

اثر صورت جریان وجوه نقد بر ارزش شرکت

علی اصغر شاکری^{۱*}

ادریس کریمی قره عمر^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۱/۰۴ تاریخ چاپ: ۱۴۰۱/۰۲/۰۴

چکیده

صورت جریان وجوه نقد، اطلاعات مربوط به ارزیابی جریان‌های وجه نقد آتی، عدم قطعیت این جریان‌ها و ارزش بازار شرکت را فراهم می‌کند. در واقع ورود نقدینگی به جای خروج نقدینگی در تمام فعالیت‌های شرکت، عملکرد قیمت سهام و ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ بنابراین، هدف پژوهش حاضر، بررسی اثر صورت جریان وجوه نقد بر ارزش شرکت است. برای نیل به هدف پژوهش، داده‌های ترکیبی ۱۴۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۹ با استفاده از رگرسیون خطی چندمتغیره بررسی و تجزیه و تحلیل شد. یافته‌ها نشان داد که رابطه منفی و معناداری بین جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی و سرمایه‌گذاری و همچنین رابطه مثبت و معناداری بین فعالیت‌های تأمین مالی و ارزش شرکت وجود دارد.

واژگان کلیدی

صورت جریان وجوه نقد، ارزش شرکت و جریان‌های ورودی و خروجی.

۱. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران. (* نویسنده مسئول): alishakeri87@yahoo.com.
۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران. (Karimi_edris@yahoo.com).

۱. مقدمه

صورت جریان وجوه نقد، اطلاعات مربوط به ارزیابی جریان‌های وجه نقد آتی، عدم قطعیت این جریان‌ها و ارزش بازار شرکت را فراهم می‌کند (اکبر و همکاران، ۲۰۱۱). کریشنان و لارگی (۲۰۰۰) نیز نشان دادند که پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی، برای ارزیابی و تحلیل سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، یک امر ضروری به‌شمار می‌رود. علاوه بر این، دیکسون (۲۰۱۱) استدلال کرد که سرمایه‌گذاران اطلاعات موجود در الگوهای جریان‌های نقدی را به‌طور کامل ترکیب نمی‌کنند؛ این موضوع باعث می‌شود شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ قرار دارند، زیر ارزش واقعی خود ارزیابی شوند. همچنین، دیکسون (۲۰۱۱) تأکید می‌کند که معیارهای مختلف ناشی از جریان‌های وجوه نقد، ابزارهای مفیدی در تحلیل‌ها، پیش‌بینی و ارزیابی‌ها به‌شمار می‌روند. در واقع درآمد کسب شده، مانند درآمد ناپایدار حاصل از فروش کالا یا ارائه خدمات، زمانی می‌توان آن را به‌عنوان یک دارایی شناسایی کرد که به‌طور کامل دریافت شده باشند یا از دریافت آن‌ها اطمینان حاصل شود. در حالی که در مورد جریان وجه نقد دریافت شده، اطمینان کامل وجود دارد. از این‌رو، اطلاعات موجود در صورت جریان وجوه نقد، نسبت به اطلاعات موجود در صورت سود و زیان، از قابلیت اتکای بیشتری برخوردار هستند (هو و همکاران، ۱۹۹۲ و کاپلان و زینگالس، ۱۹۹۷). علاوه بر نیاز برای تهیه صورت جریان وجوه نقد، پژوهش‌هایی نیز وجود دارند که اهمیت اطلاعات موجود در این صورت مالی را مورد بررسی قرار داده‌اند (لاسواد و بارکسویل، ۲۰۰۷؛ سابرامانیا و وینکاتاچالام، ۲۰۰۷؛ کومار و کریشنان، ۲۰۰۸ و بارتون و همکاران، ۲۰۱۰). در پژوهش حاضر نیز تأثیر اطلاعات مندرج در صورت جریان وجوه نقد را بر ارزش شرکت بررسی می‌شود. در این پژوهش، اطلاعات مندرج در صورت جریان وجوه نقد، به سه قسمت عملیاتی، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی تقسیم می‌شود. از این‌رو، هدف پژوهش حاضر، بررسی رابطه بین اطلاعات ضروری موجود در صورت جریان وجوه نقد (مانند جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی) و ارزش شرکت با استفاده از شاخص کیوتوبین (Tobin's Q) است. مسأله اصلی پژوهش حاضر، این است که اطلاعات مندرج در طبقات مختلف صورت جریان وجوه نقد بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارند؟

در ادامه بخش‌های بعدی پژوهش به صورت زیر ساماندهی می‌شود: در بخش دوم ادبیات، پیشینه و فرضیه‌های پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرند؛ در بخش سوم، روش‌شناسی، نمونه آماری، مدل و متغیرهای پژوهش معرفی می‌شوند؛ در بخش چهارم، یافته‌ها و تجزیه و تحلیل آن‌ها ارائه می‌شود؛ و در نهایت بحث و نتیجه‌گیری تشریح می‌شود.

۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی و ارزش شرکت

پژوهش‌های پیشین، اکثراً بر روی عوامل مؤثر بر پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی متمرکز بوده‌اند (جانسون، ۱۹۹۴؛ هویی و تیانگ، ۲۰۰۲؛ فرشادفر و مونیسم، ۲۰۱۳؛ گرکز و همکاران، ۱۳۹۴؛ حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۵؛ خان‌سالار و نمازی، ۲۰۱۷). علاوه بر این، بارث و همکاران (۲۰۰۱) استدلال کردند که هدف اولیه گزارشگری مالی، ارائه اطلاعات به استفاده‌کنندگان جهت پیش‌بینی و ارزیابی نقدینگی یک شرکت است. همچنین، کومار و کریشنان (۲۰۰۸) نشان دادند که بین اقلام تعهدی و جریان‌های وجوه نقد، ارتباط معناداری وجود دارد. اگرچه اکثر پژوهش‌ها عوامل مؤثر بر جریان‌های نقدی را مورد بررسی قرار داده‌اند، اما پژوهش‌های کمتری پیامدهای ناشی از جریان‌های نقدی را مورد تحلیل قرار داده‌اند. با این حال، برخی از پژوهش‌ها، اثر جریان‌های نقدی بر در ماندگی مالی و ارزش شرکت را بررسی

کرده‌اند (عزیز و لاسون، ۱۹۸۹؛ گیلبرت و همکاران، ۱۹۹۰؛ فرناندز، ۲۰۰۷؛ قدرتی و هاشمی، ۲۰۱۴ و آردو و همکاران، ۲۰۱۶ و آلتوناز و همکاران، ۲۰۱۷). این پژوهش‌ها نشان می‌دهند که جریان‌های نقدی، قدرت پیش‌بینی درآمدها، در ماندگی مالی، جریان‌های نقدی آتی و افزایش ارزش شرکت را دارند. همچنین، بارث و همکاران (۲۰۰۱) نشان دادند که جریان‌های نقدی عملیاتی نسبت به سود، توانایی بیشتری در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی و آینده شرکت دارد. در واقع ورود نقدینگی به جای خروج نقدینگی در فعالیت‌های عملیاتی، عملکرد قیمت سهام و ارزش شرکت را افزایش می‌دهد؛ زیرا درآمد خالص بالاتر، باعث افزایش ورود جریان وجوه نقد به ویژه در فعالیت‌های عملیاتی می‌شود (لاوینت و زاروین، ۱۹۹۰). نی و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی نشان دادند که بین جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی و ارزش شرکت رابطه مستقیمی در محیط اقتصادی تایوان برقرار است؛ به عبارت دیگر، جریان‌های نقدی عملیاتی بالاتر ارزش شرکت را به دلیل بازدهی مثبت فعالیت‌های عملیاتی افزایش می‌دهد. از این رو، انتظار می‌رود که جریان‌های نقدی عملیاتی، باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود. باتوجه به مطالب گفته شده، فرضیه اول پژوهش به صورت زیر تدوین می‌شود:

فرضیه اول: افزایش در جریان‌های نقدی ورودی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد.

جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت

جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، میزان پول مصرف شده یا بدست آمده از سرمایه‌گذاری در یک دوره زمانی خاص را نشان می‌دهد. فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شامل سرمایه‌گذاری نقدی در سهام سایر شرکت‌ها و خرید دارایی‌های ثابت (نسبت به زمانی که وجه نقد در شرکت راکد است) می‌شود (سرداری‌زاده و همکاران، ۱۳۹۳). اگرچه امکان دارد جریان‌های خروجی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری موجب کاهش وجه نقد در شرکت‌ها شود، اما نسبت قیمت به درآمد را کاهش داده و در نتیجه ارزش شرکت نیز افزایش می‌یابد. علاوه بر این، تصمیم‌های سرمایه‌گذاری جریان نقدی خروجی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، نشان می‌دهد که شرکت از فرصت‌های سرمایه‌گذاری به خوبی استفاده کرده و افزایش در سرمایه‌گذاری بهینه نیز خبر خوبی برای آینده شرکت دارد. از نظر کومار و کریشن (۲۰۰۸) افزایش سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها بخش قابل توجه و روبه‌رشد دارایی‌های شرکت را نشان می‌دهد. علاوه بر این، میزان زیادی از پتانسیل رشد شرکت جهت افزایش منافع اقتصادی و ارزش شرکت، اغلب سرمایه‌گذاری‌های آن شرکت نهفته است. بلکویی (۲۰۰۰) بیان می‌کند که شرکت‌ها ممکن است به عنوان مجموعه‌ای از دارایی‌های انسانی و فیزیکی در نظر گرفته شوند که به سمت اهدافی نظیر حداکثر کردن بازده سهامداران حرکت می‌کنند. این دیدگاه بر ویژگی‌های مرتبط با ارزش شرکت تأکید دارد. از طرف دیگر نی و همکاران (۲۰۱۹) نشان دادند که جریان‌های خروجی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد؛ بنابراین، انتظار می‌رود افزایش در جریان‌های خروجی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، منجر به افزایش ارزش شرکت شود. باتوجه به این مطالب، فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر تدوین می‌شود:

فرضیه دوم: افزایش در جریان‌های نقدی خروجی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد.

جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی و ارزش شرکت

جریان‌های نقدی ورودی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی، علامت مثبتی برای شرکت و به‌خصوص پروژه‌های سرمایه‌ای است. شرکت‌ها برای اجرای پروژه‌های سودآور، تسویه بدهی‌های موعده رسیده، افزایش سرمایه در گردش و پرداخت سود به سهامداران باید به منابع مالی دسترسی داشته باشند. این منابع شامل فروش دارایی‌ها (به عنوان منابع درون سازمانی تأمین مالی)، استقراض وام بانکی، انتشار اوراق مشارکت و انتشار سهام جدید (به عنوان منابع برون سازمانی) را می‌شود (رضایی و سیاری، ۱۳۹۴). مهم‌ترین هدفی که مدیریت باید هنگام تأمین مالی از طریق روش‌های مختلف باید زیر نظر داشته باشد، افزایش ثروت سهامداران و ارزش شرکت است. اوماگ (۲۰۱۶) بیان کرد که هر یک از تصمیمات مدیریت در رابطه با اهداف شرکت، اتخاذ تصمیم در زمینه تأمین مالی و به تبع آن حداکثرکننده ارزش شرکت برای سهامداران است. نی و همکاران (۲۰۱۹) نشان دادند که افزایش در جریان‌های نقدی ورودی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی در شرکت‌های تایوانی، با افزایش ارزش بازار این شرکت‌ها همراه بوده است. آن‌ها استدلال کردند که خبرهای مربوط به تأمین مالی در بازار، تأثیر مثبتی بر قیمت سهام شرکت‌ها داشته و ارزش شرکت را افزایش می‌دهد؛ بنابراین، انتظار می‌رود افزایش در جریان‌های ورودی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی، ارزش شرکت را افزایش دهد. باتوجه به این مطالب، فرضیه سوم پژوهش به صورت زیر تدوین می‌شود:

فرضیه سوم: افزایش در جریان‌های نقدی ورودی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد.

۳. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر نحوه گردآوری داده و اجرا، توصیفی و همبستگی است. همچنین، باتوجه به نوع جمع‌آوری داده‌ها، آرشویی است. برای آزمون فرضیه پژوهش، از داده‌های ترکیبی و رگرسیون چندمتغیره ترکیبی استفاده می‌شود. همچنین، به‌منظور اطمینان از نتایج پژوهش، ساختگی نبودن روابط بین متغیرها در رگرسیون و معنادار بودن متغیرها، از آزمون دیکی-فولر استفاده می‌شود. در پژوهش حاضر، مانایی متغیرها آزمون شد و نشان داد که همه متغیرها مانا هستند (نتایج در جدول ۳ آمده است). علاوه بر این، قبل از آزمون فرضیه، باید در مورد روش مناسب بکارگیری این گونه داده‌ها (ادغامی یا تلفیقی) در برآورد مدل، تصمیم‌گیری شود. برای تصمیم‌گیری در این مورد، از آماره لیمر استفاده می‌شود. همچنین، بر اساس نتایج آزمون هاسمن، درباره رد یا پذیرش فرضیه‌ها برابری اثرات ثابت یا تصادفی خاص شرکت‌ها تصمیم‌گیری می‌شود (نتایج آزمون لیمر و هاسمن در جدول ۴ آمده است). نمونه آماری این پژوهش ۱۴۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی پژوهش، از سال ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۹ در نظر گرفته شده است. نمونه پژوهش، بر اساس شرایط زیر از بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده است.

الف) تا قبل از سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشد.

ب) سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.

پ) در طول دوره پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشد.

ت) وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشد.

ث) اطلاعات صورت‌های مالی آن‌ها در دسترس باشد.

ج) جزو صنایع واسطه‌گری مالی، بانک‌ها، بیمه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها نباشد.

۳-۱. مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های اول تا سوم، به ترتیب از مدل‌های رگرسیون خطی چندگانه ۱ تا ۳ و با پیروی از نی و همکاران (۲۰۱۹) استفاده شده است:

مدل (۱)

$$QB_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{i,t} + \alpha_2 CR_{i,t} + \alpha_3 ATR_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 BS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۲)

$$QB_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFI_{i,t} + \alpha_2 CR_{i,t} + \alpha_3 ATR_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 BS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۳)

$$QB_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFF_{i,t} + \alpha_2 CR_{i,t} + \alpha_3 ATR_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 BS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

تعریف متغیرها

متغیر وابسته

QB: نشان‌دهنده نسبت (Tobin's Q) است که از رابطه زیر محاسبه می‌شود.

رابطه (۱)

$$QB_{i,t} = \frac{(BVA_{i,t} + MVE_{i,t} - BE_{i,t})}{BVA_{i,t}}$$

که در آن:

BVA_(i,t): ارزش دفتری مجموع دارایی‌های شرکت i در پایان دوره t؛

MVE_(i,t): ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان دوره t؛

BE_(i,t): ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان دوره t.

متغیر مستقل

در این پژوهش برای محاسبه متغیر مستقل از سه معیار زیر استفاده شده است:

(۱) CFO: جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی تقسیم بر فروش سال جاری؛

(۲) CFI: جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری تقسیم بر ارزش دفتری مجموع دارایی‌های غیرجاری در پایان دوره؛ و

(۳) CFF: جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی تقسیم بر مجموع بدهی‌های غیرجاری و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان دوره.

متغیرهای کنترلی

CR: نسبت جاری که برابر است با نسبت مجموع دارایی‌های جاری تقسیم بر بدهی‌های جاری پایان دوره؛

ATR: نسبت گردش دارایی‌ها که برابر است با نسبت مجموع درآمد فروش تقسیم بر مجموع دارایی‌ها در پایان دوره؛

LEV: نسبت بدهی (اهرم مالی) که برابر است با نسبت مجموع بدهی‌ها تقسیم بر مجموع دارایی‌ها در پایان دوره؛ و

BS: اندازه هیأت مدیره که برابر است با تعداد اعضای هیأت مدیره در پایان دوره جاری.

۴. یافته‌های پژوهش

۴-۱. آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارائه شده است. نسبت کیو-توبین (QB) محاسبه شده برای شرکت‌های مورد بررسی در دامنه‌ای بین ۰/۶۱۴ تا ۴/۹۶۲ قرار داشته و میانگین آن برابر است با ۱/۷۴۸ بوده که بر پایین بودن نسبی ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت‌های نمونه در مقایسه با ارزش بازار آن‌ها دلالت دارد. این موضوع می‌تواند ناشی از عدم وجود استانداردهای مربوط به حسابداری تورمی برای تعیین ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت‌های ایرانی باشد. میانگین جریان‌های نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی ۰/۱۶۳ بوده و حاکی از آن است که این جریان‌ها تقریباً ۱۶ درصد فروش شرکت بوده است (با تقسیم بر فروش سال جاری مقیاس شده است). همچنین، میانگین جریان‌های وجه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری ۰/۰۳۸- است. منفی بودن این جریان‌ها نشان می‌دهد که خروجی وجه‌نقد از شرکت برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، بیشتر از وجه‌نقد ورودی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بوده است. میانگین جریان‌های نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی ۰/۰۴۲ است. بدین معنا که این جریان‌ها تقریباً برابر است با ۴ درصد دارایی‌های غیرجاری. میانگین نسبت جاری (۲/۸۰۵) نشان می‌دهد که دارایی‌های جاری ۲/۸ برابر بدهی‌های جاری است. نسبت گردش دارایی‌ها حاکی از آن است که تقریباً فروش سالانه شرکت‌های بررسی شده، برابر با ۹۸ درصد مجموع دارایی‌های شرکت‌ها بوده است. میانگین اهرم مالی (۰/۵۸۸) نشان می‌دهد که بدهی‌های شرکت‌ها، بخش زیادی از ساختار سرمایه را تشکیل می‌دهد. طبق میانگین اندازه هیأت مدیره، تقریباً سالانه در هر شرکت ۵ عضو به‌عنوان هیأت مدیره فعالیت کرده‌اند.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرها

متغیر	نماد	میانگین	میان	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	مشاهدات
ارزش شرکت	QB	۱/۷۴۸	۱/۴۷۹	۰/۸۲۶	۰/۶۱۴	۴/۹۶۲	۱۷۵۲
جریان‌های نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی	CFO	۰/۱۶۳	۰/۱۱۹	۰/۱۵۴	-۰/۴۰۸	۰/۸۹۰	۱۷۵۲
جریان‌های نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری	CFI	-۰/۰۳۸	-۰/۰۳۹	۰/۰۱۵	-۰/۵۲۴	۰/۳۸۳	۱۷۵۲
جریان‌های نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی	CFE	۰/۰۴۲	۰/۰۴۰	۰/۰۱۱	-۰/۴۱۲	۰/۴۸۱	۱۷۵۲
درصد سهامداران نهادی	IO	۰/۶۸۲	۰/۶۱۲	۰/۲۱۵	۰/۰۰۰	۰/۹۶۳	۱۷۵۲
نسبت جاری	CR	۲/۸۰۵	۱/۹۵۱	۰/۶۲۵	۰/۰۷۶	۶/۳۲۵	۱۷۵۲
نسبت گردش دارایی‌ها	ATR	۰/۹۸۴	۰/۷۲۶	۰/۹۲۵	۰/۰۰۶	۱۰/۲۳۶	۱۷۵۲
اهرم مالی	LEV	۰/۵۸۸	۰/۵۳۲	۰/۳۲۸	۰/۱۱۲	۱/۶۳۴	۱۷۵۲
اندازه هیأت مدیره	BS	۵/۰۳۱	۴/۸۹۲	۰/۳۲۵	۳	۷	۱۷۵۲

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون مانایی متغیرها

نتایج حاصل از آزمون مانایی متغیرهای پژوهش در جدول (۲) حاکی از مانا بودن متغیرها می‌باشد.

جدول ۲. مانایی متغیرها (آزمون دیکی-فولر)		
آماره	نماد	متغیر
۱۲۵/۳۲۵***	QB	ارزش شرکت
۲۰۱/۱۵۲***	CFO	جریان‌های نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی
۱۸۲/۴۷۱***	CFI	جریان‌های نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری
۱۹۷/۲۴۵***	CFE	جریان‌های نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی
۲۳۱/۴۱۷***	IO	درصد سهامداران نهادی
۱۴۴/۳۶۲***	CR	نسبت جاری
۲۱۶/۵۱۴***	ATR	نسبت گردش دارایی‌ها
۱۱۹/۱۴۷***	LEV	اهرم مالی
۱۶۴/۲۵۹***	BS	اندازه هیأت مدیره

منبع: یافته‌های پژوهش

* معناداری در سطح ۹۰ درصد

** معناداری در سطح ۹۵ درصد

*** معناداری در سطح ۹۹ درصد

اعداد ستاره‌دار نشان‌دهنده ضرایب و اعداد داخل پرانتز، انحراف معیار را نشان می‌دهد.

آزمون فرضیه‌ها

یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه اول تا سوم، در جدول ۳ ارائه شده است. آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که بین جریان‌های وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی در سطح ۹۹ درصد مثبت و معناداری وجود دارد؛ به عبارت دیگر، با افزایش جریان‌های ورودی نقدی حاصل از فعالیت‌های اصلی شرکت‌ها، ارزش شرکت نیز افزایش می‌یابد. با توجه به این یافته‌ها، فرضیه اول پژوهش را نمی‌توان رد کرد. این نتایج با یافته‌های حاصل از پژوهش نی و همکاران (۲۰۱۹) که در محیط اقتصادی ژاپن انجام شده است، در تضاد است. چراکه یافته‌های آنان نشان داد افزایش در جریان‌های نقدی ورودی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، تأثیر منفی و معناداری بر ارزش شرکت دارد. نتایج حاصل از فرضیه دوم نشان می‌دهد که بین جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری در سطح ۹۵ درصد وجود دارد. با توجه به این یافته‌ها می‌توان گفت که جریان‌های نقدی ورودی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری باعث افزایش ارزش شرکت نمی‌شود و بلکه کاهش در این جریان‌ها (افزایش جریان‌های خروجی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری) باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود. بدین معنا که افزایش سرمایه‌گذاری شرکت باعث خروج هوشمند وجه نقد اضافی در شرکت شده که به تبع آن ارزش شرکت افزایش می‌یابد. با توجه به این یافته‌ها، فرضیه دوم پژوهش را نمی‌توان رد کرد. این یافته‌ها با نتایج پژوهش نی و همکاران (۲۰۱۹) تطابق دارد. همچنین،

یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه سوم، نشان می‌دهد که بین جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری در سطح ۹۰ درصد وجود دارد. بدین معنا که افزایش در ورود وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. بر اساس این یافته‌ها فرضیه سوم پژوهش را نیز، نمی‌توان رد کرد. یافته‌ها مطابق با پژوهش نی و همکاران (۲۰۱۹) است.

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه‌ها

متغیر	اختصار	مدل ۱	مدل ۲	مدل ۳
جریان‌های نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی	CFO	۰/۱۳۱*** (۰/۰۱۳)		
جریان‌های نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری	CFI		-۰/۰۰۸** (۰/۰۰۳)	
جریان‌های نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی	CFF			۰/۰۳۶* (۰/۰۱۹)
نسبت جاری	CR	۰/۱۶۸*** (۰/۰۴۶)	۰/۰۲۴** (۰/۰۱۱)	۰/۰۲۷** (۰/۰۱۳)
نسبت گردش دارایی‌ها	ATR	۰/۰۵۴ (۰/۰۳۷)	۰/۰۱۱ (۰/۰۰۹)	۰/۱۱۲ (۰/۰۱۰۹)
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۴۶** (۰/۰۱۹)	-۰/۰۳۴*** (۰/۰۱۳)	۰/۰۳۰* (۰/۰۱۵)
اندازه هیأت مدیره	BS	۰/۱۰۳ (۰/۰۹۵)	۰/۱۰۵* (۰/۰۵۷)	۰/۰۳۳ (۰/۰۵۱)
آماره F				
۲۶/۲۱۵***				
آماره دوربین واتسون				
۲/۰۵۲				
ضریب تعیین تعدیل شده				
۰/۵۸۲				
منبع: یافته‌های پژوهش				
* معناداری در سطح ۹۰ درصد؛ ** معناداری در سطح ۹۵ درصد؛ *** معناداری در سطح ۹۹ درصد				
اعداد ستاره‌دار نشان‌دهنده ضرایب و اعداد داخل پرانتز، انحراف معیار را نشان می‌دهد.				

۵. بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش، رابطه بین جریان‌های نقدی و ارزش شرکت بررسی شد. نتایج نشان داد که سطوح مختلف جریان‌های وجه‌نقد، ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند. تعدادی از پژوهش‌های پیشین از جمله بارث و همکاران (۲۰۰۱) نشان دادند که جریان‌های نقدی عملیاتی نسبت به سود، توانایی بیشتری در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی و آینده شرکت دارد. درواقع ورود نقدینگی به جای خروج نقدینگی در فعالیت‌های عملیاتی، عملکرد قیمت سهام و ارزش

شرکت را افزایش می‌دهد؛ زیرا درآمد خالص بالاتر، باعث افزایش ورود جریان وجوه نقد به‌ویژه در فعالیت‌های عملیاتی می‌شود (لاوینت و زاروین، ۱۹۹۰). همچنین، نی و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی نشان دادند که بین جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی و ارزش شرکت رابطه مستقیمی در محیط اقتصادی تایوان برقرار است؛ به عبارت دیگر، جریان‌های نقدی عملیاتی بالاتر ارزش شرکت را به دلیل بازدهی مثبت فعالیت‌های عملیاتی افزایش می‌دهد. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش حاضر نیز، این یافته‌ها را پشتیبانی می‌کند. بدین صورت که با افزایش جریان‌های نقدی ورودی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی که ناشی از افزایش دریافتی‌های بدست آمده از فعالیت‌های اصلی شرکت (افزایش درآمد عملیاتی) است، ارزش شرکت نیز افزایش می‌یابد. همچنین، تصمیم‌های مدیریتی در این راستا (کوتاه‌مدت و بلندمدت) می‌تواند بر ارزش آفرینی شرکت برای مالکان تأثیر زیادی داشته باشد؛ بنابراین، توانایی نظارت و کنترل سهامداران نهادی بر اعمال مدیریت در این زمینه، می‌تواند بر فعالیت‌های عملیاتی و بازدهی حاصل از این فعالیت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد و از این طریق ارزش شرکت را افزایش یابد. این نتایج با یافته‌های حاصل از پژوهش نی و همکاران (۲۰۱۹) که در محیط اقتصادی ژاپن انجام شده است، در تضاد است. چراکه یافته‌های آنان نشان داد افزایش در جریان‌های نقدی ورودی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، تأثیر منفی و معناداری بر ارزش شرکت دارد.

یافته‌های مربوط به فرضیه دوم پژوهش، نشان داد که جریان‌های خروجی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. به بیان دیگر، کاهش (افزایش در خروجی‌ها) در جریان‌های نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. در این زمینه می‌توان گفت تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و اجرای عملیات سرمایه‌گذاری، خروج جریان نقدی را به دنبال دارد. این موضوع نیز نشان می‌دهد که شرکت‌ها از فرصت‌های سرمایه‌گذاری به خوبی استفاده کرده و افزایش در سرمایه‌گذاری بهینه نیز خبر خوبی برای آینده شرکت است. این رویداد افزایش ارزش شرکت را در بلندمدت و یا حتی میان‌مدت به همراه دارد. این یافته‌ها با نتایج پژوهش نی و همکاران (۲۰۱۹) تطابق دارد.

یافته‌های مربوط به فرضیه سوم نشان داد که افزایش در جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی، منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود. از آنجاییکه جریان‌های نقدی ورودی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی، علامت مثبتی برای شرکت و به‌خصوص پروژه‌های سرمایه‌ای محسوب می‌شود، ورود یا اصطلاحاً افزایش در این جریان‌ها، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. از طرف دیگر، این اعتقاد وجود دارد که خبرهای مربوط به تأمین مالی، تأثیر مثبتی بر قیمت سهام شرکت‌ها گذاشته و در نتیجه ارزش بازار شرکت افزایش می‌یابد. یافته‌های این پژوهش نیز، می‌تواند تأیید دیگری بر استدلال‌های فوق باشد. یافته‌ها مطابق با پژوهش نی و همکاران (۲۰۱۹) است.

۶. منابع و مآخذ

۱. حیدرپور، فرزانه؛ عربی، مهران و قناد، مصطفی. (۱۳۹۵). اثر افق‌های زمانی کوتاه، میان و بلندمدت در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی، بررسی مقایسه‌ای توانایی سود و جریان وجه نقد عملیاتی، *راهبرد مدیریت مالی*، ۴(۴)، ۱۰۷-۱۲۷.
۲. رضایی، فرزین و سیاری، محمد صادق. (۱۳۹۴). نقش منابع تأمین مالی بر رابطه بین رشد دارایی‌ها و بازده سهام شرکت‌ها، *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۵(۱)، ۹۵-۱۱۸.

۳. سرداری زاده، مهتاب؛ جهانشاد، آرزیتا و روحی، علی. (۱۳۹۳). بررسی رابطه میان خالص وجه نقد هر یک از طبقات صورت جریان وجوه نقد با نسبت قیمت به درآمد، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۳(۳)، ۷۵-۹۱.
۴. گرکز، منصور؛ قربانی، علی اصغر و رضائی پسته نوئی، یاسر. (۱۳۹۴). رابطه سود خالص و معیارهای سنجش وجه نقد در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۴(۴)، ۱۶۱-۱۷۶.
5. Akbar, S., Shah, S. Z. A., & Stark, A. W. (2011). The value relevance of cash flows, current accruals, and non-current accruals in the UK. *International Review of Financial Analysis*, 20(5), 311-319.
 6. Altuntas, M., Liebenberg, A. P., Watson, E. D., & Yildiz, S. (2017). Hedging, cash flows, and firm value: evidence of an indirect effect. *Journal of Insurance Issues*, 1-22.
 7. Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firmvalue: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55.
 8. Aziz, A., & Lawson, G. H. (1989). Cash-flow reporting and financial distress models: Testing of hypotheses. *Financial of Management*, 18(1), 55-63.
 9. Barth, M. E., Cram, D. P., & Nelson, K. K. (2001). Accruals and the prediction of future cash flows. *The Accounting Review*, 76(1), 27-58.
 10. Barton, J., Hansen, B. & Pownall, G. (2010). Which performance measures do investors around the world value the most – and why? *The Accounting Review*, 85(3), 753-789.
 11. Bauguess, S. W., Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Zutter, C. J. (2009). Ownership structure and target returns. *Journal of Corporate Finance*, 15(1), 48-65.
 12. Belkaoui, Ahmad Riahi (2000). *Accounting Theory*. 1st Edition, Thomson Learning.
 13. Black, B. S., Kim, W., Jang, H., & Park, K. S. (2015). How corporate governance affect firm value? Evidence on a self-dealing channel from a natural experiment in Korea. *Journal of Banking & Finance*, 51, 131-150.
 14. Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994.
 15. Farshadfar, S., & Monem, R. (2013). Further evidence on the usefulness of direct method cash flow components for forecasting future cash flows. *The international journal of accounting*, 48(1), 111-133.
 16. Fernandez, P. (2007). Valuing companies by cash flow discounting: ten methods and nine theories. *Managerial Finance*, 33(11), 853-876.
 17. Ghodrati, H., & Hashemi, A. (2014). A study on relationship among free cash flow, firm value and investors' cautiousness: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Management Science Letters*, 4(9), 2001-2010.
 18. Gilbert, L. R., Menon, K., & Schwartz, K. B. (1990). Predicting bankruptcy for firms in financial distress. *Journal of Business Finance and Accounting*, 17 (1-2), 161-171.
 19. Howe, K. M., He, J., & Kao, G. W. (1992). One-time cash flow announcements and free cash-flow theory: Share repurchases and special dividends. *The Journal of Finance*, 47(5), 1963-1975.
 20. Hwee, N. G., & Tiong, R. L. (2002). Model on cash flow forecasting and risk analysis for contracting firms. *International Journal of Project Management*, 20(5), 351-363.
 21. Johnson, B. E. (1994). The ascent of the cash flow statement. *Journal of Accounting Education*, 12(4), 375-383.
 22. Judge, W. Q., Naoumova, L., & Koutzevol, N. (2003). Corporate governance and firm performance in Russia: An empirical study. *Journal of World Business*, 38(4), 385-396.
 23. Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 69-215.
 24. Khansalar, E., & Namazi, M. (2017). Cash flow disaggregation and prediction of cash flow. *Journal of Applied Accounting Research*, 18(4), 464-479.

25. Krishnan, G. V., & Largay III, J. A. (2000). The predictive ability of direct method cash flow information. *Journal of Business Finance & Accounting*, 27(2), 215-245.
26. Kumar, K. R., & Krishnan, G. V. (2008). The value-relevance of cash flows and accruals: The role of investment opportunities. *The Accounting Review*, 83(4), 997-1040.
27. Laswad, F., & Baskerville, R. F. (2007). An analysis of the value of cash flow statements of New Zealand pension schemes. *The British Accounting Review*, 39(4), 347-355.
28. Lemmon, M. L., & Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance*, 58(4), 1445-1468.
29. Livnat, J., & Zarowin, P. (1990). The incremental information content of cash-flow components. *Journal of Accounting and Economics*, 13(1), 25-46.
30. 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.
31. Omag, A. (2016). Cash Flows from Financing Activities. Evidence from the Automotive Industry. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 6(1), 115-122.
32. Oroud, S. Y., Islam, M. A., & Tunku, S. T. A. (2016). The Effect of Cash Flows and Accruals on the Market Values of Equity: Audit Quality as a Moderator. *International Journal of Current Research*, 8(03), 28900-28908.
33. Poorzamani, Z., and Khademi, S. (2014). The effect of corporate governance factors on cash flow resulting from operating activities and firm financing. *Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences*, 4, 1629-1638.
34. Subramanyam, K. R., & Venkatachalam, M. (2007). Earnings, cash flows, and ex-post intrinsic value of equity. *The Accounting Review*, 82(2), 457-481.
35. Foster, F. D., Kalev, P. S., Ting, I. W. K., Lean, H. H., Kweh, Q. L., & Azizan, N. A. (2016). Managerial overconfidence, government intervention and corporate financing decision. *International Journal of Managerial Finance*, 12(1), 4-24.
36. Berger, P.G., Ofek, E. and Yermack, D.L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438.
37. Wen, Y., Rwegasira, K. and Bilderbeek, J. (2002). Corporate governance and capital structure decisions of Chinese listed firms. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 75-83.
38. Abor, J. (2007). Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 7(1), 83-92.
39. Kyriazopoulos, G. (2017). Corporate governance and capital structure in the periods of financial distress. Evidence from Greece. *Investment management and financial innovations*, 14(1), 254-262.

Effect of cash flow statement on company value

Ali Asghar Shakeri ^{*1}
Idris Karimi Qara Omr ²

Date of Receipt: 2022/03/24 Date of Issue: 2022/04/24

Abstract

The cash flow statement provides information about the valuation of future cash flows, the uncertainty of these flows and the market value of the company. In fact, the inflow of liquidity instead of the outflow of liquidity in all the activities of the company, affects the performance of the stock price and the value of the company. Therefore, the purpose of this study is to investigate the effect of cash flow statement on the value of the company. To achieve the purpose of the study, the composite data of 146 companies listed on the Tehran Stock Exchange in the period 1399-1389 were analyzed and analyzed using multivariate linear regression. The findings showed that there is a negative and significant relationship between cash flows from operating and investment activities as well as a positive and significant relationship between financing activities and company value.

Keyword

Cash flow statement, company value and inflows and outflows.

1. Master student of accounting, Faculty of Management and Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran. (*Corresponding Author: alishakeri87@yahoo.com).
2. Master student of auditing, Faculty of Management and Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran. (Karimi_edris@yahoo.com).

