



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
دوره ۱۷ / شماره ۲ (پیاپی ۶۶) / تابستان ۱۴۰۷  
صفحه ۴۴۵ تا ۴۶۴

## حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی با توجه به افشای اطلاعات و حاکمیت شرکتی

### جواد طوفانی چهارده

گروه حسابداری، واحد شهرقدس، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

### آرتین بیطاری

گروه حسابداری، واحد شهرقدس، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

Beytari@iau.ac.ir

### محمد رضا قربانیان

گروه مدیریت بازرگانی، واحد شهرقدس، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

### سارا یوسف زاده

گروه حسابداری، واحد شهرقدس، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۱۲/۲۷ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۲/۰۲

### چکیده

در صورت وجود مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی، اتکا شرکت بر منابع داخلی جهت تأمین مالی افزایش می‌یابد که در این بین نقش حاکمیت شرکتی مهم می‌شود. این پژوهش بررسی می‌کند که چگونه حاکمیت شرکتی شرکت‌ها بر حساسیت جریان نقدی اندازه‌گیری، در حضور افشا و حاکمیت شرکتی بر سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. به منظور ارزیابی نقش حاکمیت شرکتی، این پژوهش شاخص حاکمیت شرکتی را بر اساس یک نظرسنجی از ۴۰۰ نفر از مدیران و حسابداران خبره در مقیاس بزرگ از شرکت‌های بورس اوراق بهادار طی سال ۱۴۰۳ انجام خواهد داد. این پژوهش با استفاده از الگوی معادلات ساختاری به تحلیل مولفه‌ها بر سرمایه‌گذاری شرکت را طوری که متغیر جریان نقدی با شاخص‌های حاکمیت شرکتی و افشای اطلاعات پرداخت. نتایج نشان داد که بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی و افشای اطلاعات مالی نقش میانجی در رابطه جریان نقد و سرمایه‌گذاری دارند. همچنین حاکمیت شرکتی قادر است تأثیر مستقیمی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی داشته باشد، اما این تأثیر با واسطه افشای اطلاعات تقویت می‌شود. همچنین روابط محدودیت مالی و شفافیت اطلاعات نقش میانجی بین حاکمیت شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی دارد.

**واژه‌های کلیدی:** حساسیت سرمایه‌گذاری، جریان‌های نقدی، حاکمیت شرکتی

## ۱- مقدمه

یکی از اهداف مهم تأمین مالی شرکتها، سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور است. راه‌های زیادی برای تأمین منابع مالی لازم وجود دارد. شیوه‌های مختلف تأمین مالی شامل تأمین مالی داخلی و تأمین مالی خارجی می‌شود. ادعا می‌شود که در صورت وجود مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی، اتکا شرکت بر منابع داخلی جهت تأمین مالی افزایش می‌یابد. شرکتهایی که بیشتر در معرض این مشکلات قرار داشته باشند، شرکتهای «دچار محدودیت مالی» نامیده می‌شوند. یکی از شاخص‌های اندازه‌گیری میزان اتکا شرکت بر منابع داخلی، «حساسیت سرمایه‌گذاری- جریان نقدی» نامیده می‌شود. میزان محدودیت‌های مالی شرکتها با استفاده از شاخص‌هایی مانند اندازه، عمر شرکت، نسبت تقسیم سود و عضویت شرکت در گروههای تجاری اندازه‌گیری می‌شود. یکی از شاخصهایی که در سالهای اخیر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است، حاکمیت شرکتی است. حاکمیت شرکتی یک مجموعه روابطی است بین سهامداران، مدیران و حساب‌رسان شرکت که متضمن برقراری نظام کنترلی به منظور رعایت حقوق سهامداران جزء و اجرای درست مصوبات مجمع و جلوگیری از سوءاستفاده‌های احتمالی می‌باشد. در محیط اقتصادی کنونی، شرکتها به دنبال تحقق اهداف مختلفی از جمله رشد و توسعه می‌باشند. این شرکتها برای جذب سرمایه و جلب اعتماد سرمایه‌گذاران، می‌بایست به موضوعاتی همچون حاکمیت شرکتی، افشای اطلاعات و سرمایه‌گذاری با دقت و توجه ویژه‌ای نگرسته و اقدام نمایند. از سوی دیگر، حساسیت جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نقش بسزایی در ساختار مالی و عملکرد این شرکتها داشته و تأثیر گذار است. (مرادی و همکاران ۱۳۹۷).

سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده موفقیت شرکتها و پایداری آنها در بازارهای مالی به شمار می‌رود. یکی از عوامل کلیدی که بیشترین تأثیر را بر روی سرمایه‌گذاری شرکتها دارد، حساسیت جریان نقدی آنها است. این حساسیت نه تنها نشان‌دهنده میزان توانایی شرکت در مدیریت جریان‌های نقدی مختلف است، بلکه همچنین نقش بسزایی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری شرکتها ایفا می‌کند. (مدانلو و همکاران، ۱۴۰۰).

اما در این فرایند تصمیم‌گیری، نقش دو عامل دیگر نیز بسیار حائز اهمیت است: افشای اطلاعات و حاکمیت شرکتی. افشای اطلاعات به شرکتها کمک می‌کند تا اطلاعات لازم را به سهامداران، بازار و سایر نهادهای مرتبط ارائه دهند، در حالی که حاکمیت شرکتی به عنوان یک سیستم کنترلی و نظارتی، اطمینان حاصل می‌کند که تصمیمات مدیریتی به نحو انطباق با استراتژی‌ها و منافع طولانی مدت شرکت انجام می‌شود. حاکمیت شرکتی به میزان کنترل و راهبری شرکت توسط مدیران اشاره دارد. افشای اطلاعات نیز به ارائه اطلاعات مالی و عملکردی صادقانه و به موقع توسط شرکتها اشاره دارد. همچنین، سرمایه‌گذاری به استفاده از سرمایه‌های شرکت به منظور رشد و توسعه اشاره دارد (آنتونیان، ۲۰۲۱).

حاکمیت شرکتی، افشای اطلاعات و سرمایه‌گذاری به عنوان عوامل اساسی در مدیریت مالی شرکتها می‌توانند تأثیر چشمگیری بر حساسیت جریان نقدی آنها داشته باشند. حاکمیت شرکتی به وضوح نحوه تصمیم‌گیری و

<sup>1</sup> Antounian

رفتار مدیران و صاحبان شرکت را تعیین می‌کند. یک حاکمیت شرکتی قوی و کارآمد می‌تواند منجر به افزایش اعتماد سرمایه گذاران، کاهش ریسک‌های مختلف و بهبود عملکرد مالی شرکت شود که در نتیجه حساسیت جریان نقدی را کاهش دهد. همچنین، افشای اطلاعات مهم نقشی بسزایی در افزایش شفافیت و اعتماد در بازار سرمایه دارد. افشای اطلاعات دقیق و به موقع می‌تواند باعث افزایش اعتماد سرمایه گذاران شود و در نتیجه باعث کاهش حساسیت جریان نقدی شرکت گردد. (مدانلو و همکاران، ۱۴۰۰).

در این میان، سرمایه گذاری هوشمند و بهینه نیز نقش مهمی در کاهش حساسیت جریان نقدی دارد. سرمایه گذاری در پروژه‌های با بازدهی بالا و ریسک مناسب می‌تواند به افزایش جریان نقدی و کاهش نوسانات آن کمک کند. به طور کلی، رابطه بین حاکمیت شرکتی، افشای اطلاعات و سرمایه گذاری با حساسیت جریان نقدی به عنوان یک موضوع پژوهشی مهم در حوزه مدیریت مالی و بازار سرمایه مورد بررسی قرار خواهد گرفت. از سوی دیگر، افشای اطلاعات منجر به افزایش شفافیت و اطلاع‌رسانی صحیح به سرمایه‌گذاران می‌شود که در نتیجه می‌تواند به افزایش اعتماد و کاهش عدم قطعیت در بازار سرمایه منجر شود. همچنین، سرمایه‌گذاری صحیح و بهینه با توجه به حساسیت جریان نقدی شرکت‌ها، می‌تواند به رشد پایدار و پیشرفت مالی شرکت‌ها کمک کند. (لیائو<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۴).

نوآوری پژوهش در زمینه بررسی تأثیر این عوامل بر حساسیت جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند بهبود در فرآیندهای تصمیم‌گیری مالی و بهبود عملکرد شرکت‌ها منجر شود؛ می‌باشد. این تحقیقات می‌توانند راهکارهای جدیدی برای بهبود حاکمیت شرکتی، افشای اطلاعات و سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها ارائه دهند و به سازمان‌دهی بهتر و بهره‌وری بیشتر در مدیریت مالی شرکت‌ها کمک کنند. با بررسی این عوامل و ارتباط آنها با حساسیت جریان نقدی، می‌توان به درک بهتری از عملکرد مالی شرکت‌ها و اثربخشی سیاست‌های مالی آنها دست پیدا کرد. این تحقیق می‌تواند به تصمیم‌گیری بهتر و بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها کمک کند و به ارتقای اعتماد سرمایه‌گذاران و ارزش افزوده مالی شرکت‌ها منجر شود. با توجه به اهمیت این موارد، مساله اصلی این تحقیق بررسی رابطه بین حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی شرکت‌ها با تأثیر میانجی افشای اطلاعات و حاکمیت شرکتی است. این تحقیق سعی دارد تا نقش این دو عامل در تعیین سطح سرمایه گذاری شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دهد و ارتباطات بین آنها را روشن سازد. بنابراین در این پژوهش به دنبال این سوال هستیم که "چگونه نقش میانجی افشای اطلاعات و حاکمیت شرکتی بر رابطه بین حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد؟"

## ۲- مبانی نظری

به‌عنوان بخشی از گفتمان فکری گسترده‌تر پیرامون امور مالی شرکت، مجموعه‌ای از مطالعات در حال رشد وجود دارد که تلاش می‌کنند تا بفهمند که چگونه جریان نقدینگی بر رفتارهای مختلف شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد (لوون<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup> Liao J

<sup>۲</sup> Lewellen, J

2016). ناوم و پاپاناستازوپولوس (۲۰۲۱)<sup>۱</sup> از نظر تئوری، انتظار می‌رود شرکتی با جریان نقدی بالا در نتیجه هزینه پایین سرمایه مرتبط با جریان نقدی بالا تولید داخل، بیشتر از شرکت‌هایی با جریان نقدی بالا پایین‌تر سرمایه‌گذاری کند. با این حال، مطالعات تجربی نشان می‌دهد که رابطه جریان نقدی-سرمایه‌گذاری بحث‌برانگیز است زیرا شواهد عمدتاً مخلوط شده‌اند. به عنوان مثال، در حالی که فزاری<sup>۲</sup> و همکاران (۱۹۸۸) در مقاله خود شواهدی مبنی بر سطح بالایی از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی برای شرکت‌هایی که با اصطکاک تامین مالی مواجه هستند، ارائه می‌کنند. آنها شواهد متضادی ارائه می‌دهند که نشان می‌دهد شرکت‌های بدون محدودیت مالی بیش از محدودیت حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی نشان می‌دهند. چن<sup>۳</sup> (۲۰۱۲) ادبیات را با ارائه شواهدی مبنی بر کاهش حساسیت در طول زمان گسترش دادند. آنها حتی ادعا می‌کنند که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در زمان‌های اخیر کاملاً ناپدید شده است، اگرچه نمی‌توانند هیچ استدلال نظری در حمایت از این ناپدید شدن ارائه دهند و آن را به عنوان یک معما معرفی کنند. با این حال مشیریان و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۷) اشاره می‌کنند که این کاهش حساسیت می‌تواند به دلیل کاهش شدت سرمایه و افزایش سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه در زمان‌های اخیر باشد. جالب توجه است که یک جریان موازی از تحقیقات مانند لولن<sup>۵</sup> (۲۰۱۶) شواهدی از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی قوی پیدا می‌کند. اثر دیگری با استفاده از یک مورد پایه که در آن هیچ اصطکاک مالی وجود ندارد، شواهد محکمی از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی ارائه می‌دهد.

حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی به دلیل مشکلات سرمایه‌گذاری کم یا بیش از حد ایجاد می‌شود، و این را می‌توان با دو استدلال اصلی توضیح داد: عدم تقارن اطلاعات و تضاد نمایندگی. فرضیه اطلاعات نامتقارن فرض می‌کند که همیشه سطح قابل توجهی از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران شرکت و سرمایه‌گذاران وجود دارد. مدیران شرکت‌ها اطلاعات بهتری در مورد چشم‌انداز شرکت نسبت به سرمایه‌گذاران خارجی دارند و بنابراین انتظار بازگشت سرمایه برای مدیران در مقایسه با سرمایه‌گذاران بیشتر خواهد بود. این اساساً به این معنی است که مدیران نمی‌توانند به اندازه کافی وجوه خارجی مورد نیاز برای پروژه‌های سرمایه‌گذاری را به دست آورند، که منجر به مشکل کم سرمایه‌گذاری می‌شود. از آنجایی که مشکل عدم تقارن اطلاعات برای سرمایه‌گذاری دارای‌های نامشهود ثابت یا قابل شناسایی به طور قابل توجهی بالاتر است، همانطور که توسط لومیوتی<sup>۵</sup> (۲۰۱۲) پیشنهاد شده است، مشکل کم سرمایه‌گذاری باید برای دارای‌های نامشهود ثابت یا قابل شناسایی شدیدتر باشد و بنابراین باید انتظار سطح بالاتری از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی برای دارای‌های نامشهود ثابت یا قابل شناسایی را داشته باشیم. با توجه به فرضیه تعارض نمایندگی (جنسن، ۲۰۰۱)، منافع مدیران شرکت ممکن است به طور کامل با منافع سهامداران هماهنگ نباشد. چنین عدم همسویی منافع منجر به تفاوت در اشتباه‌های ریسک‌پذیری بین دو گروه می‌شود. سهامداران ممکن است سرمایه‌گذاری‌های پرخطر را برای

<sup>1</sup> Naoum, V. C., & Papanastasopoulos, G. A.

<sup>2</sup> Fazzari, S

<sup>3</sup> Chen, H., & Chen, S

<sup>4</sup> Moshirian, F., Nanda, V., Vadilyev, A., & Zhang,

<sup>5</sup> Loumioti, M

کسب بازدهی بالاتر ترجیح دهند، اما مدیران ممکن است برای محافظت از موقعیت آینده خود از سرمایه گذاری های پرخطر اجتناب کنند. بنابراین، مدیران تنها در صورتی روی دارایی های نامشهود پرخطر سرمایه گذاری می کنند که جریان نقدی بالا تولید داخلی بالاتر باشد (لیموتی، ۲۰۱۲).

کیفیت سیستم اطلاعات حسابداری برای اطلاع رسانی دقیق موقعیت مالی/اقتصادی فعلی و مورد انتظار شرکت ها ضروری است. صورتهای مالی منبع اصلی اطلاعات برای ذینفعان برای تصمیم گیری هستند (یوان<sup>۱</sup> و همکاران ۲۰۲۲). بنابراین، ضروری است که اطلاعات افشا شده شفاف باشد و دیدگاه واقعی و منصفانه شرکت را منعکس کند. باتاچاریا و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۳) برای ایالات متحده شواهد تجربی پیدا کردند که کیفیت اطلاعات حسابداری به کاهش عدم تقارن اطلاعات کمک می کند که به نوبه خود به معنای کاهش هزینه جمع آوری وجوه است. بنابراین، ادبیات قبلی عواملی را بررسی کرده اند که ممکن است منجر به فعالیت هایی شود که کیفیت سیستم اطلاعات حسابداری را کاهش می دهند، با هدف ایجاد مکانیسم هایی برای کاهش آن فعالیت ها و در نتیجه بهبود کیفیت سیستم اطلاعات حسابداری. با این حال، جونز (۱۹۹۱) استدلال می کند که تشخیص این فعالیت ها آسان نیست. در این راستا، الکفاجی<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۲۳) تاکید می کنند که سرمایه گذاری در فناوری اطلاعات باعث کاهش هزینه تولید اطلاعات حسابداری و افزایش قابلیت اطمینان آن می شود. کارایی سرمایه گذاری یک بنگاه مستقیماً بر بقا و توسعه آن و از نظر اقتصاد کلان بر تخصیص منابع در جامعه تأثیر می گذارد. با این حال، ناکارآمدی سرمایه گذاری معمولاً در اکثر شرکت ها، به ویژه سرمایه گذاری بیش از حد یا سرمایه گذاری کم مشاهده می شود. بنابراین، ما و جئونگ<sup>۴</sup> (۲۰۲۲) استدلال می کنند که ارتقای کارایی سرمایه گذاری شرکت ها ضروری است. در همین راستا، آنها پیشنهاد می کند که افزایش کیفیت گزارش های مالی منجر به پیامدهای اقتصادی مرتبط در شرکت ها می شود، مانند کارایی سرمایه گذاری های انجام شده. علاوه بر این الکفاجی و همکاران (۲۰۲۳)، شواهد تجربی را یافتند که نشان می دهد واحدهای کوچک و متوسط پر تعالی با سطوح بالاتر سرمایه گذاری، تمایل دارند برای جلب اعتماد سرمایه گذاران، شیوه حسابداری محافظه کارانه تری داشته باشند.

حاکمیت شرکتی اخیراً توجه زیادی را برای حمایت از حقوق سرمایه گذاران به خود جلب کرده است. به یکی از سازوکارهای ضروری برای مدیریت و کنترل شرکت ها در بازار سرمایه تبدیل شده است. در حال حاضر، بسیاری از کشورها حداقل الزامات حاکمیت شرکتی را دارند. اگرچه شاخص های حاکمیت شرکتی به طور قابل توجهی در بین کشورها متفاوت است، کشورهای مختلف شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را ملزم به رعایت این الزامات می کنند. حاکمیت شرکتی منافع متضاد بین ذینفعان داخلی و خارجی و سهامداران را به حداقل می رساند. ساختار حاکمیت شرکتی بر کیفیت افشای حسابداری و ارزیابی کیفیت اطلاعات تأثیر می گذارد و تحلیلگران را برای پیش بینی دقیق عملکرد آینده راهنمایی می کند. هیچ تعریف اجماعی برای حاکمیت شرکتی وجود ندارد، اما هدف نهایی آن دستیابی به پاسخگویی، شفافیت، عدالت، انصاف و احترام به حقوق همه ذینفعان است (فرمانسیاه

<sup>1</sup> Yuan,

<sup>2</sup> Bhattacharya

<sup>3</sup> Alkafaji

<sup>4</sup> Ma, Haixin, and Kyunbeom Jeong.

۲۰۱۹<sup>۱</sup>). حاکمیت شرکتی به عملیات اولیه یک شرکت مرتبط نیست. با این حال، این امر به رهبری شرکت، نظارت بر فعالیت‌های مدیرعامل و ارزیابی قدرت پاسخگویی مدیران شرکت به سهامداران مربوط می‌شود. یک سیستم حاکمیت شرکتی مناسب می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کنند و سرمایه‌گذاری را تشویق کنند. طبق تحقیقات تجربی انجام شده، اجرای این اصول در سطح شرکت باعث بهبود عملکرد مالی و افزایش ارزش شرکت می‌شود (هوانگ<sup>۲</sup> و همکاران<sup>۳</sup> ۲۰۲۰). با استقرار یک سیستم حاکمیت شرکتی با کیفیت، می‌توان با ایجاد انگیزه در مدیران و کارکنان آن، در جهت دستیابی به اهداف بلندمدت شرکت گام برداشت. بنابراین، زمانی که حاکمیت شرکتی مناسب باشد، انتظار می‌رود رفتار مدیران با منافع سهامداران همسو باشد. به طور کلی، حاکمیت شرکتی نقش نظارتی بر یک شرکت دارد. مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی می‌تواند با نظارت بر عملکرد و رفتار مدیران و کارکنان و جلوگیری از رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران عامل منافع سهامداران (عمدتاً سهامداران اقلیت) را به حداکثر برساند (پنگ<sup>۴</sup> و همکاران<sup>۵</sup> ۲۰۲۱). از طرف دیگر به عنوان تاثیرگذاری حاکمیت شرکتی مشخص شده ترکیب موثر هیئت مدیره با ایجاد یک محیط اطلاعاتی قوی و اطمینان از نظارت صحیح بر مدیریت، از سرمایه‌گذاری کم و مسائل بیش از حد سرمایه‌گذاری جلوگیری می‌کند. به عنوان مثال، الیلی<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۲۰) نشان می‌دهد که ترکیب مؤثر هیئت مدیره به طور مثبت بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. در همین راستا، یوان و همکاران (۲۰۲۲) دریافتند که شرکت‌هایی با کیفیت اطلاعات حسابداری بالاتر، به دلیل کاهش محدودیت‌های مالی و تعارض نمایندگی برای نمونه‌ای از شرکت‌های فهرست‌شده چینی، سرمایه‌گذاری کم و بیش از حد سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهند. لیم<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۲۲) شواهد تجربی ارائه می‌دهد که کیفیت اطلاعات حسابداری کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد، که برای شرکت‌هایی با مشکلات مالی و تضاد نمایندگی قوی تر است. علاوه بر این، یو (۲۰۲۳) پیشنهاد کرد که هیئت مدیره‌های متنوع با مدیرانی که دارای طیف وسیعی از کیفیت‌ها هستند، احتمال بیشتری برای افزایش نظارت و کاهش قابل توجهی ناکارآمدی سرمایه‌گذاری دارند. بنابراین، چندین مطالعه موجود نقش حیاتی ویژگی‌های خاص هیئت مدیره مانند اندازه هیئت مدیره، استقلال، جنسیت، فعالیت و کمیته‌های فرعی را در شکل‌دهی به کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ثابت کرده‌اند، که به طور مداوم یک رابطه منفی بین ساختار مؤثر هیئت مدیره و ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را آشکار می‌کند. به عنوان مثال، مستند شده است که اندازه هیئت مدیره به طور مثبت بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد که نشان می‌دهد هیئت مدیره بزرگتر ایده‌ها و استراتژی‌های متنوعی را پرورش می‌دهد. با تکیه بر تئوری نمایندگی، رابطه بین تصمیمات سرمایه‌گذاری و کیفیت سیستم‌های اطلاعات حسابداری ممکن است تجزیه و تحلیل شود، و این مورد توسط بیدل و هیلاری (۲۰۰۶) مورد بررسی قرار گرفته است. طبق نظر بیدل و هیلاری

<sup>1</sup> Firmansyah

<sup>2</sup> Huang,

<sup>3</sup> Peng

<sup>4</sup> Ellili,

<sup>5</sup> Lim, S. C

(۲۰۰۶) اطلاعات حسابداری برتر، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و اعتباردهندگان را کاهش می دهد و منجر به سرمایه گذاری کارآمدتر می شود.

اکثر تحقیقات تأثیر مثبت حاکمیت شرکتی بر عملکرد را تأیید کرده اند. با این حال، برخی از مطالعات به چنین نتیجه ای نرسیده اند (پنگ و همکاران ۲۰۲۱). تصمیمات سرمایه گذاری در شرکت ها توسط عوامل کلیدی مانند عوامل کلان اقتصادی، انواع سیاست های اقتصادی و پولی، بازار پول و سرمایه و عملیات شرکت تعیین می شود. علاوه بر این، دلایل مدیریتی مانند رفتار نامعقول مدیران و بازارهای مالی ناکارآمد در شرکت هایی با سیستم حاکمیت شرکتی ضعیف بر سیاست های سرمایه گذاری شرکت ها تأثیر می گذارد (مالمندیر<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۱). اگرچه محققان حاکمیت شرکتی را متفاوت تعریف می کنند، اما همه آنها موافقتند که سطح خوب حاکمیت شرکتی ارزش شرکت را به حداکثر می رساند و منافع همه سهامداران از جمله سهامداران و اپراتورها را برآورده می کند و در نتیجه کارایی سرمایه گذاری را افزایش می دهد (گیزانی و عجمی<sup>۲</sup>، ۲۰۲۱). علاوه بر این، این مقاله حاکمیت شرکتی داخلی را به سه بعد تقسیم می کند: تمرکز حقوق صاحبان سهام، حاکمیت هیئت مدیره و ناظر، و انگیزه های مدیریت. به عنوان یک عامل مهم مؤثر بر کارایی سرمایه گذاری، رابطه نزدیکی بین حاکمیت شرکتی و عملیات شرکت وجود دارد (جیانگ و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹). با توجه به تفکیک مالکیت و عملکرد شرکت، سهامداران قابل توجهی می توانند با انتقال مخفیانه منابع شرکت و وادار کردن شرکت به سرمایه گذاری در پروژه های زیان آور اما سودمند برای سهامدار کنترل با چپاول کنترل، به دنبال منافع کنترل خصوصی باشند. در مقابل، تحت مکانیسم های حاکمیت شرکتی مناسب، این سرمایه گذاری های ناکارآمد ناشی از مشکلات نمایندگی کاهش می یابد و در نتیجه حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی شرکت کاهش می یابد (مدانلو و همکاران، ۱۴۰۰). در راستای بیان مطالب فوق مشخص شد که شفافیت و افشای اطلاعات اثر کاهنده کلی بر محدودیت های تامین مالی ندارد. ما شواهدی ارائه می کنیم که شفافیت ممکن است واقعاً مضر باشد و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی را افزایش دهد. این امر به ویژه در مورد شرکت هایی که در معرض خطر تصرف خصمانه هستند، که اغلب به شکل حمله غیرقانونی شرکتی در روسیه است، صادق است. همچنین شرکت هایی که مالکیت متمرکز دارند، این اثر نامطلوب شفافیت را نشان می دهند، احتمالاً به این دلیل که سهامداران بزرگ انگیزه کمتری برای نظارت بر مدیریت دارند، زمانی که افزایش شفافیت مانع از استخراج منافع خصوصی آنها می شود. در نتیجه، بانک ها و سایر سرمایه گذاران ممکن است تمایل کمتری به ارائه وجوه به چنین شرکت هایی داشته باشند (پریرا<sup>۴</sup>، ۲۰۲۴).

لیائو و همکاران (۲۰۲۴)، به مقاله ای تحت عنوان، بازدید از سایت سرمایه گذاران نهادی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی: کاهش محدودیت های تامین مالی یا مهار تعارضات عامل؟ پرداختند. نتایج نشان می دهد که سرمایه گذاران نهادی می توانند حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی را کاهش دهند، و این اثر برای شرکت هایی با فرصت های سرمایه گذاری کمتر، اندازه بزرگ تر، جریان های نقدی داخلی بالاتر و هزینه های نمایندگی

<sup>1</sup> Malmendier

<sup>2</sup> Guizani, M., Ajmi, A.N

<sup>3</sup> Jiang, F.,

<sup>4</sup> Pereira

بالتر آشکارتر است، که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران نهادی در درجه اول حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی ناشی از نمایندگی را مهار می‌کند. تضادها به جای محدودیت‌های مالی، علاوه بر این، اثر بازدارنده سرمایه‌گذاران نهادی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی عمدتاً در شرکت‌هایی با حاکمیت نظارت داخلی ضعیف و مکانیسم‌های تشویقی جبران خسارت اجرایی ضعیف وجود دارد، که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران نهادی و سایر اشکال مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی به عنوان جایگزینی برای کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی عمل می‌کنند. این مقاله نقش مهم سرمایه‌گذاران نهادی را در کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، با مفاهیم نظری و عملی مهم برای تنظیم‌کننده‌ها برای تنظیم و ترویج تدریجی این شکل از فعالیت سرمایه‌گذار نشان می‌دهد.

یاسین (۲۰۲۴) در پژوهش خود بیان نمودند که پژوهش حاضر با هدف ارائه ایده توانایی مدیریتی و نحوه سنجش آن و همچنین بررسی رابطه بین توانایی مدیریتی مدیران و تأثیر آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت از نظر در دسترس بودن فرصت‌ها، اثربخشی انتخاب انجام شده است. سرمایه‌گذاری و تغییر در حجم سرمایه‌گذاری‌ها، سه فرض کلیدی که در این مطالعه مورد آزمایش قرار خواهند گرفت به شرح زیر است: (۱) رابطه آماری معنی داری بین توانایی‌های مدیریتی و در دسترس بودن فرصت‌های سرمایه‌گذاری وجود ندارد. (۲) هیچ ارتباط آماری معنی داری بین حجم سرمایه‌گذاری‌ها و توانایی مدیریتی وجود ندارد. (۳) اثربخشی تصمیمات سرمایه‌گذاری از نظر آماری همبستگی معنی داری با توانایی مدیریتی نشان نمی‌دهد.

یائو و همکاران (۲۰۲۳)، به تحقیقی تحت عنوان، افشای اطلاعات محیطی و حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان نقدی، پرداختند. در سال ۲۰۰۸ چین اقداماتی را برای افشای اطلاعات محیطی پرداخت. به طور خاص، آنها رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان نقدی، معیاری از محدودیت‌های مالی شرکت، قبل و بعد از اجرای خط‌مشی بررسی نمود. روش شناسی- از تحلیل محتوا برای ساخت معیار کیفیت افشای محیطی استفاده می‌شود. آنها بیان نمودند که اول از همه، محتویات افشای کیفی و کمی محیطی با توجه به ده حوزه که در گزارش‌های سالانه شرکت‌ها گزارش شده است، تجزیه و تحلیل می‌شود و سپس، امتیازات مختلفی بر اساس کیفیت افشا برای هر یک از ده حوزه افشای اختصاص داده شده و برای به دست آوردن امتیاز افشای کلی جمع‌آوری می‌شود. کاهش مشاهده‌شده در حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی برای شرکت‌هایی که در صنایع با آلاینده‌گی بالا هستند قوی‌تر است. با توجه به اینکه سیاست‌های زیست‌محیطی در بازارهای نوظهور اغلب با تردیدهای زیادی نگرسته می‌شوند، یافته‌ها نشان می‌دهد که سیاست زیست‌محیطی دولت نقش مهمی در دسترسی شرکت‌ها به بازار سرمایه دارد.

چن و همکاران (۲۰۲۳) در پژوهش خود بیان نمودند که مدیران شرکت نقش تعیین‌کننده‌ای در تصمیم‌گیری‌های مدیریت ایفا می‌کنند. با ظهور روش‌های اندازه‌گیری توانایی مدیریتی، تأثیر توانایی مدیریتی بر توسعه شرکت مورد توجه گسترده‌ای قرار گرفته است. با در نظر گرفتن شرکت‌های چینی از سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۹ به عنوان نمونه، این مقاله از یک مدل اثر ثابت برای بررسی تأثیر توانایی‌های مدیریت بر عملکرد شرکت استفاده می‌کند و تأثیر تعدیل‌کننده انگیزه‌های جبران خسارت را بر این تأثیر مطالعه می‌کند. مشخص شد که توانایی

مدیریتی با عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس همبستگی مثبت و معنادار دارد و این همبستگی مثبت زمانی مشهودتر است که مدیریت انگیزه های پاداش بالاتری داشته باشد. تحقیقات بیشتر نشان می دهد که مدیریت توانایی بالاتر به بهبود عملکرد شرکت هایی با محدودیت های تامین مالی کم کمک می کند، اما تاثیر قابل توجهی بر عملکرد شرکت هایی با محدودیت های تامین مالی بالا ندارد. علاوه بر این، در مقایسه با شرکت های دولتی، توانایی مدیریتی شرکت های غیردولتی می تواند باعث بهبود عملکرد شرکت ها شود. این مقاله تاثیر توانایی مدیریتی بر عملکرد شرکت را از منظر انگیزه های جبران خسارت مورد مطالعه قرار می دهد و ادبیات مربوط به توانایی مدیریتی و عملکرد شرکت را غنی می کند.

ییلماز<sup>۱</sup> (۲۰۲۲)، به تحقیقی تحت عنوان، اهرم و حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری: شواهدی از بازار اوراق بهادار مسقط در عمان، پرداخت. این مقاله به بررسی حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری (حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی) و تاثیر اهرم بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی شرکت ها با استفاده از داده های ۶۶ شرکت غیر مالی از بازار اوراق بهادار مسقط، عمان برای یک دوره ۷ ساله از ۲۰۱۳ تا ۲۰۱۹ می پردازد. آنها بیان نمودند که ما دو رگرسیون را اجرا می کنیم: اول، آزمایش حساسیت سرمایه گذاری به در دسترس بودن وجوه داخلی. دوم، آزمایش تاثیر سطوح اهرم شرکت ها بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان های نقدی. نتایج حاکی از حساسیت معنادار سرمایه گذاری به جریان های نقدی برای شرکت های نمونه بود. ضریب مثبت برای متغیر جریان نقدی نشان دهنده وجود محدودیت های تامین مالی است. نتایج نشان داد که اهرم تاثیر معناداری بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی شرکت ها دارد که نشان می دهد شرکت هایی با اهرم بالاتر دارای حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی هستند.

رستمی و بازیار (۱۴۰۳) در پژوهش خود بیان نمودند که سیاست های نگهداری وجوه نقد، همواره یکی از سیاست های مالی بسیار مهم، در فرایند اداره شرکت ها بوده است. هدف پژوهش آنها بررسی حساسیت نگهداشت وجوه نقد نسبت به جریان های نقدی عملیاتی نامتقارن با در نظر گرفتن محدودیت های مالی و نظارت بیرونی مالکان نهادی، در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. یافته های پژوهش نشان داد که شرکت هایی با جریان های نقدی عملیاتی بالاتر، وجه نقد بیشتری را نگهداری می کنند و محدودیت مالی و مالکیت نهادی، روی حساسیت نگهداشت وجوه نقد نسبت به جریان های نقدی عملیاتی نامتقارن، تاثیر معناداری ندارند. بررسی نتایج متغیرهای کنترلی نیز حاکی از این است که نسبت کیوتوبین و اندازه شرکت، روی نگهداشت وجوه نقد تأثیری مثبت و معناداری دارند؛ ولی تأثیرگذاری مثبت اهرم مالی بر میزان نگهداشت وجوه نقد معنادار نیست. آنها نتیجه گرفتند که میزان حساسیت نگهداشت وجوه نقد نسبت به جریان های نقدی عملیاتی نامتقارن، در شرکت هایی با جریان های نقدی عملیاتی بالاتر، بیشتر است. این نتیجه می تواند به دلیل شکار فرصت های سودآور و پُر بازده آتی یا کاهش ریسک نقدینگی در فضای کسب و کار تورمی و متغیر و پویای ایران باشد. نتیجه دیگر این است که محدودیت های مالی و نظارت بیرونی مالکان نهادی، برخلاف انتظار و ادبیات پژوهش، بر حساسیت نگهداشت وجوه نقد نسبت به جریان های نقدی عملیاتی نامتقارن تأثیر معناداری ندارند.

<sup>1</sup> Yilmaz, I

نماینده و همکاران (۱۴۰۳) در پژوهش خود بیان نمودند که سرمایه‌گذاری شرکتی مبنای اساسی و ابزاری است که از طریق آن می‌توان به اهداف خود دست یافت. رقابت پذیری یک شرکت را می‌توان از طریق سرمایه‌گذاری شرکتی در پروژه‌های خوب افزایش داد که تضمینی اساسی برای تقویت و جست و جوی توسعه است. نتایج حاکی از آن می‌باشد که حساسیت سرمایه‌گذاری بر جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مثبت دارد. نتیجه تحلیل فرضیه فرعی دوم نشان داد که حاکمیت شرکتی بر جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر ندارد. نتایج تحلیل فرضیه فرعی سوم حاکی از آن است که در صورت عدم سرمایه‌گذاری، افشاء اطلاعات می‌تواند به طور موثر حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان نقدی را کاهش دهد. به طور کلی نتایج نشان داد که حاکمیت شرکتی، افشاء اطلاعات و حساسیت سرمایه‌گذاری بر جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مثبت دارد.

### ۳- روش شناسی و معرفی فرضیه‌ها

این پژوهش بر حسب هدف از نوع کاربردی، برحسب روش از نوع توصیفی - همبستگی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی انجام شده است. همچنین نمونه آماری شامل ۴۰۰ نفر از مدیران مالی و حسابداران شرکت‌ها هستند. داده‌های پژوهش از نوع پرسشنامه است که در مطالعات قبلی اعتبار پایایی و روایی داشته و البته روایی و پایایی آن در قسمت چهارم بررسی شده است. از طرفی رویکرد مورد استفاده برای آزمون فرضیه، معادلات ساختاری است که از نرم افزار اسمارت پی ال اس جهت تخمین الگو استفاده شده است.

### فرضیه‌ها

فرضیه اصلی: وجود رابطه معنی‌دار بین حاکمیت شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی شرکت‌ها، که توسط افشای اطلاعات به عنوان میانجی تقویت می‌شود.

فرضیه فرعی اول: افشای اطلاعات درون شرکتی می‌تواند نقش مهمی در ارتباط بین حاکمیت شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری داشته باشد.

فرضیه فرعی دوم: حاکمیت شرکتی قادر است تأثیر مستقیمی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی داشته باشد، اما این تأثیر با واسطه افشای اطلاعات تقویت می‌شود.

فرضیه فرعی سوم: روابط مالی و شفافیت شرکتی ممکن است به عنوان عوامل میانجی بین حاکمیت شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی عمل کنند.

### متغیر وابسته:

سرمایه‌گذاری: منظور سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت است که طی پرسشنامه یائو و همکاران (۲۰۲۳) با ۶ گویه مورد سنجش قرار گرفت.

#### متغیر مستقل:

جریان نقدی: منظور میزان تاثیر محدودیت های مالی شرکت است که طی پرسشنامه یائو و همکاران (۲۰۲۳) با ۴ گویه مورد سنجش قرار گرفت.

#### متغیر میانجی:

- حاکمیت شرکتی: نشان دهنده ساختار و کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکتها. پرسشنامه حاکمیت شرکتی دارای ۸ سوال بوده و دارای ۴ مولفه ای ( هیئت مدیره ، حسابرسی ، ضد انحصار و پاداش و مالیت) می باشد که بر اساس طیف لیکرت ( از خیلی کم تا خیلی زیاد ) نمره گذاری شده است.
- افشای اطلاعات: میزان شفافیت در افشای اطلاعات حسابرسی است. برای سنجش از پرسشنامه ۳۵ گویه ای یائو و همکاران (۲۰۲۳) استفاده خواهد شد. که ۳ گویه آن مرتبط با شفافیت حسابرسی است.

#### متغیرهای کنترل:

- ریسک شرکت: نمایانگر سطح ریسک مالی و عملیاتی شرکتها در بازار سرمایه گذاری جایگزین ایران است. برای متغیر مدیریت ریسک از پرسشنامه استاندارد ییلماز (۲۰۲۲) استفاده می شود. پرسشنامه ییلماز (۲۰۲۲) دارای ۱۲ گویه می باشد که ۶ مورد آن مدیریت ریسک شرکت را مورد سنجش قرار می دهد. مقیاس پرسشنامه ییلماز (۲۰۲۲) بر اساس مقیاس ۵ گزینه ای لیکرت می باشد که از هرگز تا همیشه طبقه بندی شده است
- اندازه شرکت: برای کنترل تأثیر اندازه شرکت بر حساسیت جریان نقدی است. برای سنجش از پرسشنامه یائو و همکاران (۲۰۲۳) استفاده خواهد شد. که ۳ گویه آن مرتبط با بهبود اندازه شرکت است.
- رشد شرکت: منظور سیاست های فروش شرکت است که طی پرسشنامه یائو و همکاران (۲۰۲۳) با ۵ گویه مورد سنجش قرار گرفت.

#### ۴- یافته های پژوهش

در گزارش آمار توصیفی هدف بررسی شهودی توزیع داده ها و آشنایی با نمونه آماری مورد بررسی است در این بخش داده های جنسیت، میزان تحصیلات و سابقه کاری پرسش شوندگان در جدول ۱ گزارش شده است. در جدول ۱ مشخص شده است که:

- از ۴۰۰ نفر شرکت کننده ۲۱۷ نفر مرد و ۱۸۳ نفر زن هستند.
- از بین پرسش شوندگان ۱۳۰ نفر دارای تحصیلات کارشناسی ، ۱۶۲ نفر دارای تحصیلات کارشناسی ارشد و ۱۰۸ نفر دارای تحصیلات دکترا بوده اند.
- از بین پرسش شوندگان ۱۴۵ نفر دارای سابقه زیر ۱۰ سال، ۱۵۱ نفر دارای سابقه ۱۰ تا ۲۰ سال و ۸۸ نفر دارای سابقه بالای ۲۰ سال بوده اند.

جدول ۱: نتایج توزیع فراوانی جنسیت، تحصیلات و سابقه خدمت

جنسیت	فراوانی	درصد	نما
مرد	۱۷۲	۵۴	مرد
زن	۱۸۳	۴۶	
کل	۴۰۰	۱۰۰	
تحصیلات	فراوانی	درصد	نما
کارشناسی	۱۳۰	۳۲.۵	کارشناسی ارشد
کارشناسی ارشد	۱۶۲	۴۰.۵	
دکتر	۱۰۸	۲۷	
کل	۴۰۰	۱۰۰	
سابقه کار	فراوانی	درصد فراوانی	نما
زیر ۱۰ سال	۱۴۵	۳۶.۲۵	۱۰ تا ۲۰ سال
۱۰ تا ۲۰ سال	۱۶۷	۴۱.۷۵	
بالای ۲۰ سال	۸۸	۲۲	
کل	۴۰۰	۱۰۰	

سازه های پژوهش شامل حق الزحمه حسابرسی، ریسک، حاکمیت شرکتی و اندازه حسابرس به عنوان سازه های پژوهش بر اساس نمرات سؤالات پنج گزینه ای مربوط به هر کدام اندازه گیری شده است. در این بخش روایی این سازه ها مورد بررسی قرار گرفته است. سنجش روایی تشخیصی سازه ها با میانگین واریانس استخراج شده صورت پذیرفته است. این سنجش بدین منظور صورت می گیرد که در اندازه گیری مؤلفه مربوطه، تفکیک مناسبی را نسبت به سایر مؤلفه ها ایجاد کرده است. حداقل معیار قابل قبول برای شاخص AVE در این بررسی برابر با ۰.۵ است به عبارت دیگر سؤالات باید حداقل نیمی از تغییرات مؤلفه مربوطه را تبیین کنند.

جدول ۲: بررسی مقادیر میانگین واریانس استخراج شده هر کدام از مؤلفه های تحقیق

عنوان مولفه	میانگین واریانس استخراج شده (AVE)	نتیجه روایی
افشای اطلاعات	0.860	بیش از ۰.۵ و معتبر است
اندازه شرکت	0.877	بیش از ۰.۵ و معتبر است
حاکمیت شرکتی	0.818	بیش از ۰.۵ و معتبر است
حساسیت جریان نقد	0.835	بیش از ۰.۵ و معتبر است
رشد شرکت	0.850	بیش از ۰.۵ و معتبر است
ریسک شرکت	0.848	بیش از ۰.۵ و معتبر است
سرمایه گذاری	0.716	بیش از ۰.۵ و معتبر است

نتایج بررسی جدول ۲ نشان می دهد اندازه شاخص میانگین واریانس استخراج شده برای تمامی مؤلفه ها بزرگتر از ۰.۵ می باشد؛ بنابراین سازه های پرسشنامه یا به عبارتی مؤلفه های تحقیق از روایی تشخیصی مطلوبی برخوردارند. روایی واگرا سومین معیار برای سنجش مدل های اندازه گیری در نرم افزار پی ال اس است. برای بررسی این معیار از روش فورنل و لارکر 1 استفاده شد. فورنل و لارکر (۱۹۸۱) بیان می کنند. روایی واگرا وقتی در سطح قابل قبول است که جذر میانگین واریانس استخراج شده برای هر سازه بیشتر از واریانس اشتراکی بین آن سازه و سازه های دیگر در مدل باشد. مطابق با داده های جدول ۳ جذر تمامی متغیرهای مرتبه اول (قطر اصلی) بیشتر از حداکثر همبستگی بین آن ها با متغیرهای پنهان دیگر است که حاکی از روایی واگرای مناسب و برازش خوب مدل اندازه گیری را نشان می دهد.

جدول ۳ نتایج شاخص فورنل-لارکر

	افشای اطلاعات	اندازه شرکت	حاکمیت شرکتی	حساسیت جریان نقد	رشد شرکت	ریسک شرکت	سرمایه گذاری
افشای اطلاعات	0.972						
اندازه شرکت	0.927						
حاکمیت شرکتی	0.934	0.971	0.975				
حساسیت جریان نقد	0.928	0.937	0.948	0.974			
رشد شرکت	0.926	0.940	0.949	0.950	0.971		
ریسک شرکت	0.935	0.947	0.954	0.952	0.956	0.965	
سرمایه گذاری	0.943	0.953	0.968	0.961	0.960	0.963	0.846

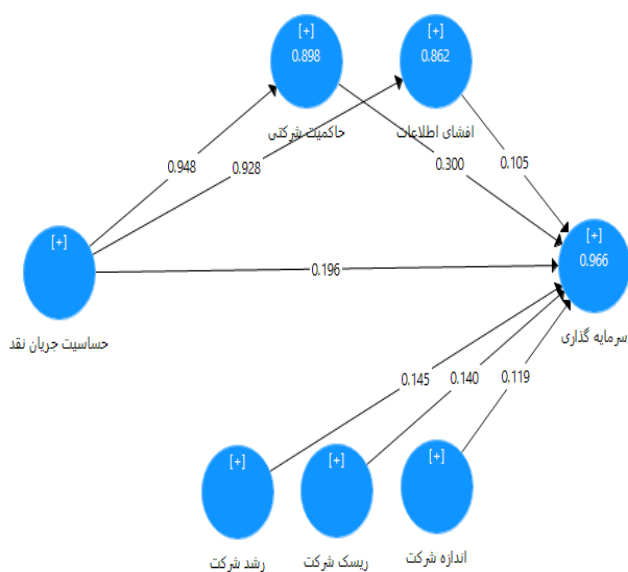
منظور از روایی این است که ابزار اندازه گیری بتواند خصیصه و ویژگی مورد نظر را اندازه بگیرد. بدون آگاهی از اعتبار ابزار اندازه گیری نمی توان به دقت داده های حاصل از آن اطمینان داشت. بررسی روایی محتوای ابزار یکی از مهم ترین بخش های ارزیابی روایی یک ابزار می باشد. هدف از این ارزیابی، پاسخ به این سؤال است که آیا محتوای ابزار قابلیت اندازه گیری هدف تعریف شده را دارد. پس از جمع آوری داده های مورد نیاز از طریق پرسشنامه نیز جهت تحلیل روایی ابزار اندازه گیری تحقیق، جهت تحلیل کفایت حجم نمونه برای انجام تحلیل عاملی، محاسبه ضریب آلفای کرونباخ و ضریب پایایی ترکیبی (CR) بررسی شده است. در جدول ۴ این نتایج گزارش شده است.

1. The Fornell- Larcker Criterion

جدول ۴ بررسی مقادیر ضریب پایایی ترکیبی و آلفای کرونباخ برای هر کدام از مؤلفه‌های تحقیق

مؤلفه‌ها	آلفای کرونباخ	شاخص ترکیبی CR
افشای اطلاعات	0.918	0.948
اندازه شرکت	0.918	0.997
حاکمیت شرکتی	0.956	0.964
حساسیت جریان نقد	0.951	0.962
رشد شرکت	0.941	0.958
ریسک شرکت	0.955	0.965
سرمایه گذاری	0.918	0.946

بررسی نتایج جدول ۴ نشان می‌دهد اندازه ضرایب آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی برای تمامی مؤلفه‌ها بزرگتر از سطح قابل قبول خود می‌باشند. لذا می‌توان نتیجه گرفت که سازه‌های پرسشنامه از پایایی مطلوبی برخوردارند. شکل ۲ ضرایب بار عاملی متغیرهای مدل ساختاری پژوهش را نشان می‌دهد که البته بر اساس فرضیه‌های پژوهش و مطالعات پیش گفته طراحی شده است.



شکل ۲ ضرایب مسیر در مدل ساختاری پژوهش

در جدول ۵ به طور کامل ضرایب بار عاملی متغیرها با تفسیر معنی داری در ادامه بیان شده است:

جدول ۵ نتایج مربوط به تحلیل مدل ساختاری پژوهش

مقدار احتمال	آماره t	ضریب مسیر	مسیر
0.000	3.520	0.105	افشای اطلاعات -> سرمایه گذاری
0.002	3.112	0.119	اندازه شرکت -> سرمایه گذاری
0.000	6.806	0.300	حاکمیت شرکتی -> سرمایه گذاری
0.000	156.782	0.928	حساسیت جریان نقد -> افشای اطلاعات
0.000	214.766	0.948	حساسیت جریان نقد -> حاکمیت شرکتی
0.000	5.611	0.196	حساسیت جریان نقد -> سرمایه گذاری
0.001	3.363	0.145	رشد شرکت -> سرمایه گذاری

بررسی جدول ۵ نشان می دهد، مقدار احتمال فرض صفر مبنی بر صفر بودن ضریب مسیرهای مربوط به روابط مطرح شده بین متغیرها همگی برابر با ۰.۰۰۰ و کمتر از احتمال خطای نوع اول ۰.۰۵ می باشد که نشان می دهد این روابط معنی دار می باشند. ضریب مسیر در تمامی روابط مثبت و معنی دار است که نشان می دهد، تاثیر متغیرهای مستقل بر متغیرهای وابسته به طور مستقیم و معنی دار می باشد. در جدول فوق ضریب اثر و بار عاملی تاثیر حساسیت جریان نقد بر سرمایه گذاری عدد ۰.۱۹۶ بدست آمده و معنی داری آن کمتر از ۰.۰۵ است. بنابراین ارتباط معنی دار حساسیت جریان نقد با سرمایه گذاری در سطح اطمینان آزمون تایید می شود. ضریب اثر و بار عاملی تاثیر افشای اطلاعات بر سرمایه گذاری عدد ۰.۱۰۵ بدست آمده و معنی داری آن کمتر از ۰.۰۵ است. بنابراین ارتباط معنی دار افشای اطلاعات به عنوان میانجی با سرمایه گذاری در سطح اطمینان آزمون تایید می شود. ضریب اثر و بار عاملی تاثیر حاکمیت شرکتی بر سرمایه گذاری عدد ۰.۳۰۰ بدست آمده و معنی داری آن کمتر از ۰.۰۵ است. بنابراین ارتباط معنی دار حاکمیت شرکتی به عنوان میانجی با سرمایه گذاری در سطح اطمینان آزمون تایید می شود. ضریب اثر و بار عاملی تاثیر اندازه شرکت بر سرمایه گذاری عدد ۰.۱۱۹ بدست آمده و معنی داری آن کمتر از ۰.۰۵ است. بنابراین ارتباط معنی دار اندازه شرکت با سرمایه گذاری در سطح اطمینان آزمون تایید می شود. ضریب اثر و بار عاملی تاثیر رشد شرکت بر سرمایه گذاری عدد ۰.۱۴۵ بدست آمده و معنی داری آن کمتر از ۰.۰۵ است. بنابراین ارتباط معنی دار رشد شرکت با سرمایه گذاری در سطح اطمینان آزمون تایید می شود.

##### ۵- نتیجه گیری

فرضیه اول بیان نمود که وجود رابطه معنی دار بین حاکمیت شرکتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی شرکتها، که توسط افشای اطلاعات به عنوان میانجی تقویت می شود؛ که با قبول آن رابطه مثبت و معناداری را بین حاکمیت شرکتی و سرمایه گذاری نشان داد. به عبارت دیگر، کارایی سرمایه گذاری در شرکت هایی با کیفیت حاکمیت شرکتی بالاتر نیز بالاتر است. این نتیجه نشان می دهد؛ شرکت هایی که کارایی سرمایه گذاری بالاتر دارد، دارای شفافیت اطلاعات بیشتری هستند. بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران به دنبال به حداکثر رساندن منافع

خود در یک شرکت هستند. آنها ترجیح می‌دهند جریان نقدی آزاد را برای پروژه‌های سرمایه‌گذاری خرج کنند، که گاهی اوقات ممکن است ضرر هم باشد. نتایج فرضیه فرعی اول بیان نمود که افشای اطلاعات درون شرکتی می‌تواند نقش مهمی در ارتباط بین حاکمیت شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری داشته باشد؛ که قبول این فرضیه حاکی از رابطه معنادار بین حاکمیت شرکتی و سرمایه‌گذاری که افشای اطلاعات مالی است. به عبارت دیگر، در شرکت‌هایی که افشای اطلاعات مالی درون شرکتی بیشتر است، کیفیت حاکمیت شرکتی بیشتر بوده است. این نتیجه نشان می‌دهد که یک سیستم حاکمیت شرکتی قوی می‌تواند کیفیت افشا را افزایش دهد. شرکت‌هایی که سطح بالاتری از افشای اطلاعات مالی دارند، ریسک افشای اطلاعات کمتری دارند که می‌تواند ناشی از یک سیستم حاکمیت شرکتی مؤثر باشد. به طور کلی، بهبود حاکمیت شرکتی در یک شرکت باعث عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش هزینه‌های نمایندگی و هزینه‌های جستجوی اطلاعات و افزایش شفافیت اطلاعات می‌شود، زیرا حاکمیت شرکتی خوب باعث می‌شود مدیران یک شرکت علاوه بر انگیزه کسب سود خود، در جهت پیشبرد منافع خود نیز تلاش کنند. اگر سیستم حاکمیت شرکتی قوی‌تر باشد، افشای اطلاعات مالی بیشتر و شفافیت اطلاعات بیشتر می‌شود. بنابراین می‌توان گفت زمانی که یک شرکت به سطح بالایی از کارایی سرمایه‌گذاری دست یافته است، این توانایی نشان‌دهنده قدرت فرآیندهای نظارتی در شرکت است که از سرمایه‌گذاری‌های ناکارآمد جریان نقدی مازاد در شرکت جلوگیری کرده است. از طریق نظارت پیشگیرانه حاکمیت شرکتی بر روی رویدادهای سرمایه‌گذاری پرخطر، یک شرکت می‌تواند یک سرمایه‌گذاری ناکارآمد در سازمان را قبل از وقوع تشخیص دهد که می‌تواند از سرمایه‌گذاری ناکارآمد جلوگیری کند؛ زیرا کارایی سرمایه‌گذاری عموماً به معنای سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، صرف نظر از سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی. نگاهی که کیفیت حاکمیت شرکتی تقویت شود، کارایی سرمایه‌گذاری بهبود می‌یابد. بازده سرمایه‌گذاری بالا می‌تواند نشان‌دهنده یک سیستم نظارت قوی در یک شرکت باشد. این سیستم باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. از طریق نظارت پیشگیرانه حاکمیت شرکتی بر رویدادهای سرمایه‌گذاری پرخطر، آنها می‌توانند سرمایه‌گذاری ناکارآمد در سازمان را قبل از وقوع شناسایی کنند. این شناسایی می‌تواند از سرمایه‌گذاری ناکافی جلوگیری کند. چندین مطالعه تحقیقاتی در مورد حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری به این نتیجه رسیدند که بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نتایج فوق با نتایج چن (۲۰۲۳) و لیائو (۲۰۲۴) همخوانی دارد. آنها تأکید نمودند که در طول بحران مالی شرکت‌ها می‌توانند کیفیت گزارش‌دهی مالی خود را با بهبود حاکمیت شرکتی (عمدتاً با افزایش هیئت مدیره) بهبود بخشند. کیفیت افشای اطلاعات مالی با افزایش حاکمیت ترکیبی افزایش می‌یابد. فرضیه فرعی دوم بیان نمود که حاکمیت شرکتی قادر است تأثیر مستقیمی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی داشته باشد، اما این تأثیر با واسطه افشای اطلاعات تقویت می‌شود. نتایج قبول این فرضیه نشان داد که از این دیدگاه حمایت می‌کند که بهبود حاکمیت شرکتی، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد و ریسک افشای اطلاعات مالی را کاهش می‌دهد، که برای شرکت‌ها و شرکت‌های بزرگ در مراحل رشد و بلوغ اعمال می‌شود. در حال حاضر، در شرایط نامناسب اقتصاد ایران، مدیران و اعضای هیئت مدیره باید سازوکارهای حاکمیت شرکتی را در شرکت‌های خود نهادینه کنند تا کارایی سرمایه‌گذاری را

افزایش داده و ریسک افشای اطلاعات مالی را کاهش دهند. چنین اقدامی خطرات احتمالی ورشکستگی و بحران مالی را کاهش می دهد. این نتایج با نتایج پژوهش یانو و همکاران (۲۰۲۳) و ویلماز (۲۰۲۲) همخوانی دارد. فرضیه فرعی سوم بیان نمود که روابط مالی و شفافیت شرکتی ممکن است به عنوان عوامل میانجی بین حاکمیت شرکتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی عمل کنند. با قبول این فرضیه می توان عنوان نمود که نتایج این مطالعه نشان می دهد که گزارش دهی شرکتی نقش واسطه‌ای جزئی در رابطه بین حاکمیت شرکتی و تداوم فعالیت و همچنین اعتماد سرمایه‌گذاران ایفا می کند. این بدان معنی است که گزارشگری شرکتی می تواند تا حدی رابطه بین حاکمیت شرکتی و تداوم فعالیت و همچنین رابطه بین حاکمیت شرکتی و اعتماد سرمایه گذار را توضیح دهد. با این حال، اثر میانجی‌گری تداوم فعالیت بر رابطه بین گزارش‌دهی شرکتی و اعتماد سرمایه‌گذار ضعیف است و اثر میانجی‌گری تداوم فعالیت بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و اعتماد سرمایه‌گذار پشتیبانی نمی‌شود. یافته‌های مطالعه نشان می دهد که گزارش‌دهی شرکتی می تواند اطلاعاتی در مورد سلامت مالی یک مؤسسه مالی در اختیار سرمایه‌گذاران قرار دهد که می تواند به آنها کمک کند تا توانایی مؤسسه برای ادامه فعالیت را ارزیابی کنند. باز هم، حاکمیت شرکتی می تواند بر کیفیت گزارش‌دهی شرکتی و همچنین شفافیت و قابلیت اطمینان اطلاعات افشا شده تأثیر بگذارد. در نهایت، اعتماد سرمایه گذار می تواند تحت تأثیر گزارشگری شرکتی و حاکمیت شرکتی قرار گیرد. سرمایه‌گذاران به احتمال زیاد به مؤسسات مالی که گزارش‌دهی شرکتی با کیفیت و شیوه‌های حاکمیت شرکتی قوی دارند، اعتماد دارند. این نتایج با نتایج پژوهش کاشانی و همکاران (۲۰۲۲) و مدانلو و همکاران (۱۴۰۰) همخوانی دارد. در پایان پیشنهاد می شود؛ گزارش‌دهی کارآمد شرکتی برای اطمینان از اینکه اطلاعات کافی در مورد وضعیت مالی یک شرکت به سهامداران ارائه می شود، پیشنهاد می شود که شرکت ها با ارائه اطلاعات شفاف و دقیق در بخش مالی، توانایی افزایش اعتماد سرمایه گذاران، رفع عدم اطمینان و ایجاد اعتماد در بخش مالی را داشته باشند. علاوه بر این، یافته‌ها پیشنهاد می شود که سیاست‌گذاران باید مؤسسات مالی را تشویق کنند تا شیوه‌های گزارش‌دهی شفاف و مؤثر شرکتی را اتخاذ کنند، زیرا این امر برای حفظ اعتماد سرمایه‌گذاران و حمایت از ثبات مالی حیاتی است.

### فهرست منابع

- حمزه بی بیدگلی، محمدجواد و همکاران (۱۴۰۲)، حاکمیت شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، مطالعات کمی در مدیریت، شماره ۲۸ دوره ۸.
- رستمی، علی اصغر و بازیار، مریم. (۱۴۰۳). تأثیر محدودیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاران نهادی بر حساسیت نگهداشت وجوه نقد به جریان‌های نقدی عملیاتی نامتقارن. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، (۲) 31، 222-258. doi: 10.22059/acctgrev.2024.367878.1008877
- مدانلو، فاطمه و همکاران، (۱۴۰۰)، بررسی رابطه جریان وجوه نقد آزاد، حساسیت سرمایه‌گذاری و نقش تعدیل‌گری محدودیت مالی، اقتصاد مالی، دوره ۱۵، شماره ۵۷، دی ۱۴۰۰، صفحه 309-332.

مرادی، محمد، صالحی، اله کرم و رشیدی، فریده. (۱۳۹۷). بررسی رابطه مسئولیت اجتماعی شرکتی، هزینه‌های نمایندگی با حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد. چشم انداز حسابداری و مدیریت. 1(4), 32-47.

نماینده نیاسر، ابوالفضل و فرزین فر، علی اکبر، ۱۴۰۳، بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی، افشاء اطلاعات و حساسیت سرمایه‌گذاری بر جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس ملی مدیریت بازرگانی، کارآفرینی و حسابداری ایران، تهران، <https://civilica.com/doc/2086267>

نوروزی، محمد و قدرتی زوارم، عباس و روزخوش، مرضیه و باقری، فاطمه، ۱۴۰۰، تاثیر حاکمیت شرکتی بر محیط اطلاعاتی شرکت و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان وجه، فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره 5، شماره ۸۳.

- Alkafaji, Bashaer, Mahmoud Dashtbayaz, and Mahdi Salehi. 2023. The Impact of Blockchain on the Quality of Accounting Information: An Iraqi Case Study. *Risks* 11: 58.
- Antounian, Christelle, Mustafa A. Dah, and Mostafa Harakeh. 2021. Excessive managerial entrenchment, corporate governance, and firm performance. *Research in International Business and Finance* 56: 101392
- Bhattacharya, Nilabhra, Hemang Desai, and Kumar Venkataraman. 2013. Does earnings quality affect information asymmetry? *Contemporary Accounting Research* 30: 482-516.
- Biddle, Gary C., and Gilles Hilary. 2006. Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment. *Accounting Review* 81: 963-82.
- Eaton, Tim V., Craig Nichols, James Wahlen, and Matthew Wieland. 2021. "Managers' Investment Decisions: Incentives and Economic Consequences Arising from Leases" *Journal of Risk and Financial Management* 14, no. 4: 165. <https://doi.org/10.3390/jrfm14040165>
- Chen, H., & Chen, S. (2012). Investment-cash flow sensitivity cannot be a good measure of financial constraints: Evidence from the time series. *Journal of Financial Economics*, 103(2), 393-410.
- Chen S, Fan M, Wang X, Fan Y, Chen S-T and Ren S (2023), Managerial ability, compensation incentives, and corporate performance. *Front. Environ. Sci.* 11:1074159. doi: 10.3389/fenvs.2023.1074159
- Fazzari, S., Hubbard, G., & Petersen, B. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 141-195.
- Firmansyah, Irman. 2019. The Implementation of Good Corporate Governance to Develop Islamic Micro Insurance In Indonesia. *Iqtishadia* 12: 189-210
- Guizani, M., Ajmi, A.N., 2021. Financial conditions, financial constraints and investment-cash flow sensitivity: evidence from Saudi Arabia. *J. Econ. Adm. Sc.* 37 (4), 763-784.
- Gupta, G., Mahakud, J., Verma, V., 2021. CEO's education and investment-cash flow sensitivity: an empirical investigation. *Int. J. Manag. Finance* 17 (4), 589-618.
- Huang, Peng, Yue Lu, and Marvin Wee. 2020. Corporate governance analysts and firm value: Australian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal* 63: 101430.
- Jiang, F., Kim, K.A., Ma, Y., Nofsinger, J.R., Shi, B., 2019. Corporate culture and investment-cash flow sensitivity. *J. Bus. Ethics* 154, 425-439.
- Lewellen, J., & Lewellen, K. (2016). Investment and cash flow: New evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(4), 1135-1164.
- Li, Zhiyong, Jonathan Crook, Galina Andreeva, and Ying Tang. 2020. Predicting the risk of financial distress using corporate governance measures. *Pacific-Basin Finance Journal* 68: 101334.
- Liao J, Zhan Y, Yuan Y. 2024, Institutional investors' site visits and investment-cash flow sensitivity: Mitigating financing constraints or inhibiting agent conflicts? *PLoS One*. 2024 Mar

- 28;19(3):e0300332. doi: 10.1371/journal.pone.0300332. PMID: 38547151; PMCID: PMC10977698.
- Lim, S. C., Macias, A. J., & Moeller, T. (2020). Intangible assets and capital structure. *Journal of Banking and Finance*, 118, 105873
- Loumioti, M. (2012). The use of intangible assets as loan collateral. University of Southern California.
- Ma, Haixin, and Kyunbeom Jeong. 2022. The effects of accounting conservatism on investment decision: Evidence from listed companies in China. *Cogent Business and Management* 9: 2093484
- Malmendier, Ulrike, Geoffrey Tate, and Jon Yan. 2011. Overconfidence and early-life experiences: The effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of Finance* 66: 1687–733.
- Moshirian, F., Nanda, V., Vadilyev, A., & Zhang, B. (2017). What drives investment–cash flow sensitivity around the world? An asset tangibility perspective. *Journal of Banking & Finance*, 77, 1–17.
- Naoum, V. C., & Papanastopoulos, G. A. (2021). The implications of cash flows for future earnings and stock returns within profit and loss firms. *International Journal of Finance and Economics*, 26(2), 2927–2945.
- Peng, Hongsong, Jinhe Zhang, Shien Zhong, and Peizhe Li. 2021. Corporate governance, technical efficiency and financial performance: Evidence from Chinese listed tourism firms. *Journal of Hospitality and Tourism Management* 48: 163–73
- Pereira, C., Castro, B., Gomes, L., & Canha, H. (2024). Firms' Investment Level and (In)Efficiency: The Role of Accounting Information System Quality. *International Journal of Financial Studies*, 12(1), 9. <https://doi.org/10.3390/ijfs12010009>
- Yasmeen & Eissa, Ola & Srour, D.Heba. (2024). The Effect of Managerial Ability on Firm Investment Decisions: Evidence from Egyptian Stock Market. *European Journal of Sustainable Development*. 13. 350. 10.14207/ejsd.2024.v13n2p350
- Yao, sheng, at all 2023, environmental information disclosure and the investment-cash flow sensitivity, *journal of business economics and finance*, no.12, p: 15-24.
- Yilmaz, I. (2022). Leverage and Investment Cash Flow Sensitivity: Evidence from Muscat Securities Market in Oman. *Sage Open*, 12(3).
- Yuan, Zhi-Zhu, Lijuan Hou, Zuying Zhou, and Yan Sun. 2022. The Impact of Accounting Information Quality on Corporate Labor Investment Efficiency: Evidence from China. *Journal of Systems Science and Systems Engineering* 31: 594–618.

## **Investment sensitivity to cash flow with respect to information disclosure and corporate governance**

**Javad Toofani chahardah**

Department of Accounting, ShQ.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran.

**Artin Beytari\***

Department of Accounting, ShQ.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran.

(Corresponding author)

Beytari@iau.ac.ir

**Mohammad Reza Ghorbanian**

Department of Business management, ShQ.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran.

**Sara Yousefzadeh**

Department of Accounting, ShQ.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran.

### **Abstract**

In the presence of agency problems and information asymmetry, the company's reliance on internal sources for financing increases, and the role of corporate governance becomes important. This study examines how corporate governance affects the sensitivity of measured cash flow in the presence of disclosure and corporate governance on investment. In order to assess the role of corporate governance, this study will conduct a corporate governance index based on a large-scale survey of 400 managers and certified accountants from listed companies during 2024. This study uses a structural equation model to analyze the components of the company's investment so that the cash flow variable is associated with corporate governance and disclosure indicators. The results showed that improving the quality of corporate governance and disclosure of financial information have a mediating role in the relationship between cash flow and investment. Corporate governance can also have a direct effect on the sensitivity of investment to cash flow, but this effect is amplified by the mediation of information disclosure. Also, the relationships between financial constraints and information transparency have a mediating role between corporate governance and investment sensitivity to cash flow.

**Keywords:** Investment sensitivity, cash flows, corporate governance