

بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری براساس دیدگاه مدیریت جریان نقد

محمد سلگی^۱ | آرمین وجودی نوبخت^۲ | مهدی یحیایی سهزایی^۳

چکیده

در کشورهای در حال توسعه که با تهدیدات عدیده‌ای روبه‌رو هستند، اتخاذ راهکارهای مناسب جهت استفاده بهتر از امکانات و ثروت‌های خدادادی، جهت حل مشکلات اقتصادی از اهمیت بالایی برخوردار است. در این راستا، یکی از راهکارهای مهم، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از جمله مسائل بسیار بااهمیت می‌باشد. هدف این پژوهش بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری براساس دیدگاه مدیریت جریان نقد، بر اساس داده‌های گردآوری شده از ۱۰۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ است که با استفاده از تحلیل رگرسیون ترکیبی مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج آزمون‌ها حاکی از این بود که رتباطی معنادار و مستقیم بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برقرار است و جریان نقد آزاد، موجب کاهش تأثیر افزایشی کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد.

کلیدواژه‌ها: کیفیت گزارشگری مالی؛ کارایی سرمایه‌گذاری؛ جریان نقد آزاد.

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت:

۱۴۰۲/۰۴/۰۸

تاریخ پذیرش:

۱۴۰۲/۱۲/۰۹

صص: ۸۹-۱۱۰



۱. نویسنده مسئول: استادیار گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه جامع امام حسین(ع)، تهران، ایران.

kpmсолgi@ihu.ac.ir

۲. دکترای حسابداری، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی(ره)، قزوین، ایران.

۳. کارشناسی ارشد برنامه و بودجه دفاعی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه جامع امام حسین(ع)، تهران، ایران.

مقدمه و بیان مسئله

جایگاه ارزشمند اطلاعات در توسعه اقتصادی و سرمایه‌گذاری، مورد اتفاق صاحب‌نظران علوم اقتصادی است. گزارش‌های مالی، یکی از منابع اطلاعاتی در دسترس بازارهای سرمایه است که انتظار می‌رود نقش مؤثری در توسعه سرمایه‌گذاری و افزایش کارایی آن ایفا نماید. در این راستا، اساتید، محققان و اهل حرفه حسابداری به دنبال افزایش کیفیت گزارشگری مالی به عنوان ابزاری برای ادای مسئولیت پاسخگویی به نیازهای جامعه خود بوده‌اند. به عنوان مثال، بنابر مفاهیم نظری گزارشگری مالی، هدف صورت‌های مالی عبارت است از ارائه اطلاعاتی تلخیص و طبقه‌بندی شده درباره وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری که برای طیفی گسترده از استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی در اتخاذ تصمیمات اقتصادی، مفید واقع گردد. دستیابی به این هدف، مستلزم آن است که اطلاعات مزبور در درجه نخست، مربوط و قابل اتکا بوده و در درجه دوم، قابل فهم و قابل مقایسه باشد (حیدری کرد زنگنه و عالی‌پور، ۱۳۸۶). اصلی‌ترین هدف مطالعه حاضر، ضمن بررسی ارتباط بالقوه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، شناسایی تأثیر جریان وجوه نقد آزاد بر این ارتباط است.

امروزه سیستم‌های اطلاعاتی حسابداری نقش بسیار مهمی در گردش فعالیت سازمان‌ها ایفا نموده و در مجموعه محیط اقتصادی کشورها، وظیفه‌ای با اهمیت بر عهده دارند. بسیاری از تصمیمات اقتصادی بر اساس اطلاعات حاصل از این سیستم‌ها اتخاذ می‌شوند. همچنین، سهم عمده‌ای از مبادلات اوراق بهادار به خرید و فروش سهام شرکت‌ها اختصاص دارد که آن نیز به نوبه خود می‌تواند تحت تأثیر ارقام و اطلاعات حسابداری باشد. بنابراین هرگونه تحقیق در زمینه نحوه اثرگذاری اطلاعات حسابداری بر طیف وسیع تصمیم‌گیرندگان ذی‌نفع در شرکت‌ها، به درک بهتر از چگونگی و نقش این اطلاعات و ضرورت افشای بهتر آن‌ها کمک می‌کند (تقفی و عرب مازار، ۱۳۸۹). دستیابی به این امر مهم جز با زمینه‌سازی مناسب برای ترغیب سرمایه‌گذاران به مشارکت در چنین بازارهایی، میسر نمی‌گردد. در این راستا، سرمایه‌گذاران به اطلاعاتی نیاز دارند که بر پایه آن، قادر به ارزیابی ریسک ذاتی و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری‌های انجام شده و تصمیم‌گیری درباره خرید، نگهداری یا فروش آن باشند. از آنجا که تحقیق حاضر نیز به بررسی

کیفیت گزارشگری مالی، جریان نقد آزاد و کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد، می تواند منظر جدیدی از مسائل مربوط به سرمایه گذاری و بورس اوراق بهادار را آشکار سازد.

در این مطالعه در گام نخست تلاش می گردد تا ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری در سطح شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شناسایی گردد تا از این طریق، تئوری ها و شواهد تجربی غربی در بازار سرمایه ایران مورد آزمون مجدد قرار گیرند. در گام دوم نیز تأثیر جریان نقد آزاد بر ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری، سنجیده می شود. این موضوع می تواند کمک قابل توجهی به شناسایی هرچه بهتر روابط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری تحت شرایط متفاوت نماید.

بیان مسئله

بازارهای ناکارا دارای نواقصی هستند که می تواند سطح سرمایه گذاری بهینه شرکت را تحت تأثیر قرار داده و در نهایت، به فرآیند "بیش سرمایه گذاری" و یا "کم سرمایه گذاری" (ناکارایی سرمایه گذاری) منتهی شود. انتظار می رود کیفیت گزارشگری مالی بالاتر، کارایی سرمایه گذاری را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین واحد تجاری و تأمین کنندگان خارجی سرمایه، بهبود بخشد (وردی^۱، ۲۰۰۷).

مالکان با انتخاب مدیران توانمند، پرداخت حقوق و مزایای انگیزشی، انتظار بازده مطلوب از سرمایه خود را دارند، بدین معنی مالکان با انتخاب این مدیران انتظار دارند، آن ها، در پروژه هایی سرمایه گذاری نمایند که بازده مورد انتظار سرمایه گذاران (مالکان) تأمین شود. ولی توانایی مدیریتی دارای دو جنبه مثبت و منفی می باشد. از جنبه مثبت و بر اساس دیدگاه قراردادهای کارا انتظار می رود هر چقدر مدیران از توانایی بیشتری برخوردار باشند، بهتر بتوانند بازده و ریسک پروژه های سرمایه گذاری را برآورد نمایند. علاوه بر این، چنین مدیرانی پیش بینی که از درآمد و هزینه پروژه ها دارند، دقیق تر می باشد. بطور کلی در چنین دیدگاهی پروژه های انتخابی آن ها کاراتر می باشد. ولی از جنبه منفی، براساس دیدگاه منفعت طلبی، مدیران توانا، تأکید زیادی بر جایگاه خود داشته و در نتیجه ممکن است پروژه هایی را انتخاب نمایند که در وهله اول منافع آن ها را

1. Verdi

تأمین نمایند؛ بنابراین ممکن است پروژه‌های سرمایه‌گذاری را انتخاب کنند که از کارایی لازم برخوردار نباشند (دولت‌خواه و همکاران، ۱۳۹۸).

از طرف دیگر، اهداف گزارشگری مالی، از نیازها و خواسته‌های اطلاعاتی استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی سرچشمه می‌گیرد (مهدوی و رضایی، ۱۳۹۲) گزارشگری مالی، اطلاعات خاص یک شرکت را از دیدگاه مدیریت دسته‌بندی می‌کند و آن را به صورت معنی‌دار برای استفاده‌کنندگان ارائه می‌نماید و سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان بالقوه و مشاوران آن‌ها از آن به عنوان مبنا و اساسی برای تصمیم‌گیری جهت تخصیص سرمایه استفاده می‌کنند (حیدرپور و زارع، ۱۳۹۳) از دیدگاه نظریه نمایندگی، سازوکارهای کنترلی متعددی برای تضعیف عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک اطلاعاتی و همچنین فراهم‌سازی امکان نظارت بهتر بر فعالیت مدیران، همانند کیفیت گزارشگری مالی و افشاء وجود دارد (باشمن و اسمیت^۱، ۲۰۰۱. هیلی و پاپلو^۲، ۲۰۰۱. هاپ و توماس^۳، ۲۰۰۸). به بیان فرانسیس^۴ و همکاران (۲۰۰۴)، کیفیت پایین‌تر گزارشگری مالی، منجر به عدم ثبات و نهایتاً ریسک اطلاعاتی بالاتر می‌شود. مطالعات متعددی، به پردازش برخی آثار تضعیف عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک اطلاعاتی پرداخته‌اند، مانند کاهش هزینه سرمایه و هزینه بدهی (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹. بیتنی^۵ و همکاران، ۲۰۰۷. بیدل و هیلاری^۶، ۲۰۰۶) و دستیابی به بازار بدهی و تأثیر بر شرایط آن (باراث^۷ و همکاران، ۲۰۰۸) برای مثال؛ هزینه کمتر، سرسید بدهی بیشتر و ضمانت‌های پایین‌تر در تأمین مالی از بانک (گومارز و بالستا^۸، ۲۰۱۴).

توانایی کافی شرکت‌ها برای ایجاد جریانات نقدی نشان می‌دهد این شرکت‌ها سودآورند و توانایی تأمین وجوه نقد ضروری برای پرداخت نیازهای عملیاتی را دارند. شواهد نشان می‌دهد شرکت‌های دارای جریان نقد عملیاتی مثبت، فرصت‌های بیشتری برای تأمین مالی از طریق بدهی (تأمین مالی خارجی از شرکت) دارند؛ زیرا در زمینه امکان بازپرداخت تعهداتشان اطمینان بیشتری دارند (یعقوبی و جهان‌شاد، ۱۳۹۶).

1. Bushman and Smith
2. Healy and Palepu
3. Hope and Thomas
4. Francis
5. Beatty
6. Biddle and Hillary
7. Bharath
8. Gomariz and Ballesta

مطالعات متعددی به بررسی آثار جریان نقد آزاد بر سرمایه گذاری شرکت پرداخته‌اند. برای مثال، لامونت^۱ (۱۹۹۷) و برگر و هان^۲ (۲۰۰۳) دریافتند شرکت‌هایی که جریان نقد بالاتری دارند، به شرکت‌های غیرمتمرکز تبدیل می‌شوند. هارفورد^۳ (۱۹۹۹) نیز از تأثیر مستقیم جریان نقدی شرکت بر احتمال اتخاذ تصمیمات ادغام توسط شرکت‌ها خبر داد. تأثیر افزایشی جریان نقد اضافی بر مخارج سرمایه‌ای بیشتر و صرف مبالغ بالاتر برای ادغام، حتی در شرایط وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری محدود، نتیجه‌ای بود که اپلر^۴ و همکاران (۲۰۰۱) در مطالعه خود به آن اشاره نمودند. ارتباط مستقیم سرمایه‌گذاری شرکت با وجوه نقد جمع‌آوری شده داخلی، به علت عوامل متعددی همچون مصرف عایدات (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶)، تنوع ادغام‌ها (مارک^۵ و همکاران، ۱۹۸۸؛ ۱۹۹۰)، ساخت امپراتوری (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷) و تأمین مالی بخش‌های دارای عملکرد ضعیف با استفاده از وجوه نقد جمع‌آوری شده به جای بازگرداندن وجوه به سهامداران (برگر و هان، ۲۰۰۳؛ جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶؛ لامونت، ۱۹۹۷)، رخ می‌دهد. تمامی این شواهد، می‌توانند انعکاس‌دهنده ورود مدیریت به سرمایه‌گذاری‌های اضافی با هدف منافع شخصی به جای توزیع وجوه به سهامداران باشند. با توجه به جمیع توضیحات فوق، شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد دارند، فرصت‌های بیشتری برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری تخریب‌کننده ارزش خواهند داشت. لذا کیفیت گزارشگری مالی برای این شرکت‌ها، می‌تواند نقش نظارتی مهم‌تری را در تسکین مشکلات نمایندگی ایفا نماید. لذا در مطالعه حاضر این سؤالات مطرح می‌شوند که (۱) آیا بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط وجود دارد؟ و (۲) آیا جریان نقد آزاد بر ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری اثر دارد؟

-
1. Lamont
 2. Berger and Han
 3. Harford
 4. Opler
 5. Morck

پیشینه پژوهش

لای و همکاران (۲۰۲۰) تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر و کارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌ها حاکی از آن است که شرکت‌های دارای مدیرعامل با اعتماد به نفس بالا کارایی سرمایه‌گذاری کمتری دارند.

حبیب و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی استراتژی تجاری و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج با استفاده از یک نمونه بزرگ از داده‌های ایالت متحده، نشان می‌دهد که شرکت‌های اقتصادی دارای استراتژی تجاری از نوع جستجوگر با ناکارایی سرمایه‌گذاری مرتبط هستند، در حالی که کسانی که دارای استراتژی تجاری از نوع مدافع هستند، با کارایی سرمایه‌گذاری مرتبط هستند.

چن و همکاران (۲۰۱۷) تأثیر تحلیل گران مالی بر کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها نشان دادند که کیفیت بالای پیش‌بینی با سطوح بالای سرمایه‌گذاری مرتبط است؛ بنابراین تخصص بالای تحلیل گران از طریق کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد، موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. همچنین آن‌ها نشان دادند که چنین تأثیری برای شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا و مالکیت نهادی پایین، قوی‌تر است. این نتایج سازگار با این ادعاست که کیفیت بالای پیش‌بینی تحلیل گران، نظارت در محیط اطلاعاتی و محیط خارجی را افزایش داده و به نوبه خود کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد.

وانگ^۱ و همکاران (۲۰۱۵) در مطالعه‌ای با عنوان "کیفیت گزارشگری مالی، جریان نقد آزاد و کارایی سرمایه‌گذاری"، ضمن بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری، اثر هم‌زمان کیفیت گزارشگری مالی و جریان نقد آزاد بر کارایی سرمایه‌گذاری را نیز مورد بررسی قرار دادند. نتایج بررسی‌ها نشان داد که ارتباط معکوس و معناداری بین کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری برقرار است. از سوی دیگر، جریان نقد آزاد موجب تقویت ارتباط معکوس بین کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری اضافی می‌گردد.

پورموسی و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی رابطه بین محدودیت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری همچنین تأثیر جریان‌های نقدی بر رابطه یادشده پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد محدودیت مالی بر کارایی و کم سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد و

1. Wang

همچنین جریان وجوه نقد آزاد نیز رابطه بین محدودیت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری را تشدید می‌کند.

پرتوی و همکاران (۱۴۰۰)، تحقیقی را با هدف بررسی تأثیر جریان نقد آزاد بر کارایی سرمایه‌گذاری انجام دادند. با روش حذف سیستماتیک تعداد ۴۳۱ شرکت انتخاب گردید. یافته‌های آنان حاکی از آن است که جریان نقد آزاد تأثیر مثبت و معنادار بر سرمایه‌گذاری بیش از حد و ناکافی دارد.

یحیی‌زاده و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی رابطه بین نقد شوندگی سهام و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به محدودیت مالی و ریسک عملیاتی پرداختند. نتایج حاکی از آن است که نقد شوندگی سهام رابطه مثبتی و معناداری با سرمایه‌گذاری شرکت دارد. به علاوه نقد شوندگی می‌تواند از طریق کاهش هزینه‌ها و تسهیلات مالی، از فرصت سرمایه‌گذاری، بهتر استفاده کند و منجر به کارایی سرمایه‌گذاری شود و همچنین نشان داد که نقد شوندگی می‌تواند موجب کاهش حساسیت بین کارایی سرمایه‌گذاری و کاهش فرصت سرمایه‌گذاری شود، همچنین در شرکت‌هایی با محدودیت مالی و ریسک عملیاتی، نقد شوندگی تأثیر بیشتری بر سرمایه‌گذاری دارد.

صالحی و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی کارایی بازار سرمایه در تحلیل اطلاعات اجزای نقدی سود حسابداری پرداختند. این پژوهش نشان داد بورس اوراق بهادار تهران در عمل نسبت به برخی اطلاعات و اجزای نقدی سود حسابداری در برهه‌ای از زمان کارا می‌باشد و نسبت به برخی اطلاعات کارا نیست. واکنش دست‌اندرکاران بازار نسبت به پایداری اجزای نقدی سود متفاوت است و در این بین، اطلاعات مربوط به تغییر در دارایی‌های مالی، وجوه توزیع شده به سهامداران، همچنین افزایش و کاهش بخش غیرعادی تغییرات در دارایی‌های مالی فاقد پایداری است.

وفاجو (۱۳۹۸)، تحقیقی با هدف بررسی کیفیت گزارشگری و کارایی سرمایه‌گذاری را در بین سال‌های ۱۳۹۴-۱۳۹۸ در بازار بورس و اوراق بهادار تهران انجام داد. با استفاده از مدل‌های رگرسیونی به روش داده‌های ترکیبی دریافت که با افزایش کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها، از میزان عدم کارایی سرمایه‌گذاری (بیش سرمایه‌گذاری یا کم سرمایه‌گذاری) کاسته می‌شود.

عبدی و همکاران (۱۳۹۶) تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار داده و به این نتیجه رسیدند که مالکیت مدیریتی نقش مهمی در کاهش اثرات منفی جریان‌های نقد آزاد بر ناکارایی سرمایه‌گذاری دارد. همچنین به این نتیجه رسیدند که مالکیت مدیریتی ارتباط مثبت بین جریان‌های نقد آزاد و بیش سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند در حالی که تأثیری بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و کم سرمایه‌گذاری ندارد. اسکندری و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهش خود تحت عنوان اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر انواع عدم کارایی سرمایه‌گذاری به این نتیجه رسیدند که مالکیت مدیریتی نقش مهمی در کاهش اثرات منفی جریان‌های نقد آزاد بر ناکارایی سرمایه‌گذاری دارد و کیفیت گزارشگری مالی تنها با کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کم سرمایه‌گذار ارتباط مثبت معنادار دارد. به عبارتی افزایش کیفیت گزارشگری مالی سبب تشویق این شرکت‌ها به سرمایه‌گذاری بیشتر و بهبود کم سرمایه‌گذاری و کاراتر شدن سرمایه‌گذاری‌هایشان می‌شود.

روش‌شناسی پژوهش

سؤالات و فرضیه‌های تحقیق

با توجه به مطالب ارائه‌شده در مبانی نظری، در تحقیق حاضر این پرسش‌ها مطرح می‌شوند که (۱) آیا بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط وجود دارد؟ و (۲) آیا جریان نقد آزاد بر ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری اثر دارد؟ و در راستای دستیابی به پاسخ پرسش‌های مطرح‌شده و همچنین بر اساس رابطه تبیین شده، فرضیه‌های زیر مطرح می‌گردند:

بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط وجود دارد.
جریان نقد آزاد بر ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری اثر دارد.

روش‌ها و ابزار جمع‌آوری اطلاعات

و برای دستیابی به داده‌های موردنظر برای پردازش فرضیه‌های تحقیق، از اطلاعات موجود در نرم‌افزار ره‌آورد نوین و بررسی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار

تهران با مراجعه به سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران، استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از تحلیل رگرسیون با داده‌های ترکیبی و نسخه ۱۰ نرم‌افزار Eviews استفاده شده است. برای این کار، اطلاعات موردنیاز از شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران، در طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ جمع‌آوری شده است.

لازم به یادآوری می‌باشد که انتخاب شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به- عنوان جامعه آماری بدین لحاظ است که تقریباً در دسترس‌ترین اطلاعات در خصوص شرکت‌های ایرانی، در این نهاد قرار دارد. در این تحقیق، نمونه از طریق روش حذف سیستماتیک از جامعه آماری، انتخاب خواهد شد. به این ترتیب که نمونه، متشکل از کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری است که حائز معیارهای زیر باشند:

در طول دوره تحقیق، در بورس حضور داشته باشند.

در طول دوره تحقیق، تغییر در دوره مالی نداشته باشند.

به دلیل ماهیت خاص فعالیت، شرکت‌ها در زمینه مالی، از جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه‌ها و مؤسسات مالی و لیزینگ نباشند.

داده‌های مورد نیاز جهت متغیرهای تحقیق، در طول دوره زمانی ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹، موجود باشند.

دوره مالی آن‌ها منتهی به ۱۲/۲۹ هر سال باشد تا بتوان داده‌ها را در کنار یکدیگر و در صورت نیاز، به صورت پانلی به کار برد.

نماد معاملاتی بیش از شش ماه توقف نداشته باشد.

با توجه به شرایط ذکرشده، ۱۰۲ شرکت به عنوان نمونه آماری تحقیق انتخاب شدند.

مدل‌ها و متغیرهای تحقیق

مدل‌های پژوهش به پیروی از تحقیق فاشنگ^۱ و همکاران (۲۰۱۵) به شرح زیر می‌باشد.

به منظور آزمون فرضیه اول پژوهش از مدل‌های زیر استفاده می‌شود:

$$\beta_4 \text{ } 0 + \beta_1 \text{ } FRQ_{i,t-1} + \beta_2 \text{ } Size_{i,t-1} + \beta_3 \text{ } Growth_{i,t-1} + \beta = \text{OverI or UnderI}_{i,t} \\ Lev_{i,t-1} + \beta_5 \text{ } Pay_{i,t-1} + \beta_6 \text{ } MFE_{i,t-1} + \beta_7 \text{ } OCF_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

1. Fusheng

به منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش از مدل‌های زیر استفاده می‌شود:

$$\beta_4 \text{ } 0 + \beta_1 \text{ FRQ}_{i,t-1} + \beta_2 \text{ FCF}_{i,t-1} + \beta_3 \text{ FRQ} * \text{FCF}_{i,t-1} + \beta = \text{OverI or UnderI}_{i,t} \\ \beta_9 \text{ OCF}_{i,t-1} + \text{Growth}_{i,t-1} + \beta_6 \text{ Lev}_{i,t-1} + \beta_7 \text{ Pay}_{i,t-1} + \beta_8 \text{ MFE}_{i,t-1} + \text{Size}_{i,t-1} + \beta_5 \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

متغیر وابسته

$\text{OverI or UnderI}_{i,t}$ = سرمایه‌گذاری اضافی یا ناکافی (کارایی سرمایه‌گذاری) شرکت i در سال t که برای محاسبه آن، از مدل پیشنهادی بیدل و همکاران (۲۰۰۹) استفاده شده است:

$$\beta_0 + \beta_1 \text{ SalesGrowth}_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \text{ Investment}_{i,t} =$$

که در آن:

$\text{Investment}_{i,t}$ = کل سرمایه‌گذاری شرکت i در سال t که بنابر تعریف گماریز و بالستا (۲۰۱۳) برابر است با خالص افزایش در دارایی مشهود و نامشهود، تقسیم بر کل دارایی‌های سال قبل.

$\text{SalesGrowth}_{i,t-1}$ = نشان‌دهنده رشد فروش است که برابر است با نرخ افزایش فروش شرکت i در سال $t-1$ نسبت به سال $t-2$.

متغیر مستقل

$\text{FRQ}_{i,t-1}$ = کیفیت گزارشگری مالی شرکت i در سال $t-1$ که برای محاسبه آن از مدل محاسبه مدیریت سود مک‌نیکولز و استوبن (۲۰۰۸) استفاده می‌شود که به این شرح است:

$$\Delta \text{AR}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{Sales}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

که در آن:

$\Delta \text{AR}_{i,t}$ = تغییر سالانه در حساب‌های دریافتنی شرکت؛ و

$\Delta \text{Sales}_{i,t}$ = تغییر سالانه در درآمد فروش.

$\text{FCF}_{i,t-1}$ = جریان نقد آزاد شرکت i در سال $t-1$ که برابر است با خالص جریان نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی منهای خالص فعالیت‌های سرمایه‌گذاری تقسیم بر کل دارایی‌ها که در مدل دوم اضافه می‌شود.

متغیرهای کنترل

$Size_{i,t-1}$ = اندازه شرکت i در سال $t-1$ که برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها؛
 $Growth_{i,t-1}$ = رشد شرکت i در سال $t-1$ که برابر است با کل دارایی‌های سال $t-1$ منهای کل دارایی‌های سال $t-2$ تقسیم بر کل دارایی‌های سال $t-2$ ؛
 $Lev_{i,t-1}$ = اهرم مالی شرکت i در سال $t-1$ که برابر است با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها؛
 $Pay_{i,t-1}$ = سود تقسیمی شرکت i در سال $t-1$ که برابر است با نسبت کل سود تقسیمی به کل دارایی‌ها؛
 $MFE_{i,t-1}$ = هزینه‌های عمومی و اداری شرکت i در سال $t-1$ که برابر است با نسبت هزینه‌های عمومی و اداری به کل دارایی‌ها؛ و
 $OCF_{i,t-1}$ = جریان نقد عملیاتی شرکت i در سال $t-1$ که برابر است با نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها.

یافته‌های پژوهش

یافته‌های تحقیق در قالب دو بخش (۱) آمار توصیفی و (۲) آمار استنباطی، در ادامه ارائه خواهند شد.

آمار توصیفی

جدول (۱) آمار توصیفی داده‌ها را نشان می‌دهد. چون شرکت‌های استفاده‌شده در مدل‌های پژوهش یکسان‌اند، آمار توصیفی بر اساس مدل‌های پژوهش تفکیک نشده و به صورت یکجا ارائه شده است.

جدول ۱. شاخص‌های توصیفی متغیرهای مورد مطالعه

متغیرهای پژوهش	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
کارایی سرمایه‌گذاری	-۰/۰۶۱	-۰/۰۱۹	$-۴/۰۲ \times 10^{-5}$	-۰/۴۶۴	۰/۰۷۸
کیفیت گزارشگری مالی	-۰/۰۷۲	-۰/۰۰۷	-۰/۰۰۱	-۰/۴۲۸	۰/۰۷۹
اندازه شرکت	۱۳/۶۸۱	۱۳/۵۴۱	۱۸/۸۰۸	۱۰/۰۲۷	۱/۵۳۵

متغیرهای پژوهش	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
رشد شرکت	۰/۱۸۶	۰/۱۶۹	۱/۱۳۴	-۰/۴۰۵	۰/۲۴۷
اهرم مالی	۰/۶۰۸	۰/۷۱	۰/۹۵	۰/۰۹۹	۰/۱۶۳
سود تقسیمی	۰/۰۷۴	۰/۰۴۹	۰/۳۸۶	۰/۰۰۰	۰/۰۸۵
هزینه‌های عمومی و اداری	۰/۰۲۹	۰/۰۴۴	۰/۱۹۳	۰/۰۰۴	۰/۰۲۶
جریان نقد عملیاتی	۰/۱۴۲	۰/۱۰۸	۰/۵۲	-۰/۱۷	۰/۱۲۴
جریان نقد آزاد	۰/۰۸۷	۰/۰۷	۰/۵۴۷۷	-۰/۲۷۹	۰/۱۳۱

میانگین، اصلی‌ترین و مهم‌ترین شاخص مرکزی به شمار می‌آید که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. همان‌طور که در جدول شماره ۱ مشاهده می‌شود، مقدار میانگین متغیر کارایی سرمایه‌گذاری، ۰/۰۶۱- است. میانه نقطه‌ای است که یک نمونه را به دو قسمت مساوی تقسیم می‌نماید. به عبارتی دیگر، ۵۰ درصد مشاهدات قبل و ۵۰ درصد مشاهدات بعد از آن قرار دارند. همان‌طور که در جدول ۱ نشان داده شده است، مقدار میانه متغیر کارایی سرمایه‌گذاری، ۰/۰۱۹- است. به‌طور کلی، معیارهای پراکندگی، معیارهایی هستند که پراکندگی مشاهدات را حول میانگین بررسی و مقایسه می‌نمایند. یکی از مهم‌ترین معیارهای پراکندگی، انحراف معیار می‌باشد. با توجه به جدول فوق، این معیار برای متغیر کارایی سرمایه‌گذاری، ۰/۰۷۸ است. گفتنی است بیشترین مقدار متغیر با کارایی سرمایه‌گذاری برابر با $10^{-5} * 4/02$ و کمترین مقدار آن برابر با $4/64-$ است. ویژگی‌های کیفی سایر متغیرهای اصلی مطالعه حاضر نیز در جدول فوق مشهود است.

آمار استنباطی

آمار استنباطی به کار برده شده در این تحقیق، رگرسیون چندمتغیره، ضمناً جهت اطمینان از قابل‌اتکا بودن نتایج، آزمون‌های پیش‌فرض استفاده از رگرسیون به کار گرفته شده‌اند.

بررسی پایایی متغیرها

پیش از تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، پایایی متغیرها باید بررسی شود. پایایی متغیرهای پژوهش به این معنا است که میانگین واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین

سال‌های مختلف ثابت بوده است. به منظور انجام این تحلیل، از آزمون ایم، پسران و شین^۱ استفاده می‌شود. نتیجه این آزمون در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول ۲. آزمون ایم، پسران و شین

متغیرهای پژوهش	آماره t	سطح معناداری
کارایی سرمایه‌گذاری	-۱۷/۱۹۲	۰/۰۰۰
کیفیت گزارشگری مالی	-۱۲/۰۶۴	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۷/۶۳۵	۰/۰۰۰
رشد شرکت	-۱۹/۰۷۵	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۹/۳۷۱	۰/۰۰۰
سود تقسیمی	-۱۰/۶۳۴۸	۰/۰۰۰
هزینه‌های عمومی و اداری	-۱۰/۵۰۷	۰/۰۰۰
جریان نقد عملیاتی	-۱۴/۹۵۵	۰/۰۰۰
جریان نقد آزاد	-۱۶/۸۲۲	۰/۰۰۰

با توجه به جدول ۲، مقدار سطح معناداری متغیرهای پژوهش کمتر از ۵ درصد است و بنابراین، همگی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی در سطح پایا هستند. سپس، به شناسایی روش مناسب برای تحلیل داده‌ها پرداخته می‌شود.

آزمون فرضیه‌های پژوهش

آزمون فرضیه اول پژوهش

در راستای برآورد ضرایب مدل مربوط به آزمون فرضیه اول تحقیق، ابتدا برای تعیین روش داده‌های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن آن‌ها، از آزمون چاو و آماره F لیمر استفاده می‌گردد. نتایج این آزمون در جدول شماره ۳ آمده است.

جدول ۳. نتایج آزمون چاو

فرضیه صفر	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون چاو
-----------	---------	--------------	-----------------

1. Im, Pesaran, Shin

استفاده از مدل داده‌های تلفیقی	۴/۶	۰/۰۰۰	فرض صفر رد می‌شود
--------------------------------	-----	-------	-------------------

مطابق آنچه در جدول شماره ۳ دیده می‌شود، نتیجه آزمون چاو، نشان می‌دهد که احتمال به دست آمده برای آماره F کمتر از ۵ درصد است، بنابراین برای آزمون این مدل، داده‌ها به صورت تابلویی مورد استفاده قرار می‌گیرند. در ادامه در جدول شماره ۴ با اجرای آزمون هاسمن، ضرورت استفاده از روش اثرات ثابت یا تصادفی، بررسی می‌گردد.

جدول ۴. نتایج آزمون هاسمن

فرضیه صفر	آماره کای اسکوئر	سطح معناداری	نتیجه آزمون
استفاده از مدل اثرات تصادفی	۱۱/۴۷۶	۰/۱۴۲	فرض صفر رد نمی‌شود

با توجه به جدول شماره ۴ سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از ۰/۰۵ است، لذا برای برآورد ضرایب مدل مذکور، باید از مدل اثرات تصادفی استفاده نمود. نتیجه آزمون مدل مذکور با استفاده از مدل اثرات تصادفی و روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی در جدول شماره ۵ ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه اول

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	-۰/۰۴۷	۰/۰۶	-۱/۰۶۵	۰/۲۶۷
کیفیت گزارشگری مالی	۰/۱۰۵	۰/۰۵۲	۲/۴۱	۰/۰۱۹
اندازه شرکت	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۴	-۰/۴۵۳	۰/۵۸
رشد شرکت	-۰/۰۸۹	۰/۰۳۱	-۳/۵۸۱	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۰۴۹	۰/۰۴۲	۱/۶۳۷	۰/۱۱۲
سود تقسیمی	۰/۱۱۲	۰/۰۷۲	۱/۷۱۵	۰/۰۷۱
هزینه‌های عمومی و اداری	-۰/۰۰۷	۰/۱۲۴	-۰/۰۴۹	۰/۸۷

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
جریان نقد عملیاتی	-۰/۰۶۷	۰/۰۴۹	-۱/۸۹۸	۰/۰۵۷
آماره F		۲۶/۱۰۱	ضریب تعیین	۰/۴۷۲
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۶۷
			مقدار دوربین - واتسون	۱/۸۵۹

با توجه به نتایج جدول شماره ۵ از آنجا که آماره t متغیر کیفیت گزارشگری مالی بزرگ‌تر از ۱/۹۶۵+ بوده و سطح معناداری آن کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، ارتباطی معنادار و مستقیم بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برقرار است. لذا فرضیه اول مطالعه حاضر مبنی بر این که "بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط وجود دارد"، مورد تأیید قرار می‌گیرد.

آزمون فرضیه دوم پژوهش

در راستای برآورد ضرایب مدل مربوط به آزمون فرضیه دوم تحقیق، ابتدا برای تعیین روش داده‌های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن آن‌ها، از آزمون چاو و آماره F لیمر استفاده می‌گردد. نتایج این آزمون در جدول شماره ۶ آمده است.

جدول ۶. نتایج آزمون چاو

فرضیه صفر	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون چاو
استفاده از مدل داده‌های تلفیقی	۴/۶۵۴	۰/۰۰۰	فرض صفر رد می‌شود

مطابق آنچه در جدول شماره ۶ دیده می‌شود، نتیجه آزمون چاو، نشان می‌دهد که احتمال به دست آمده برای آماره F کمتر از ۵ درصد است، بنابراین برای آزمون این مدل، داده‌ها به صورت تابلویی مورد استفاده قرار می‌گیرند. در ادامه در جدول شماره ۷ با اجرای آزمون هاسمن، ضرورت استفاده از روش اثرات ثابت یا تصادفی، بررسی می‌گردد.

جدول ۷. نتایج آزمون هاسمن

فرضیه صفر	آماره کای اسکوئر	سطح معناداری	نتیجه آزمون
استفاده از مدل اثرات تصادفی	۲۲/۴۳۸	۰/۰۱۳	فرض صفر رد می‌شود

با توجه به جدول شماره ۷ سطح معناداری آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ است، لذا برای برآورد ضرایب مدل مذکور، باید از مدل اثرات ثابت استفاده نمود. نتیجه آزمون مدل مذکور با استفاده از مدل اثرات ثابت و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی (EGLS) در جدول شماره ۸ ارائه شده است.

جدول ۸. نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	-۰/۱۲	۰/۰۵۹	-۲/۲۴۶	۰/۰۳۴
کیفیت گزارشگری مالی	۰/۰۴۵	۰/۰۱۹	۲/۸۷	۰/۰۰۷
جریان نقد آزاد	۰/۰۴۱	۰/۰۳۳	۱/۳۴۸	۰/۱۷۴
کیفیت گزارشگری مالی*جریان نقد آزاد	-۰/۱۸۷	۰/۰۹۱	-۲/۱۵۱	۰/۰۲۹
اندازه شرکت	۰/۰۰۷	۰/۰۰۴	۱/۶۲	۰/۱۲۳
رشد شرکت	-۰/۰۴۳	۰/۰۰۸	-۳/۷۲۸	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۰۱۹	۰/۰۱۲	۰/۹۷۱	۰/۳۴۸
سود تقسیمی	۰/۰۲۱	۰/۰۲۷	۰/۵۲۴	۰/۶۳۹
هزینه‌های عمومی و اداری	-۰/۳۴۹	۰/۰۶۷	-۴/۴۹۷	۰/۰۰۰
جریان نقد عملیاتی	-۰/۰۱۷	۰/۰۳۲	-۰/۷۷۱	۰/۴۴۷
آماره F	۲۶۵/۳۴۶		ضریب تعیین	۰/۵۹
سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۹۳

۱/۹۶	مقدار دوربین - واتسون	
------	--------------------------	--

با توجه به نتایج جدول شماره ۸ از آنجا که آماره t متغیر کیفیت گزارشگری مالی بزرگ‌تر از $1/965+$ بوده و سطح معناداری آن کوچک‌تر از $0/05$ است، ارتباطی معنادار و مستقیم بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برقرار است. لذا فرضیه اول مطالعه حاضر مبنی بر این که "بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط وجود دارد"، مورد تأیید قرار می‌گیرد.

از سویی دیگر، از آنجا که آماره t متغیر جریان نقد آزاد کوچک‌تر از $1/965 \pm$ بوده و سطح معناداری آن بزرگ‌تر از $0/05$ است، ارتباطی معنادار بین جریان نقد آزاد و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برقرار نیست. گفتنی است از آنجا که آماره t متغیر کیفیت گزارشگری مالی *جریان نقد آزاد بزرگ‌تر از $1/965-$ بوده و سطح معناداری آن کوچک‌تر از $0/05$ است، ارتباطی معنادار و معکوس بین کیفیت گزارشگری مالی *جریان نقد آزاد و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برقرار است. این نتیجه نشان می‌دهد که جریان نقد آزاد، موجب کاهش تأثیر افزایشی کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد. لذا فرضیه دوم مطالعه حاضر مبنی بر این که "جریان نقد آزاد بر ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری اثر دارد"، مورد تأیید قرار می‌گیرد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در راستای توضیح نتایج به‌دست آمده در مطالعه حاضر، لازم به ذکر است که عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران (که اغلب مشکل انتخاب ناسازگار نامیده می‌شود)، محرکی مهم برای افزایش هزینه‌های تأمین مالی شرکت‌هایی است که درصدد تأمین مالی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاریشان هستند. به‌علاوه، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران (که اغلب تضاد مالک-نماینده نامیده می‌شود) ممکن است مانع سرمایه‌گذاری کارا شود. چون مدیران درصدد حداکثر کردن منافع شخصی‌شان می‌باشند، می‌توانند فرصت‌های سرمایه‌گذاری را انتخاب کنند که ممکن است به بهترین نحو منافع سهامداران را تأمین نکند (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷).

مسئله مهم، ارتباط پیش‌بینی شده‌ای است که بیان می‌کند، مشکلات نمایندگی می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری به دلیل انتخاب پروژه ضعیف، اثرگذار باشد و نیز موجبات افزایش هزینه‌های تأمین مالی را، در صورتی که سرمایه‌گذاران پیش‌بینی نمایند که مدیران می‌توانند از منابع سوء استفاده نمایند، فراهم سازند (لامبرت^۱ و همکاران، ۲۰۰۷). در مجموع، بحث بالا حاکی از آن است که عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذار و نیز بین مالک - نماینده می‌تواند مانع سرمایه‌گذاری کارا گردد و کیفیت گزارشگری مالی، می‌تواند حداقل به دو صورت با کارایی سرمایه‌گذاری مرتبط باشد. اول این که گزارشگری مالی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران، هزینه‌های انتخاب ناسازگار را کاهش می‌دهد (ورچیا^۲، ۲۰۰۱) و در نتیجه منجر به افزایش نقدینگی شرکت می‌شود (لئوز و ورچیا^۳، ۲۰۰۰) و می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را با کاهش هزینه‌های تأمین مالی، بهبود بخشد. دوم این که گزارشگری مالی، نقشی حیاتی در کاهش مشکلات نمایندگی، قراردادهای جبران خدمات مدیران و منبع اصلی سهامداران برای نظارت بر مدیران ایفا می‌کند (باشمن و اسمیت^۴، ۲۰۰۱). به علاوه، به عنوان منبعی مهم برای اطلاعات خاص شرکت، برای ایفای وظیفه نظارتی بازار سهام، ضروری است (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). بنابراین، اگر گزارشگری مالی مشکلات نمایندگی را کاهش دهد، می‌تواند با افزایش توانایی سهامداران در نظارت بر مدیران، به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری یاری رساند، زیرا افزایش توانایی سهامداران در نظارت بر مدیران، موجب بهبود انتخاب پروژه و کاهش هزینه‌های تأمین مالی می‌شود.

از سوی دیگر، مطالعات متعددی به بررسی آثار جریان نقد آزاد بر سرمایه‌گذاری شرکت پرداخته‌اند و دریافتند شرکت‌هایی که جریان نقد بالاتری دارند، به شرکت‌های غیرمتمرکز تبدیل می‌شوند (لامونت^۵، ۱۹۹۷ و برگر و هان^۶، ۲۰۰۳). هارفورد^۷ (۱۹۹۹) نیز از تأثیر مستقیم جریان نقدی شرکت بر احتمال اتخاذ تصمیمات ادغام توسط شرکت‌ها خبر داد. تأثیر افزایشی جریان نقد

1. Lambert
2. Verrecchia
3. Leuz and Verrecchia
4. Bushman and Smith
5. Lamont
6. Berger and Han
7. Harford

اضافی بر مخارج سرمایه‌ای بیشتر و صرف مبالغ بالاتر برای ادغام، حتی در شرایط وجود فرصت-های سرمایه‌گذاری محدود، نتیجه‌ای بود که اپلر^۱ و همکاران (۲۰۰۱) در مطالعه خود به آن اشاره نمودند. ارتباط مستقیم سرمایه‌گذاری شرکت با وجوه نقد جمع‌آوری شده داخلی، به علت عوامل متعددی همچون مصرف عایدات (جنسن و مک‌لینگ^۲، ۱۹۷۶)، تنوع ادغام‌ها (مارک^۳ و همکاران، ۱۹۸۸؛ ۱۹۹۰)، ساخت امپراتوری (شلیفر و ویشنی^۴، ۱۹۹۷) و تأمین مالی بخش‌های دارای عملکرد ضعیف با استفاده از وجوه نقد جمع‌آوری شده به جای بازگرداندن وجوه به سهامداران (برگر و هان، ۲۰۰۳)، رخ می‌دهد. تمامی این شواهد، می‌توانند انعکاس‌دهنده ورود مدیریت به سرمایه-گذاری‌های اضافی با هدف منافع شخصی به جای توزیع وجوه به سهامداران باشند. با توجه به جمیع توضیحات فوق، شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد دارند، فرصت‌های بیشتری برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری تخریب‌کننده ارزش خواهند داشت. لذا افزایش جریان نقد آزاد شرکت، باعث می‌شود که توانایی کیفیت گزارشگری مالی در افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، تضعیف شود.

-
1. Opler
 2. Jensen and Meckling
 3. Morck
 4. Shlifer and vishny

فهرست منابع

- ابزری، مهدی؛ صمدی، سعید و تیموری، هادی. (۱۳۸۷). بررسی عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار (مطالعه‌ی موردی: بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان). فصلنامه علمی پژوهشی جستارهای اقتصادی، ۵(۱۰)، ۱۳۷-۱۶۲.
- احمدپور، احمد و رسائیان، امیر. (۱۳۸۵). رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام. بررسی‌های حسابداری حسابرسی، ۱۳ (۴۶)، ۳۷-۶۰.
- ایزدی نیا، ناصر و رسائیان، امیر. (۱۳۸۸الف). اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و کیفیت سود در ایران. مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، ۲۰ (۵۱)، ۱۲۷-۱۵۴.
- بادآور نهندی، یونس و درخور، سعید. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و خالص سرمایه‌گذاری. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۲ (۸)، ۱۶۷-۱۸۹.
- پرتوی، پارسا. صراف، فاطمه و فاطمه بشارت پور. (۱۴۰۰). تأثیر جریان نقد آزاد بر کارایی سرمایه‌گذاری با استفاده از رگرسیون گشتاورهای تعمیم یافته پانلی. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی. سال سیزدهم، شماره ۵۰، صص ۳۳-۵۴.
- پور موسی، علی اکبر و ستی شریف زاده دربان. (۱۴۰۰). "بررسی تأثیر نقدینگی شرکت بر رابطه بین محدودیت مالی و سرمایه‌گذاری"، چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۱، شماره ۳۹، صص ۵۳-۶۴.
- تختایی، نصراله؛ تمیمی، محمد و موسوی، زهرا. (۱۳۹۰). نقش کمیته حسابرسی در کیفیت گزارشگری مالی. مجله حسابداری رسمی، ۱۵، ۴۵-۵۶.
- ثقفی، علی و عرب مازار یزدی، مصطفی. (۱۳۸۹). رابطه کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴ (۶)، ۱-۲۰.
- حیدرپور، فرزانه و سمیه زارع رفیع. (۱۳۹۳). "تأثیر متغیرهای سود تقسیمی و فرصت‌های رشد بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و نوسان پذیری بازده سهام"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی. ۲۲(۶)، صص ۲۱۳-۲۴۷.
- دولت‌خواه، امیر، واعظ سیدعلی و مهدی بصیرت. (۱۳۹۸). کارایی سرمایه‌گذاری: مروری بر مفاهیم و مدلها. فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری. سال سوم، شماره ۲۵، صص ۴۴-۵۸.
- عبدی، رسول، مهدی زینالی و مجید تقی زاده. (۱۳۹۶). "تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۳۵، صص ۱۵۷-۱۸۵.

عرب-صالحی، مهدی و اشرفی، مجید. (۱۳۹۰). نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری- جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۳ (۳)، ۹۴-۷۵.

مهدوی، غلامحسین و غلامرضا رضایی، (۱۳۹۲). "بررسی اثرات کیفیت گزارشگری مالی بر سیاست تقسیم سود"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۵ (۱۷)، صص ۱-۲۳.

وفاجو، علیرضا. (۱۳۹۸). بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی، جریان‌های نقدی آزاد و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها. مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری. دوره پنجم، شماره ۴، صص ۲۰۸-۲۲۵. یحیی زاده فر، محمود، منصوره علیقلی و فاطمه ذبیحی. (۱۳۹۹). "بررسی رابطه بین نقد شوندگی و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به محدودیت مالی و ریسک عملیاتی"، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، دوره ۷۴، شماره ۷۳، صص ۳۱-۴۴.

یعقوبی خان خواجه و جهاننشد/ (۱۳۹۶). تأثیر جریان نقد آزاد و رشد شرکت بر همزمانی بازده سهام. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی) ۱۰ (۳۵)، ۳۵-۴۷.

- Beatty, A., Weber, J. and Scott, J. (2007), "The Role of Accounting Quality in Reducing Investment Inefficiency in the Presence of Private Information and Direct Monitoring", Working Paper, The Ohio State University.
- Bharath, S.T., Sunder, J. and Sunder, S.V. (2008), "Accounting Quality and Debt Contracting", The Accounting Review, 83, PP. 1-28.
- Biddle, G. and Hilary, G. (2006), "Accounting Quality and Firm-level Capital Investment", The Accounting Review, 81, PP. 963-982.
- Biddle, G., Hilary, G. and Verdi, R.S. (2009), "How Does Financial Reporting Quality Relate to Investments Efficiency?", Journal of Accounting and Economics, 48, PP. 112-131.
- Bushman, R.M. and Smith, A.J. (2001), "Financial Accounting Information and Corporate Governance", Journal of Accounting and Economics, 32, PP. 237-333.
- Chen, F., Hope, O. K., Li, Q. & Wang, X. (2017), "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets", The Accounting Review, Vol. 86 (4), PP. 1255-1288.
- Gomariz, M.F. C. and Ballesta, J.P.S. (2014), "Financial Reporting Quality, Debt Maturity and Investment Efficiency", Journal of Banking and Finance, 40, PP. 494-506.
- Habib, Ahsan and Hasan, Mostafa Monzur. (2020), "Business Strategy and Labour Investment.
- Hubbard, R.G. (1998). Capital-market imperfections and investment. Journal of Economic Literature, 36, 193-225.
- Jensen, M. and Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3, 305-360.
- Lai, X. Li, K.C. Chan (2020), "CEO Overconfidence and Labor Investment Efficiency", North.
- Lamont, O. (1997). Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets. Journal of Finance, 52(1), 83-109.

- Lobo, G.J., Song, M. and Stanford, M. (2012). Accruals quality and analysis coverage. *Journal of Banking and Finance*, 36, 497-508.
- Opler, T., Lee, P., Reneh, S. and Williamson, R. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.

