌گذار خارجی به‌عنوان سازوکار حاکمیت

اف فیش و برای آزمون متغیرهای مستقل از آزمون تی استفاده خواهد شد.

معرفی و نحوه محاسبه متغیرها

متغیر وابسته

این پژوهش شامل یک متغیر وابسته کارایی سرمایه‌گذاری است که بر اساس الگوی (۱) محاسبه می‌شود. در این پژوهش از الگوی ریچاردسون [۳۲] برای محاسبه کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها استفاده شده است. الگوی ریچاردسون به شرح زیر است:

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Grow_{i,t-1} + \sum \Phi_j Control_{j,t,t-1} + v_{i,t} \quad (1) \text{ الگوی گوی}$$

که در آن:

$Inv_{i,t}$: تغییر در خالص دارایی‌های ثابت، سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و دارایی‌های نامشهود تقسیم بر میانگین کل دارایی‌های شرکت i در سال t
 $Grow_{i,t-1}$: نرخ رشد درآمد فروش سالانه شرکت i در سال $t-1$

$Control_{j,t,t-1}$: متغیرهای کنترلی هستند که شامل:

$Lev_{i,t-1}$: اهرم مالی شرکت i در سال $t-1$ (نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها)

$Age_{i,t-1}$: سن شرکت i در سال $t-1$

$Cash_{i,t-1}$: نسبت نقدی (وجه نقد با اضافه سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت تقسیم بر میانگین دارایی‌ها در سال $t-1$)

$Size_{i,t-1}$: اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های سال $t-1$)

$Ret_{i,t-1}$: بازده سالانه سهام شرکت i در سال $t-1$

بر اساس پژوهش ریچاردسون [۳۲]، از فروش به‌عنوان متغیری برای تخمین و برآورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد انتظار استفاده شده است. مطابق با این رویکرد، سرمایه‌گذاری تابعی از فرصت‌های

بیات و همکاران [۳] در پژوهشی ارتباط میان افشای داوطلبانه اطلاعات حاکمیت شرکتی را با تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری مدیران، شامل حجم سرمایه‌گذاری و کارایی سرمایه‌گذاری بررسی کردند. دوره زمانی این پژوهش سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۲ است. نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد بین افشای اطلاعات حاکمیت شرکتی کارایی سرمایه‌گذاری و حجم سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه ۱: بین ضعف کنترل داخلی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنادار مثبت وجود دارد.

فرضیه ۲: بین تعداد ضعف کنترل‌های داخلی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنادار مثبت وجود دارد.

فرضیه ۳: بین شکاف سهامداران کنترلی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنادار مثبت وجود دارد.

روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ ماهیت از نوع همبستگی است؛ زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می‌کند و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون کشف یا تعیین می‌کند. با توجه به این مطالب، پژوهش از لحاظ هدف بنیادی-تجربی است. در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از الگوهای رگرسیون چندمتغیره و داده‌های ترکیبی استفاده شده است. همچنین، نرم‌افزارهای اکسل و ایویوز و آزمون اف لیمر و آزمون هاسمن برای تعیین نوع داده‌ها ترکیبی استفاده شده است. برای آزمون معناداری کل الگوی رگرسیون از آزمون

رشد و همچنین، متغیرهای کنترلی تأثیر گذار بوده است. استدلال این الگو آن است که میزان فروش شرکت، انتظار از سرمایه‌گذاری شرکت را در بازار کارا نشان می‌دهد. با جایگذاری رقم محاسبه‌شده بابت سرمایه‌گذاری کل در معادله رگرسیونی پسماند این الگو محاسبه می‌شود. منظور از کارایی سرمایه‌گذاری به صورت مفهومی، به معنی پذیرش طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت است و منظور از ناکارایی سرمایه‌گذاری، گذر از این فرصت‌های سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) و یا انتخاب طرح‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه‌گذاری بیش از حد) است. پسماند مثبت (انحراف مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) نشان‌دهنده انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی یا همان سرمایه‌گذاری بیش از حد است 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 [۲۸، ۲۰]. مطابق پژوهش لی و وانگ [۲۸] از قدرمطلق پسماندهای الگو برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری استفاده شده است. مقدار این انحراف بیانگر شاخص معکوسی از کارایی سرمایه‌گذاری (ناکارایی سرمایه‌گذاری) است.

متغیرهای مستقل

شکاف سهامداران کنترلی: مطابق با پژوهش پارک و همکاران [۳۱] شکاف سهامداران کنترلی برابر است با تفاوت بین حق کنترل و حق جریان‌های نقدی (حق کنترل منهای حق جریان‌های نقدی).

تأثیر ضعف کنترل‌های داخلی و شکاف سهامداران کنترلی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

رابطه (۱) مالکیت شرکت‌های = حق جریان‌های نقدی مالکیت + مالکیت اعضای هیئت‌مدیره + وابسته تعداد کل سهام عادی شرکت / (سازمان‌ها

رابطه (۲) مالکیت سهامداران بیش از ۲۰ = حق کنترل تعداد کل سهام عادی شرکت / (درصد

رابطه (۳) حق - حق کنترل = شکاف سهامداران کنترلی جریان‌های نقدی

ضعف کنترل داخلی: یک متغیر ساختگی است، مطابق با پژوهش لی و همکاران [۲۷] در صورتی که شرکت دارای ضعف کنترل داخلی باشد کد ۱ و در غیر این صورت صفر می‌گیرد. ضعف کنترل داخلی شرکت از گزارش حسابرس مستقل استخراج شده است.

تعداد ضعف‌های کنترل داخلی: مطابق با پژوهش لی و همکاران [۲۷] برابر است با تعداد ضعف‌های کنترل داخلی اعلام‌شده در گزارش حسابرس مستقل.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت ($SIZE_{it}$): لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت

زیان ($LOSS_{it}$): اگر شرکت در سال مالی زیان گزارش کرده باشد، کد ۱ و در غیر این صورت صفر است.

بحران مالی ($Zscore_{it}$): در این پژوهش به پیروی از کاپلان و زینگالس [۲۵] و بادآورنهدی و درخور [۵] از رابطه (۴) برای اندازه‌گیری احتمال بحران مالی استفاده شده است.

سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مختلف مانند موجودی‌ها، بدهکاران و غیره است.

انحراف معیار جریان نقدی عملیاتی (std(CFO)): برابر است با انحراف معیار جریان نقدی عملیاتی شرکت طی سه سال

انحراف معیار فروش (std(Sales)): برابر است با انحراف معیار فروش شرکت طی سه سال

جریان نقدی آزاد شرکت (FCF): برابر است با نسبت جریان نقد آزاد (سود خالص به اضافه هزینه استهلاک منهای تغییرات دارایی‌های ثابت مشهود منهای تغییرات خالص سرمایه در گردش) به کل دارایی‌ها

اهرم مالی (LEV): نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها

بازده دارایی‌ها (ROA): نسبت سود خالص به کل دارایی‌های ابتدای دوره

جامعه آماری و نمونه

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است؛ بنابراین، قلمرو مکانی پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین، قلمرو زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ است. برای نمونه‌گیری از روش حذف سامانمند استفاده شده که شرایط آن به صورت زیر تعریف شده است:

- ۱- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند باشد.
- ۲- به منظور همگن بودن اطلاعات، شرکت‌ها از بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری، بیمه و لیزینگ نباشند.
- ۳- اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش قابل دسترس باشد.

$$\begin{aligned} KZ = & 17.33 - 37.486 \\ & \times \left(\frac{\text{Cash Holding}_{it}}{\text{Total Assets}_{it}} \right) - 15.21 \\ & \times \left(\frac{\text{Div}_{it}}{\text{Total Assets}_{it}} \right) + 3.39 \\ & \times \left(\frac{\text{Debt}_{it}}{\text{Total Assets}_{it}} \right) - 1.402 \times \left(\frac{M_{it}}{B_{it}} \right) \end{aligned}$$

که در آن:

KZ: بحران مالی

Cash Holding_{it}: وجه نقد و معادل آن به اضافه

سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت

Total Assets_{it}: کل دارایی‌های شرکت

Div_{it}: سود تقسیمی شرکت

Debt_{it}: کل بدهی‌های شرکت

M_{it}: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (ارزش بازار

سهام شرکت ضرب در تعداد سهام شرکت)

B_{it}: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

در رابطه فوق، برای هر یک از شرکت‌ها یک عدد و

سپس میانه تمام شرکت‌ها محاسبه شده است.

شرکت‌هایی که بالاتر از میانه هر یک از شاخص‌ها

باشند، دارای احتمال بحران مالی و شرکت‌هایی که

پایین‌تر از میانه شاخص‌های فوق باشند، جزء

شرکت‌های بدون احتمال بحران مالی تلقی شده‌اند.

نسبت دارایی‌های ثابت مشهود (Tangibility_{it}):

نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌های

شرکت

چرخه عملیاتی (OperatingCycle_{it}): چرخه

عملیاتی دوره خرید و فروش کالا و سپس وصول

وجه نقد را گویند؛ شامل دو نسبت فعالیت یعنی،

دوره گردش موجودی کالا و دوره وصول مطالبات

که از جمع این دو نسبت به دست می‌آید. این

نسبت‌های فعالیت تعیین می‌کند که تا چه حد

مؤسسه منابع خود را به نحو مؤثر به کار می‌گیرد. این

نسبت‌ها مربوط به مقایسه میان حجم فروش و

ضریب β_1 معنادار باشد، فرضیه سوم پژوهش تأیید می‌شود.

$$\begin{aligned} XINV_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Wedge_{i,t} \\ & + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 MB_{i,t} + \beta_4 Zscore_{i,t} \\ & + \beta_5 Tangibility_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} \\ & + \beta_7 OperatingCycle_{i,t} + \beta_8 Loss_{i,t} \\ & + \beta_9 std(CFO)_{i,t} + \beta_{10} std(Sales)_{i,t} \\ & + \beta_{11} std(Invest)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3) \text{ الگوی}$$

که در آن:

$XINV_{i,t}$: کارایی سرمایه‌گذاری شرکت i در سال t
 $Wedge_{i,t}$: شکاف کنترل مالکیت شرکت i در سال t
 $Size_{i,t}$: اندازه شرکت i در سال t
 $MB_{i,t}$: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت i در سال t
 $Zscore_{i,t}$: بحران مالی شرکت i در سال t
 $Tangibility_{i,t}$: نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌های شرکت i در سال t
 $Age_{i,t}$: سن شرکت i در سال t
 $OperatingCycle_{i,t}$: چرخه عملیاتی شرکت i در سال t
 $Loss_{i,t}$: زیان شرکت i در سال t
 $std(CFO)_{i,t}$: انحراف معیار جریان نقدی عملیاتی شرکت i در سال t
 $std(Sales)_{i,t}$: انحراف معیار فروش شرکت i در سال t

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

نگاره (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که شامل اطلاعات مربوط به میانگین، میانه، بیشینه و کمینه، چولگی و کشیدگی و... است.

۴- شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۸۸ فعالیت مستمر داشته‌اند و سهام آنها بیش از ۳ ماه معامله شده باشند.

با اعمال موارد پیش‌گفته تعداد اعضای نمونه این پژوهش شامل ۱۰۴ شرکت شده است.

الگوی آزمون فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه اول و دوم از الگوی (۲) استفاده شده است، در صورتی که رابطه رگرسیونی و ضریب β_1 برای متغیرهای ضعف کنترل داخلی و تعداد ضعف‌های کنترل داخلی شرکت معنادار باشد، فرضیه اول و دوم پژوهش تأیید می‌شود:

$$\begin{aligned} XINV_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 (IC_{it} \text{ or } NIC_{it}) \\ & + \beta_2 FCF_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} \\ & + \beta_5 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2) \text{ الگوی}$$

که در آن:

$XINV_{it}$: کارایی سرمایه‌گذاری شرکت i در سال t
 IC_{it} : ضعف کنترل داخلی شرکت i در سال t
 NIC_{it} : تعداد ضعف‌های کنترل داخلی شرکت i در سال t
 FCF_{it} : جریان نقدی آزاد شرکت i در سال t
 LEV_{it} : اهرم مالی شرکت i در سال t
 $SIZE_{it}$: اندازه شرکت i در سال t
 ROA_{it} : بازده دارایی‌های شرکت i در سال t

علاوه بر این، در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه سوم از الگوی (۳) استفاده شده است، در صورتی که رابطه رگرسیونی و

نگاره ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر پارامتر	WEDGE	TANGIBILITY	XINV	AGE	FCF	LEV	ROA	MB	SIZE
میانگین	۰/۲۱	۰/۲۳	۰/۰۱	۴۰/۹۲	۰/۱۴	۰/۷۰	۰/۱۴	۲/۲۷	۱۳/۸۲
میانه	۰/۱۷	۰/۱۹	۰/۰۱	۴۳/۰۰	۰/۰۷	۰/۶۵	۰/۰۸	۱/۵۲	۱۳/۶۵
بیشینه	۰/۹۵	۱/۰۶	۲/۴۶	۶۳/۰۰	۱۲/۱۶	۳/۷۶	۰/۹۳	۸۷/۰۶	۱۸/۴۷
کمینه	۰/۰۰	۰/۰۰	-۲/۷۲	۱۷/۰۰	-۸/۰۸	۰/۰۱	-۰/۸۲	-۷۹/۵۸	۱۰/۸۲
انحراف معیار	۰/۱۸	۰/۱۷	۰/۵۳	۱۰/۳۱	۰/۹۳	۰/۴۱	۰/۸۴	۱۵/۳۹	۱/۳۹
چولگی	۱/۳۲	۱/۳۳	-۰/۲۳	-۰/۳۶	۴/۸۷	۵/۵۴	۴/۰۶	۶/۷۰	۰/۷۳
کشیدگی	۴/۸۰	۴/۸۴	۶/۷۷	۲/۲۴	۷۹/۱۲	۵۳/۸۱	۱۹۶/۷۱	۲۳۲/۷۴	۳/۳۸

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون فرضیه اول

قبل از برآزش الگو برای آزمون فرضیه اول، باید نوع روش (روش تلفیقی یا تابلویی) و فروض کلاسیک رگرسیون بررسی شود.

آزمون F لیمر و هاسمن

خلاصه نتایج آزمون F لیمر در نگاره (۲) ارائه شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود مقدار p-value برابر ۰/۱۱ و بیشتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه روش داده‌های تلفیقی پذیرفته می‌شود. با توجه به اینکه روش داده‌های تلفیقی پذیرفته شد، آزمون هاسمن اجرا نمی‌شود.

نگاره ۲- آزمون F لیمر و هاسمن

آزمون F لیمر		
آماره F لیمر	احتمال	نتیجه
۱/۲	۰/۱۱	تلفیقی

منبع: یافته‌های پژوهش

نگاره ۳- آماره دوربین - واتسون

حدود عدم خودهمبستگی	آماره دوربین واتسون
$1/5 < DW < 2/5$	۲/۵۰

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون عدم ناهمسانی واریانس باقی‌مانده‌ها

با توجه به نگاره (۴) و مقدار p-value به دست آمده برای آزمون وایت (White) که برابر ۰/۲۴ است و از سطح معناداری ۰/۰۵ بیشتر است (p-value ≥ 0.05)، فرض صفر (وجود همسانی واریانس) پذیرفته می‌شود که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقی‌مانده‌ها وجود ندارد.

نگاره ۴- بررسی همسانی واریانس الگو

p-value	مقدار آماره
۰/۲۴	F-statistic (۰/۸۸)

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج برآزش الگو برای آزمون فرضیه اول در نگاره (۵) ارائه شده است.

آزمون عدم خودهمبستگی باقی‌مانده‌ها

با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون که برابر ۲/۵۰ است، مشخص شد که الگوی فوق دارای خود همبستگی نیست.

نگاره ۵- نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیه اول

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	p-value
C	-۱/۸۹۰	۰/۱۷۶	-۱۰/۷۳۲	۰/۰۰۰
IC	۰/۱۲۹	۰/۰۳۲	۴/۰۳۷	۰/۰۰۰
FCF	-۰/۰۲۳	۰/۰۰۹	-۲/۶۲۲	۰/۰۰۹
LEV	۰/۱۲۶	۰/۰۲۲	۵/۶۴۴	۰/۰۰۰
SIZE	۰/۱۲۷	۰/۰۱۳	۹/۵۹۶	۰/۰۰۰
ROA	-۰/۰۲۶	۰/۰۰۶	-۴/۵۲۶	۰/۰۰۰
R-squared		۰/۷۶	آماره F	۵/۸
Adjusted R-squared		۰/۶۳	Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

value برابر ۰/۱۱ و بیشتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه روش داده‌های تلفیقی پذیرفته می‌شود. با توجه به اینکه روش داده‌های تلفیقی پذیرفته شد، آزمون هاسمن اجرا نمی‌شود.

نگاره ۶- آزمون F لیمر و هاسمن

آزمون F لیمر		
نتیجه	احتمال	آماره F لیمر
تلفیقی	۰/۱۱	۱/۲

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون عدم خود همبستگی باقی مانده‌ها

با توجه به مقدار آماره دورین واتسون که برابر ۲/۵۰ است، مشخص شد که الگوی فوق دارای خودهمبستگی نیست.

نگاره ۷- آماره دورین - واتسون

حدود عدم خودهمبستگی	آماره دورین واتسون
$1/5 < DW < 2/5$	۲/۵۰

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون عدم ناهمسانی واریانس باقی مانده‌ها

با توجه به نگاره (۸) و مقدار p-value به دست آمده برای آزمون وایت (White) که برابر ۰/۲۳ است

با توجه به مقدار p-value به دست آمده برای آماره F که برابر با صفر است ($p\text{-value} \leq 0.05$)، به‌طور همزمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به نگاره (۵) و مقدار p-value آماره t برای متغیر ضعف کنترل داخلی شرکت (IC) که برابر صفر است و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است ($p\text{-value} \leq 0.05$)، بین ضعف کنترل داخلی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و مثبت وجود دارد. در نتیجه فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود. مقدار R^2 تعدیل شده الگو برابر ۰/۶۳ است که نشان می‌دهد ۶۳ درصد تغییرات متغیر وابسته با کمک متغیرهای مستقل تشریح شده است.

آزمون فرضیه دوم

قبل از برازش الگو برای آزمون فرضیه دوم، باید نوع روش (روش تلفیقی یا تابلویی) و فروض کلاسیک رگرسیون بررسی شود.

آزمون F لیمر و هاسمن

خلاصه نتایج آزمون F لیمر در نگاره (۶) ارائه شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود مقدار p-

نگاره ۸ - بررسی همسانی واریانس الگو

مقدار آماره	p-value
F-statistic(۰/۹۰)	۰/۲۳

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج برازش الگو برای آزمون فرضیه دوم در نگاره (۹) ارائه شده است.

و از سطح معناداری ۰/۰۵ بیشتر است (p-value ≥ 0.05)، فرض صفر (وجود همسانی واریانس) پذیرفته می‌شود که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقی مانده‌ها وجود ندارد.

نگاره ۹ - نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیه دوم

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	p-value
C	-۱/۷۸۷	۰/۲۱۱	-۸/۴۶۴	۰/۰۰۰
NIC	۰/۰۲۴	۰/۰۰۶	۳/۸۰۶	۰/۰۰۰
FCF	-۰/۰۲۴	۰/۰۰۶	-۴/۲۱۹	۰/۰۰۰
LEV	۰/۱۱۱	۰/۰۲۴	۴/۷۱۴	۰/۰۰۰
SIZE	۰/۱۲۱	۰/۰۱۶	۷/۷۱۸	۰/۰۰۰
ROA	-۰/۰۲۶	۰/۰۰۹	-۲/۸۰۴	۰/۰۰۶
R-squared		۰/۷۴	آماره F	۵/۴
Adjusted R-squared		۰/۶۱	Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون فرضیه سوم

قبل از برازش الگو برای آزمون فرضیه سوم، باید نوع روش (روش تلفیقی یا تابلویی) و فروض کلاسیک رگرسیون بررسی شود.

آزمون F لیمر و هاسمن

خلاصه نتایج آزمون F لیمر در نگاره (۱۰) ارائه شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود مقدار p-value برابر ۰/۸۷ و بیشتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه روش داده‌های تلفیقی پذیرفته می‌شود.

نگاره ۱۰ - آزمون F لیمر

آزمون F لیمر		
آماره F لیمر	احتمال	نتیجه
۰/۶۸	۰/۸۷	تلفیقی

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به مقدار p-value به دست آمده برای آماره F که برابر با صفر است (p-value ≤ 0.05)، به‌طور همزمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به نگاره (۹) و مقدار p-value آماره t برای متغیر تعداد ضعف کنترل داخلی شرکت (IC) که برابر صفر است و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است (p-value ≤ 0.05)، بین تعداد ضعف کنترل داخلی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و مثبت وجود دارد. در نتیجه فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود. مقدار R² تعدیل شده الگو برابر ۰/۶۱ است که نشان می‌دهد ۶۱ درصد تغییرات متغیر وابسته با کمک متغیرهای مستقل تشریح شده است.

آزمون عدم همبستگی باقی‌مانده‌ها

با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون که برابر ۱/۸۴ است، مشخص شد که الگوی فوق دارای خود همبستگی نیست.

و از سطح معناداری ۰/۰۵ بیشتر است p- (value \geq 0.05)، فرض صفر (وجود همسانی واریانس) پذیرفته می‌شود که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقی‌مانده‌ها وجود ندارد.

نگاره ۱۱- آماره دوربین- واتسون

حدود عدم خودهمبستگی	آماره دوربین واتسون
$1/5 < DW < 2/5$	۱/۸۴

منبع: یافته‌های پژوهش

نگاره ۱۲- بررسی همسانی واریانس الگو

p-value	مقدار آماره
۰/۳۳	F-statistic(۰/۷۴)

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون عدم ناهمسانی واریانس باقی‌مانده‌ها

با توجه به نگاره (۱۲) و مقدار p-value به دست آمده برای آزمون وایت (White) که برابر ۰/۳۳ است

نتایج برازش الگو برای آزمون فرضیه سوم در نگاره (۱۳) ارائه شده است.

نگاره ۱۳- نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیه سوم

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	p-value
C	۰/۲۱۶	۰/۱۲۶	۱/۷۱۱	۰/۰۸۸
WEDGE	۰/۱۵۲	۰/۰۶۵	۲/۳۴۱	۰/۰۲۰
SIZE	-۰/۰۱۹	۰/۰۱۰	-۱/۸۹۰	۰/۰۵۹
MB	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۴	۵/۶۰۴	۰/۰۰۰
ZSCORE	۰/۰۵۶	۰/۰۲۶	۲/۱۹۳	۰/۰۲۹
TANGIBILITY	-۰/۰۲۷	۰/۰۶۶	-۰/۴۱۵	۰/۶۷۸
AGE	-۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۱	-۰/۴۳۰	۰/۶۶۷
OPERATINGCYCLE	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	-۰/۴۲۸	۰/۶۶۹
LOSS	۰/۰۰۹	۰/۰۴۰	۰/۲۳۴	۰/۸۱۵
STDCFO	۰/۰۴۳	۰/۰۶۰	۰/۷۱۷	۰/۴۷۳
STDSALES	۰/۰۰۷	۰/۰۰۲	۳/۹۵۲	۰/۰۰۰
R-squared		۰/۳۹	آماره F	۱۰/۶
Adjusted R-squared		۰/۳۵	Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به مقدار p-value به دست آمده برای آماره F که برابر با صفر است (p-value \leq 0.05)، به‌طور همزمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به نگاره (۱۳) و مقدار p-value آماره t برای متغیر شکاف کنترل مالکیت شرکت (WEDGE) که برابر ۰/۰۲۰ است و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است (p-value \leq 0.05)، بین شکاف کنترل مالکیت

شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و مثبت وجود دارد. در نتیجه فرضیه سوم پژوهش پذیرفته می‌شود. مقدار R^2 تعدیل‌شده الگو برابر ۰/۳۵ است که نشان می‌دهد ۳۵ درصد تغییرات متغیر وابسته با کمک متغیرهای مستقل تشریح شده است.

نتیجه‌گیری

در این پژوهش، تأثیر ضعف کنترل‌های داخلی و شکاف سهامداران کنترلی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای ۱۰۴ شرکت تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۷ ساله بررسی شد.

بحث و نتیجه‌گیری درباره یافته‌های فرضیه اول

اطلاعات حسابداری می‌تواند بر بهره‌وری سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد و با ارتقای سازوکارهای کنترلی کارا که موجب سوق‌دادن مدیران به استفاده درست از منابع در پروژه‌ها و کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران می‌شود، موجب خلق ارزش برای شرکت شود [۱۶]. گزارشگری مالی کنترلی داخلی انعکاسی از کیفیت کلی سیستم اطلاعاتی شرکت از جمله سیستم حسابداری و گزارشگری خارجی است. ناکارآمدی گزارشگری مالی بر کنترل داخلی صحت گزارش داخلی مدیریت تأثیر می‌گذارد و موجب تأخیر در دسترسی اطلاعات داخلی می‌شود. از این رو، ضعف کنترل داخلی به تخصیص ناکارآمد منابع نقدی شرکت به وسیله مدیران منجر می‌شود. ارائه اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا بر بهبود تخصیص سرمایه و افزایش بهره‌وری سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است و انتظار می‌رود وجود نقاط ضعف در کنترل داخلی بر کیفیت گزارشگری

مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت تأثیرگذار باشد [۲۳]. در نتیجه، با افزایش ضعف کنترل داخلی شرکت، کارایی سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. نتایج به دست آمده از این پژوهش که با مبانی نظری مطابقت دارد، نشان می‌دهد بین ضعف کنترل‌های داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، در صورت وجود ضعف کنترل‌های داخلی ناکارایی سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد) افزایش می‌یابد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های سان [۳۴]، زو و ژو [۳۷]، لی و همکاران [۲۷] و چنگ و همکاران [۱۸] مطابقت دارد.

بحث و نتیجه‌گیری درباره یافته‌های فرضیه دوم

گزارشگری مالی کنترلی داخلی، انعکاسی از کیفیت کلی سیستم اطلاعاتی شرکت از جمله سیستم حسابداری و گزارشگری خارجی است. ناکارآمدی گزارشگری مالی کنترلی داخلی و تعداد بالای ضعف‌های کنترلی داخلی بر صحت گزارش مدیریت داخلی تأثیر می‌گذارد و موجب تأخیر در دسترسی به اطلاعات داخلی شرکت می‌شود. از این رو، تعداد ضعف کنترل داخلی، به تخصیص ناکارآمد منابع نقدی شرکت از سوی مدیران منجر و موجب ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. همچنین، سیستم کنترل داخلی ناکارآمد شرایط را برای مدیران فراهم می‌کند تا با اقدامات فرصت‌طلبانه خود، منابع نقدی شرکت را برای منافع شخصی مصرف کنند [۳۴]؛ بنابراین، در شرکت‌هایی با ضعف کنترل داخلی، احتمال ناکارایی سرمایه‌گذاری‌های افزایش می‌یابد؛ در نتیجه، با افزایش تعداد ضعف‌های کنترلی داخلی کارایی سرمایه‌گذاری شرکت کاهش می‌یابد. نتایج به دست آمده از این پژوهش که با مبانی نظری مطابقت دارد

نشان می‌دهد بین تعداد ضعف کنترل‌های داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، در صورت افزایش تعداد ضعف کنترل‌های داخلی، ناکارایی سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد) افزایش می‌یابد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های سان [۳۴]، زو و ژو [۳۷]، لی و همکاران [۲۷] و چنگ و همکاران [۱۸] مطابقت دارد.

بحث و نتیجه‌گیری درباره یافته‌های فرضیه سوم

فرضیه نظارت بیان می‌کند سهامداران عمده شرکت، از قدرت رأی‌دهی خود در جهت نظارت فعال بر عملیات شرکت و تصمیم‌گیری بهتر استفاده می‌کنند. به بیان دیگر، به دلیل حجم ثروت سرمایه‌گذاری شده، سرمایه‌گذاری خود را به طور فعال مدیریت می‌کنند. سهامداران بزرگ، اختیار فروش سرمایه‌گذاری‌های خود را دارند، ولی بزرگی اندازه سرمایه آنها به حدی است که سهام در اختیارشان بدون تأثیر گذاشتن بر قیمت‌های سهام و کاهش ارزش آن قابل فروش نیست و بنابراین، مجبور به پذیرش راهبرد بلندمدت هستند. این امر باعث انگیزه بیشتر آنها برای نظارت فعالانه مدیر می‌شود؛ بنابراین، آنها ممکن است روی تصمیمات عملیاتی شرکت با استفاده از نظارت بر مدیریت اثر بگذارند و سبب بهبود انتخاب پروژه‌ها و سطح سرمایه‌گذاری و کاهش احتمال تلف شدن منابع شوند. طرفداران فرضیه منافع شخصی بر این باورند که احتمال بیشتری وجود دارد که سرمایه‌گذاران بزرگ از منافع خاصی همچون، دسترسی به اطلاعات محرمانه در جهت اهداف معاملاتی بهره ببرند. با متمرکز شدن مالکیت، این مسأله توجیه‌پذیر به نظر می‌رسد که سهامداران بزرگ

از حقوق کنترلی خود در جهت کسب منافع و استثمار سهامداران کوچک استفاده کنند. براساس فرضیه اتحاد راهبردی، سهامداران عمده و مدیران همکاری و تباری دوجانبه را به نفع یکدیگر می‌بینند و این همکاری، نظارت بر مدیران برای بالابردن ارزش شرکت را کاهش می‌دهد و بر درک سایر سهامداران در مورد کیفیت سود تأثیر منفی می‌گذارد. نتایج به دست آمده از این پژوهش که منطبق بر فرضیه نظارت است و با فرضیه منافع شخصی و فرضیه اتحاد راهبردی مطابقت ندارد، نشان می‌دهد بین شکاف سهامداران کنترلی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، هرچه شکاف سهامداران کنترلی افزایش یابد، ناکارایی سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد) افزایش می‌یابد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش پارک و همکاران [۳۱] مطابقت دارد که نزدیک به موضوع این پژوهش است و پژوهش دیگری برای مقایسه یافت نشد.

محدودیت‌های پژوهش

محدودیت‌هایی که در اجرای پژوهش وجود داشته است و در تعبیر و تفسیر نتایج پژوهش و قابلیت تعمیم آن باید مورد ملاحظه قرار گیرد، به شرح زیر است:

- ۱- از آنجا که برای محاسبه متغیرهای پژوهش از صورت‌های مالی تهیه‌شده بر مبنای بهای تمام‌شده تاریخی استفاده شده است، در صورت تعدیل اطلاعات صورت‌های مالی برای تورم، ممکن است نتایج پژوهش متفاوت از نتایج فعلی باشد.
- ۲- با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکت‌های تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق

باید در تعمیم نتایج به دوره‌های قبل و بعد از آن، احتیاط شود.

پیشنهاد‌های مبتنی بر نتایج پژوهش

هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه بین ضعف کنترل‌های داخلی و شکاف سهامداران کنترلی با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه شده است:

۱- با توجه به نتایج حاصل از فرضیه اول و دوم این پژوهش، کنترل‌های داخلی عهده‌دار نقش‌های گوناگون هستند و در شرایط متفاوت به حل مسائل گوناگون کمک می‌کنند. در شرایط حاضر و با توجه به بحث‌های جاری در میان مراجع استانداردگذار از قبیل هیأت تدوین استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، بهتر است به نتایج این پژوهش و پژوهش‌های مشابه توجه شود. همچنین، شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران به این موضوع توجه داشته باشند که افزایش کیفیت کنترل‌های داخلی، به آنها در حل مسائل گوناگون و در شرایط متفاوت به حل مسأله‌های خاص شرکت کمک می‌کند. زمانی که مسأله اصلی شرکت موضوع نمایندگی و هزینه‌های نمایندگی باشد، کاهش نقاط ضعف کنترل‌های داخلی از طریق ایفای نقش کنترلی به تخفیف و کاهش در این مسأله منجر می‌شود.

۲- با توجه به نتایج حاصل از فرضیه اول و دوم این پژوهش به نهادهای مسئول پیشنهاد می‌شود، شرکت‌هایی را که حاوی ضعف با اهمیت در کنترل‌های داخلی هستند، ملزم به اصلاح این ضعف‌ها کنند. همچنین، به سرمایه‌گذاران توصیه

بهادار تهران و اینکه سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه است، تسری نتایج به سایر شرکت‌ها باید با احتیاط انجام گیرد.

۳- نتایج پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است؛ بنابراین، در تعمیم نتایج حاصل از پژوهش به کلیه شرکت‌های غیر بورسی، باید احتیاط لازم به عمل آید.

۴- ناقص بودن اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی برخی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس، به دلایلی نظیر مخدوش بودن فایل‌های موجود آنها و در نتیجه حذف آنها از جامعه آماری مورد بررسی

۵- قلمرو زمانی پژوهش برای بررسی تأثیر شکاف سهامداران کنترلی بر کارایی سرمایه‌گذاری، سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ بوده است و باید در تعمیم نتایج به دوره‌های قبل و بعد از آن، احتیاط شود.

۶- با توجه به ماده ۱۷ دستورالعمل کنترل‌های داخلی ناشران پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران مبنی بر اینکه حسابرس مستقل شرکت موظف است در گزارش خود به مجمع عمومی صاحبان سهام در خصوص استقرار و به‌کارگیری سیستم کنترل‌های داخلی مناسب و اثربخش به وسیله شرکت، با توجه به چارچوب کنترل‌های داخلی ذکرشده در فصل دوم این دستورالعمل، اظهار نظر کند که در تاریخ ۱۳۹۱/۰۲/۱۶ در ۱۸ ماده و ۲ تبصره به تصویب هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسید؛ بنابراین، به دلیل نبود اطلاعات مربوط به متغیرکنترل‌های داخلی در سال‌های قبل از ۱۳۹۱، قلمرو زمانی پژوهش برای بررسی تأثیر ضعف کنترل‌های داخلی بر کارایی سرمایه‌گذاری، سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۴ بوده است و

پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

با انجام هر کار علمی راه به سوی مسیر جدیدی باز می‌شود و ادامه راه مستلزم انجام پژوهش‌های دیگری است. بدین لحاظ پژوهش‌هایی که در ادامه نتایج این پژوهش، ضروری به نظر می‌رسد، به شرح زیر است:

۱- با توجه به اینکه در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های کمی در زمینه نقش و حضور سهامدار کنترل‌کننده نهایی انجام شده است، پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های بیشتری در این زمینه صورت گیرد. پژوهش‌های آتی می‌توانند متغیرهای دیگری علاوه بر کارایی سرمایه‌گذاری در این پژوهش، مانند محافظه‌کاری مشروط و غیرمشروط، بیش‌اطمینانی مدیران، مدیریت سود، توانایی مدیران و ... را بررسی کنند.

۲- پیشنهاد می‌شود سایر مؤلفه‌های کیفیت حسابرسی با کارایی سرمایه‌گذاری برای پژوهش‌های آتی بررسی شود؛ بنابراین، پژوهش‌های آتی می‌توانند متغیرهای دیگری علاوه بر متغیرهای بررسی‌شده در این پژوهش مانند دستمزد حساب‌سازان، سطح مهارت کارکنان مؤسسه حسابرسی، چرخش حسابرس و غیره را بررسی کنند. همچنین، پژوهش‌های آتی باید وضعیت بازار سرمایه را در دوره زمانی بین ارائه گزارش و واکنش بازار به آن ارزیابی کنند.

۳- به منظور انجام پژوهش‌های آتی نیز پیشنهاد می‌شود این پژوهش به تفکیک صنایع مختلف بورس انجام گیرد تا ویژگی‌های متفاوت صنایع و الزامات قانونی حاکم بر هر نوع خاص صنعت، در نظر گرفته شود و نتایج دقیق‌تری به دست آید.

می‌شود در تصمیم‌گیری‌های خود به این موضوع توجه ویژه داشته باشند. نتایج این پژوهش در اتخاذ رویکردهای گزارشگری نیز، برای مدیران مالی سودمند است. همچنین، بر تصمیمات تحلیلگران و سرمایه‌گذاران تأثیرگذار خواهد بود. همچنین، پیشنهاد می‌شود جامعه حسابداران رسمی و سازمان بورس اوراق بهادار بر کیفیت کنترل‌های داخلی شرکت‌ها نظارت بیشتری داشته باشند. به نظر می‌رسد دقت نظر و اعمال کنترل‌های اضافی بر شرکت‌هایی که دارای ضعف کنترل داخلی هستند، اهمیت دارد؛ بنابراین، مسئولان بازار سرمایه باید با وضع قوانین و مقررات سختگیرانه‌تری در جهت بهبود کیفیت کنترل‌های داخلی گام بردارند.

۳- با توجه به نتایج حاصل از فرضیه سوم این پژوهش، شرکت‌ها با کسب شناخت ارتباط بین شکاف سهامداران کنترلی و کارایی سرمایه‌گذاری، قادرند کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری را بالا ببرند و شرایط لازم حفظ منافع سرمایه‌گذاران را افزایش دهند که نتیجه آن بیشینه‌سازی ارزش شرکت و تکمیل وظایف ساختاری بازار سرمایه است.

۴- با توجه به نتایج حاصل از فرضیه سوم این پژوهش، پیشنهاد دیگر پژوهش حاضر این است که مالکان عمده شرکت‌ها، می‌توانند با در نظر گرفتن منافع شخصی خود، افق بلندمدت‌تری را پیش چشم خود ترسیم کنند. آنها با فشار بر مدیران، از کاهش سرمایه‌گذاری‌های ناکارآمد و خروج جریان‌های نقدی از شرکت جلوگیری و پروژه‌های سودآور را اجرا می‌کنند و در بلندمدت موجب افزایش قیمت سهام می‌شوند.

۴- در این پژوهش فقط شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شدند. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی، موضوع این پژوهش در سطح بین‌المللی (مثلاً با در نظر گرفتن چند کشور آسیایی) و یا کلیه شرکت‌های موجود در بازار ایران بررسی شود.

منابع

۱. اصلانی، عظیم. (۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی و روش‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد، دانشگاه علوم و تحقیقات تهران*.
۲. آقایی، محمد؛ گلجاریان، محمدعلی؛ نظری، کیانوش و امین اسدالهی. (۱۳۹۴). کنترل‌های داخلی مؤثر در شرکت‌های سرمایه‌گذاری از دیدگاه حسابرسان مستقل. *پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال پنجم، شماره ۱۷، صص ۱-۱۲*.
۳. بیات، علی؛ فرهادی، ندا و علی نوری. (۱۳۹۴). ارتباط بین افشای داوطلبانه اطلاعات حاکمیت شرکتی و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *چهارمین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت و اولین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری‌های باز*. تهران، همایشگران مهر اشراق.
۴. باباجانی، جعفر و مجید عبدی. (۱۳۸۹). رابطه حاکمیت شرکتی و سود مشمول مالیات شرکت‌ها. *پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۳، صص ۸۶-۶۵*.
۵. بادآور نهندی، یونس و سعید درخور. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و خالص سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۸، صص ۱۸۹-۱۶۷.
۶. حساس یگانه، یحیی و علیرضا شهریاری. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و محافظه‌کاری در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره ۲، صص ۹۴-۷۷*.
۷. حاجیها، زهره و سهیلا محمد حسین نژاد. (۱۳۹۴). عوامل تأثیرگذار بر نقاط ضعف با اهمیت کنترل داخلی. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال هفتم، شماره ۲۶، صص ۱۱۹-۱۳۷*.
۸. سجادی، حسین؛ فرازمنند، حسن و میثم جعفری‌پور. (۱۳۹۱). تأثیر سهامداران عمده و تغییرات سود بر فرایند هموارسازی سود در شرکت‌های بورسی. *بورس اوراق بهادار، سال پنجم، شماره ۲۰، صص ۸۴-۶۵*.
۹. صباغیان طوسی، امید؛ شریفی، آذین و زهرا محمدحسینی. (۱۳۹۴). بررسی اثر حق کنترل جریان‌های نقدی بر کفایت افشا و کیفیت اطلاعات صورت‌های مالی. *پژوهش‌های مدیریت و حسابداری، سال دهم، شماره ۱، صص ۶۷-۵۷*.
۱۰. کامیابی، یحیی و احسان بوژمهرانی. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و شکاف بین حق کنترل و حق مالکیت سهامدار کنترل‌کننده نهایی. *راهبرد مدیریت مالی، سال چهارم، شماره ۱۵، صص ۶۵-۴۵*.
۱۱. واعظ، سید علی و محسن رشیدی باغی. (۱۳۹۳). تأثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری. *پیشرفت‌های حسابداری، سال ششم، شماره ۲، صص ۱۹۵-۱۶۷*.

- Debt. *The Accounting Review*, Vol. 86, Pp. 1131–1156.
23. Feng, M., Li, C., and S. McVay. (2009). Internal Control and Management Guidance, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 48, No 3, Pp.190–209.
 24. Healy, P., and K. Palepu. (2001). Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 31, Pp. 405-440.
 25. Kaplan, N., and L. Zingales. (1998). Investment-Cash Flow Sensitivities are not Valid Measures of Financing Constraints. *Financial Economics*, Vol. 25, Pp. 420-437
 26. Kang, M., Lee, H. U., Lee, M. G., and J. C. Park. (2014). The Association between Related-Party Transactions and Control-Ownership Wedge: Evidence from Korea. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 29, Pp. 272–296.
 27. Lee, J., Cho, E., and H. Choi. (2016). The Effect Of Internal Control Weakness on Investment Efficiency, *The Journal of Applied Business Research*. Vol. 32, No 3, Pp. 649-661.
 28. Li, Q., and T. Wang. (2010). Financial Reporting Quality and Corporate Investment Efficiency: Chinese experience. *Nankai Business Review International*, Vol. 1, No 2, Pp. 197-213.
 29. Liu, S., Sun, P., and N. Liu. (2003). The Principle of Ultimate Ownership, Ownership Structure and Corporate Performance. *Economic Research Journal*, Vol. 7, No. 4, Pp. 51-62.
 30. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and R. Vishny. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance*, Vol. 57, No.3, Pp.1147-1170.
 31. Park, H., Chae, S., and M. Cho. (2016). Controlling Shareholders' Ownership Structure, Foreign Investors' Monitoring, and Investment Efficiency, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 13, No. 3, Pp. 159-170.
 32. Richardson, S. (2006). Over-Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, Vol. 11, No. 3, Pp. 159–189.
 12. Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins, W. R. Kinney, and R. LaFond. (2008). The Effect of SOX Internal Control Deficiencies and their Remediation on Accrual Quality, *The Accounting Review*. Vol. 83, No. 1, Pp. 50–217.
 13. Brous, P.A., and O. Kini. (1994). The Valuation Effects of Equity Issues and the Level of Institutional Ownership: Evidence from Analysts' Earnings Forecasts. *Finance Manage*, Vol. 15, No. 5, Pp. 33–46.
 14. Breandle, C. and j. Noll. (2005). On the Convergence of National Corporate Governance System. available at: www.ssrn.com.
 15. Biddle, G., Hilary, G. & R. S. Verdi. (2009). How Does Financial Reporting Quality Relate to Investments Efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 48, Pp. 112–131.
 16. Bushman, R., and A. Smith. (2001). Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 31, pp. 237–333.
 17. Christoph, V.D.E. (2016). Empowering the Audit Committee and the Auditor in Related Party Transactions. ECGI Working Paper Series in Law, available at: <http://ssrn.com/abstract=2801585>.
 18. Cheng, M., Dhaliwal, D., and Y. Zhang. (2013). Does Investment Efficiency Improve after the Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting? *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, Pp. 1–18.
 19. Chen, T., Xie, L., and Y. Zhang. (2017). How does Analysts' Forecast Quality Relate to Corporate Investment Efficiency?. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 43, Pp. 217–240.
 20. Das, S., and S. Pandit. (2010). Audit quality, life-cycle Stage and the Investment Efficiency of the Firm. www.ssrn.com.
 21. Doyle, J., W. Ge, and S. McVay. (2007). Accruals Quality and Internal Control over Financial Reporting. *The Accounting Review*, Vol. 82, Pp. 1141-1170.
 22. Dhaliwal, D., Hogan, C., Trezevant, R., and M. Wilkins. (2011). Internal Control Disclosures Monitoring, and the Cost of

36. Solomon, J.F., Solomon, A., and C. Park. (2002). The Role of Institutional Investors in Corporate Governance Reform in South Korea: Some Empirical Evidence. *Corporate Governance an International Review*, Vol. 3, No. 10, Pp. 211-224.
37. Xu, C., and Z. Zhou. (2016). The Study of Internal Control and Over-Investment on Corporate Credit Risk. *Procedia Computer Science*, Vol. 91, Pp. 109 – 113.
38. Xu, X., and T. Zhang. (2009). Corporate governance, Free Cash Flow and Ineffective Investment in China. *Journal of Finance and Economics*, Vol. 35, No. 10, Pp.47-58.
33. Sorin B., Danescu, A., Danescu, T., and M. Prozan. (2014). A Comparative Study of Well-established Internal Control Models. *Procedia Economics and Finance*, Vol. 15, No. 4, Pp. 1015 – 1020.
34. Sun, Y. (2016). Internal Control Weakness Disclosure and Firm Investment, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. Vol. 11, No. 2, Pp. 277–307.
35. Su, Q., and W. Zhu. (2003). Family Control of Listed Companies and Corporate Value. *Economic Research Journal*, Vol. 38, No. 8, Pp. 36-45.