

Contractionary Monetary Policy, Investment Inefficiency and the Role of Financial Information Comparability in Tehran Stock Exchange¹

Abdorreza Asadi², Atefeh Lashkari³

Received: 9 March 2024

Revised: 11 December 2025

Accepted: 13 December 2025

Published Online: 23 December 2025

Research Paper

Highlights

- Contractionary monetary policy significantly increases corporate investment inefficiency in the Tehran Stock Exchange.
- The inefficiency manifests primarily in the form of under-investment, reducing firms' growth potential.
- Financial information comparability moderates the adverse impact of monetary tightening on investment decisions.
- Firms with higher comparability experience weaker negative effects and maintain more efficient investment levels.
- Enhancing comparability of financial reporting is a practical tool to mitigate policy-induced inefficiencies.
- The study provides novel firm-level evidence from an emerging market context.

Abstract

The purpose of the research is to investigate the effect of government's monetary policies on the companies' investment inefficiency. In this regard, the moderating role of comparability of financial information, has been examined. The current research is categorized as an applied and descriptive-correlational research. The population of the research includes listed companies in Tehran Stock Exchange over the period of 2013-2021, after considering the criteria for selection, 102 companies with 918 observations are included to be investigated. The findings indicate that since the estimated coefficient of contractionary monetary policy is 0.173 and significant at the 99%, there is a significant positive relationship between the variable and companies' investment inefficiency, especially in the form of under-investment. Also, because of estimated coefficient for the interactive effect of financial information comparability equals to -0.152, and significant at the 95%, it shows that the variable has a significant moderating effect on the relationship between monetary policy and under-investment. In this regard, it is seen that contractionary monetary policy leads companies to under-investment. While the comparability of financial information can weaken the effect of this monetary policy on companies' under-investment. In other words, by increasing the comparability of financial information, the effect of contractionary monetary policies on the investment inefficiency tends to decrease. Therefore, both hypotheses of the study strongly have been confirmed. In the current research, investigating the effect of comparability of financial information as a moderator of the effect of the government's contractionary monetary policy on corporate investment can be considered as a novelty of the study.

Keywords: Contractionary Monetary Policy, Investment Inefficiency, Underinvestment, Comparability of Financial Information.

JEL Classification: C23, D53, E22, E44, E52, G32.

1. doi: [10.22034/JSE.2025.12402.2248](https://doi.org/10.22034/JSE.2025.12402.2248)

2. Associate Professor, Department of Management, Neyshabur Branch, Islamic Azad University, Neyshabur, Iran. (Corresponding Author). (Abdorrezaasadi@iau.ac.ir).

3. M.Sc. Department of Management, Neyshabur Branch, Islamic Azad University, Neyshabur, Iran. (atlashkari@yahoo.com).



Copyright © 2026 The Authors. Published by Securities and Exchange Organization. This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>). Non-commercial uses of the work are permitted, provided the original work is properly cited.

Cite This Article: Asadi, Abdorreza; Lashkari, Atefeh; (2026). Contractionary Monetary Policy, Investment Inefficiency and the Role of Financial Information Comparability in Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Securities Exchange*, 19 (74), 215-252.

<http://10.22034/JSE.2025.12402.2248>

Homepage: <https://journal.seo.ir>

Introduction

Monetary policy is a main instrument through which governments and central banks influence macroeconomic stability, liquidity, and inflation. In emerging economies such as Iran, contractionary monetary policy implemented through restrictions on credit supply, increases in interest rates, and reductions in liquidity has profound consequences for corporate financing and investment decisions. Tehran Stock Exchange (TSE), as the largest capital market in Iran, provides a unique context for examining these dynamics. Investment inefficiency, defined as deviations from optimal investment levels, manifests in two forms: over-investment and under-investment. While over-investment often occurs under expansionary monetary conditions, contractionary policies tend to push firms toward under-investment, leading them to abandon projects with positive net present value. This inefficiency undermines firm performance and broader economic growth.

The literature emphasizes the role of financial reporting quality in mitigating inefficiencies. High-quality, comparable financial information reduces information asymmetry, enhances monitoring, and lowers agency costs. Comparability allows investors and creditors to evaluate firms consistently, thereby improving access to external financing and enabling managers to make more efficient investment decisions. Despite extensive global research, limited evidence exists in the Iranian context regarding the moderating role of financial information comparability.

This study addresses two research questions:

1. Does contractionary monetary policy increase investment inefficiency among firms listed on the TSE?
2. Does financial information comparability moderate the relationship between contractionary monetary policy and investment inefficiency?

By answering these questions, the study contributes to both academic literature and policy debates, offering insights for regulators, managers, and investors in emerging markets.

Methodology

The research adopts an applied and descriptive-correlational design. The population consists of all firms listed in Tehran Stock Exchange between 2013 and 2021. After applying selection criteria, 102 firms with 918 firm-year observations were included.

- **Research design:** Quantitative panel data analysis with fixed effects.
- **Sample size:** 102 firms, 918 observations.

- **Variables:**
 - Dependent variable: Investment inefficiency, measured by deviations from expected investment levels.
 - Independent variable: Contractionary monetary policy, proxied by macroeconomic indicators such as liquidity growth, interest rate changes, and credit supply restrictions.
 - Moderating variable: Financial information comparability, measured using accounting comparability indices derived from firms' financial statements.
- **Control variables:** Firm size, leverage, profitability, and industry characteristics.
- **Data sources:** Secondary data from published financial statements and macroeconomic indicators.
- **Ethical considerations:** As the study relies on publicly available secondary data, no human participants were directly involved.

The analytical approach ensures robustness by controlling for firm-specific heterogeneity and industry effects. The design allows replication and provides sufficient detail for evaluating the validity of the findings.

Results

The empirical analysis confirms both hypotheses:

- **Effect of contractionary monetary policy:** The estimated coefficient is 0.173, significant at the 99% confidence level. This indicates a strong positive relationship between monetary tightening and investment inefficiency, particularly under-investment. Firms facing restricted liquidity and higher financing costs reduce capital expenditures below optimal levels.
- **Moderating role of financial information comparability:** The interactive effect yields a coefficient of -0.152 , significant at the 95% confidence level. This demonstrates that comparability significantly weakens the adverse impact of contractionary monetary policy. Firms with more comparable financial information experience less under-investment, as transparency and consistency facilitate better access to external financing and reduce uncertainty in investment decisions.

These findings provide robust evidence that contractionary monetary policy increases investment inefficiency, but financial information comparability mitigates this effect.

Discussion

The results highlight the dual role of monetary policy and financial reporting quality in shaping corporate investment behavior. Contractionary monetary policy, while necessary for macroeconomic stability, imposes financing constraints that lead firms to abandon value-creating projects. This under-investment reduces overall economic efficiency and growth potential.

Financial information comparability emerges as a critical mitigating factor. Comparable financial statements enable investors and creditors to evaluate firms more reliably, thereby lowering information asymmetry and agency costs. This improves firms' ability to secure financing even under restrictive monetary conditions.

The findings align with international studies (Biddle et al; 2009; Chen et al; 2011; Yang et al; 2021) that emphasize the importance of accounting quality in investment efficiency. However, the Iranian context adds novelty, as the capital market is heavily influenced by political instability, sanctions, and macroeconomic volatility. The study demonstrates that even in such environments, improving financial information comparability can enhance investment efficiency.

Limitations include reliance on secondary data and focus on listed firms, which may not fully capture dynamics in private or smaller enterprises. Future research could explore behavioral biases of managers, governance structures, and cross-country comparisons.

Conclusions

This study provides empirical evidence from the Tehran Stock Exchange on the interaction between contractionary monetary policy and financial information comparability. The key conclusions are:

1. Contractionary monetary policy significantly increases investment inefficiency in the form of under-investment.
2. Financial information comparability moderates this relationship, reducing the negative impact of monetary tightening.
3. Enhancing comparability of financial information should be prioritized by regulators, auditors, and firms to improve investment efficiency, particularly during periods of monetary contraction.

Policy Implications:

- The Central Bank of Iran should consider the unintended consequences of contractionary policies on corporate investment and design complementary measures to support firms' financing capacity.

- The Securities and Exchange Organization (SEO) should strengthen accounting standards and enforcement mechanisms to improve comparability across firms.
- Corporate managers should invest in transparent and comparable financial reporting practices to mitigate financing constraints and sustain investment efficiency.

Contribution and Novelty

The novelty of this research lies in examining the moderating role of financial information comparability in the relationship between contractionary monetary policy and investment inefficiency within the Tehran Stock Exchange. While prior studies have focused on macroeconomic outcomes of monetary policy, this study provides firm-level evidence and highlights the importance of accounting comparability as a strategic tool to counteract policy-induced inefficiencies.

Ethical Considerations

This study was conducted in full compliance with the principles of research ethics. Ethical approval was obtained under code 1234/404 from the Ethics Committee of the Faculty/Islamic Azad University, Neyshabur Branch. All authors confirm that ethical standards were observed throughout the conduct and publication of this research.

Authors' Contributions

Data Collection: Atefeh Lashkari

Research Report Preparation: Abdorreza Asadi

Data Analysis: Abdorreza Asadi

For the article derived from the master's thesis, the contributions of the authors are approximately as follows:

First Author (Thesis Supervisor): Conceptualization, Methodology Research design, Supervision of research procedures, Visualization, Investigation, Verification and Controlling the results, Revision, Execution of experiments and Finalization of the manuscript, statistical analysis of data, interpretation of information and results, and Writing- Reviewing and Editing.

Second Author: Preparation and organization of samples and data collection. Using software, providing assistance in performing statistical

analysis, Performing calculations. Data curation, Writing the original draft preparation.

Conflict of Interest

The authors declare that there is no conflict of interest regarding this study.

Funding

This research did not receive any financial support.

Acknowledgments

No acknowledgments are included in this article.



سازمان بورس و اوراق بهادار، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال نوزدهم، شماره ۷۴، تابستان ۱۴۰۵، صص ۲۵۲-۲۱۵

سیاست پولی انقباضی، ناکارایی سرمایه گذاری و نقش قابلیت مقایسه

اطلاعات مالی در بورس اوراق بهادار تهران^۱

عبدالرضا اسعدی^۲، عاطفه لشکری^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۲/۱۹ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۴/۰۹/۲۰

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۹/۲۲ تاریخ انتشار: ۱۴۰۴/۱۰/۰۲

مقاله پژوهشی

نکات برجسته

- سیاست پولی انقباضی به طور قابل توجهی ناکارآمدی سرمایه گذاری شرکتها را در بورس اوراق بهادار تهران افزایش می دهد.
- این ناکارآمدی در درجه اول به شکل سرمایه گذاری کمتر از حد لازم خود را نشان می دهد و پتانسیل رشد شرکتها را کاهش می دهد.
- قابلیت مقایسه اطلاعات مالی، تأثیر نامطلوب انقباض پولی بر تصمیمات سرمایه گذاری را تعدیل می کند.
- شرکت هایی که قابلیت مقایسه بالاتری دارند، اثرات منفی کمتری را تجربه می کنند و سطوح سرمایه گذاری کارآمدتری را حفظ می کنند.
- افزایش قابلیت مقایسه اطلاعات مالی، ابزاری عملی برای کاهش ناکارآمدی های ناشی از سیاست های پولی دولت است.
- این مطالعه شواهد جدیدی در سطح شرکت در یک بازار نوظهور ارائه می دهد.

چکیده

هدف از انجام این پژوهش بررسی تاثیر سیاست های پولی دولت بر ناکارایی سرمایه گذاری شرکتها است. در این راستا نقش تعدیل گر قابلیت مقایسه اطلاعات مالی نیز مورد بررسی قرار گرفته است. پژوهش حاضر از نوع پژوهش های کاربردی و توصیفی-همبستگی قلمداد می شود. جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ است، که تعداد ۱۰۲ شرکت با ۹۱۸ مشاهده (سال-شرکت) مورد بررسی قرار گرفته اند. یافته ها نشان می دهد از آنجا که ضریب برآورد شده برای سیاست پولی انقباضی ۰/۱۷۳ و در سطح اطمینان ۹۹ درصد نیز معنادار است، که می توان رابطه مثبت معناداری با ناکارایی سرمایه گذاری به ویژه در شکل کم سرمایه گذاری برای آن مشاهده کرد. همچنین چون ضریب برآورد شده برای اثر تعاملی مقایسه پذیری اطلاعات مالی معادل ۰/۱۵۲- شده که در سطح اطمینان ۹۵ درصد نیز معنادار است، نشان می دهد این متغیر اثر تعدیل گر معنی داری بر رابطه میان سیاست پولی و کم سرمایه گذاری دارد. بر این اساس مشاهده می شود سیاست پولی انقباضی، شرکتها را به سمت سرمایه گذاری کمتر سوق می دهد. این در حالی است که مقایسه پذیری اطلاعات مالی شرکتها می تواند اثر این سیاست پولی را بر سرمایه گذاری کمتر آنها تضعیف کند. به عبارت دیگر با افزایش قابلیت مقایسه اطلاعات مالی، اثر سیاست های پولی انقباضی بر ناکارایی سرمایه گذاری شرکتها کاهش می یابد. بنابر این هر دو فرضیه این پژوهش مورد تایید قرار گرفته اند. در این پژوهش بررسی اثر تعدیل گر قابلیت مقایسه اطلاعات مالی بر رابطه میان سیاست پولی انقباضی دولت و ناکارایی سرمایه گذاری شرکتها می تواند به عنوان دانش افزایی مطالعه قلمداد شود.

واژه های کلیدی: سیاست پولی انقباضی، ناکارایی سرمایه گذاری، کم سرمایه گذاری، قابلیت مقایسه اطلاعات مالی. طبقه بندی موضوعی: C23, D53, E22, E44, E52, G32

doi: 10.22034/JSE.2025.12402.2248

۲. دانشیار، گروه مدیریت، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران. (نویسنده مسئول).

(Abdorrezasadi@iau.ac.ir).

۳. کارشناس ارشد مدیریت مالی، گروه مدیریت، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران. (atlashkary@yahoo.com).

حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۵. ناشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله

و با رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.



Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license

(https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

استناد: اسعدی، عبدالرضا؛ لشکری، عاطفه؛ (۱۴۰۵). سیاست پولی انقباضی، ناکارایی سرمایه گذاری و نقش قابلیت مقایسه اطلاعات

مالی در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۱۹ (۷۴)، ۲۵۲-۲۱۵.

https://10.22034/JSE.2025.12402.2248

Homepage: https://journal.seo.ir

مقدمه

دولت‌ها به منظور کنترل حجم نقدینگی، مهار تورم و پایداری و ثبات اقتصادی سیاست‌های پولی را از طریق بانک مرکزی اعمال می‌کنند. اعمال این سیاست‌های پولی با تغییر حجم نقدینگی در دسترس مردم و بنگاه‌های اقتصادی، می‌تواند بر فرآیند سرمایه‌گذاری و تامین مالی این بنگاه‌ها اثرگذار باشد. کنترل نرخ بهره (سود) و پایه پولی و عرضه تسهیلات بانکی بعنوان بخشی از این سیاست‌های پولی می‌تواند موجب تغییراتی در تصمیمات سرمایه‌گذاری کوتاه مدت و بلندمدت شرکت‌ها شود. بر این اساس، پژوهشگران معتقدند که یکی از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، نوع سیاست‌های پولی دولت‌ها است (هی، وو، ژونگ، ژیا، یو و ژیانگ^۱، ۲۰۱۹؛ لیندرس^۲، ۲۰۰۷؛ تان و ما^۳، ۲۰۱۶)، زیرا اعمال سیاست‌های پولی متفاوت بالتبع موجب انتخاب‌های متفاوت بنگاه‌های اقتصادی در شیوه‌های تامین مالی و سرمایه‌گذاری آنها می‌شود (اشکراف و کامپلو^۴، ۲۰۰۷). در شرایط سیاست پولی انبساطی، شرکت‌ها برای تامین انتظارات بازدهی مالکان، انگیزه زیادی برای بیش سرمایه‌گذاری خواهد داشت (چن، سان، تانگ و وو^۵، ۲۰۱۱) که در نتیجه اعمال آن ناکارایی سرمایه‌گذاری بروز خواهد کرد (تان، یو و ما^۶، ۲۰۱۸). در شرایطی که سیاست پولی انقباضی است، منابع بازار سرمایه و اعتبارات بانکی و در نتیجه نقدینگی شرکت‌ها کاهش یافته و هزینه تامین مالی آنها افزایش می‌یابد، که بدنبال خود ریسک‌های بحران مالی شرکت‌ها را نیز به دنبال دارد (دگریو، کیک و کوتر^۷، ۲۰۰۸). شرکت‌ها در چنین شرایطی میزان سرمایه‌گذاری خود را به دلیل کمبود منابع محدود می‌کنند که به سرمایه‌گذاری کمتر از حد بهینه می‌انجامد. بنابر این اعمال سیاست‌های پولی انقباضی از سوی بانک مرکزی با اثرگذاری بر حجم نقدینگی، منابع مالی در اختیار شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی را کاهش داده و در چنین شرایطی شرکت‌ها با کاهش سطح فعالیتها روبرو شده و منابع داخلی آنها نیز تحت تاثیر قرار می‌گیرد. در این شرایط اولویت تصمیمات مدیران بر کاستن از حجم سرمایه‌گذاریهای پیش رو خواهد بود. به طور قطع در این

1 He, Wu, Zhong, Xia, Yu & Jiang

2 Lyandres

3 Tan & Ma

4 Ashcraft & Campello

5 Chen, Sun, Tang & Wu

6 Tan, Yu, & Ma

7 De Graeve, Kick, & Koetter

وضعیت شرکت‌ها ناچارند از طرح‌های سرمایه‌گذاری ارزش آفرین خود صرف‌نظر کنند که به ناکارایی سرمایه‌گذاری‌های آنها می‌انجامد. از سوی دیگر، بدهی‌های ناشی از تأمین مالی بیش از حد، توانایی تأمین مالی مجدد و ظرفیت بدهی را کاهش می‌دهد که این موضوع نیز متعاقباً بر سطح سرمایه‌گذاری مطلوب شرکت‌ها در آینده تأثیر چشمگیری دارد (یانگ، لو و تان^۱، ۲۰۲۱). رستی، روسو و گالیگتی^۲ (۲۰۱۳) نشان دادند در چنین شرایطی شرکت‌ها به دنبال سیاست‌های سخت‌گیرانه رفته که منجر به کاهش شدید عملکرد تجاری و جریان نقدی داخلی آنها و مشکلات تأمین مالی می‌شود، که شرکت‌ها را به کنار گذاشتن پروژه‌های سرمایه‌گذاری با NPV مثبت سوق می‌دهد.

از طرف دیگر بنگاههای اقتصادی و شرکت‌ها برای انتخاب فرصتهای سرمایه‌گذاری مطلوب خود برای کسب بازدهی لازم و تأمین انتظارات مالکان و سهامداران متکی به اطلاعات مالی هستند که مدیران از آن برای اتخاذ تصمیمات مناسب سرمایه‌گذاری خود استفاده می‌کنند (وقفی و کامران‌راد، ۱۳۹۹). بسیاری از محققان حوزه مالی کیفیت این اطلاعات مالی و حسابداری را با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مرتبط دانسته‌اند. بهارمقدم و جوکار (۱۳۹۷) اشاره دارند که اطلاعات حسابداری باکیفیت، یکی از منابع مهم اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران است که می‌تواند تأثیر مهمی بر تصمیم‌های بهینه سرمایه‌گذاران داشته باشد. از پایه می‌توان ریشه بروز شرایطی چون بیش سرمایه‌گذاری یا کم سرمایه‌گذاری را در برخی از نواقص بازار سرمایه مانند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی جستجو کرد (حجازی و فرهادی، ۱۳۹۶). اطلاعات مالی و حسابداری باکیفیت‌تر، موجب نظارت بهتر شده و در نتیجه با کاهش هزینه‌های نمایندگی، مدیران را پاسخگوتر می‌کند و می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد، در نتیجه می‌تواند مشکلات ناشی از سرمایه‌گذاری‌های بیش از حد و کم‌تر را تا حد زیادی تقلیل دهد (یانگ و همکاران، ۲۰۲۱).

افزون بر این، مقایسه‌پذیری این اطلاعات می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را با توانمندسازی مدیران برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری بهتر بهبود بخشد (گماریز و ساجزبالستا^۳، ۲۰۱۴)؛ از سوی دیگر مطالعات نشان داده است که قابلیت مقایسه صورتهای مالی می‌تواند شرکت‌ها را به

1 Yang, Lu & Tan

2 Riccetti, Russo & Gallegati

3 Gomariz, & Sánchez Ballesta

استفاده بیشتر از فرآیندهای نوآورانه ترغیب کند و دانش و اطلاعات در اختیار شرکت‌های رقیب را برای کارآیی بالاتر تصمیم‌گیری‌های خود در انتخاب طرح‌های سرمایه‌گذاری مورد تحلیل و استفاده قرار دهد (تسنگ و ژونگ^۱، ۲۰۲۴). بنابراین انتظار می‌رود در دوره سیاست‌های انقباضی پولی، بهبود قابلیت مقایسه اطلاعات مالی بتواند محتوای اطلاعاتی و ارزش منابع را برای کاربران اطلاعات افزایش داده و با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، بهبود تأمین مالی از طریق انتشار سهام و تأمین بدهی شرکت‌ها را در پی داشته و در نهایت به کاهش سرمایه‌گذاری ناکافی کمک کند (یانگ و همکاران، ۲۰۲۱). هانگ و یان^۲ (۲۰۲۰) نیز نشان دادند که بهبود قابلیت مقایسه اطلاعات مالی می‌تواند به کاهش چشمگیر هزینه سرمایه شرکت‌ها منجر شود و با بهتر شدن ترکیب ساختار مالی، سرمایه‌گذاری‌های ناشی از این منابع به سمت کارآیی بیشتر سوق یابند. بنابر این کیفیت اطلاعات عامل مهمی در کارآیی سرمایه‌گذاری شرکت‌هاست.

اگر چه برخی مطالعات نشان داده‌اند که وجود سوگیریهای رفتاری منفعت‌طلبانه هیأت‌مدیره و مدیرعامل نیز می‌تواند به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بیانجامد و شرکت‌هایی که بتوانند این سوگیری‌های رفتاری را کنترل کنند به کارآیی سرمایه‌گذاری بهتری دست می‌یابند (فلاح، حمیدیان و نورالله‌زاده، ۱۴۰۰).

مطالعات زیادی در مورد سیاست پولی و سطح سرمایه‌گذاری، فرصت سرمایه‌گذاری، هزینه سرمایه‌گذاری و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی انجام شده است (کیم و کونگ^۳، ۲۰۱۷؛ موین و پالتیکونوف^۴، ۲۰۱۳)، همچنین صادقی شاهدانی، عسکری، موسویان و کریمی ریزی (۱۳۹۹) اثر توسعه بازار سرمایه را بر سیاست‌های پولی و مالی دولت‌ها مورد مطالعه قرار دادند اما تاکنون مطالعات کمتری پیرامون اثر سیاست‌های پولی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران انجام شده است. بررسی پیشینه پژوهش در رابطه با سیاست‌های پولی نشان می‌دهد که بیشتر این مطالعات در زمینه تأثیر سیاست‌های پولی بر متغیرهای کلان اقتصادی مانند اشتغال، تولید، تورم و ارزش‌افزوده صنایع بوده است (شهبازی‌غیائی، نظریور و فراهانی‌فرد، ۱۳۹۷؛ طاهری‌فرد و موسوی آزادکسمایی، ۱۳۸۷). همچنین بررسی عوامل مؤثر بر کارایی و ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بسیار مهم و حیاتی است زیرا اطلاعات کافی در بازار و انعکاس به موقع

1 Tseng & Zhong

2 Huang & yan

3 Kim & Kung

4 Moyan & Platikanov

و سریع آن بر قیمت اوراق بهادار، ارتباط تنگاتنگی با کارایی سرمایه‌گذاری دارد. چنان‌که مطالعات داخلی نشان می‌دهد که کیفیت اطلاعات حسابداری منجر به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری و کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد می‌شود (عجم و لشگری، ۱۴۰۰؛ سهیلی‌فر، رمضان‌احمدی، جرجرزاده و نصیری، ۱۴۰۱). بنابر این با توجه به اهمیت نقش سیاست‌های پولی در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، مطالعه حاضر در پی یافتن ارتباط میان سیاست‌های پولی انقباضی دولت و بانک مرکزی با ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین بررسی تأثیر قابلیت مقایسه اطلاعات مالی به‌عنوان یکی از ویژگی‌های کیفی این اطلاعات بر رابطه میان سیاست‌های پولی انقباضی و ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها هدف بعدی این پژوهش است. نتایج این پژوهش می‌تواند به مدیران، سرمایه‌گذاران، سهامداران و استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی کمک کند که اقداماتی را در جهت افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از طریق بالابردن کیفیت اطلاعات مالی و مقایسه‌پذیری آنها به‌ویژه در شرایطی که سیاست‌های پولی انقباضی اعمال می‌شود، در پیش گیرند.

مبانی نظری تدوین فرضیه‌ها و پیشینه پژوهش

سیاست‌های پولی دولت‌ها بیشتر با در نظر داشتن نوسانات اقتصادی به یکی از دو شکل سیاست پولی انبساطی یا انقباضی اعمال می‌شوند. در شرایط سیاست‌های انقباضی با محدود شدن منابع مالی بازارهای پول و سرمایه و امکان کمتر برای تأمین مالی پروژه‌ها به‌ویژه از طریق انتشار اوراق بدهی و اعتبارات بانکی، محیط مالی و عملیاتی شرکت‌ها محدودتر شده و شرکت‌ها با عدم اطمینان بیشتری در فضای عملیاتی و کسب و کار و نیز محدودیت‌های بیشتر تأمین مالی مواجه می‌شوند و ریسک‌های عملیاتی، هزینه تأمین مالی و بحران مالی و نقدینگی شرکت‌ها افزایش می‌یابد. در چنین شرایطی شرکت‌ها به دلیل کاهش توان تأمین مالی خود، به کنار گذاشتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب و کارآمد روی می‌آورند (تان و همکاران، ۲۰۱۸).

برخی پژوهشگران مانند ریچاردسون^۱ (۲۰۰۶) معتقدند که در شرایط واقعی بازار سرمایه، قسمت بزرگی از سرمایه‌گذاری‌های سالانه شرکت‌ها نتیجه مورد انتظار را در پی ندارد و به عبارت

1 Richardson

دیگر ناکارآمد است و مدیران نمی‌توانند از منابع مالی خود به صورت بهینه سرمایه‌گذاری‌هایی را انتخاب و اجرا کنند که بتواند منافع صاحبان سهام را تامین کند. در این زمینه هر چه اطلاعات مالی در دسترس مدیران و سرمایه‌گذاران و توانایی تحلیل این اطلاعات برای آنها بیشتر و از کیفیت بالاتری برخوردار باشد، انتظار می‌رود انتخاب نامطلوب سرمایه‌گذاری‌ها کاهش یابد. بنابراین قابلیت مقایسه اطلاعات ویژگی است که به استفاده‌کنندگان در شناسایی و درک شباهت‌ها و تفاوت‌های شرکت‌ها و پروژه‌های سرمایه‌گذاری کمک می‌کند. این ویژگی باعث می‌شود تخصیص منابع مالی و انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری به نحو کاراتری صورت گیرد (چن، یانگ و ژوانگ^۱، ۲۰۱۳).

طی دهه‌های اخیر، اقتصاد ایران با نوسانات زیادی در فعالیتهای اقتصاد کلان مواجه شده است. فعالیتهای بانکی نیز یکی از این نوسانات و علل بی‌ثباتی و وجود بحران‌های مالی در کشور است. نظام بانکی کشور طی دهه‌های اخیر با مسائل مختلفی همچون ملی شدن بانک‌ها، مدیریت دولتی آنها، کنترل دستوری نرخ سود بانکی، تحمیل سیاست‌های تکلیفی و پرداخت تسهیلات غیر متعارف و گسترش فساد روبرو بوده است. از سوی دیگر افزایش بدهی دولت به بانک‌ها، سبب رشد بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی شده و این موضوع پایه پولی کشور و نقدینگی در اقتصاد ایران را به صورت چشمگیری افزایش داده است. طی این چند دهه به دلیل سلطه مالی دولت بر بانک مرکزی و فقدان یک سیاست با ثبات پولی، جامعه شاهد بی‌ثباتی اقتصادی، نوسانات شدید در متغیرهای پولی و مالی و استمرار تورم مزمن بوده است، به گونه‌ای که این وضعیت فضای کسب و کار و فعالیتهای بنگاه‌های اقتصادی را به شدت تحت تاثیر قرار داده است (محمودی‌نیا، ۱۳۹۸).

سازمان بورس اوراق بهادار تهران نیز به عنوان یکی از مهم‌ترین سازمان‌های مالی متاثر از سیاست‌های پولی و مالی دولت، در دهه‌های اخیر فضای پر تنش همراه با نوسانات شدیدی را برای سرمایه‌گذاران و فعالین این بازار ایجاد کرده است. این ریسک ناشی از بی‌ثباتی شرایط اقتصادی که خود تا حد زیادی متاثر از شرایط سیاسی حاکم بر جامعه و فشارهای اقتصادی از جمله تحریم‌های وضع شده بر اقتصاد ایران بوده است، موجب شده فضای حاکم بر فعالیت شرکت‌ها و فرآیندهای تامین مالی و سرمایه‌گذاری‌های آنها با محدودیت‌های شدیدی روبرو

1 Chen, Young, & Zhuang

شود. در این شرایط شاهد خروج سرمایه‌های حقیقی از بازار سرمایه و ورود آنها به فعالیت‌های غیرمولد و سفته‌بازی یا فعالیت‌های منجر به پولشویی هستیم. از سوی دیگر منابع مالی موسسات وابسته به دولت مانند صندوق‌های بازنشستگی نیز با ناکارآمدی شدید از بازار سرمایه خارج شده است. همه این موارد و مشکلات دیگری که ناشی از مدیریت‌های ناکارآمد و ضعف سیستم‌های نظارتی است، موجب شده اثر سیاست‌های پولی و مالی دولت بر فعالیت‌های شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی به طور مضاعفی تشدید شود.

مطالعات زیادی تاکنون در مورد اثر سیاست‌های پولی و سطح سرمایه‌گذاری، هزینه سرمایه‌گذاری و حساسیت به جریانات نقدی سرمایه‌گذاری‌ها انجام شده است (دوچین، اوزباس و سنسوی^۱، ۲۰۱۰؛ کیم و کونگ، ۲۰۱۷). همچنین پژوهش‌ها نشان داده است که عدم قطعیت و نااطمینانی در سیاست‌های اقتصادی دولت به‌ویژه اعمال سیاست‌های پولی بانک مرکزی، می‌تواند به نااطمینانی در تصمیمات مالی شرکت‌ها منجر شده و ناکارایی بیشتر سرمایه‌گذاری آنها را به دنبال داشته باشد (گارسیا گومز، دمیر، استیپان و پوپسکو^۲، ۲۰۲۳). همچنین اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و پولی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به ویژه برای شرکت‌های وابسته به دولت و آنهایی که از مالکیت مدیریتی کمتر و حساسیتی خارجی ضعیف‌تری برخوردارند، تشدید می‌شود (هو، تانگ، وانگ و ژانگ^۳، ۲۰۲۱). بر این اساس هنگامی که سیاست پولی انقباضی و سختگیرانه اعمال می‌شود، نقدینگی بانک و عرضه تسهیلات بانکی کاهش می‌یابد و هزینه تأمین مالی شرکت‌ها روبه فزونی می‌گذارد. در این شرایط تصمیم‌گیرندگان شرکت در انتظارات خود از بازار آینده بدبین‌تر هستند و وضعیت مالی شرکت‌ها در معرض بحران قرار می‌گیرند (دی‌گریو و همکاران، ۲۰۰۸). برخی از شرکت‌ها میزان سرمایه‌گذاری‌های خود را به دلیل کمبود منابع مالی کاهش داده و مخارج خود را محدود می‌کنند، و موقعیت‌های مناسب سرمایه‌گذاری به علت محدودیت مالی از دست می‌رود. افزون بر این، مازاد بدهی ناشی از تأمین مالی بیش‌ازحد در زمان سیاست پولی انبساطی، توانایی تأمین مالی شرکت را در محدودتر می‌کند و بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد. ریسیتی و همکاران (۲۰۱۳) نشان دادند با تغییر سیاست پولی از انبساطی به انقباضی، یک مکانیسم بازخورد منفی (ارزش خالص کاهش می‌یابد

1 Duchin, Ozbas & Sensoy

2 García-Gómez, Demir, Esteban & Popesko

3 Hou, Tang, Wang & Xiong

– توانایی تأمین مالی کاهش می‌یابد – تنش جریان نقدی افزایش می‌یابد – ارزش خالص پروژه‌ها کاهش بیشتری می‌یابد) که بین شرکت‌ها و شرکت‌های وابسته ایجاد می‌شود، تأثیر سیاست انقباضی را تشدید می‌کند و منجر به مشکلات تأمین مالی خارجی می‌شود (یانگ و همکاران، ۲۰۲۱). از سوی دیگر مطالعات نشان داده است که کارآیی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به عرضه پول و نرخ‌های بهره تعیین شده از سوی بانک مرکزی واکنش‌های غیر عادی نشان می‌دهند. وقتی دولت‌ها به عرضه پول و تغییر نرخ بهره اقدام می‌کنند، شرکت‌ها به بیش سرمایه‌گذاری تمایل بیشتری نشان می‌دهند. البته تنظیم عرضه پول و نرخ بهره تا زمانی که اصلاحات مالی گسترده در اقتصاد انجام نشود نمی‌تواند به ثابت تصمیمات مالی شرکت‌ها منجر شود (وان و لی^۱، ۲۰۲۳). بر این اساس، نخستین فرضیه این پژوهش برای بررسی رابطه سیاست پولی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به صورت زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: سیاست پولی انقباضی رابطه معناداری با ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد.

مطالعات انجام شده پیرامون اثر کیفیت اطلاعات مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر بر تأثیر ویژگی‌های کیفی این اطلاعات بر کارایی سرمایه‌گذاری متمرکز است. بیدل، هیلاری و وردی^۲ (۲۰۰۹) دریافتند که اطلاعات حسابداری با شفافیت بالا می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سهامداران شرکت را کاهش دهد و از اینرو به مالکان کمک می‌کند تا بر تصمیمات مدیران نظارت بیشتری داشته باشند. این در حالی است که مطالعات دیگری نشان داد که افزایش شفافیت اطلاعات رابطه‌ای منفی با کارآیی سرمایه‌گذاری دارد، به گونه‌ای که شفافیت بیشتر اطلاعات به ناکارایی سرمایه‌گذاری‌ها منجر می‌شود (باتاچاریا، دائوک و ولکر^۳، ۲۰۰۳). ایزلی و اوهارا^۴ (۲۰۰۴) دریافتند که محافظه‌کاری حسابداری نه تنها هزینه‌های تأمین مالی خارجی و در نتیجه محدودیت‌های تأمین مالی را کاهش می‌دهد بلکه از درجه عدم تقارن اطلاعاتی نیز کاسته و از بروز سرمایه‌گذاری‌های ناکارآ جلوگیری می‌کند. همچنین گارسا لارا، گارسا اوسما و پنالوا^۵ (۲۰۱۶) دریافتند که محافظه‌کاری حسابداری نه تنها به طور مؤثری

1 Wan & Lee

2 Biddle, Hilary & Verdi

3 Bhattacharya, Daouk & Welker

4 Easley & Ohara

5 Garcia Lara, Garca Osma & Penalva

سرمایه‌گذاری کم را مهار می‌کند بلکه سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد را نیز کاهش می‌دهد. با این حال، برخی از مطالعات تجربی نشان داده‌اند که محافظه‌کاری حسابداری اثرات متفاوتی بر سرمایه‌گذاری کم‌تر و بیش‌تر ازحد دارد. در مطالعه دیگری وانگ^۱ (۲۰۱۵) دریافت که محافظه‌کاری حسابداری از یک سو می‌تواند از سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد جلوگیری می‌کند و موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود، اما از سوی دیگر، ممکن است سرمایه‌گذاری کمتر از حد را تشدید کند و کارایی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. قابلیت مقایسه اطلاعات شرکت‌ها و نیز دوره‌های متفاوت عملکرد یک شرکت، برای آشکار کردن شباهت‌ها و تفاوت‌های عملکردی شرکت‌ها سودمندتر است و می‌تواند اطلاعات باکیفیت بالاتری را در اختیار کاربران خارجی آن قرار دهد و ریسک سرمایه‌گذاری آن‌ها را تقلیل دهد. پیش‌بینی مناسب و بهبود محیط اطلاعاتی شرکت و کاهش عدم اطمینان، در درک مدیران از شرایط بازار برای تشخیص پروژه‌های سرمایه‌گذاری مناسب و افزایش کارایی در تصمیمات سرمایه‌گذاری مفید واقع می‌شود (چن و همکاران، ۲۰۱۳).

ژیانگ^۲ (۲۰۱۲) استدلال می‌کند زمانی که دولت‌ها اهداف سیاسی، اقتصادی و اجتماعی خود را بر شرکت‌ها تحمیل می‌کنند، کارایی استفاده از منابع شرکت‌ها تضعیف می‌شود و بیشتر شرکت‌ها که برای تامین مالی پروژه‌های خود به وام‌های بانکی متکی هستند، در چنین شرایطی تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را تحت تاثیر سیاست‌های دولت تغییر خواهند داد. در این زمینه مطالعات نشان داد که سیاست پولی انقباضی به‌طور قابل‌توجهی موجب کم‌سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شود و قابلیت مقایسه اطلاعات مالی و حسابداری می‌تواند به‌طور موثری کم‌سرمایه‌گذاری ناشی از این سیاست پولی را کاهش داده و بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر گذارد. کیفیت گزارشگری مالی بهتر پیامدهای اقتصادی چشمگیری از نظر تخصیص کارآمد منابع خواهد داشت که منجر به بهبود تصمیم سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شود (حسین^۳، ۲۰۱۷).

به‌طور کلی، بهبود قابلیت مقایسه اطلاعات مالی می‌تواند محتوای اطلاعاتی را برای کاربران این اطلاعات افزایش دهد، همچنین کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند موجب بهبود تأمین

1 Wang

2 Xiong

3 Houcine

مالی از طریق فروش سهام و تأمین مالی بدهی شرکت‌ها شده و کم‌سرمایه‌گذاری را کاهش دهد. همچنین می‌تواند حساسیت شرکت‌ها را نسبت به فرصت‌های سرمایه‌گذاری افزایش دهد. افزون بر این قابلیت مقایسه بهتر اطلاعات مالی می‌تواند با کاهش هزینه‌های بدهی و فرآیند آسان‌تر نظارت بر فعالیت‌های مدیران، بر کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری اثر مثبتی داشته باشد (مجید و یان^۱، ۲۰۲۱)، همچنین به سرمایه‌گذاران و سایر ذینفعان کمک کند تا فرصت‌های سرمایه‌گذاری خوب را شناسایی و استفاده کنند و عدم اطمینان سرمایه‌گذاری‌های بالقوه را که مدیران با آن روبرو هستند، کاهش دهد (گائو و سیدو^۲، ۲۰۱۸). مطالعات نشان داده است که شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ از چرخه عمر خود هستند، اطلاعاتی را که منتشر می‌کنند از قابلیت مقایسه بالاتری با شرکت‌های رقیب در صنعت مربوطه برخوردار است و این شرکت‌ها به دلیل سابقه بیشتر در صنعت، تأمین مالی آسان‌تر و مدیران با تجربه‌تر سعی می‌کنند در سرمایه‌گذاری‌های خود کارآیی بالاتری داشته باشند (بیسواس، حبیب و راناسینگ^۳، ۲۰۲۲). از سوی دیگر افضل^۴ (۲۰۲۳) نشان داد که شرکت‌هایی که اطلاعات با کیفیت بالاتر و قابلیت مقایسه بیشتر ارائه می‌کنند، شرکت‌هایی هستند که از فرهنگ سازمانی قوی‌تری برخوردارند. این شرکت‌ها از مدیران با تجربه و تخصص بالاتر استفاده کرده و از جابجایی‌های کوتاه‌مدت و ناگهانی آنها اجتناب می‌کنند بنابراین مدیران در سرمایه‌گذاری‌های خود کمتر تصمیمات فرصت‌طلبانه می‌گیرند و به کارآیی بیشتر سرمایه‌گذاری‌ها کمک می‌کنند و بر این اساس فرضیه دوم این پژوهش به صورت زیر تدوین شده است:

فرضیه دوم: قابلیت مقایسه اطلاعات مالی اثر سیاست پولی انقباضی دولت بر ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را تعدیل می‌کند.

بنابر این همان‌طور که توضیح داده شد، سیاست پولی انقباضی دولت‌ها در شرایط خاص اقتصادی از یک سو می‌تواند منجر به کاهش منابع مالی در دسترس شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی شده و آنها را به صرف‌نظر کردن از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودمند سوق دهد و از سوی دیگر با افزایش مخاطرات و عدم اطمینان‌های محیطی، مدیران شرکت‌ها با اتخاذ سیاست‌های محافظه‌کارانه‌تر سعی در محدود سازی فعالیت‌های عملیاتی و سرمایه‌گذاری

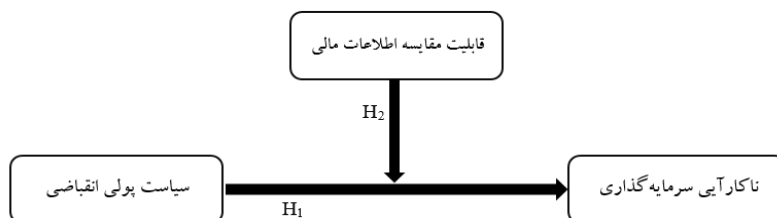
1 Majeed & Yan

2 Gao & Sidhu

3 Biswas, Habib & Ranasinghe

خواهند داشت. ضمن آن که کاهش منابع مالی بانک‌ها و سیاست انقباضی در ارائه تسهیلات بانکی، شرکت‌ها را در صورت نیاز به سمت منابع داخلی و عدم تقسیم سود و یا افزایش سرمایه سوق داده که این خود موجب افزایش هزینه سرمایه شرکت و بازده انتظاری صاحبان سهام خواهد شد.

اما در این میان شرکت‌ها می‌توانند با افزودن بر کیفیت اطلاعات مالی خود و افزایش قابلیت مقایسه این اطلاعات، اطمینان بخشی بیشتری برای سهام‌داران شرکت‌ها ایجاد کرده و ضمن کاستن از عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و تامین کنندگان منابع مالی، مانع از افزایش زیاد هزینه سرمایه شوند. در نتیجه اطلاعات مالی منتشر شده توسط شرکت‌ها در چنین شرایطی می‌تواند نقش چشمگیری در نظارت بهتر بر فعالیت‌های مدیران و جلوگیری از انجام سرمایه‌گذاری‌های ناکارآمد آنها داشته باشد.



شکل ۱. مدل مفهومی متغیرهای پژوهش

کامیابی و گرجیان مهلبانی (۱۳۹۵) به بررسی اثر سیاست پولی بر رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و اعتبار تجاری پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان می‌دهد که افزایش محافظه‌کاری حسابداری باعث افزایش اعتبار تجاری می‌شود. همچنین سیاست پولی تأثیر منفی در رابطه محافظه‌کاری حسابداری بر اعتبار تجاری دارد.

مرادمند و علیخانی (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج آزمون فرضیه‌های این پژوهش نشان داد که کیفیت اطلاعات حسابداری بر کیفیت حسابرسی تأثیرگذار است. همچنین کیفیت اطلاعات حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری اثر معناداری دارد.

مورکانی (۱۳۹۹) به بررسی تأثیر شفافیت اطلاعات حسابداری بر ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت و نشان داد که عوامل زیادی بر کیفیت گزارشگری مالی اثرگذار است. یکی از اهداف گزارشگری مالی تسهیل در تخصیص بهینه سرمایه از طریق بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری است. بنابراین ارتباط میان کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار داد. یافته‌ها بیانگر وجود رابطه‌ای مثبت معنادار بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری است.

زمانی‌نسب، موسوی رستگار و آزاد (۱۴۰۰) پژوهشی را با هدف بررسی ارتباط میان شفافیت اطلاعات حسابداری و بهبود کارایی سرمایه‌گذاری انجام داده‌اند. نتیجه این پژوهش حکایت از آن دارد که شفافیت اطلاعاتی می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را از دو جنبه بهبود بخشد. کاهش عدم تقارن اطلاعاتی هم می‌تواند موجب کاهش هزینه‌های افزایش سرمایه شرکت شود، و هم هزینه‌های سهامداران برای نظارت بر مدیران را به دنبال داشته باشد.

حسینی کلوانی، محفوظی و آزادی (۱۴۰۰) مطالعه خود را با هدف بررسی نقش ویژگی‌های شرکت در رابطه بین افشای اطلاعات ریسک در گزارش‌های سالانه و کارایی سرمایه‌گذاری به‌انجام رساندند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که بین افشای اطلاعات در گزارش‌های سالانه و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌توان رابطه معنی‌داری مشاهده کرد. همچنین بین ویژگی‌های شرکت با افشای اطلاعات و همین‌طور بین ویژگی‌های شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری هم رابطه معنی‌داری وجود دارد. از سوی دیگر متغیرهای افشای، اندازه شرکت و سودآوری می‌توانند کارایی سرمایه‌گذاری را پیش‌بینی کنند.

چن، کولینز، کراوت و مرجنتالر^۱ (۲۰۱۷) در پژوهش خود نشان دادند در زمان خرید و جذب شرکت‌ها، خریداران زمانی که صورت‌های مالی شرکت‌های هدف، قابل مقایسه‌تر باشد تصمیم‌های خرید سودآورتری می‌گیرند، زیرا عملکرد عملیاتی آینده بهتر مشهود است. همچنین دریافتند وقتی عدم تقارن اطلاعاتی برای خریدارها بیشتر باشد، خریدارها بیشترین سود را از مقایسه می‌برند.

1 Chen, Collins, Kravet, & Mergenthaler

دینگ و یانگ^۱ (۲۰۲۰) در مطالعه خود به بررسی رابطه سیاست پولی انقباضی، قابلیت مقایسه حسابداری و استقراض بانکی شرکت‌های چینی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که نخست، هر چه میزان قابلیت مقایسه اطلاعات بیشتر شود، هزینه تأمین منابع با استفاده از وام‌های بانکی کاهش می‌یابد. دوم، برای شرکت‌های با ساختار اعتباری کوتاه‌مدت، بهبود قابلیت مقایسه اطلاعات به افزایش ساختار اعتباری کمک می‌کند و برای شرکت‌های بورسی با ساختار اعتباری بلندمدت، بهبود قابلیت مقایسه این اطلاعات، ساختار مدت اعتبار را کاهش می‌دهد. سوم، در دوره سیاست پولی انقباضی، بهبود مقایسه‌پذیری اطلاعات می‌تواند به‌طور مؤثر میزان استقراض بانکی را افزایش و هزینه استقراض بانکی را کاهش دهد و نیز موجب افزایش ساختار مدت اعتباری شرکت‌ها شود.

الهادی، حبیب، تیلور، حسن و الیحیایی^۲ (۲۰۲۱) در مطالعه خود به بررسی رابطه بین قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در نمونه بزرگی از شرکت‌های آمریکایی پرداختند. نتایج آنان نشان داد که قابلیت مقایسه صورت‌های مالی ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری کمتر و بیش‌تر از حد را کاهش می‌دهد. آن‌ها همچنین دریافتند که رقابت در بازار محصول رابطه بین قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های کاربردی و در زمره پژوهش‌های پس‌رویدادی با رویکرد توصیفی-همبستگی است. به منظور جمع‌آوری اطلاعات مربوط به مبانی پژوهش از روش کتابخانه‌ای و برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز برای محاسبه متغیرها، از صورت‌های مالی حسابرسی شده سالانه شرکت‌ها که در پایگاه‌های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران بیان شده است و نیز اطلاعات اقتصادی منتشر شده در سالنامه‌های آماری بانک مرکزی استفاده شده است. داده‌های مالی با استفاده از نرم‌افزار اکسل محاسبه شده و استفاده از نرم‌افزار Eviews مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. جامعه آماری این پژوهش شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ است، که از میان آن‌ها بر اساس

1 Ding & Yang

2 Alhadi, Habib, Taylor, Hasan & Al-Yahyaee

معیارهایی تعداد ۱۰۲ شرکت در صنایع مختلف انتخاب شده، که در مجموع ۹۱۸ مشاهده (سال-شرکت) مورد بررسی واقع شده‌اند.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای مورد مطالعه در این پژوهش شامل موارد زیر هستند:

قابلیت مقایسه اطلاعات مالی (COMP):

با استفاده از ساختار داده‌های تابلویی، به منظور سنجش این متغیر با استفاده از روش دی‌فرانکو، کوتاری و وردی^۱ (۲۰۱۱) از رابطه ۱ استفاده شده است^۲:

$$Earnings_{it} = \alpha_i + \beta_i Return_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در آن:

Earnings: نسبت سود خالص پایان سال به ارزش بازار سهام ابتدای سال،

Return: بازده سالانه سهم،

با این رابطه رگرسیونی ابتدا مقادیر آلفا و بتا تخمین زده شده و سپس مقادیر مورد انتظار سود برای شرکت i و شرکت j برای پنج دوره یک‌ساله با استفاده از رابطه‌های ۲ و ۳ محاسبه شده است:

$$E(Earnings_{iit}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i Return_{iit} \quad \text{رابطه (۲)}$$

$$E(Earnings_{ijt}) = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j Return_{ijt} \quad \text{رابطه (۳)}$$

که در آن:

$E(Earnings_{iit})$: سود مورد انتظار شرکت i بر اساس صورت‌های مالی آن و بازده

یک‌ساله سهم شرکت i ،

$E(Earnings_{ijt})$: سود مورد انتظار شرکت j بر اساس صورت‌های مالی آن و بازده

یک‌ساله سهم شرکت i ،

1 De Franco, Kothari & Verdi

۲. برای سنجش این متغیر از داده‌های سالانه تعداد ۹۱۸ مشاهده (سال-شرکت) استفاده شده است.

بر اساس روابط بالا، قابلیت مقایسه اطلاعات (COMP) میان دو شرکت (i و j)، از میانگین قدرمطلق اختلاف دو مقدار به دست آمده مطابق رابطه ۴ قابل محاسبه است که مقدار بیشتر آن نشان‌دهنده قابلیت مقایسه بیشتر است (دی فرانکو و همکاران، ۲۰۱۱).

$$\text{Comparability}_{ijt} = -\frac{1}{5} \times \sum_{t=4}^t |E(\text{Earnings}_{iit}) - E(\text{Earnings}_{ijt})| \quad \text{رابطه (۴)}$$

برای سهولت تفسیر، میانگین قدر مطلق حاصله برای تفاوت سود مورد انتظار دو شرکت در منفی یک ضرب می‌شود، بنابراین مقادیر بزرگ‌تر نشان‌دهنده مقایسه‌پذیری بیشتر و مقادیر کوچک‌تر بیانگر مقایسه‌پذیری کمتر میان صورت‌های مالی هر دو شرکت مورد بررسی است.

سیاست پولی انقباضی (LMC):

در این مطالعه برای سنجش سیاست پولی از شاخص MP استفاده شده است. این شاخص از داده‌های مربوط به عرضه پول (M_2)، رشد تولید ناخالص داخلی (GDP) و نرخ رشد شاخص قیمت مصرف کننده^۱ (CPI) با استفاده از رابطه ۵ بدست می‌آید^۲:

$$\text{MP} = M2 \text{ growth rate} - \text{GDP growth rate} - \text{CPI growth rate} \quad \text{رابطه (۵)}$$

هر چه مقدار بدست آمده برای این شاخص (MP) کوچک‌تر باشد، نشان می‌دهد سیاست پولی تمایل به سیاست انقباضی دارد و مقدار بزرگ‌تر این شاخص نشان از تمایل به سوی سیاست انبساطی پولی است (یانگ و همکاران، ۲۰۲۱). در این پژوهش از یک متغیر مجازی برای سنجش سیاست پولی بر اساس شاخص MP استفاده شده است، به طوری که اگر MP کوچک‌تر از صفر باشد نشان‌دهنده سیاست پولی انقباضی است که به آن مقدار یک اختصاص می‌یابد و در غیر این صورت مقدار صفر خواهد داشت.

1 Consumer Price Index

۲. برای سنجش این متغیر از داده‌های سالانه ارائه شده توسط بانک مرکزی در دوره زمانی پژوهش استفاده شده است.

کارایی سرمایه‌گذاری (INVEF):

در این پژوهش از مدل باقیمانده ریچاردسون (۲۰۰۶) و داده‌های کل مشاهدات گردآوری شده استفاده شده است. بر اساس این مدل کل سرمایه‌گذاری شرکت به سرمایه‌گذاری مورد انتظار و سرمایه‌گذاری غیرمنتظره تقسیم می‌شود. سرمایه‌گذاری غیرمنتظره از حاصل تفاوت کل سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری مورد انتظار (مقدار باقیمانده‌های مدل) اندازه‌گیری می‌شود، سرمایه‌گذاری مورد انتظار با استفاده از سمت راست معادله رگرسیونی رابطه ۶ و با استفاده از تخمین زننده OLS حاصل می‌شود^۱:

$$INV_t = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{t-1} + \alpha_2 Cash_{t-1} + \alpha_3 Age_{t-1} + \alpha_4 Sise_{t-1} + \alpha_5 Lev_{t-1} + \alpha_6 Return_{t-1} + \alpha_7 INV_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{رابطه (۶)}$$

که در آن:

INV_t : کل هزینه‌های سرمایه‌گذاری در سال جاری t است که بصورت نسبت دارایی‌های ثابت، تجهیزات، دارایی‌های نامشهود و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت (کل مخارج جدید سرمایه‌گذاری) به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

Q_{t-1} : فرصت‌های رشد که حاصل نسبت ارزش بازار دارایی‌ها (ارزش بازار سهام بعلاوه ارزش دفتری بدهی‌ها) به ارزش دفتری دارایی‌های در سال قبل؛

$Cash_{t-1}$: نسبت مجموع موجودی نقد و بانک و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به ارزش دفتری کل دارایی‌ها در سال قبل؛

Age_{t-1} : سن شرکت بر اساس لگاریتم طبیعی مجموع سال‌های از زمان تاسیس تا سال قبل؛

$SIZE_{t-1}$: اندازه شرکت بر اساس لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها در سال قبل؛

LEV_{t-1} : اهرم مالی با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها در سال قبل؛

$Return_{t-1}$: نرخ بازده سهام در سال قبل؛

ε_t : باقیمانده‌های مدل.

مقدار باقیمانده‌های مدل نشان‌دهنده تفاوت سرمایه‌گذاری واقعی و سرمایه‌گذاری مورد انتظار (سرمایه‌گذاری غیرمنتظره) شرکت است، به طوری که مقادیر منفی آن نشان‌دهنده کم‌سرمایه‌گذاری و مقادیر مثبت آن نشان‌دهنده بیش‌سرمایه‌گذاری و در نتیجه مقدار قدرمطلق آن میزان ناکارایی سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد.

۱. برای سنجش این متغیر نیز از داده‌های سالانه تعداد ۹۱۸ مشاهده (سال-شرکت) استفاده شده است.

متغیرهای کنترلی

از متغیرهای زیر نیز به عنوان متغیرهای کنترلی در مدل‌های آزمون فرضیه استفاده شده است:
دوگانگی وظیفه مدیرعامل (Dual): برای مدیرعامل عضو هیئت مدیره، مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر؛

اندازه هیئت مدیره (Bsize): لگاریتم طبیعی تعداد اعضای هیئت مدیره؛
سایر مطالبات (Cnfo): نسبت سایر حسابهای دریافتی به کل دارایی‌ها؛
پاداش مدیران (Paythree): نسبت مجموع پاداش سه عضو هیات مدیره به کل دارایی‌ها؛
اندازه شرکت (Size): لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها؛
اهرم مالی (Lev): کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها؛
سن شرکت (Age): لگاریتم طبیعی سن شرکت؛
مالکیت دولتی (State): برای شرکت دولتی^۱ مقدار یک و برای سایر شرکت‌ها مقدار صفر.

مدل‌های آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش با استناد به یانگ و همکاران (۲۰۲۱) به ترتیب از رابطه‌های ۷ و ۸ استفاده شده است:

$$INVEF_{it} = \beta_0 + \beta_1 LMC_{it} + \beta_2 Control\ Variables_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۷)}$$

$$INVEF_{it} = \beta_0 + \beta_1 COMP_{it} + \beta_2 COMP_{it} * LMC_{it} + \beta_3 Control\ Variables_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۸)}$$

به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش‌های موجود در آمار توصیفی و همچنین با توجه به ماهیت داده‌ها از روش رگرسیون با ساختار داده‌های تابلویی^۲ استفاده شده و نرم‌افزارهای SPSS و Eviews نیز برای انجام آزمون‌ها مورد استفاده واقع شده‌اند.

یافته‌های پژوهش

جدول ۱ نشان دهنده آمارهای توصیفی متغیرهای پژوهش است. همان‌طور که دیده می‌شود، ناکارایی سرمایه گذاری دارای میانگین ۰/۶۷۹ و انحراف معیار ۰/۷۳۸ است و دامنه تغییرات آن

۱. شرکت‌های دولتی شرکت‌هایی هستند که بیش از ۵۱ درصد سهام آنها در اختیار سازمانها، موسسات یا شرکت‌هایی است که بطور مستقیم یا غیر مستقیم با بودجه عمومی دولت تامین مالی می‌شوند.

2 Panel Data

از ۰/۰۰۲ تا ۶/۳۴۳ را در بر می‌گیرد. همچنین متغیر قابلیت مقایسه صورت‌های مالی دارای میانگین ۰/۴۰۶- با انحراف معیار ۰/۳۲۱ است که در دامنه ۱/۹۰۲- تا ۰/۰۰۳- قرار دارد. که این مقدار منفی نشان از قابلیت مقایسه پایین صورت‌های مالی است. برای سایر متغیرهای کنترلی نیز مقادیر میانگین با انحراف معیار و دامنه تغییرات آنها محاسبه شده است.

جدول ۲.۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نمادها	مشاهدات	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشینه	کمینه
ناکارایی سرمایه‌گذاری	INVEF	۹۱۸	۰/۶۷۹	۰/۴۷۳	۰/۷۳۸	۶/۳۴۳	۰/۰۰۲
قابلیت مقایسه صورت‌های مالی	COMP	۹۱۸	-۰/۴۰۶	-۰/۳۳۲	۰/۳۲۱	-۰/۰۰۳	-۱/۹۰۲
اندازه هیئت‌مدیره	Dsize	۹۱۸	۱/۶۱۳	۱/۶۰۹	۰/۰۶۴	۱/۹۴۶	۱/۰۹۹
سایر مطالبات	Cnfo	۹۱۸	۰/۳۰۱	۰/۲۵۹	۰/۱۹۵	۱/۶۲۹	۰/۰۰۱
پاداش مدیران	Paythree	۹۱۸	۰/۰۰۷	۰/۰۰۲	۰/۰۰۲	۰/۰۱۳	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	Size	۹۱۸	۱۴/۷۹۲	۱۴/۶۱۳	۱/۵۳۲	۲۱/۳۲۸	۹/۸۰۵
اهرم مالی	Lev	۹۱۸	۰/۵۶۹	۰/۵۶۳	۰/۲۱۳	۱/۵۷۹	۰/۰۵۶
سن شرکت	Age	۹۱۸	۳/۶۹۹	۳/۷۸۴	۰/۳۲۰	۴/۲۱۹	۲/۷۷۳

جدول ۲ مقادیر فراوانی را برای متغیرهای مجازی شامل سیاست پولی انقباضی، دوگانگی نقش مدیرعامل و مالکیت دولتی نشان می‌دهد. دیده می‌شود که از میان ۹۱۸ مشاهده (سال-شرکت)، ۶۱۲ مورد معادل تقریباً ۶۷ درصد مشاهدات مربوط به دوره سیاست پولی انقباضی بوده است. همچنین در ۸۰۲ مورد معادل ۸۷ درصد مشاهدات مدیرعامل شرکت عضویت هیات مدیره را نیز بر عهده داشته است. همین‌طور در ۷۱۹ مورد از مشاهدات معادل ۷۸/۳۲ درصد، شرکت‌ها دارای مالکیت دولتی بوده‌اند و مابقی ۲۱/۶۸ درصد شرکت‌ها از مالکیت خصوصی داشته‌اند.

جدول ۲.۲ آمار فراوانی متغیرهای مجازی

متغیر	نمادها	مقادیر	فراوانی	درصد فراوانی
سیاست پولی انقباضی	LMC	صفر	۳۰۶	۳۳,۳۳
		یک	۶۱۲	۶۶,۶۷
دوگانگی وظایف مدیرعامل	Dual	صفر	۱۱۶	۱۲,۶۳
		یک	۸۰۲	۸۷,۳۶
مالکیت دولتی	State	صفر	۱۹۹	۲۱,۶۸
		یک	۷۱۹	۷۸,۳۲

جدول ۳ نتایج آزمون مانایی برای بررسی وجود ریشه واحد برای متغیرها را نشان می‌دهد. همچنان‌که مشاهده می‌شود، سطح معنی‌داری آزمون برای همه متغیرها کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان مدعی شد که تمام متغیرهای پژوهش از مانایی برخوردار هستند.

جدول ۳. آزمون مانایی متغیرها

متغیر	نمادها	آماره آزمون	سطح معناداری
ناکارآیی سرمایه‌گذاری	INVEF	۷/۷۴۹	۰/۰۰۰
سیاست پولی انقباضی	LMC	۵/۰۱۹	۰/۰۰۰
قابلیت مقایسه صورت‌های مالی	COMP	۵/۳۰۷	۰/۰۰۰
دوگانگی وظایف مدیرعامل	Dual	۵/۲۹۸	۰/۰۰۰
اندازه هیئت‌مدیره	Dsize	۷/۶۷۶	۰/۰۰۰
سایر مطالبات	CNFO	۱۰/۲۱۹	۰/۰۰۰
پاداش مدیران	Paythree	۱۱/۶۵۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۱۸/۳۶۳	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۱۰/۸۵۴	۰/۰۰۰
سن شرکت	AGE	۱۷/۳۱۴	۰/۰۰۰
مالکیت دولتی	State	۶/۰۹۷	۰/۰۰۰

آزمون فرضیه‌های پژوهش

جدول ۴ نتایج آزمون‌های تشخیص مناسب روش‌های داده‌های تابلویی^۱ یا تلفیقی^۲ و نیز وجود مشکل ناهمسانی واریانس را برای فرضیه اول پژوهش نشان می‌دهد. همان‌طور که دیده می‌شود، نتایج آزمون‌های چاو و هاسمن نشان می‌دهد که برای فرضیه اول، استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت مناسب است. همچنین نتیجه آزمون بروش پاگان بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در مدل فرضیه اول است که برای رفع این مشکل از رگرسیونی حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است.

1 Panel

2 Pool

جدول ۴. آزمون‌های پیش‌فرض برای فرضیه اول

آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
چاو	۱/۸۴۸	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی
هاسمن	۶۱/۱۵۱	۰/۰۰۰	مدل اثرات ثابت
بروش باگان گادفری	۱/۳۵۹	۰/۰۱۲	ناهمسانی واریانس‌ها

جدول ۵ نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش را نشان می‌دهد. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، ضریب تعیین تعدیل شده معادل ۰/۲۱۷ است و نشان می‌دهد که کمابیش ۲۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را متغیرهای توضیحی مدل تبیین می‌کنند. نتیجه آزمون F و سطح معنی‌داری آن هم نشان می‌دهد مدل آزمون معنی‌دار است. همچنین نتیجه آزمون دورین-واتسون (۱/۹۴۴) نشان از عدم وجود مشکل خودهمبستگی جملات خطای مدل است. نتایج آزمون VIF حاکی از عدم وجود مشکل همخطی است. از آنجا که ضریب برآورد شده برای متغیر سیاست پولی انقباضی معادل ۰/۰۷۱ است و سطح معنی‌داری آن کمتر از ۰/۰۵ و معادل ۰/۰۱۱ است، نشان می‌دهد این متغیر اثر مثبت معنی‌داری بر ناکارایی سرمایه‌گذاری دارد. بنابراین با این نتیجه فرضیه اول پژوهش مورد تایید قرار می‌گیرد.

جدول ۵. یافته‌های آزمون فرضیه اول پژوهش با مدل GLS

متغیر وابسته: ناکارایی سرمایه‌گذاری				
متغیرها	ضریب	آماره آزمون	معنی‌داری	VIF
ضریب ثابت (C)	۰/۳۵۳	۰/۳۲۱	۰/۷۴۸	-
سیاست پولی انقباضی (LMC)	**۰/۰۷۱	۲/۵۴۴	۰/۰۱۱	۱/۰۱۹
دوگانگی وظایف مدیرعامل (Dual)	-۰/۰۲۹	-۰/۴۰۲	۰/۶۸۸	۱/۰۹۷
اندازه هیئت‌مدیره (Dsize)	۰/۷۷۸*	۱/۸۳۴	۰/۰۶۷	۱/۰۶۳
سایر مطالبات (CNFO)	۰/۰۰۶	۰/۰۵۳	۰/۹۵۸	۱/۰۴۵
پاداش مدیران (Paythree)	۹/۶۶۹	۰/۵۶۸	۰/۵۷۰	۱/۲۸۰
اندازه شرکت (SIZE)	***۰/۲۶۵	۷/۷۰۱	۰/۰۰۰	۱/۰۹۹
اهرم مالی (LEV)	***-۰/۴۶۶	-۳/۶۰۸	۰/۰۰۱	۱/۲۵۳

متغیر وابسته: ناکارایی سرمایه گذاری				
متغیرها	ضریب	آماره آزمون	معنی داری	VIF
سن شرکت (AGE)	۱/۲۶۴-***	۳/۹۶۵-	۰/۰۰۱	۱/۰۳۹
مالکیت دولتی (State)	۰/۰۶۲	۰/۹۷۲	۰/۳۳۲	۱/۰۷۸
ضریب تعیین R^2	۰/۳۲۴			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۱۷			
آماره F	***۳/۰۳۹			
سطح معنی داری	۰/۰۰۰			
آزمون دوربین واتسون	۱/۹۴۴			

معنی دار در سطح ۰/۰۱ (***)، معنی دار در سطح ۰/۰۵ (**)، معنی دار در سطح ۰/۱۰ (*)

پس از آزمون فرضیه اول پژوهش برای متغیر ناکارایی سرمایه گذاری در کل مشاهدات، اینک این فرضیه با تفکیک مشاهدات به موارد کم سرمایه گذاری و بیش سرمایه گذاری دوباره آزمون شده و نتایج آن در جدول ۶ ارائه شده است. همان طور که مشاهده می شود، ضریب تعیین تعدیل شده برای این دو متغیر به ترتیب معادل ۰/۱۱۲ و ۰/۱۰۴ است و نشان می دهد متغیرهای توضیحی در این دو مدل تقریباً ۱۱ درصد از تغییرات متغیرهای وابسته را تبیین می کنند. مقدار آماره F نیز به ترتیب معادل ۱/۷۸۱ و ۵/۹۰۷ است، که نشان دهنده معنی دار بودن این مدل ها به ترتیب در سطح اطمینان ۹۵ و ۹۹ درصد است. مقدار آماره های دوربین-واتسون و VIF نیز نشان از عدم وجود مشکلات خود همبستگی جملات خطای و همخطی میان متغیرهای توضیحی دارد. ضریب برآورد شده برای متغیر سیاست پولی انقباضی در مدل اول (کم سرمایه گذاری) معادل ۰/۱۷۳ و معنی دار است. این ضریب نشان می دهد که وجود سیاست پولی انقباضی، کم سرمایه گذاری را افزایش می دهد و موجب ناکارایی سرمایه گذاری می شود. این در حالی است که ضریب برآورد شده برای این متغیر در مدل دوم (بیش سرمایه گذاری) معادل ۰/۱۲۳- است و نشان می دهد سیاست پولی انقباضی، بیش سرمایه گذاری را کاهش می دهد. اگرچه این ضریب به لحاظ آماری معنی دار نیست. بنابراین با توجه به این نتایج می توان گفت که وجود سیاست پولی انقباضی، موجب اثر گذاری بر ناکارایی سرمایه گذاری شرکت ها به ویژه از طریق افزایش کم سرمایه گذاری آنها می شود.

جدول ۶. آزمون فرضیه اول به تفکیک کم سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری با مدل GLS

متغیر وابسته: بیش سرمایه‌گذاری			متغیر وابسته: کم سرمایه‌گذاری			متغیرها
VIF	معنی‌داری	ضریب	VIF	معنی‌داری	ضریب	
-	۰/۱۲۸	-۱/۹۱۶	-	۰/۹۷۴	-۰/۰۲۸	ضریب ثابت (C)
۱/۰۵۱	۰/۲۰۷	-۰/۱۲۳	۱/۰۱۹	۰/۰۰۷	***۰/۱۷۳	سیاست پولی انقباضی (LMC)
۱/۱۹۸	۰/۱۹۱	-۰/۲۰۳	۱/۱۱۵	۰/۷۰۹	۰/۰۲۷	دوگانگی وظیفه مدیرعامل (Dual)
۱/۱۴۸	۰/۱۵۱	۰/۸۷۱	۱/۰۲۸	۰/۷۶۵	-۰/۱۴۵	اندازه هیئت‌مدیره (Dsize)
۱/۰۷۴	۰/۰۳۲	**۰/۶۱۷	۱/۰۹۴	۰/۰۳۱	**۰/۱۴۷	سایر مطالبات (CNFO)
۱/۲۸۹	۰/۰۰۲	-۱۳/۹۳۹ ***	۱/۲۷۹	۰/۰۸۲	*-۴/۹۱۰	پاداش مدیران (Paythree)
۱/۱۶۴	۰/۰۱۲	**۰/۰۷۸	۱/۰۹۸	۰/۰۶۹	*-۰/۰۶۵	اندازه شرکت (SIZE)
۱/۳۱۵	۰/۰۰۰	***-۰/۹۹۳	۱/۲۳۹	۰/۰۰۲	***-۰/۱۵۴	اهرم مالی (LEV)
۱/۰۷۹	۰/۰۸۵	*۰/۲۵۷	۱/۰۵۸	۰/۶۰۱	-۰/۰۳۹	سن شرکت (AGE)
۱/۱۳۹	۰/۱۷۳	۰/۱۵۳	۱/۰۸۵	۰/۲۲۹	۰/۰۷۴	مالکیت دولتی (State)
۰/۱۲۵			۰/۲۷۸			ضریب تعیین R^2
۰/۱۰۴			۰/۱۱۲			ضریب تعیین تعدیل شده
***۵/۹۰۷			**۱/۷۸۱			آماره F
۰/۰۰۰			۰/۰۴۱			معنی‌داری
۲/۰۸۴			۲/۰۱۸			دوربین واتسون

معنی‌دار در سطح ۰/۰۱ (***)، معنی‌دار در سطح ۰/۰۵ (**)، معنی‌دار در سطح ۰/۱۰ (*)

جدول ۷ نتایج آزمون‌های چاو و هاسمن را به منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد که بر اساس آنها روش آزمون مبتنی بر داده‌های تابلویی و مدل اثرات ثابت مناسب تشخیص داده شده و نتیجه آزمون پرورش-پاگان نیز نشان می‌دهد که در مدل رگرسیونی رابطه ۸ نیز مشکل ناهمسانی واریانس جملات خطا وجود دارد که برای رفع این مشکل از مدل رگرسیونی GLS استفاده شده است.

جدول ۷. آزمون‌های پیش‌فرض برای فرضیه دوم

آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
چاو	۱/۸۵۲	۰/۰۰۰	روش پانل مناسب
هاسمن	۶۵/۷۱۲	۰/۰۰۰	مدل اثرات ثابت
پرورش پاگان گادفری	۱/۳۵۸	۰/۰۱۲	ناهمسانی واریانس‌ها

جدول ۸ نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش را نشان می‌دهد. همان گونه که دیده می‌شود، ضریب تعیین تعدیل شده مدل ۰/۲۱۸ شده و نشان می‌دهد که تقریباً ۲۲ درصد از تغییرات متغیر ناکارایی سرمایه‌گذاری را متغیرهای مستقل مدل توضیح می‌دهند. مقدار آزمون $F(2/995)$ و سطح معنی‌داری آن هم نشان از معنی‌دار بودن مدل رگرسیون است. همچنین نتیجه آزمون‌های دورین-واتسون و VIF نشان از عدم وجود مشکل خودهمبستگی جملات خطا و همخطی میان متغیرهای توضیحی است. همچنین ضرایب برآورد شده برای متغیرهای سیاست پولی انقباضی و قابلیت مقایسه اطلاعات مالی که به ترتیب معادل ۰/۰۱۷ و ۰/۱۴۱ شده‌اند، نشان می‌دهند این متغیرها رابطه مثبت معنی‌داری با ناکارایی سرمایه‌گذاری دارند. افزون بر آن ضریب برآوردی برای حاصل ضرب این دو متغیر که اثر تعدیل گر قابلیت مقایسه صورت‌های مالی را نشان می‌دهد، معادل ۰/۱۷۵- شده که در سطح اطمینان ۹۰ درصد معنی‌دار است. این ضریب نشان می‌دهد که بهبود قابلیت مقایسه صورت‌های مالی می‌تواند اثر سیاست پولی انقباضی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را تعدیل (تضعیف) کند. بر این اساس فرضیه دوم پژوهش هم مورد تایید واقع می‌شود. از میان متغیرهای کنترلی نیز ضرایب متغیرهای اندازه هیات مدیره، اندازه شرکت، اهرم مالی و سن شرکت معنی‌دار هستند.

جدول ۸. یافته‌های آزمون فرضیه دوم پژوهش با مدل GLS

متغیر وابسته: ناکارایی سرمایه‌گذاری				
متغیرها	ضریب	آماره آزمون	معنی‌داری	VIF
ضریب ثابت (C)	۰/۳۴۶	۰/۳۱۰	۰/۷۵۷	-
سیاست پولی انقباضی (LMC)	*۰/۰۱۷	۰/۴۲۱	۰/۰۶۷	۲/۴۲۷
قابلیت مقایسه اطلاعات مالی (COMP)	*۰/۱۴۱	۱/۸۵۹	۰/۰۶۳	۳/۷۸۷
سیاست پولی انقباضی × مقایسه پذیری اطلاعات مالی (LMC*COMP)	*-۰/۱۷۵	-۱/۹۱۱	۰/۰۵۶	۶/۰۳۵
دوگانگی وظایف مدیرعامل (Dual)	-۰/۰۰۹	-۰/۰۱۳	۰/۹۸۹	۱/۰۹۹
اندازه هیئت مدیره (Dsize)	**۰/۷۵۹	۱/۷۷۲	۰/۰۱۷	۱/۰۶۸
سایر مطالبات (CNFO)	۰/۰۰۸	۰/۰۶۹	۰/۹۴۵	۱/۰۵۴
پاداش مدیران (Paythree)	۸/۹۴۱	۰/۵۱۸	۰/۶۰۵	۱/۲۸۱
اندازه شرکت (SIZE)	***۰/۲۶۳	۷/۴۹۶	۰/۰۰۰	۱/۱۱۳
اهرم مالی (LEV)	***-۰/۴۹۲	-۳/۷۹۱	۰/۰۰۱	۱/۲۵۳

متغیر وابسته: ناکارایی سرمایه‌گذاری				
متغیرها	ضریب	آماره آزمون	معنی‌داری	VIF
سن شرکت (AGE)	۱/۲۳۸-***	۳/۷۹۶-	۰/۰۰۱	۱/۰۳۹
مالکیت دولتی (State)	۰/۰۶۸	۱/۰۴۷	۰/۲۹۵	۱/۰۷۸
ضریب تعیین R^2	۰/۳۲۵			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۱۸			
آماره F	***۲/۹۹۵			
معنی‌داری	۰/۰۰۰			
دوربین واتسون	۱/۹۶۴			

معنی‌دار در سطح ۰/۰۱ (***)، معنی‌دار در سطح ۰/۰۵ (**)، معنی‌دار در سطح ۰/۱۰ (*)

فرضیه دوم پژوهش دوباره به تفکیک برای متغیرهای کم سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری مورد آزمون قرار گرفته و نتایج آن در جدول ۹ آمده است. همان‌طور که دیده می‌شود، ضریب تعیین تعدیل شده برای این دو متغیر به ترتیب معادل ۰/۱۹۲ و ۰/۱۰۲ است و نشان می‌دهد چه میزان از تغییرات این دو متغیر به متغیرهای توضیحی وابسته است. مقدار آماره F نیز به ترتیب معادل ۱/۹۴۵ و ۴/۸۳۸ است، که نشان دهنده معنی‌دار بودن این مدل‌ها است. مقادیر آماره‌های دوربین-واتسون و VIF نیز به ترتیب نشان از عدم وجود مشکل خود همبستگی جملات خطا و همخطی در هر دو مدل دارد.

جدول ۹. آزمون فرضیه دوم به تفکیک کم سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری با مدل GLS

متغیر وابسته: بیش سرمایه‌گذاری			متغیر وابسته: کم سرمایه‌گذاری			متغیرها
VIF	معنی‌داری	ضریب	VIF	معنی‌داری	ضریب	
-	۰/۱۴۶	-۱/۸۶۳	-	۰/۹۵۴	-۰/۰۵۱	ضریب ثابت (C)
۲/۹۰۸	۰/۵۴۳	۰/۰۹۹	۲/۲۹۸	۰/۰۱۳	***۰/۱۲۲	سیاست پولی انقباضی (LMC)
۵/۰۱۱	۰/۸۴۹	-۰/۰۶۳	۳/۳۷۸	۰/۰۴۲۰	***۰/۱۰۷	قابلیت مقایسه اطلاعات مالی (COMP)
۸/۱۴۹	۰/۰۹۳	*-۰/۰۲۹	۵/۳۳۲	۰/۰۳۴	***۰/۱۵۲	سیاست پولی انقباضی × قابلیت مقایسه اطلاعات مالی (LMC*COMP)
۱/۲۰۱	۰/۱۹۶	-۰/۰۲۰۲	۱/۱۲۴	۰/۷۶۱	۰/۰۲۳	دوگانگی وظایف مدیرعامل (Dual)
۱/۱۵۴	۰/۰۱۶	***۰/۸۴۷	۱/۰۳۲	۰/۰۷۵	*-۰/۱۴۹	اندازه هیئت‌مدیره (Dsize)
۱/۱۰۷	۰/۰۳۸	***۰/۶۰۹	۱/۱۰۴	۰/۰۲۱	***۰/۱۵۸	سایر مطالبات (CNFO)

متغیر وابسته: کم سرمایه گذاری			متغیر وابسته: بیش سرمایه گذاری			متغیرها
ضریب	معنی داری	VIF	ضریب	معنی داری	VIF	
-۵/۴۶۹	۰/۸۱۱	۱/۲۸۳	***-۱۳/۹۵۵	۰/۰۰۳	۱/۳۰۳	پاداش مدیران (Paythree)
-۰/۰۰۶	۰/۷۱۵	۱/۰۹۹	**۰/۰۷۵	۰/۰۱۹	۱/۲۴۷	اندازه شرکت (SIZE)
۰/۱۵۶	۰/۰۲۳	۱/۲۴۱	*۰/۹۸۸	۰/۰۰۰	۱/۳۱۸	اهرم مالی (LEV)
-۰/۰۴۱	۰/۵۹۴	۱/۰۵۸	*۰/۲۵۷	۰/۰۸۵	۱/۰۷۹	سن شرکت (AGE)
**۰/۰۷۲	۰/۰۲۴	۱/۰۸۸	۰/۱۵۳	۰/۱۷۵	۱/۱۴۷	مالکیت دولتی (State)
۰/۲۹۴			۰/۱۲۶			ضریب تعیین R^2
۰/۱۹۲			۰/۱۰۲			ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۹۴۵			*۴/۸۳۸			آماره F
۰/۰۱۴			۰/۰۰۰			معنی داری
۲/۰۱۶			۲/۰۸۵			دوربین واتسون

معنی دار در سطح ۰/۰۱ (***)، معنی دار در سطح ۰/۰۵ (**)، معنی دار در سطح ۰/۱۰ (*)

در جدول ۹ ضریب برآورد شده برای متغیر سیاست پولی انقباضی در مدل اول (کم سرمایه گذاری) معادل ۰/۱۲۲ است و در سطح ۰/۰۵ معنی دار است. هم چنان این ضریب نشان از وجود رابطه ای مثبت میان سیاست پولی انقباضی و کم سرمایه گذاری دارد. این در حالی است که ضریب برآورد شده برای این متغیر در مدل دوم (بیش سرمایه گذاری) معادل ۰/۰۹۹ است، اما از دیدگاه آماری معنی دار نیست. برای متغیر قابلیت مقایسه صورت های مالی نیز ضریب برآورد شده برای متغیر کم سرمایه گذاری معادل ۰/۱۰۷ است که در سطح ۰/۰۵ نیز معنی دار است، در حالی که برای متغیر بیش سرمایه گذاری این ضریب (۰/۰۶۳-) معنی دار نیست. مهم تر اینکه ضریب متغیر حاصل ضربی سیاست پولی انقباضی و قابلیت مقایسه صورت های مالی در این دو مدل به ترتیب معادل ۰/۱۵۲- و ۰/۰۲۹- هستند و هر دو از دیدگاه آماری معنی دارند. به این معنی که بهبود قابلیت مقایسه صورت های مالی اثر تعدیل گر داشته و می تواند اثر سیاست پولی انقباضی بر ناکارایی سرمایه گذاری را تعدیل (تضعیف) کند. بر این اساس فرضیه دوم پژوهش نیز مورد تایید قرار می گیرد.

بحث و نتیجه گیری

یافته های حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد که در شرایطی که دولت ها سیاست های پولی انقباضی را اعمال می کنند، سرمایه گذاری شرکت ها به سمت ناکارایی بیشتر گرایش پیدا

می‌کند. افزون بر آن سیاست پولی انقباضی بیشتر بر کم‌سرمایه‌گذاری اثر معنی‌داری دارد، در حالی که بر بیش سرمایه‌گذاری اثر معناداری برای آن مشاهده نشد. پیشینه پژوهش نشان می‌دهد که در شرایط سیاست‌های پولی انقباضی به دلیل کاهش منابع و تسهیلات بانکی، ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌ها افزایش می‌یابد زیرا از طرفی تأمین منابع مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری با محدودیت‌هایی روبرو می‌شود و از سوی دیگر بازپرداخت بدهی‌ها به دلیل کمبود منابع با دشواری انجام می‌شود، بنابراین در این شرایط شرکت‌ها میزان سرمایه‌گذاری خود را کاهش داده و مخارج خود را محدود می‌کنند. همین مساله می‌تواند منجر به سرمایه‌گذاری ناکارآ به شکل کم سرمایه‌گذاری شود. این نتایج با مطالعات یانگ و همکاران (۲۰۲۱) و هی و همکاران (۲۰۱۹) سازگاری دارد. فرضیه دوم پژوهش نیز نشان داد که بهبود قابلیت مقایسه اطلاعات مالی، اثر سیاست پولی انقباضی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری را تعدیل کرده و آن را کاهش می‌دهد. بر این اساس افزایش کیفیت اطلاعات صورت‌های مالی و مقایسه‌پذیری آنها موجب می‌شود در شرایط سیاست‌های انقباضی پولی ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها کاهش یابد. به عبارت دیگر شرکت‌هایی که اطلاعات مالی با کیفیت بالاتری ارائه می‌کنند در شرایط انقباضی پولی با مشکلات و محدودیت‌های کمتری روبرو شده و کمتر دچار کم‌سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری خواهند شد. همچنین می‌توان دریافت که بهبود کیفیت اطلاعات مالی و مقایسه‌پذیری بیشتر این اطلاعات، در شرایط سیاست پولی انقباضی، بر کم‌سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بیشتر موثر بوده و آن را تضعیف می‌کند. یافته‌ها نشان می‌دهد که اگرچه اعمال سیاست‌های پولی انقباضی به دلیل ایجاد محدودیت‌های منابع مالی به ویژه تسهیلات بانکی می‌تواند برای شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی مشکلاتی را در فرآیندهای مالی و سرمایه‌گذاری ایجاد کند و موجب از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب برای شرکت‌ها شود اما افزایش کیفیت اطلاعات مالی و حسابداری و مقایسه‌پذیری بهتر این اطلاعات برای شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران و سایر مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه، می‌تواند اثرات مفیدی برای تصمیم‌گیری ارائه کند و موجب کارایی بیشتر سرمایه‌گذاری‌ها شود. این یافته‌ها با نتایج مطالعات یانگ و همکاران (۲۰۲۱) سازگار است، در حالی که با نتایج ژیانگ (۲۰۱۲) سازگاری ندارد. نتایج این مطالعه نشان داد در شرایطی که اقتصاد کشور با کاهش منابع بانکی و محدودیتهای خاص بازار سرمایه برای تأمین مالی شرکت‌ها و کاهش چشمگیر سرمایه‌گذاری‌های خارجی روبروست و دولت و بانک مرکزی ناچار از اعمال سیاست‌های پولی انقباضی هستند، شرکت‌ها و بنگاه‌های

اقتصادی ناچارند از فرصت‌های سودآور و مناسب چشم‌پوشی کنند و سرمایه‌گذاری‌های خود را کاهش دهند. اما با این وجود اقدام در جهت افزایش کیفیت اطلاعات مالی و مقایسه‌پذیری بیشتر آنها می‌تواند اثر این سیاست‌های پولی را تعدیل کرده و موجب شود شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری‌های خود فرصت‌های مناسب کمتری را از دست داده و کارآیی خود را در این زمینه افزایش دهند. همچنین این مطالعه توانسته است با بررسی اثر تعاملی کیفیت اطلاعات مالی و مقایسه‌پذیری آن در حوزه کارآیی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به ادبیات موضوع بیافزاید.

با توجه به یافته‌های این پژوهش، به مدیران شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود در شرایط انقباضی پولی به کارآیی سرمایه‌گذاری‌های خود توجه لازم را داشته باشند تا از فعالیت‌هایی که موجب بیش سرمایه‌گذاری یا کم سرمایه‌گذاری می‌شود اجتناب کنند. همچنین با توجه به اثر تعدیل‌گر قابلیت مقایسه صورت‌های مالی، پیشنهاد می‌شود مدیران شرکت‌ها بر افزایش کیفیت اطلاعات مالی و حسابداری تاکید کرده و سعی کنند اطلاعات به‌موقع و با کیفیتی را به بازار ارائه نمایند تا از ناکارآیی سرمایه‌گذاری‌ها کاسته شود. افزون بر آن به پژوهش‌گران و محققان آتی نیز پیشنهاد می‌شود اثر تعدیل‌گر توانایی مدیریت و قدرت رقابتی شرکت در صنعت را نیز بر رابطه میان سیاست پولی انقباضی و ناکارآیی سرمایه‌گذاری‌ها، مورد توجه و بررسی قرار دهند.

ملاحظات اخلاقی

پیروی از اصول اخلاق پژوهش

این پژوهش کد اخلاق را به شماره ۴۰۴/۱۳۳۴ از کمیته اخلاق دانشکده/دانشگاه آزاد اسلامی وحد نیشابور دریافت کرده است. نویسندگان اصول اخلاقی را در انجام و انتشار این پژوهش علمی رعایت نموده‌اند و این موضوع مورد تأیید همه آنهاست.

مشارکت نویسندگان

مشارکت نویسندگان در مقاله مستخرج از پایان‌نامه کمابیش به شکل زیر باشد:
نویسنده اول (استاد راهنمای پایان‌نامه): طراحی پژوهش، نظارت بر مراحل انجام پژوهش، بررسی و کنترل نتایج، تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها، تحلیل و تفسیر اطلاعات و نتایج بازبینی و نهایی‌سازی مقاله

نویسنده دوم: تهیه و آماده‌سازی نمونه‌ها، گردآوری داده‌ها و کمک به تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها و انجام محاسبات.

تعارض منافع

بنا بر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.

حامی مالی

در این پژوهش حامی مالی وجود نداشته است.

سپاسگزاری

در این مقاله این بخش وجود ندارد.

References

- Ajam, M. (2021). The effect of accounting information quality on investment performance with moderating variable of audit quality, *Accounting and Auditing Management Knowledge*. 10(37), 303-314. (In Persian).
https://www.jmaak.ir/article_17195.html?lang=fa
- Alhadi, A; Habib, A; Taylor, G; Hasan, M. & Al-Yahyaee, K. (2021), Financial statement comparability and corporate investment efficiency, *Mediatory Accountancy Research*, 29(6), 1283-1313.
<https://doi.org/10.1108/MEDAR-12-2019-0629>
- Afzali, M. (2023). Corporate culture and financial statement comparability, *Advances in Accounting*, 60, 100640. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2022.100640>
- Ashcraft, A.B. & Campello, M. (2007). Firm balance sheets and monetary policy transmission. *Journal of Monetary Economy*. 54 (6), 1515–1528.
<https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2007.03.003>
- Bahar Moghadam, M. & Jokar, H. (2018). Investigating the impact of accounting information quality and information uncertainty on investors' preferences. *Accounting and Auditing Reviews*, 25(1), 50-21. (In Persian)
[10.22059/acctgrev.2018.237351.1007647](https://doi.org/10.22059/acctgrev.2018.237351.1007647)
- Bhattacharya, U; Daouk, H. & Welker, M. (2003). The world price of earnings opacity. *Accounting Review*. 78 (3), 641–678.
<https://www.jstor.org/stable/3203220>
- Biddle, G. C; Hilary, G. & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2), 112-131. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>
- Biswas, P.K; Habib, A. & Ranasinghe, D. (2022). Firm life cycle and financial statement comparability. *Advances in Accounting*, Volume 58, 100608.
<https://doi.org/10.1016/j.adiac.2022.100608>
- Chen, C.W; Collins, D; Kravet, T. & Mergenthaler, R. (2017). Financial statement comparability and the efficiency of Acquisition. *Contemporary Accounting Research*, 35(1), 164-202. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12380>
- Chen, S.M; Sun, Z; Tang, S. & Wu, D.H. (2011). Government intervention and investment efficiency: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*. 17 (2), 259–271. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.08.004>
- Chen, C; Young, D.Q. & Zhuang, Z. (2013). Externalities of mandatory IFRS adoption: Evidence from cross-border spillover effects of financial information on investment efficiency. *Account. Rev*, 88 (3), 881–914.
<https://www.jstor.org/stable/23526308>
- De Franco, G; S.P. Kothari, & Verdi, R.S. (2011). The benefits of financial statement comparability. *Journal of Accounting Research*, 49 (4), 895-931.
<https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00415>
- De Graeve, F; Kick, T. & Koetter, M. (2008). Monetary policy and financial (in) stability: An integrated micro-macro approach. *Journal of Financial Stability*, 4 (3), 205–231. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2007.09.003>

- Ding, X. & Yang, Zh. (2020). Monetary policy tightening, accounting information comparability and bank borrowing, *China Journal of Accounting Studies*, 8(1), 1-34. <https://doi.org/10.1080/21697213.2020.1764200>
- Duchin, R; Ozbas, O. & Sensoy, B.A. (2010). Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis. *J. Financ. Econ.* 97(3), 418-435. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.12.008>
- Easley, D. & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *J. Financ.*, 59 (4), 1553-1583. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00672>
- Fallah, H; Hamidiyan, M. & Noroolahzadeh, N. (2021). Improve Investment Efficiency Based on Cognitive Behavioral Biases CEO by Gray Vikor & Rough Theory Analysis. *Journal of Securities Exchange*. 53. 1-34. (In Persian) [10.22034/jse.2021.11209](https://doi.org/10.22034/jse.2021.11209)
- Gao, R. & Sidhu, B.K. (2018). Convergence of accounting standards and financial reporting externality: Evidence from mandatory IFRS adoption. *Account. Financ.* 58 (3), 817-848. <https://doi.org/10.1111/acfi.12236>
- Garcia Lara, J.M; Garca Osmá, B. & Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *J. Account. Econ.*, 61 (1), 221-238. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.07.003>
- Garcia-Gomez, C. D; Demir, E; Esteban, M. & Popesko, B. (2023). Investment inefficiency in the hospitality industry: The role of economic policy uncertainty. *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 54, 383-391. <https://doi.org/10.1016/j.jhtm.2023.01.006>
- Gomariz, M. & Sánchez Ballesta, J.P. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *J. Bank Financ.* 40, 494-506. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.013>
- Hasanikolavani, Z; Mahfoozi, Gh. & Azadi, K. (2022). Investigating the Role of Firm Characteristics in the Relationship between Disclosure of Risk Information in Annual Reports and Investment efficiency of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Securities Exchange*. 55. 33-58. (In Persian) [10.22034/jse.2020.11246.1458](https://doi.org/10.22034/jse.2020.11246.1458)
- He, L; Wu, M; Zhong, Z; Xia, Y; Yu, J. & Jiang, Y. (2019). Can monetary policy affect renewable energy enterprises investment efficiency? A case study of 92 listed enterprises in China, *J. Renew. Sustain. Energy*, 11 (1), 015903. <https://doi.org/10.1063/1.5053433>
- Hejazi, R. & Farhadi, H. (2017). Investigating the effect of profit management on investment inefficiency in companies. *Quarterly journal of new researches in accounting and auditing*, 1(1), 116-93. (In Persian) https://jopa.khatam.ac.ir/article_47453.html
- Hou, F; Tang, W; Wang, H. & Xiong, H. (2021). Economic policy uncertainty, marketization level and firm-level inefficient investment: Evidence from Chinese listed firms in energy and power industries. *Energy Economics*, 100, 105353. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2021.105353>
- Houcine, A. (2017). The effect of financial reporting quality on corporate investment efficiency: Evidence from the Tunisian stock market. *Research in International Business and Finance*. 42. 321-337.

<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.066>

- Huang, Y. & Yan, C. (2020). Global accounting standards, financial statement comparability, and the cost of capital. *International Review of Economics & Finance*, 69, 301-318. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.05.019>
- Kamyabi, Y. & Gorjian Mehlalani, R. (2016). The Effect of Monetary Policy on the Relationship between Accounting Conservatism and Trade Credit in Listed Companies of Tehran Stock Exchange. *Financial accounting research*, 8(3), 1-18. (In Persian) [10.22108/far.2016.21318](https://doi.org/10.22108/far.2016.21318)
- Kim, H. & Kung, H. (2017). The asset redeployability channel: How uncertainty affects corporate investment. *Rev. Financ. Stud.* 30 (1), 245–280. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv076>
- Lyandres, E. (2007). Costly external financing, investment timing, and investment–cash flow sensitivity. *Journal of Corporate Finance*. 13 (5), 959–980. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.07.001>
- Majeed, M.A. & Yan, Ch. (2021). Financial statement comparability, state ownership, and the cost of debt: Evidence from China, *Research in International Business and Finance*, 58, 101497. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101497>
- Mahmoudinia, D. (2019). Central Bank monetary policy and its role in the emergence of banking crises in the Iranian economy within modified money market pressure index, *Quarterly Journal of Economic Research and Policies*, 27 (89) :61-97. (In Persian) <https://qjerp.ir/article-1-2209-fa.html>
- Moradmand, E. & Alikhani, H. (2019). The impact of accounting information quality on audit quality and investment efficiency in Tehran Stock Exchange. *International Conference on Management, Accounting, Economics and Banking in the Third Millennium*, Tehran. (In Persian) <https://civilica.com/doc/913835/>
- Mourkani, H. (2020). Investigating the impact of accounting information transparency on the relationship between financial reporting quality and investment efficiency in Tehran Stock Exchange, *The fifth international conference on management, accounting and economic development*, Tehran. (In Persian) <https://civilica.com/doc/1124724/>
- Moyen, N; & Platikanov, S. (2013). Corporate investments and learning. *Rev. Financ.* 17(4), 1437–1488. <https://doi.org/10.1093/rof/rfs029>
- Riccetti, L; Russo, A. & Gallegati, M. (2013). Financial regulation in an agent-based macroeconomic model. *MPRA Paper*, 51013, 1–25. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2345904>
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Rev. Account. Stud.* 11(2–3), 159–189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- Sadeqi shahdani, M; Mousavian, S.A; Askari, M.M. & Karimirizi, M. (2020). The Impact of Debt Market Development on the Effect of Monetary and Financial Policies on Stimulating Private Sector Consumption: Testing the Ricardian equality principle based on the threshold effects approach. *Journal of Securities Exchange*. 50. 5-26. (In Persian) [10.22034/jse.2020.11176](https://doi.org/10.22034/jse.2020.11176)

- Shahbazi Ghayashi, M; Nazarpour, M. N. & Farahani Fard, S. (2018). The ultimate goals of monetary policies and the design of the objective function of the monetary authority; Islamic economic approach. *Islamic Economy*, 18(72), 245-270. (In Persian) https://eghtesad.iict.ac.ir/article_34167.html
- Soheilifar, F; RamezanAhmadi, M; Jarjarzadeh, A. & Nasiri, S. (2022). Investigating the effect of the quality of accounting information on the relationship between the suboptimal size of the capital structure and the inefficiency of the business unit's investments. *Accounting knowledge*, 13(2), 105-128. (In Persian) [10.22103/jak.2021.17782.3518](https://doi.org/10.22103/jak.2021.17782.3518)
- Taheri Fard, E. & Mousavi Azadkesmaei, A. (2008). The effectiveness of monetary policy on macroeconomic variables in Iran. *Economic Research*, 43(83), 137-161. (In Persian) [20.1001.1.00398969.1387.43.2.10.9](https://doi.org/10.1001.1.00398969.1387.43.2.10.9)
- Tan, W. & Ma, Z. (2016). Ownership, internal capital market and financing costs. *Emerg. Mark. Finance Trade*, 52 (5), 1259–1278. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1138815>
- Tan, W.H; Yu, S.L. & Ma, Z.P. (2018). The impact of business groups on investment efficiency: Does capital allocation matter. *Emerg. Mark. Finance Trade*, 54(15), 3539–3551. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1509791>
- Tseng, K. & Zhong, R. (2024). Standing on the shoulders of giants: Financial reporting comparability and knowledge accumulation. *Journal of Accounting and Economics*, 78, 101685. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2024.101685>
- Wan, J. & Lee, Ch. (2023). Corporate investment and the dilemma of the monetary policy: Evidence from China. *Economic Analysis and Policy*, 78, 106-121. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2023.03.002>
- Wang, G.H. (2015). Accounting conservatism, enterprise investment efficiency and corporate value: Empirical evidence from listed companies in China. *J. Shanxi Univ. Financ. Econ*, 37(4), 115–124.
- Waqfi, S. H. & Kamran Rad, S. (2010). Analysis of information quality management criteria in companies listed on the Tehran Stock Exchange, *Information Management*, 6(2), 226-249. (In Persian) https://www.aimj.ir/article_134024.html
- Xiong, W.B. (2012). Measuring the monetary policy stance of the people's bank of China: An ordered probit analysis. *China Econ. Rev.* 23 (3), 512–533. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2011.04.002>
- Yang, Z, H; Lu, Y. & Tan, W. (2021). Monetary policy tightening, accounting information comparability, and underinvestment: Evidence from China. *Economic Analysis and Policy*, 70, 123–147. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2021.02.005>
- Zamani Nasab, M; Mousavi Rastgar, S.F. & Azad, S. (2021). The effect of transparency of accounting information on investment efficiency of Listed companies in Tehran Stock Exchange, *The 14th National Conference on New Approaches in Management, Economics and Accounting*, Babol. (In Persian) <https://civilica.com/doc/1368971/>