

بررسی ارتباط افشای داوطلبانه جریان نقدی و پیش بینی ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران

بداله تازی وردی *

پریناز کوزه گر **

چکیده

مطالعه حاضر به بررسی ارتباط افشای داوطلبانه جریان نقدی و پیش بینی ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نمونه آماری مورد استفاده در پژوهش حاضر شامل ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ می باشد. داده های مورد نظر جمع آوری و در فایل اکسل طبقه بندی گردید. همچنین آزمون فرضیه ها از مدل های رگرسیون لجستیک و رگرسیون چند متغیره مبتنی بر تکنیک داده های پانل با استفاده از نرم افزار Eviews8 انجام شد. یافته های تحقیق نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین اندازه شرکت و نوع صنایع شرکت ها با افشای جریان وجوه نقد وجود دارد. همچنین هیچ ارتباط معناداری بین افشای جریان وجوه نقد و بازده تجمعی سهام یافت نشد.

واژه های کلیدی: افشای جریان وجوه نقد، جریان وجوه نقد، ارزش شرکت، بورس اوراق بهادار، ارزش شرکت.

* استادیار حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکز، تهران، ایران.

** دانشجوی دکتر، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکز، تهران، ایران.

نویسنده مسئول مقاله: پریناز کوزه گر (kouzehgar.parinaz@vatanmail.ir)

۱. مقدمه

هنگامی که مقررات افشا داوطلبانه در سال ۲۰۰۰ به تصویب رسید، باعث افزایش در تعداد شاخص های افشای اختیاری توسط کارفرما گردید. این شاخص افشا اختیاری شامل پیش بینی سود، جریان نقدی، رشد درآمد و فروش و هزینه های سرمایه ای است. این در حالی است که بخش بزرگی از تحقیقات به بررسی عوامل موثر بر هدایت سود کارفرما (مدیریت) می پردازد و در مورد انگیزه مدیریت به پیش بینی جریان های نقدی کمتر پرداخته است (هاگی و روکا^۱، ۲۰۱۶). افشای داوطلبانه اطلاعات باعث می شود عدم تقارن اطلاعات بین شرکت و بازار کاهش یابد و در نتیجه تعداد بیشتری از سهام شرکت مورد معامله قرار گیرد. به این ترتیب توان نقدشوندگی سهام افزایش یافته و موجب جلب توجه نهادهای سرمایه گذاری بزرگ خواهد شد. با ادامه این امر، شرکت می تواند بدون اینکه ناگزیر شود قیمت ها را کاهش دهد، حجم بزرگی از سهام خود را به فروش برساند. بنابراین با افزایش تقاضا، قیمت سهام شرکت بالا رفته و ارزش بازار شرکت نیز افزایش می یابد (دایموند و همکاران^۲، ۲۰۱۰). واسلی و ویو^۳ (۲۰۰۶) دریافتند که پیش بینی های مسائل مربوط به مدیریت جریان های نقدی برای پاسخگویی به تقاضای سرمایه گذار برای اطلاعات جریان نقدی، برای کاهش تاثیر منفی اخبار نامساعد بر سود، برای آشکار سازی قدرت اقتصادی برای شرکت های نوپا، و برای کاهش توانایی سود ایجاد شده از طریق اقلام تعهدی است. ایتریدیسی و الکساکسی^۴ (۲۰۱۲)، نشان دادند که افشای داوطلبانه دلالت بر سود و رشد بالاتر شرکت ها و نشان دهندهی "اخبار خوب" مربوط به شرکت است. همچنین افشای داوطلبانه با مدیریت سود رابطه منفی دارد. دیفوند و هانگ^۵ (۲۰۰۳)، با بررسی روند پیش بینی های بیشتر جریان نقدی توسط تحلیلگران به ارزیابی عوامل موثر بر افزایش تقاضای سرمایه گذار برای اطلاعات جریان نقدی پرداختند. در مورد جریان های نقدی، تقاضای سرمایه گذار برای کسب اطلاعات جریان نقدی با افزایش راهنمایی توسط هر دو گروه تحلیلگران و مدیران دنبال شد (دیفوند و هانگ^۶، ۲۰۰۳؛ واسلی و ویو^۳، ۲۰۰۶). هدف پژوهش حاضر بررسی ارتباط افشای داوطلبانه جریان نقدی و پیش بینی ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. با توجه به اهمیت وجوه نقد و همچنین رابطه آن با اندازه شرکت و نحوه برخورد شرکت با افشای آن پژوهش حاضر انجام گردید، که استفاده کنندگان از صورت های مالی و مراجع مربوطه از نتایج پژوهش بهره بگیرند. در نهایت سوال اصلی پژوهش به شرح زیر می باشد، که آیا می توان ارتباط معناداری بین افشای داوطلبانه جریان نقدی و پیش بینی ارزش شرکت یافت؟

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

درک بهتر سرمایه گذاران از مدیر در خصوص پیش بینی تغییرات اقتصادی، باعث بالاتر رفتن ارزش شرکت می شود. بنابراین، مدیران می توانند با ارائه داوطلبانهی اطلاعات پیش بینی خود در رابطه با محیط اقتصادی آتی شرکت و نیز ارائهی پیش بینی های سود مدیریت، باعث افزایش ارزش سهام و در نتیجه بالا رفتن موقعیت رقابتی شرکت در صنعت مربوط به خود در بازار سرمایه شوند. با این حال افشای داوطلبانه علاوه بر داشتن مزایای تجاری، باعث تحمیل هزینه هایی نیز بر شرکت می شود. در همین راستا، نظریه افشای داوطلبانه بیان می کند که مدیران، در صورت فزونی منافع افشا بر هزینه های آن، اطلاعاتی را افشا خواهند نمود (هیتزمن و همکاران^۶، ۲۰۱۰). تحقیقات نشان می دهد که مؤسسات ممکن است اطلاعات اضافی را برای سرمایه گذاران به امید اینکه مزایای افشای داوطلبانه بر هزینه های آن فزونی داشته باشد ارائه نمایند. این مزایا شامل کاهش

1. Hoque and Rakow, 2016.
2. Diamond and et al, 2010
3. Wasley and Wu, 2006.
4. Iatridis and Alexakis, 2012.
5. DeFond & Hung, 2003.
6. Heitzman and et al, 2010.

عدم تقارن اطلاعاتی (نظریه علامت دهی)، کاهش هزینه سرمایه، کاهش هزینه بدهی و قادر ساختن بازار سرمایه برای افزایش ارتباط اخبار آتی سود سهام با بازده جاری سهام و ... می باشد (لاندهالم و مایرزا، ۲۰۰۲). با تفکیک مالکیت منابع شرکت از مدیریت آن، افشای شرکت بطور بالقوه به عنوان ابزاری مهم در تعامل بین مدیریت و سرمایه گذاران بیرونی نمود یافته است. تقاضا برای افشای شرکت ممکن است ناشی از مشکل عدم تقارن اطلاعات و تضادهای نمایندگی بین مدیریت و سرمایه گذاران بیرونی باشد (هیلی و پالپ، ۲۰۰۱). اعتقاد بر این است که افشای بیشتر می تواند این مشکلات را تعدیل نماید. اطلاعات بیشتر منطقی باید ابهام مربوط به عملکرد آتی شرکت را کاهش دهد و مبادلات را تسهیل نماید. انتظار می رود اطلاعات بیش تر نقدینگی سهام را از طریق کاهش هزینه های معاملات و افزایش تقاضا برای سهام افزایش دهد. علاوه بر این ادعا شده که افشای بیشتر می تواند از طریق افزایش جریان های نقد واقعی که در نتیجه کاهش در مشکلات نمایندگی به سهامداران تعلق می گیرد بر ارزش شرکت تاثیر بگذارد. باور عمومی بر آن است که افشای بیشتر میزان جریان های نقدی را که مدیران و سهامداران برای کاهش ریسک لازم خواهند داشت، کاهش دهد (لامبرت و همکاران، ۲۰۰۷؛ لانگ و همکاران، ۲۰۰۳).

در نتیجه هزینه های نظارتی پایین تر می شود. بنابراین افشای بیشتر ممکن است جریان های نقدی که سهامداران دریافت می کنند را افزایش دهد (کافی، ۱۹۹۹؛ استالز، ۱۹۹۹). در مقابل عده ای معتقدند که با افزایش میزان و کیفیت افشا، ارزش شرکت کاهش می یابد. به اعتقاد آنها افشای اطلاعات بیشتر به بازار سرمایه ممکن است شرکت را در یک وضعیت نامطلوب رقابتی قرار دهد با این فرض که این اطلاعات برای رقبا مربوط باشد. از طرفی این امکان وجود دارد که یک تمایل عمیق و ریشه دار در جهت رازداری در فرهنگ شرکتی کشور وجود داشته باشد. بنابراین سرمایه گذاران ممکن است مقاصد شرکت را زمانی که اطلاعات بیشتری برای بازار سرمایه بدون هیچگونه الزام برای انجام آن فراهم می کند بد تفسیر نمایند. در این حالت افشای اطلاعات بیش تر می تواند موجب ایجاد ابهام در چشم انداز آتی شرکت شود و در نتیجه، ارزش شرکت را کاهش دهد (واگن هافر، ۲۰۰۴؛ حسن و همکاران، ۲۰۰۹). برخی تحقیقات نشان دادند که با افزایش میزان افشا ارزش شرکت نیز افزایش می یابد (الاکرا و جهانگیر، ۲۰۱۰؛ سیلوا و الویز، ۲۰۰۴؛ بیک و همکاران، ۲۰۰۴). هاگی و روکا (۲۰۱۶) نشان دادند که پیش بینی و افشا، دارای ارتباط مثبت قابل توجهی در شرکت های فناوری هستند. این امر نشان می دهد که شرکت ها در صنایع تکنولوژی با افشا و پیش بینی جریان نقدی در اطلاعیه های سود خود، آینده بهتری دارند. برخی تحقیقات نیز وجود یک رابطه منفی میان سطح افشا و ارزش شرکت ارائه نمودند (حسن و همکاران، ۲۰۰۹).

۳. فرضیه های پژوهش

با در نظر گرفتن مبانی نظری و نتایج پژوهش های گذشته، فرضیه های پژوهش به شرح زیر مطرح می شوند:

فرضیه اول: بین اندازه شرکت و افشای جریان وجوه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین نوع صنایع شرکت ها و افشای جریان وجوه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

1. Lundholm and Myers, 2002.
2. Healy and Palepu, 2001.
3. Lambert and et al, 2007.
4. Lang and et al, 2003.
5. Coffee, 1999.
6. Stulz, 1999.
7. Wagenhofer, 2004.
8. Hassan and et al, 2009
9. Al-Akra and Jahangir, 2010.
10. Silva and Alves, 2004.
11. Baek and et al, 2004.

فرضیه سوم: بین افشای جریان وجوه نقد و بازده تجمعی سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

۴. روش شناسی تحقیق

جامعه‌ی آماری پژوهش شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ می‌باشد. در پژوهش حاضر، جامعه آماری بر اساس ویژگی های نظام مندی تعدیل شد؛ بنابراین در انتخاب شرکت ها ویژگی های زیر مدنظر قرار گرفت:

۱. تاریخ پذیرش آن ها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۹۰ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۴ نیز در فهرست شرکت های بورسی باشند. در طول دوره دارای تأمین مالی خارج از ترازنامه باشند. همچنین در قلمرو زمانی تحقیق اقدام به تجدید ارائه صورت های مالی خود نموده باشند.
۲. نمونه تغییر سال مالی نداشته باشد به عبارتی پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد.
۳. اطلاعات مورد نیاز شرکت ها برای مطالعات و محاسبات پژوهش، در طول دوره در دسترس باشد.
۴. شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها) از نمونه آماری حذف گردیدند.
۵. سهام شرکت در تمام سال های دوره پژوهش معامله شده باشد.

پس از بررسی شرکت ها از لحاظ ویژگی های یادشده، در مجموع ۱۰۲ شرکت برای نمونه مطالعه انتخاب گردید. جهت گردآوری مبانی نظری اطلاعات در خصوص تبیین ادبیات موضوع پژوهش از روش کتابخانه‌ای و مطالعات اسنادی استفاده شد و برای دستیابی به اطلاعات مورد نیاز، برای پردازش فرضیات پژوهش از مجلات و سالنامه‌های سازمان بورس اوراق بهادار تهران و گزارش‌های سالانه و صورت‌های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده خواهند شد. در این پژوهش بانک‌های اطلاعاتی: اطلاعات استخراج شده از بورس اوراق بهادار، پایان‌نامه‌ها، مقالات خارجی و داخلی و خصوصاً منابع اینترنتی معتبر می‌باشد. همچنین داده‌های پژوهش سایت www.codal.com جمع‌آوری و با استفاده از نرم‌افزار اکسل گردآوری شد. روش آزمون فرضیه ها در مطالعه حاضر رگرسیون لجستیک برای مدل اول و رگرسیون *ols* برای مدل دوم با استفاده از نرم افزار آماری *Eviews8* می باشد..

۵. مدل‌ها و متغیرهای تحقیق

در پژوهش حاضر مدل‌های آزمون فرضیه ها بر اساس پژوهش هاگی و روکا (۲۰۱۶) به شرح زیر می باشد که در ادامه متغیرهای آن نیز ارائه شده است:

$$CF_Dscore_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Ln Sales_{it} + \beta_2 Tech_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{مدل اول})$$

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CF - Dscore_{it} + \beta_2 LnSales_{it} + \beta_3 Tech_{it} + \beta_4 Lev_i + \beta_5 Cash_i + \beta_6 CapEx_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{مدل دوم})$$

جدول (۱) متغیرهای پژوهش

نحوه محاسبه	نوع	متغیر
<p>بازده تجمعی از مجموع بازده واقعی به دست می آید، بازده واقعی با استفاده از نسبت زیر بدست می آید:</p> $R_{i,t} = \frac{P_1(1+\alpha) + D - (P_0 + \alpha(1000))}{P_0 + \alpha}$ <p>$R_{i,t}$: بازده سهم i در سال t P_1: قیمت سهم در پایان سال t P_0: قیمت سهم در ابتدای سال t α: درصد افزایش سرمایه D: سود نقدی هر سهم.</p>	متغیر وابسته	بازده تجمعی سهام (CAR)

ادامه جدول (۱) متغیرهای پژوهش

نحوه محاسبه	نوع	متغیر
<p>CF_Dscore: نوع افشای جریان نقدی (عملیاتی، جریان نقدی آزاد و یا هزینه های سرمایه ای) هر سه نوع افشای جریان نقدی (۳) دو نوع افشای جریان نقدی (۲) یک نوع افشای جریان نقدی (۱) هیچ نوعی از افشای جریان نقدی (صفر)</p>	<p>متغیر وابسته / متغیر مستقل</p>	<p>نمره افشا (CF_Dscore) نوع افشای جریان نقدی (عملیاتی، جریان نقدی آزاد و یا هزینه های سرمایه ای)</p>
<p>لگاریتم درآمد (فروش) شرکت</p>	<p>متغیر مستقل / متغیر کنترل</p>	<p>اندازه شرکت ($LnSales$)</p>
<p>برای محاسبه این متغیر از عدد صفر برای شرکت های عضو صنایع بزرگ و عدد یک برای شرکت های عضو صنایع کوچک استفاده می گردد.</p>	<p>متغیر مستقل / متغیر کنترل</p>	<p>نوع صنایع شرکت ها ($Tech$)</p>
<p>نسبت مجموع بدهی ها به مجموع دارایی ها</p>	<p>متغیر کنترل</p>	<p>اهرم مالی (Lev)</p>
<p>مجموع وجوه نقد و سرمایه گذاری های کوتاه مدت</p>	<p>متغیر کنترل</p>	<p>وجوه نقد ($Cash$)</p>
<p>مجموع هزینه های سرمایه ای</p>	<p>متغیر کنترل</p>	<p>هزینه های سرمایه ای ($CapEx$)</p>

۶. جامعه آماری و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ می باشد. نمونه مورد استفاده نیز از طریق روش حذف سیستماتیک از جامعه آماری انتخاب خواهد شد، به این ترتیب که نمونه، متشکل از کلیه شرکت های موجود در جامعه آماری است که حائز معیارهای زیر باشند:

۱. در طول دوره پژوهش، تغییر در دوره مالی نداشته باشند.
 ۲. جزء شرکت های فعال در حوزه فعالیت های مالی، از جمله شرکت های سرمایه گذاری، بانک ها، بیمه ها و مؤسسات مالی نباشند.
 ۳. داده های مورد نیاز جهت متغیرهای تحقیق، در طول دوره زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴، موجود باشند.
 ۴. دوره مالی آن ها منتهی به ۱۲/۲۹ هر سال باشد تا بتوان داده ها را در کنار یکدیگر و در صورت نیاز، به صورت پانلی به کار برد.
- فرآیند مذکور، منجر به انتخاب ۱۰۲ شرکت گردید.

۷. یافته های پژوهش

۷-۱. آزمون فرضیه های اول و دوم پژوهش

برای بررسی فرضیه های اول و دوم از رگرسیون لجستیک استفاده می گردد. نتایج به شرح زیر ارائه می گردد:

فرضیه اول: بین اندازه شرکت و افشای جریان وجوه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین نوع صنایع شرکت ها و افشای جریان وجوه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

جدول (۲) نتایج آماری آزمون مدل پژوهش، متغیر وابسته افشای جریان وجوه نقد

$CF_Dscore_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Ln Sales_{it} + \beta_2 Tech_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	ضریب	آماره t	سطح احتمال <i>Prob</i>	نوع رابطه	سطح معنی داری (خطای ۵ درصد)
0/1	۴/۳۱۸	۶/۵۴۷	۰/۰۰۰	مثبت و معنی دار	در سطح ۹۵ درصد
1/2	۲/۹۶۴	۳/۵۵۱	۰/۰۰۱	مثبت و معنی دار	در سطح ۹۵ درصد
2/3	۵/۴۱۵	۶/۵۱۷	۰/۰۰۰	مثبت و معنی دار	در سطح ۹۵ درصد
Ln Sales	۰/۶۰۷	۴/۴۸۴	۰/۰۰۰	مثبت و معنی دار	در سطح ۹۵ درصد
Tech	۰/۱۱۶	۴/۱۰۲	۰/۰۰۲	مثبت و معنی دار	در سطح ۹۵ درصد
Residual deviance			۱۷۸۴/۵۱		
Nagelkerke R-Square			۰/۷۷		

با توجه به نتایج بدست آمده ملاحظه می شود متغیر اندازه شرکت دارای رابطه مثبت و معنادار با افشای جریان وجوه نقد می باشد. همچنین با توجه به نتایج حاصل از متغیر نوع صنایع شرکت ها ملاحظه شد این متغیر نیز با افشای جریان وجوه نقد ارتباط مثبت و معناداری دارد. به عبارتی می توان چنین بیان کرد که اندازه شرکت و همچنین نوع صنعتی که شرکت در آن حوزه فعالیت دارد بر افشای جریان وجوه نقد تاثیر گذار است، و می توان رابطه ای از نوع مستقیم برای آنها تعریف کرد.

همچنین در رگرسیون لجستیک شاخص های دیگری نیز به عنوان جانشین R-Square در گرسیون معمولی بکار می رود که در اینجا از شاخص Nagelkerke R-Square استفاده گردید، مقدار این شاخص در مدل برازش شده برابر ۷۷ درصد می باشد.

۲-۷. آزمون فرضیه سوم پژوهش

برای بررسی فرضیه سوم پژوهش با استفاده از رگرسیون OLS می پردازیم. همچنین پیش شرط های مربوط به رگرسیون نیز بررسی گردیده است.

جدول (۳) نتایج آماری آزمون مدل پژوهش، متغیر وابسته بازده تجمعی سهام

$CAR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CF - Dscore_{it} + \beta_2 LnSales_{it} + \beta_3 Tech_{it} + \beta_4 Lev_i + \beta_5 Cash_i + \beta_6 CapEx_i + \varepsilon_{it}$					
متغیر	ضریب	آماره t	سطح احتمال <i>Prob</i>	نوع رابطه	سطح معنی داری (خطای ۵ درصد)
ثابت	۲۸۸/۴۸۵	۲/۳۸۴۴	۰/۰۳۲۹	مثبت و معنی دار	در سطح ۹۵ درصد
CF-Dscore	-۴۴۵/۱۷۶	-۱/۵۶۶۴	۰/۱۱۶۳	منفی	-

جدول (۳) نتایج آماری آزمون مدل پژوهش، متغیر وابسته بازده تجمعی سهام

متغیر	ضریب	آماره t	سطح احتمال <i>Prob</i>	نوع رابطه	سطح معنی داری (خطای ۵ درصد)
LnSales	۲۱۱/۸۳۴	۲/۲۴۶۹	۰/۰۲۴۸	مثبت و معنی دار	در سطح ۹۵ درصد
Tech	-۰/۰۰۰۱	-۲/۷۳۲۳	۰/۰۴۶۸	منفی	-
Lev	-۰/۷۳۰۹	-۲/۹۶۸۱	۰/۰۱۵۱	منفی و معنی دار	در سطح ۹۵ درصد
Cash	-۰/۸۷۴۱	-۰/۱۵۷۴	۰/۷۰۴۱	منفی	-
CapEx	-۰/۶۱۷۴	-۲/۳۸۳۷	۰/۰۲۷۴	منفی و معنی دار	در سطح ۹۵ درصد
			۰/۴۳۸		
					<i>R – squared</i>
			۰/۴۱۹		
					<i>Adjusted R – squared</i>
			۱/۹۶۲		
					<i>Durbin – Watson stat</i>
			۲/۵۷۲		
					<i>F – statistic</i>
			۰/۰۴۱۴		
					<i>Prob(F – statistic)</i>
			۰/۶۳۳ (۰/۱۶۳۱)		
					<i>Jarque – Bera</i>
			۰/۹۱۵ (۰/۷۸۳۴)		
					<i>Heteroskedasticity Test : White</i>
			۱/۰۹۶ (۰/۴۱۵)		
					<i>Breusch – Godfrey Serial Correlation LM Test</i>
			۷/۳۱۴۹ (۰/۰۰۰)		
					<i>Redundant Fixed Effects Tests Pool</i>
			۹/۵۷۹۶ (۰/۰۰۰)		
					<i>Correlated Random Effects Hausman Test Pool</i>

هر مدل رگرسیون باید فرض های خاصی برقرار باشد که در صورت نقض هر یک از آن ها، خواص مطلوب برآوردهای پارامترهای رگرسیون یا آزمون فرضیه با مشکل مواجه می گردد. در نگاره فوق پیش شرط های رگرسیون ذکر شده است. ابتدا به بررسی نرمال بودن اجزای اخلاخل مدل پرداخته شد که از آزمون Jarque-Bera استفاده گردید، ملاحظه می شود مقدار Prob آن (۰/۱۶۳۱) بیشتر از ۵ درصد می باشد. به عبارتی می توان نتیجه گرفت اجزای اخلاخل مدل از توزیع نرمال برخوردار است. همچنین ابتدا باید مشخص شود که اصولاً نیازی به در نظر گرفتن ساختار پانل داده ها (تفاوت ها یا اثرات

بررسی ارتباط افشای داوطلبانه جریان نقدی و پیش بینی ارزش شرکت -----

خاص شرکت) وجود دارد یا اینکه می توان داده های مربوط به شرکت های مختلف را ادغام (Pooling) کرد و از آن در تخمین مدل استفاده نمود. همان گونه که در نگاره فوق دیده می شود باید از روش داده های پانل استفاده نمود. همچنین نتایج نگاره بالا، بیانگر آن است که در مدل پژوهش باید از روش اثرات ثابت استفاده نمود. با نگاهی به مقدار آماره $F(2/572)$ ، در این نگاره، می توان دریافت که مدل رگرسیونی برازش شده در سطح خطای ۵ درصد به طور کلی معنادار است. همچنین، بررسی مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۹۶۲) نیز موید عدم وجود خود همبستگی بین اجزای اخلاص مدل رگرسیون می باشد. باتوجه به معناداری و مناسب بودن مدل رگرسیون برازش شده می توان فرضیه پژوهش را به صورت زیر تجزیه و تحلیل نمود:

فرضیه سوم: بین افشای جریان وجوه نقد و بازده تجمعی سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

همانطور که در نگاره فوق ملاحظه می شود، مقدار احتمال آماره متغیر مستقل $CF - Dscore$ نگاره بالا نشان دهنده عدم وجود رابطه معنادار بین افشای جریان وجوه نقد و بازده تجمعی سهام در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران در دوره پژوهش در سطح خطای ۰/۰۵ می باشد. زیرا میزان $p - value$ محاسبه شده (۰/۱۱۶۳) برای ضریب این متغیر مستقل پژوهش، بیشتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می توان گفت که بین افشای جریان وجوه نقد و بازده تجمعی سهام ارتباط معناداری یافت نشد. به عبارتی می توان بیان کرد با توجه به تاثیر جریان وجوه نقد در شرکت اما افشای آن هیچ ارتباطی با بازده تجمعی سهام ندارد.

۸. نتیجه گیری و پیشنهادها

وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. در اتخاذ بسیاری از تصمیمات مالی، جریان های نقدی نقشی محوری دارند. همچنین اطلاعات تاریخی مربوط به جریان وجوه نقد می تواند برای کنترل میزان دقت ارزیابی های گذشته مفید واقع شده و رابطه بین فعالیت های واحد تجاری و دریافت ها و پرداخت های آتی آن را نشان دهد. تصمیم گیری برای تعیین میزان ذخایر نقدی در شرکت ها تبدیل به یکی از عوامل قابل توجه در ادبیات تامین مالی شده است. صورت جریان وجوه نقد می تواند معرف نحوه تخصیص وجوه نقد مورد استفاده توسط شرکت ها باشد، به عبارت دیگر رفتار شرکت ها را در نحوه تخصیص وجوه نقد بیان می کند. نتایج پژوهش حاضر نشان داد که اندازه شرکت با میزان افشای جریان وجوه نقد ارتباط مثبت (مستقیم) و معناداری دارد به عبارت دیگر هر چه شرکت بزرگتر باشد بر میزان افشای وجه نقد و انواع آن تاثیر گذار تر است. نتایج مطالعه حاضر با پژوهش حسن و همکاران^۱ (۲۰۰۹) همسو نمی باشد اما با تحقیقات سایر نویسندگان از جمله هاگی و روکا (۲۰۱۶) همسو است. همچنین شرکت هایی که در صنایع با وسعت بیشتری در حال فعالیت در بورس اوراق بهادار تهران هستند نیز با میزان افشای وجوه نقد ارتباط مثبت (مستقیم) و معناداری دارد، به عبارتی برای اینکه شرکت ها بتوانند در صنایع خود فعالیت کنند نیاز به تابعیت از روند بازار مربوطه دارند. مورتینز سولا^۲ (۲۰۰۹) با بررسی ارتباط بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت، این ارتباط را به صورت کاو (مقعر) ارزیابی نمودند. این موضوع نشان داد که در بازار ایالات متحده، نقطه ای بهینه برای سطح نگهداشت وجه نقد وجود دارد. همچنین با بررسی رابطه بین افشای جریان وجوه نقد و بازده تجمعی سهام نتوانستیم ارتباط معناداری تعریف کنیم. نتایج پژوهش حاضر همسو با مطالعه هاگی و روکا (۲۰۱۶) می باشد.

منابع و ماخذ

- 1) Al-Akra, M & Jahangir Ali, M. (2010). *The value relevance of corporate voluntary disclosure in the Middle-East- The case for Jordan. Forums Being Presented at the 2010 AFAANZ Conference.*
- 2) Baek, J., Kang, J., & Park, K. S. (2004). *Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis. Journal of Financial Economics, 71(2), 265-313.*

1. Hassan and et al, 2009
2. Martinez-Sola et al, 2009.

- 3) Coffee, J.C. (1999). *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications*. (Working Paper 144, Columbia Law School Center for Law and Economic Studies), (February), available on the Internet at <http://ssrn.com/abstract=142833100> O.A.G. Hassan et al. / *The International Journal of Accounting* 44 (2009) 79–102
- 4) Diamond, D. & Verrecchia, E. (2010). "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital," *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 46(4), pages 1325-59, September.
- 5) Defond, M.L. and Hung, M. (2003), "An empirical analysis of analysts' cash flow forecasts", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 35 No. 1, pp. 73-100.
- 6) Hassan, O. A. G., Romilly, P., Giorgioni, G. & Power, D. (2009). *The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt*. *International Journal of Accounting*, 44, 79-102.
- 7) Heitzman, S; Wasley, C; and J. Zimmerman. (2010). *the joint effect of materiality thresholds and voluntary disclosure incentives on firms disclosure decisions*. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 49 (1), pp. 109-132.
- 8) Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440.
- 9) Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). *Accounting information, disclosure, and the cost of capital*. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385–420.
- 10) Lang, M. H., Lins, K. V., & Miller, D. (2003). *ADRs, analysts, and accuracy: Does cross listing in the U.S. improve a firm's information environment and increase market value?* *Journal of Accounting Research*, 41(2), 17–345.
- 11) Lundholm, R. and L. Myers (2002). "Bringing the future forward: The effect of disclosure on the returnearnings relation". *Journal of Accounting Research* 40(3): pp 809.
- 12) Iatridis, G. and P. Alexakis. (2012). *Evidence of voluntary accounting disclosures in the Athens Stock Market*. *Review of Accounting and Finance*, Vol. 11 (1), pp. 73 - 92.
- 13) Martinez-Sola, C., Garcia-Teruel, P. J., and Martinez-Solano, P. (2009). *Corporate cash holding and firm value*, (Program: PCRTRM 07-10). Research project 08822/PHCS/08. Available At: <http://tandfonline.com>.
- 14) Monzurul Hoque KC Rakow , (2016), "Do voluntary cash flow disclosures and forecasts matter to value of the firms?", *Managerial Finance*, Vol. 42 Iss 1 pp. 3 – 12
- 15) Stulz, R. M. (1999). *Globalization of equity markets and the cost of capital*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12, 8–25.
- 16) Silva, W. M, Alves, Ia. L., (2004). *The Voluntary disclosure of financial information on the internet and the firm value effect in the companies across Latin American*. Working Paper, Universidad Navarra Barcelona
- 17) Wagenhofer, A. (2004). *Accounting and economics: What we learn from analytical models in financial accounting and reporting*. In C. Leuz, D. Pfaff, & A. Hopwood (Eds.), *the Economics and Politics of Accounting Oxford: OUP*.
- 18) Wasley, C.E. and Wu, J.S. (2006), "Why do managers voluntarily issue cash flow forecasts?" *Journal of Accounting Research*, Vol. 44 No. 2, pp. 389-429.

Investigating the relationship between voluntary disclosure of cash flow and the company's value forecast in Tehran Stock Exchange

Yadollah Tariverdi¹, Parinaz Kouzehgar^{2*}

1. Assistant Professor of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.
2. Ph.D Student, Department of Accounting, Faculty of Economics and Accounting, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

Abstract

The purpose: of this study was to investigate the relationship between voluntary disclosure of cash flow and company value prediction in Tehran Stock Exchange.

Methodology: The statistical sample used in this study was 102 companies listed in Tehran Stock Exchange between 2011 and 2016. The data was collected and categorized in an Excel file. Also, hypothesis testing was done from logistic regression and multivariate regression models based on panel data technique using Eviews8 software.

Findings: It was shown that there is a positive and significant relationship between the size of the company and the type of industries of the companies with the disclosure of cash flow. Also, no significant relationship was found between disclosure of cash flow and cumulative return on equity.

Keywords: Disclosure of Cash Flow, Cash Flow, Company Value, Stock Exchange, Company Value.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی