

تاثیر صورت جریان وجه نقد بر ارزش شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران

حبیب کاوسی قهفرخی

مربی فنی پایه یک، عضو هیات علمی دانشگاه فنی و حرفه ای

چکیده

هدف از پژوهش حاضر، تاثیر صورت جریان وجه نقد بر ارزش شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه آماری ۹۱ شرکت بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۹۷-۱۳۹۰ می‌باشد. تجزیه و تحلیل داده‌ها نیز توسط رگرسیون داده‌های ترکیبی انجام شد. متغیرهای صورت جریان وجه نقد در پژوهش حاضر، شامل پنج متغیر فعالیت‌های عملیاتی، بازده سرمایه گذاری‌ها و سود پرداختی بابت تأمین مالی، مالیات بر درآمد، فعالیت‌های سرمایه گذاری و فعالیت‌های تأمین مالی می‌باشند. نتایج تخمین رگرسیون نشان داد که متغیر جریان وجه نقد ناشی از مالیات بر درآمد هر سهم تاثیر بیشتری بر ارزش شرکت دارد. به عبارت دیگر، سهامداران برای اتخاذ تصمیمات خود، در صورت استفاده از اطلاعات صورت جریان‌های وجه نقد، بیشتر بر اطلاعات مربوط به جریان وجه نقد ناشی از مالیات بر درآمد هر سهم تاکید می‌کنند. اما به طور کلی، تاثیر هر پنج عامل در صورت جریان وجه نقد بر ارزش شرکت بسیار اندک می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: صورت جریان وجه نقد، ارزش شرکت، بورس اوراق بهادار تهران

۱- مقدمه

ارزش گذاری شرکت‌ها از ضروریات برنامه ریزی برای مدیران و سرمایه گذاران است. ارزش گذاری نمایانگر چگونگی تاثیر استراتژی و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام شرکت‌ها است. ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه گذاران، مدیران، اعتبار دهندگان و سایر ذینفعان شرکت در ارزیابی آنها از آینده شرکت و بازدهی سرمایه گذاری اهمیت بسزایی دارد (پورزمانی و خریدار، ۱۳۹۲). لذا جهت تخصیص بهینه منابع و شکوفایی اقتصادی لازم است موجهاتی فراهم شود تا با هدایت سرمایه‌های راکد، از سرمایه گذاری‌های نامطلوب و غیر مفید در جامعه جلوگیری شود و سرمایه گذاران هم در سرمایه گذاری در سهام ترغیب شوند با این نظر که سرمایه گذاران جزء نیز بتوانند ثروت خویش را حفظ نمایند. هدف سرمایه گذاران از سرمایه گذاری عموماً افزایش ارزش شرکت از سرمایه گذاری خودشان می باشد و از روش‌های مختلفی خواهان بالا بردن ارزش شرکت خود هستند (وفاپور، ۱۳۸۲).

یکی از معیارهای عینی که می توان آن را به عنوان نتیجه نهایی عملیات و بالا بردن ارزش شرکت تلقی کرد جریان وجه نقد می باشد که می تواند جایگزین مناسبی برای نسبت‌های مالی دیگر باشد (اعتمادی و زندی دره غریب، ۱۳۹۳). صورت جریان وجه نقد، یک صورت حساب مهم از گزارش‌های اساسی حسابداری است که اطلاعات مهمی را درباره ارزش شرکت ارائه می دهد. اطلاعات ارائه شده در این صورت مالی، در سطح وسیعی مورد استفاده سرمایه گذاران و سایر استفاده کنندگان از صورت-های مالی قرار می گیرد. اندازه گیری وجه نقد به عنوان معیار ارزش، همیشه یکی از چالش‌های پیش روی تدوین کنندگان استانداردهای حسابداری بوده است. سرمایه گذاران برای ارزیابی جریان‌های نقدی شرکت و همچنین ارزیابی جریان‌های نقدی آتی که از طریق سود سهام و افزایش قیمت سهام عاید آنها خواهد شد، بر اطلاعات سود گزارش شده تاکید فراوانی دارند. بنابراین، عناصر وجه نقد گزارش شده باید به شکل کامل و صحیحی ارائه گردد تا استفاده کنندگان صورت‌های مالی را در تعیین اینکه انتظار استمرار کدام اقلام وجود دارد و اینکه کدام اقلام ماهیتی اتفاقی و ناپایدار دارند، یاری دهد. صورت جریان وجه نقد اطلاعات مهمی درباره جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های مختلف در واحد تجاری را در بر دارد. وجه نقد از طریق عملیاتی عادی و سایر منابع تامین مالی به واحد انتفاعی وارد می شود و برای اجرای عملیات، پرداخت سود، بازپرداخت بدهی ها و گسترش واحد انتفاعی به مصرف می‌رسد. جریان ورود و خروج وجه نقد در هر واحد انتفاعی بازتاب تصمیم گیری‌های مدیریت در مورد برنامه های کوتاه مدت و بلند مدت عملیاتی و طرح های سرمایه گذاری و تامین مالی است (دستگیر و اخگر، ۱۳۸۸). از آنجا که صورت‌های مالی یکی از منابع مهم اطلاعات در مورد عملکرد مالی یک شرکت، شرایط مالی و عاملی جهت اعمال نظارت بر جریان نقدی شرکت می باشد، میزان توان و امکان دسترسی هر واحد تجاری به وجه نقد، مبنای تصمیم گیری و قضاوت درباره آن واحد است. به بیان دیگر، اطلاعات مربوط به روند ورود و خروج وجه نقد در یک واحد تجاری، شالوده قضاوت‌های سرمایه گذاران، اعتبار دهندگان و گروه های استفاده کننده از اطلاعات مالی را تشکیل می‌دهد. برخی از محققان در تحقیقات خود مفید بودن و سودمندی اطلاعات صورت جریان وجه نقد را در رابطه با اقلام مختلفی بررسی نموده اند. لی^۱ (۲۰۰۶) اعتقاد دارد که ادامه فعالیت یک شرکت یکی از اولین مواردی است که باید مورد توجه قرار بگیرد و وجه نقد یکی از مهم ترین عوامل بقای هر شرکت را تشکیل می‌دهد. وی عنوان می نماید که شرکت‌هایی می توانند به بقای خود ادامه دهند که سودآور بوده و بتوانند نیازهای نقدی خود را تامین نمایند (محمدی، ۱۳۹۲). بنابراین درک توانایی پرداخت وجه نقد در شرکت‌ها یکی از ضروریات برای ارزش شرکت می باشد و صورت جریان وجه نقد چنین عملی را انجام می دهد. تهیه صورت جریان وجه نقد بر اساس استاندارد شماره ۲ حسابداری ایران، برای واحد های تجاری الزامی شده است (محمدی، ۱۳۹۲). با توجه به مفاهیم گفته شده، هدف از پژوهش حاضر، تاثیر صورت جریان وجه نقد بر ارزش شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

¹ Lee

۲- مبانی نظری و پیشینه

حسابداری و گزارشگری مالی باید اطلاعاتی منصفانه (بی طرفانه یا بدون جانبداری) در اختیار گذارد تا تخصیص اثر بخش منابع محدود در بازارهای سرمایه و سایر بازارها را بهبود بخشد. اهداف گزارشگری مالی با برآورده ساختن این نقش در ارتباط هستند و در جهت مقاصد عام گزارشگری مالی (یعنی گزارش همه منظوره چهار صورت مالی اساسی و یادداشت‌های توضیحی که استفاده کنندگان عمومی دارد، در مقابل صورت مالی با منظور خاص که استفاده کننده مشخص دارد مثل گزارش اظهارنامه مالیاتی که استفاده کننده خاص آن دولت است) توسط واحدهای تجاری، حرکت می کنند. صورت های مالی بخش اصلی فرآیند گزارشگری مالی را تشکیل می دهد. به بیان دیگر صورت های مالی هسته اصلی گزارشگری مالی است. صورتهای مالی محصول نهایی سیستم حسابداری هر شرکت است که به خوانندگان آن ارائه می شود و حاوی اطلاعاتی است که برای تصمیم گیری گروه های مختلف استفاده کننده مورد استفاده قرار می گیرد. استفاده کنندگان صورتهای مالی گروه های مختلفی هستند که نیازهای اطلاعاتی متفاوتی دارند و نوع تصمیم گیری آنها نیز متفاوت است. صورتهای مالی که آینه تمام نمای یک شرکت می باشد، شامل گزارشی از عملکرد مدیریت، ارزیابی موفقیت، عدم موفقیت مدیریت و هشدارهای لازم در مورد مشکلات شرکت است. خواننده صورتهای مالی بایستی امور داخلی سیستم حسابداری را درک کند و برای تفسیر اطلاعاتی که در صورتهای مالی درج می شود محتوای نسبت های مالی مختلف را بفهمد. برای خواننده ای که با حسابداری آشناست، مجموعه ای از صورتهای مالی، اطلاعات زیادی را در مورد اوضاع مالی شرکت آشکار می سازد (تالانه و مرادزاده فرد، ۱۳۹۲).

۲-۱- صورت جریان وجه نقد و ارزش شرکت

یکی از معیارهای عینی که می توان آن را به عنوان نتیجه نهایی عملیات شرکت تلقی کرد جریان وجه نقد می باشد که می تواند جایگزین مناسبی برای نسبت های مالی دیگر باشد (اعتمادی و زندی دره غریب، ۱۳۹۳). بی گمان یکی از مهمترین عواملی که اساس و شالوده بسیاری از تصمیم گیری های استفاده کنندگان از گزارش های مالی را تشکیل می دهد وجه نقد و جریان های ورودی و خروجی آن می باشد. در حسابداری بخش اعظم اندازه گیری ها و ارزیابی دورنمای آتی شرکت با اتکا به آن انجام می شود. با اینکه ترازنامه تا حدودی مبین قدرت مالی و نقدینگی مؤسسه می باشد اما در قالب یک صورت مالی ایستا فقط ارائه کننده تصویر لحظه ای از وضعیت دارائی ها و بدهی ها و حقوق صاحبان سهام می باشد. در مقابل صورتحساب سود و زیان نیز فقط به ارائه منابع تحصیل شده و یا مصرف شده در چرخه عملیات برای یک دوره مالی معین در قالب درآمدها و هزینه ها و سود و زیان های غیر عملیاتی و غیر عادی می پردازد. اما هیچ کدام از دو صورتحساب فوق قادر به پاسخگویی به سوالات متعددی که در عرصه مسائل مالی بسیاری از واحدهای اقتصادی می تواند مطرح باشد، نبوده و نیستند (مشکی و مقدم، ۱۳۹۳).

سؤالاتی نظیر اینکه:

- چگونه یک واحد اقتصادی با وجود شناسایی سود قابل توجه، توانایی پرداخت سود نقدی سهام خود را ندارد؟
- چگونه یک واحد اقتصادی اقدام به انجام سرمایه گذاری بالا نموده، در حالی که در همان سال متحمل زیان قابل توجهی شده است؟
- منابع اصلی وجوه نقد مؤسسه چه مواردی بوده و وجه حاصل از آن صرف چه مصارفی شده است؟ (مشکی و مقدم، ۱۳۹۳).

سؤالات فوق و ده ها سؤال دیگر که می تواند در حوزه مسائل پولی و مالی مطرح گردد، همه و همه به گردش وجوه نقد در واحدهای انتفاعی مربوط می شود. کوشش در جهت پاسخگویی به سؤالات مزبور باعث شد که مجامع و انجمن های حرفه ای حسابداری خود را ملزم به تهیه و ارائه گزارش مالی جدیدی نمایند که بتواند خلاء اطلاعاتی موجود را پر نماید (مشکی و مقدم، ۱۳۹۳).

همچنین صورت جریان وجه نقد بیانگر مجموعه دریافت ها و پرداخت های نقدی واحد تجاری در طول یک دوره می باشد. زمانی که دریافت های نقدی یک واحد تجاری بیش از پرداخت های نقد آن باشد، نتیجه فعالیت های واحد تجاری، افزایش خالص در

وجوه نقد را نوید خواهد داد و اگر پرداخت‌های نقدی بیش از دریافت‌های نقدی باشد نتیجه فعالیت‌های واحد تجاری، کاهش خالص در وجوه نقد خواهد بود.

مفهوم ارزش شرکت از دوران قدیم به عنوان یک اصل پذیرفته شده با مقبولیت بسیار در میان شرکت‌ها مطرح شده است. از دیرباز، تولید ارزش برای شرکت، به عنوان هدف نهایی شرکت مطرح شده است (گیریاتی^۲، ۲۰۱۶). جریان وجه نقد در یک واحد تجاری از اساسی‌ترین رویدادهایی است که اندازه‌گیری‌های حسابداری بر اساس آنها انجام می‌پذیرد و چنین تصور می‌شود که بستکاران و سرمایه‌گذاران نیز تصمیماتشان را بر همین اساس اتخاذ می‌نمایند. وجوه نقد از این نظر دارای اهمیت است که نشان دهنده قدرت خرید عمومی است و در مبادلات اقتصادی به سهولت می‌تواند به سازمان‌ها و یا اشخاص مختلف جهت رفع نیازهای خاصشان و در تحصیل کالا و خدمات انتقال یابد. از سویی دیگر، عملکرد مطلوب، باعث افزایش ارزش شرکت و در نهایت افزایش ثروت سهامداران خواهد شد. چالش اساسی مدیریت بنگاه‌های تجاری ارزش آفرینی برای بنگاه‌ها به خصوص ثروت آفرینی برای سهامداران می‌باشد. بدین جهت، برای اکثر مردم به خصوص سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار این سوال مطرح است که چگونه می‌توان ارزش یک شرکت را به طور صحیح اندازه‌گیری نمود. سهامداران برای تصمیم‌گیری در مورد خرید و فروش سهام شرکت‌ها نیازمند اطلاعاتی جهت تعیین ارزش اوراق بهادار هستند. نقش اصلی حسابداری فراهم کردن اطلاعات مورد نیاز استفاده‌کنندگان از جمله برای ارزش‌گذاری شرکت‌ها می‌باشد. اطلاعاتی که توسط حسابداران ارائه می‌شود قاعداً باید نیازهای اطلاعاتی استفاده‌کنندگان جهت تعیین ارزش شرکت را برآورده سازند. این ایده که داده‌های حسابداری می‌توانند در تعیین ارزش سهام نقش داشته باشند، ابتدا به وسیله تحلیلگران مالی مطرح گردید. تحلیلگران برای ارزیابی اوراق بهادار از تحلیل‌های بنیادی و تحلیل‌های تکنیکی استفاده می‌کنند. در تحلیل‌های بنیادی عمدتاً مبنای تعیین ارزش شرکت‌ها از طریق داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی می‌باشد. تحلیلگران بنیادی در تلاش هستند با تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی ارزش شرکت را تعیین کنند. امروزه سیستم‌های اطلاعاتی حسابداری نقش بسیار مهمی در گردش فعالیت‌های سازمان ایفا نموده و در مجموعه محیط اقتصادی کشورها وظیفه‌ای بااهمیت بر عهده دارند. بسیاری از تصمیمات اقتصادی بر اساس اطلاعات حاصل از سیستم‌ها آغاز می‌شود (نی^۳ و همکاران، ۲۰۱۹). از میان محققانی که تاثیر صورت جریان وجه نقد را بر بازده یا ارزش شرکت مورد بررسی قرار داده‌اند؛ نی و همکاران (۲۰۱۹)، گیریاتی (۲۰۱۶)، جنرگرن^۴ (۲۰۰۸)، دستگیر و اخگر (۱۳۸۸) و خدادادی و کارگرپور (۱۳۸۸) ارتباط معنی داری را بین جریان وجه نقد عملیاتی با بازده سهام و ارزش شرکت مشاهده نمودند.

۲-۲- صورت جریان وجه نقد در ایران

صورت جریان وجوه نقد در کشورهای مختلف و به شیوه‌های مختلفی تهیه می‌شود. به عنوان مثال، در ایران از سال ۱۳۷۵ تا پایان سال ۱۳۷۷ این صورت مالی پیرو بیانیه شماره ۹۵ FASB و همانند بسیاری از کشورهای دیگر، به صورت سه مرحله‌ای ارائه می‌شود، اما بعد از آن به صورت پنج مرحله‌ای (فعالیت‌های عملیاتی، بازده سرمایه‌گذاری‌ها و سود پرداختی بابت تأمین مالی، مالیات بر درآمد، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و فعالیت‌های تأمین مالی) تهیه شده است. تغییردادن شکل صورت جریان وجوه نقد، قطعاً منجر به تغییر در محتوای اطلاعاتی و قابلیت پیش‌بینی داده‌های آن شده است (فروغی و همکاران، ۱۳۹۱). این پنج گروه در حالت‌های متفاوتی می‌توانند ظاهر شوند، یعنی اینکه برای هر کدام از این گروه‌ها می‌توان مانده‌های مثبت، منفی و یا صفر را انتظار داشت. استفاده‌کنندگان صورت جریان وجه نقد هنگامی شرکت را دارای ارزش بالا تلقی می‌نمایند که بتواند خالص جریان‌های نقدی عملیاتی مثبتی را ایجاد نماید و سپس با استفاده از این مازاد، اقدام به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مانند خرید اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات نماید و یا در فعالیت‌های تأمین مالی خود اقدام به بازپرداخت بدهی و یا پرداخت سود سهام به سهامداران نماید. بر عکس این حالت هم وجود دارد، یعنی هنگامی شرکت را دارای ارزش پایین قلمداد

² Giriati

³ Ni

⁴ Gennergren

می نمایند که نتواند پول نقد کافی جهت انجام عملیات خود تهیه نماید. از آنجایی که صورت جریان وجوه نقد شرکت‌ها می تواند نشان دهنده ارزش شرکت باشد و با توجه به نتایج تحقیقات صورت گرفته در ارتباط با هر یک از طبقات صورت جریان وجوه نقد می توان انتظار داشت که ترکیب های مختلف اجزاء تشکیل دهنده آن نیز بر بازده سهام اثرگذار باشند (محمدی، ۱۳۹۲). در ادامه، هر یک از بخش‌های صورت جریان وجه نقد شرح داده شده است.

۲-۲-۱- فعالیت‌های عملیاتی

این دسته از فعالیت‌ها عبارت از فعالیت‌های اصلی و مستمر مولد درآمد عملیاتی واحد تجاری است. فعالیت‌های مزبور متضمن تولید و فروش کالا و ارائه خدمات بوده و هزینه‌ها و درآمدهای مرتبط با آن در تعیین سود یا زیان عملیاتی در صورت سود و زیان منظور می شود. جریانهای نقدی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی اساساً در برگیرنده جریانهای ورودی و خروجی نقدی مرتبط با فعالیت‌های مزبور می باشد (مشکی و مقدم، ۱۳۸۳).

۲-۲-۲- بازده سرمایه‌گذاری‌ها و سود پرداختی بابت تامین مالی

بر اساس استاندارد حسابداری شماره ۲، بند ۲۸، ارائه خالص جریانهای نقدی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی نباید تحت تاثیر ساختار سرمایه واحد تجاری قرار گیرد و بدین ترتیب پرداخت‌های مرتبط با سود و کارمزد تامین مالی باید جداگانه نشان داده شود. بدین ترتیب کلیه مبالغ دریافتی و پرداختی در رابطه با سود سهام، درآمد سرمایه‌گذاری و سود کارمزد تامین مالی لازم است در این سرفصل آورده شود (مشکی و مقدم، ۱۳۸۳).

۲-۲-۳- مالیات بر درآمد

جریانهای نقدی مرتبط با مالیات بر درآمد برای اغلب استفاده‌کنندگان صورتهای مالی دارای اهمیت ویژه است و در سرفصل جداگانه‌ای نشان داده می شود (مشکی و مقدم، ۱۳۸۳).

۲-۲-۴- فعالیت‌های سرمایه‌گذاری

طبق بند ۱۱ استاندارد حسابداری شماره ۲ ایران، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری عبارت است از: تحصیل یا واگذاری سرمایه‌گذاری-های کوتاه مدت و بلند مدت، دارائی‌های ثابت مشهود و دارائیهای نامشهود و نیز اعطای تسهیلات مالی به اشخاص مستقل از واحد تجاری غیر از کارکنان و وصول اقساط آنها (تاری وردی، ۱۳۹۵).

این بخش از صورت جریانهای نقدی، عمدتاً بر مبادلات مربوط به دارائیه‌ها تاکید داشته و مشتمل بر جریانهای ورودی و خروجی وجه نقد می باشد. جریانهای ورودی وجه نقد شامل کاهش در دارائیه‌های بلند مدت و برخی از دارائیه‌های جاری (مثل اسناد دریافتی غیر تجاری و سرمایه‌گذاری کوتاه مدتی است که معادل وجه نقد تلقی نمی شوند) است که ناشی از فروش یا دریافت‌های نقدی باشد (مشکی و مقدم، ۱۳۸۳).

۲-۲-۵- فعالیت‌های تامین مالی

طبق بند ۱۱ استاندارد حسابداری شماره ۲ ایران، فعالیت‌های تامین مالی عبارت از فعالیتهایی است که منجر به تغییرات در میزان و ترکیب سرمایه و استقراض‌های واحد تجاری (به جز اضافه برداشت‌های منظور شده در محاسبه وجه نقد) گردد (تاری وردی، ۱۳۹۵).

این دسته از فعالیت‌ها اساساً بر عکس فعالیت‌های سرمایه‌گذاری که به سمت بدهکار ترازنامه مربوط می‌شد، به سمت بستانکار ترازنامه مرتبط بوده و شامل جریانهای ورودی و خروجی وجه نقد می باشد که بر برخی از اقلام بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام تاثیر می‌گذارد. جریانهای ورودی وجه نقد شامل: افزایش در بخش عمده بدهی‌های بلند مدت، بخشی از اقلام بدهی‌های جاری و همچنین برخی از اقلام حقوق صاحبان سهام می‌باشد (مشکی و مقدم، ۱۳۸۳).

۲-۳- پیشینه

نی و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهش خود صورت تاثیر جریان وجه نقد را بر ارزش شرکت در تایوان مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های تامین مالی و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری منجر به افزایش ارزش شرکت خواهد شد.

لیونات و سانتیکچیا^۵(۲۰۰۶) در پژوهشی تحت عنوان « جریان های نقدی، اقلام تعهدی و بازده سهام» به این نتیجه رسیدند که شرکت هایی که اقلام تعهدی بیشتری دارند، بازده غیر عادی^۶ منفی دارند و این شرکت ها در مقایسه با شرکت هایی که جریان های نقدی عملیاتی بیشتری دارند، درآمدهای آتی پایین تری دارند.

واتسون و ولز^۷(۲۰۰۵) ارتباط بین اجزای تشکیل دهنده سود و زیان و جریان وجه نقد را با بازده سهام در کشور استرالیا مورد بررسی قرار داده اند. آنها به این نتیجه رسیدند که برای شرکت های سودآور، اجزای تشکیل دهنده سود و زیان در مقایسه با صورت جریان وجه نقد، ارتباط بیشتری با بازده سهام دارند. همچنین برای شرکت های زیان آور به این نتیجه رسیدند که هیچ کدام از صورت های سود و زیان و جریان وجه نقد، برای ارزیابی عملکرد شرکت مربوط نیستند.

لاری سمنانی و همکاران (۱۳۹۳) پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه بین جریان وجه نقد آزاد و ارزش سهام شرکت های بورس اوراق بهادار تهران انجام داده اند. نتایج نشان داد که بین جریان وجه نقد و ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه وجود دارد. اگر چه این ارتباط در صنعت خودروسازی و سرمایه گذاری متفاوت است و در شرکت های بزرگ در مقایسه با شرکت های کوچک شدت بیشتری دارد.

قنبری مقدم و یزدی فر (۱۳۹۲) در پژوهش خود تحت عنوان بررسی رابطه بین اقلام صورت جریان وجه نقد و ارزش شرکتها معیار Q توبین به این نتیجه رسیدند که ارتباط معناداری میان جریان وجه نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی بصورت مستقیم و جریان وجه حاصل از فعالیت های تامین مالی بصورت معکوس با ارزش شرکت وجود دارد و بین سایر اقلام صورت جریان وجه نقد از جمله بازده سرمایه گذاری و سود پرداختی، مالیات بر درآمد و وجه حاصل از فعالیت های سرمایه گذاری با ارزش شرکت هیچ ارتباط معناداری وجود ندارد.

دستگیر و اخگر (۱۳۸۸) در پژوهش خود تحت عنوان محتوای اطلاعاتی اجزای تشکیل دهنده سود و زیان و صورت جریان وجه نقد به این نتیجه رسیدند که از بین اجزای تشکیل دهنده صورت سود و زیان، سود و زیان خالص و از بین اجزای تشکیل دهنده صورت جریان وجه نقد، جریان وجه نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی با بازده سهام رابطه بیشتری دارند.

۳- مواد و روش ها

این پژوهش از حیث هدف، کاربردی؛ و از لحاظ نحوه گردآوری داده ها، توصیفی از نوع همبستگی می باشد. جامعه آماری در این تحقیق، شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. نمونه انتخابی این تحقیق شامل شرکت هایی می شود که دارای شرایط زیر باشند:

- (۱) اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی تحقیق یعنی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ موجود باشد.
 - (۲) جزء بانک ها، بیمه ها، واسطه گری های مالی، شرکت های سرمایه گذاری، لیزینگ ها و هلدینگ ها نباشند.
 - (۴) سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.
 - (۵) شرکت ها وقفه معاملاتی بیش از ۴ ماه نداشته باشند.
 - (۶) اطلاعات آنها برای متغیرهای مورد بررسی کامل باشد.
- تعداد شرکت های بورس اوراق بهادار، تعداد شرکت های حذف شده از نمونه و تعداد شرکت های باقی مانده برای تحقیق حاضر در جدول (۱) آورده شده اند.

جدول (۱) مراحل انتخاب نمونه نهایی

تعداد شرکتها	مراحل انتخاب نمونه نهایی
۴۵۸	کل شرکت های موجود در بورس
۹۰	شرکت های واسطه گری مالی سرمایه گذاری، بانک ها و بیمه
۹۸	شرکت هایی که پایان سال مالی غیر از ۲۹ اسفند ماه می باشد
۷۰	شرکت هایی که بیشتر از ۴ ماه وقفه معاملاتی دارند
۱۰۹	شرکت هایی که داده های ناقصی دارند
۹۱	جامعه تعدیل شده (نمونه انتخابی)

مأخذ: نرم افزار ره آورد نوین

پس از انتخاب شرکت های نمونه آماری، تعداد ۹۱ شرکت در دوره زمانی ۹۷-۱۳۹۰ توسط رگرسیون داده های ترکیبی برای ارزیابی تاثیر صورت جریان وجه نقد بر ارزش شرکت ارزیابی گردید.

۴-مدل و متغیرهای پژوهش

مدل این تحقیق برگرفته از مدل پژوهش نی و همکاران (۲۰۱۹) و دستگیر و اخگر (۲۰۰۹) می باشد.

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 OC_{it} + \beta_2 RC_{it} + \beta_3 TC_{it} + \beta_4 IC_{it} + \beta_5 FC_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن؛ متغیر وابسته عبارت است از:

FV = ارزش شرکت که توسط شاخص کیوتوبین اندازه گیری می شود. شاخص کیوتوبین توسط مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی ها محاسبه می گردد. متغیرهای مستقل عبارتند از:

OC = جریان وجه نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی برای هر سهم، RC = جریان وجه نقد ناشی از بازده سرمایه گذاری ها و سود پرداختی بابت تامین مالی برای هر سهم، TC = جریان وجه نقد ناشی از مالیات بر درآمد هر سهم، IC = جریان وجه نقد ناشی از فعالیت های سرمایه گذاری برای هر سهم، FC = جریان وجه نقد ناشی از فعالیت های تامین مالی برای هر سهم، می باشند. کلیه متغیرهای مستقل به صورت مستقیم از صورت جریان وجه نقد قابل استخراج هستند. متغیرهای کنترلی نیز عبارتند از:

$SIZE$ = اندازه شرکت، که توسط لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی ها محاسبه می شود. ROA = بازده دارایی ها، که توسط تقسیم سود شرکت پس از کسر مالیات بر کل دارایی ها محاسبه می شود.

۵- یافته ها

۵-۱- یافته های توصیفی

جدول (۲) یافته های توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق را نشان می دهد. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص های مرکزی نظیر میانگین^۸، میانه^۹، بیشینه^{۱۰}، کمینه^{۱۱} و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص های پراکندگی نظیر

8 Mean
9 Median
10 Maximum
11 Minimum

انحراف معیار^{۱۲}، ضریب چولگی^{۱۳} و ضریب کشیدگی^{۱۴} است. همانطور که ملاحظه می‌شود، مقدار ضریب چولگی و ضریب کشیدگی حاکی از نرمال بودن توزیع داده‌های تحقیق است.

جدول (۲) یافته‌های توصیفی متغیرها

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
ارزش شرکت (FV)	۰,۱۴	-۰,۰۵	۷,۲	-۰,۸۹	۰,۸۷	۱,۴۴	۴,۲۶
جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی (OC)	۴۲۹۵۶۳	۵۶۶۹۹	۱۶۷۰۱۹۸۶	-۲۴۹۹۴۵۲	۱,۸۸۱۰۱۹	۰,۶۱۷	۳,۶۲
جریان وجه نقد ناشی از بازده سرمایه‌گذاریها (RC)	-۳۳۰۳۷۹,۵	-۴۲۳۸۲	۱۷۶۰۹	-۱۱۰۴۰۰۸۸	۰,۱۳۴۱۹۹۳	-۰,۵۹۱	۱,۸۶
جریان وجه نقد ناشی از مالیات بر درآمد (TC)	-۳۳۰۹۲,۱۴	-۷۴۵۷	۸۲۹۷	-۱۳۰۹۲۴۶	۱۱,۹۴۲۴۹	-۰,۷۹۸	۱,۷۳
جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری (IC)	-۱۳۱۷۳۶,۱	-۱۳۲۰۰	۱۰۱۸۰۳۶	-۹۶۶۶۰۸۴	۷,۵۶۲۰۴۸	-۰,۹۲۹	۱,۵
جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های تامین مالی (FC)	۲۱۴۶۵۸,۳	۱۸۸۰۳	۸۰۴۳۱۶۶	-۱۸۵۸۳۹۹	۹,۴۹۷۸۶۵	۰,۵۸	۳,۴۵
اندازه شرکت (SIZE)	۱۳/۹۸۷	۱۳/۴۴۱	۱۹/۳۷۴	۱۰/۰۳۱	۱/۵۷۹	۰/۸۴۸۸	۴/۰۳۳
بازده دارایی‌ها (ROA)	۰/۱۶۳	۰/۰۹۲	۳۹/۱۵۸	-۰/۶۵۶	۱/۱۳۵	۱/۴۹	۴/۳۲

ماخذ: یافته‌های پژوهش

۲-۵- یافته‌های استنباطی

پیش از تخمین رگرسیون، به منظور جلوگیری از رگرسیون کاذب در ابتدا باید از وضعیت مانایی متغیرها اطمینان حاصل شود. در مطالعه حاضر مانایی متغیرهای الگو از طریق آزمون ایم، پسران و شین^{۱۵} بررسی شده است. نتایج آزمون (جدول ۳) نشان می‌دهد که تمامی متغیرها در سطح، مانا بوده‌اند.

جدول (۳) نتایج آزمون مانایی

نام متغیر	آماره t در سطح	سطح احتمال	وضعیت مانایی
ارزش شرکت (FV)	۳/۲۳	۰/۰۰	I(0)
جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی (OC)	۵/۲	۰/۰۰	I(0)
جریان وجه نقد ناشی از بازده سرمایه‌گذاریها (RC)	۲/۱۵	۰/۰۲	I(0)
جریان وجه نقد ناشی از مالیات بر درآمد (TC)	۲/۳۳	۰/۰۰	I(0)
جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری (IC)	۲/۰۸	۰/۰۳	I(0)
جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های تامین مالی (FC)	۲/۰۳	۰/۰۳	I(0)
اندازه شرکت (SIZE)	۲/۱۵	۰/۰۲	I(0)
بازده دارایی‌ها (ROA)	۳/۱۵	۰/۰۰	I(0)

12 Standard Deviation

13 Skewness

14 Kurtosis

15 Im, Pesaran & Shin

ماخذ: یافته‌های پژوهش

در ادامه، جهت تعیین تلفیقی^{۱۶} بودن یا تابلویی^{۱۷} بودن داده‌ها از آزمون F لیمر استفاده گردید. مقدار آماره F برابر ۱/۱ و سطح احتمال آن ۰/۳۷ می‌باشد. بنابراین در سطح معنی‌داری ۵ درصد فرضیه صفر مبتنی بر تلفیقی بودن داده‌ها پذیرفته می‌شود. از آنجا که داده‌ها تلفیقی هستند نیازی به آزمون هاسمن^{۱۸} نیست. جهت بررسی نرمال بودن اجزاء خطا از آزمون جاکرک^{۱۹} استفاده شد. مقدار آماره و سطح احتمال در آزمون جاکرک برا به ترتیب برابر ۰/۹۶ و ۰/۶۲ بدست آمده است که حاکی از نرمال بودن اجزاء خطا می‌باشد. همچنین همسانی واریانس توسط آزمون بروش پاگان^{۲۰} آزمون شد. آماره آزمون و سطح احتمال در آزمون بروش پاگان به ترتیب برابر ۸۹/۸ و ۰/۰۰ بدست آمده است که حاکی از واریانس ناهمسانی در مدل می‌باشد. جهت رفع مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS^{۲۱}) برای برآورد مدل استفاده گردید. نتایج آزمون‌های F لیمر، جاکرک برا و بروش پاگان در جدول (۴) ارائه شده است.

جدول (۴) نتایج آزمون‌های F لیمر، جاکرک برا و بروش پاگان

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح احتمال	نتیجه
F لیمر	۱/۱	۰/۳۷	داده‌های تلفیقی
جاکرک برا	۰/۹۶	۰/۶۳	نرمال است
بروش پاگان	۸۹/۸	۰/۰۰	ناهمسانی واریانس

ماخذ: یافته‌های پژوهش

پس از آزمون‌های لازم، تخمین مدل رگرسیون توسط روش داده‌های ترکیبی پول دیتا و روش GLS برای ۹۱ شرکت بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۹۷-۱۳۹۰ به صورت جدول (۵) انجام شد. مطابق با نتایج بدست آمده، جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی (OC) به میزان ۰/۰۰۰۴۸۱، جریان وجه نقد ناشی از بازده سرمایه‌گذاری‌ها (RC) به میزان ۰/۰۰۰۱۳۵، جریان وجه نقد ناشی از مالیات بر درآمد (TC) به میزان ۰/۰۰۰۳، جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری (IC) به میزان ۰/۰۰۰۳۸۶، جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های تامین مالی (FC) به میزان ۰/۰۰۰۸۸۲ و بازده دارایی‌ها (ROA) به میزان ۰/۱۲۵ بر ارزش شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارند. همچنین ضریب متغیر اندازه شرکت (SIZE) در سطح احتمال ۵ یا ۱۰ درصد معنادار نمی‌باشد. بنابراین به طور کلی، در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، صورت جریان وجه نقد تاثیر مثبت بر ارزش شرکت دارد اما میزان این تاثیر بسیار اندک است.

جدول (۵) نتایج تخمین مدل رگرسیون

نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح احتمال
عرض از مبدا	-۶۸۰۸/۸۵	-۳/۰۱	۰/۰۰
جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی (OC)	۰/۰۰۰۴۸۱	۵/۰۴	۰/۰۰
جریان وجه نقد ناشی از بازده سرمایه‌گذاری‌ها (RC)	۰/۰۰۰۱۳۵	۲/۱۴	۰/۰۳
جریان وجه نقد ناشی از مالیات بر درآمد (TC)	۰/۰۰۰۳	۲/۸	۰/۰۰
جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری (IC)	۰/۰۰۰۳۸۶	۱/۴۶	۰/۱
جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های تامین مالی (FC)	۰/۰۰۰۸۸۲	۴/۹۵	۰/۰۰
اندازه شرکت (SIZE)	۰/۲۱۱	۱/۰۳	۰/۵۶

¹⁶ Pooling Data

¹⁷ Panel Data

¹⁸ Hausman

¹⁹ Jarque-Bera

²⁰ Breusch-Pagan

²¹ Generalized Least Squares

۰/۰۰	۳/۳۶	۰/۱۲۵	بازده دارایی‌ها (ROA)
۰/۰۰	-	۴۱۶/۵۴	آماره F
-	-	۲/۰۹	DW
-	-	۰/۸۲	R ²

ماخذ: یافته‌های پژوهش

۶- نتیجه گیری و بحث

یکی از اهداف گزارشگری مالی، یاری دادن سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیم‌های اقتصادی در رابطه با تخصیص بهینه منابع است. سرمایه‌گذاری در سهام، از مهم‌ترین تصمیم‌ها در این رابطه است که خود تابعی از ارزش شرکت سرمایه‌پذیر محسوب می‌شود. بنابراین با توجه به اهمیت گزارشگری مالی و به ویژه صورت جریان وجه نقد، هدف از پژوهش حاضر، تاثیر صورت جریان وجه نقد بر ارزش شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

پژوهش حاضر برای ۹۱ شرکت بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۹۷-۱۳۹۰ توسط رگرسیون داده‌های ترکیبی انجام شد. طبق استانداردهای حسابداری ایران، صورت جریان وجه نقد باید اطلاعات مربوط به جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی، بازده سرمایه‌گذاری و سود پرداختی بابت تامین مالی، مالیات بر درآمد، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تامین مالی را در بر داشته باشد. نتایج تخمین رگرسیون نشان داد که متغیر جریان وجه نقد ناشی از مالیات بر درآمد هر سهم (TC) تاثیر بیشتری بر ارزش شرکت دارد. به عبارت دیگر، سهامداران برای اتخاذ تصمیمات خود، در صورت استفاده از اطلاعات صورت جریان‌های وجه نقد، بیشتر بر اطلاعات مربوط به جریان وجه نقد ناشی از مالیات بر درآمد هر سهم تاکید می‌کنند. یعنی آنها بیشتر به جریان‌های ورودی و خروجی وجه نقد مربوط به مالیات بر درآمد جهت اتخاذ تصمیمات خود علاقمند هستند. بنابراین از میان اجزای تشکیل دهنده صورت جریان وجه نقد، جریان نقدی ناشی از مالیات بر درآمد محتوای اطلاعاتی بیشتری دارد. اما به طور کلی، تاثیر هر پنج عامل در صورت جریان وجه نقد بر ارزش شرکت بسیار اندک می‌باشد. بنابراین عوامل صورت جریان وجه نقد در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران نتوانسته‌اند به شکلی بهینه و کارا، ارزش شرکت (در اینجا کیو توبین) را بهبود بخشند.

نتایج پژوهش حاضر به لحاظ تاثیر مثبت صورت جریان وجه نقد بر ارزش شرکت، با نتایج پژوهش‌های نی و همکاران (۲۰۱۹)، گیرياتی (۲۰۱۶) و دستگیر و اخگر (۱۳۸۸) همخوانی دارد.

در یک نتیجه گیری کلی می‌توان گفت که ارزش شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران به وسیله ارقام صورت جریان وجه نقد قابل تبیین است و بین اطلاعات حسابداری که در صورت جریان وجه نقد وجود دارد و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد؛ اما میزان این رابطه بسیار اندک است. بنابراین سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی به ویژه صورت جریان وجه نقد، هنوز از اهمیت اطلاعات مندرج در صورت جریان وجه نقد آگاهی پیدا نکرده‌اند یا این که تصمیمات کمیته فنی سازمان حسابرسی، مبنی بر محسوب کردن این صورت مالی جدید جزء صورت‌های مالی اساسی بر مبنای پژوهش‌ها و بررسی‌های از قبل انجام گرفته نبوده است. همانطور که در بخش‌های ابتدایی این مطالعه گفته شد، صورت جریان وجه نقد از اول بهمن ماه سال ۱۳۷۵ جزء صورت‌های مالی اساسی محسوب شد که در مقایسه با صورت سود و زیان قدمت کمتری دارد. بنابراین به دلیل جدید بودن صورت جریان وجه نقد، هنوز این صورت مالی مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار نگرفته و آنها ارزش شرکت را بر مبنای صورت جریان وجه نقد قرار نمی‌دهند. به طوری که می‌توان گفت سرمایه‌گذاران شرکت‌ها برای پیش‌بینی ارزش شرکت، نمی‌توانند به طور کامل به اطلاعات حسابداری مربوط به جریان وجه نقد اتکا کنند. لذا برای پیش‌بینی ارزش شرکت، متغیرهای دیگری لازم است که ممکن است مربوط به صورت سود و زیان و یا عوامل دیگر باشد. بنابراین برای تحقیقات آتی پیشنهاد می‌شود تاثیر صورت سود و زیان و دیگر عوامل بر ارزش شرکت‌های بورس اوراق بهادار مورد بررسی قرار گیرد تا بتوان بهترین معیار را برای پیش‌بینی ارزش شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران انتخاب نمود.

منابع

- اعتمادی، حسین، زندی دره غریب، سلیمان، (۱۳۹۳)، استفاده از ترکیب اجزای صورت جریان وجه نقد در پیش‌بینی بحران مالی، مجله پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی، سال ششم، شماره ۲۱، صص ۸۹-۶۳.
- پورزمانی، زهرا، خریدار، احسان رضا، (۱۳۹۲)، تاثیر مالکان نهادی بر ارزش شرکت، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۶، شماره ۴، صص ۷۹-۸۹.
- تاری وردی، یداله، (۱۳۹۵)، حسابداری مالی، جلد ۱، ناشر: تاری وردی
- تالانه، عبدالرضا، مراد زاده فرد، مهدی، (۱۳۹۲)، اصول حسابداری ۳، نشر کیومرث.
- خدادادی، ولی، کارگرو، خاطره، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه بین جریان نقد عملیاتی و نسبت های نقدینگی با بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مالی، دوره ۱، شماره ۱، صص ۷۵-۶۰.
- دستگیر، محسن، اخگر، محمد امید، (۱۳۸۸)، محتوای اطلاعاتی اجزای تشکیل دهنده صورت سود و زیان و صورت جریان وجه نقد، فصلنامه حسابداری مالی، سال اول، شماره ۳، صص ۳۰-۱.
- فروغی، داریوش، هاشمی، سیدعباس، امیری، هادی، ظفری، سبحان، (۱۳۹۱)، مقایسه محتوای نسبی اطلاعاتی جریان‌های نقدی صورت جریان نقد سه مرحله‌ای و پنج مرحله‌ای در تشریح بازده آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۰، شماره ۳۶.
- قنبری مقدم، تکتتم، یزدی فر، حسن، (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین اقلام صورت جریان وجه نقد و ارزش شرکت با معیار Q توبین، کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، شیراز، ایران.
- لاری سمنانی، بهروز، دلدار، علی، ایرانی، مریم، (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین جریان وجه نقد آزاد و ارزش سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، دومین همایش ملی رویکردی بر حسابداری، مدیریت و اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد فومن و شفت.
- محمدی، سعید، (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین ترکیب‌های مختلف اجزای صورت جریان وجه نقد با بازده سهام، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه فردوسی مشهد.
- مشکی، مهدی، مقدم، عبدالکریم، (۱۳۸۳)، حسابداری میانه ۱: رشته حسابداری، انتشارات دانشگاه پیام نور.
- وفاپور، سعید، (۱۳۸۲)، بررسی رابطه بین تغییرات اقلام گردش وجه نقد با تغییرات بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- Gennergren, L.P. (2008). Continuing value in firm valuation by the discounted cash flow model, [European Journal of Operational Research](#), 185(3), 1548-1563.
- Girati, A. (2016). Free Cash Flow, Dividend Policy, Investment Opportunity Set, Opportunistic Behavior and Firm's Value: (A Study About Agency Theory), [Procedia - Social and Behavioral Sciences](#), 219, 248-254.
- Livnat, J. and M. Santicchia, (2006). Cash Flows, Accruals and Future Returns. *Financial Analysts Journal*, 62, 48-61.
- Ni, Y., Huang, P., Chiang, P. & Liao, Y. (2019). Cash flow statements and firm value: Evidence from Taiwan, [The Quarterly Review of Economics and Finance](#), 71, 280-290.
- Watson, J. and P. Wells, (2005). The association between various earnings and cash flow measures of firm performance and stock returns: Some Australian Evidence. Working paper. University of Technology, Sydney.