

## بررسی تأثیر کیفیت افشا بر رابطه بین وجه نقد آزاد و ارزش شرکت

مهدی خادمی<sup>۱</sup>، هاشم ولی پور\*<sup>۲</sup>، جواد مرادی<sup>۳</sup>

۱- کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت، فارس، ایران

khademi.mehdi10@gmail.com

۲- استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزآباد، فارس، ایران

h.valipour@gmail.com

۳- استادیار دانشگاه شیراز، فارس، ایران

jmoradi2005@yahoo.com

### چکیده

نگهداری وجوه نقد مازاد بر نیاز شرکت باعث سوء استفاده از وجوه و در نتیجه کاهش ارزش شرکت می شود. بدین منظور باید وجوه نقد را به اندازه مورد نیاز و در حد بهینه در شرکت نگهداری کرد و از طرفی برای جلوگیری از سوء استفاده باید نتایج حاصل از عملکرد مدیران شرکت افشا شود. مقاله حاضر تأثیر کیفیت افشا بر رابطه بین وجوه نقد آزاد و ارزش شرکت را با در نظر گرفتن فرصت رشد شرکت بررسی می کند. بدین منظور نمونه آماری شامل ۷۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۱ بررسی شد. برای آزمون فرضیه پژوهش مدل رگرسیون چند متغیره استفاده شد. یافته های پژوهش بیان می دارد زمانی که کیفیت افشای شرکت بالا باشد و شرکت فرصت رشد بالایی داشته باشد، جریان های نقد آزاد تأثیر مثبت و قوی تری بر ارزش شرکت دارند.

**واژه های کلیدی:** افشا، وجه نقد آزاد، فرصت رشد، ارزش شرکت.

## مقدمه

با توسعه شرکت‌های سهامی سرمایه گذاران بسیاری به وجود آمدند که در اداره واحد اقتصادی تأثیرگذار نبودند. این فرایند باعث شد تا تفکیک مالکیت از مدیریت شرکت‌ها اتفاق افتد و مشکلات جدیدی را به وجود آورد. از جمله این مشکلات، ایجاد تضاد منافع بین مالکیت و مدیریت بود که باعث ایجاد نظریه نمایندگی شد [۳]. با برقراری رابطه نمایندگی هر یک از طرفین رابطه به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خویش هستند. از آنجا که تابع مطلوبیت مدیران با مالکان یکسان نیست؛ بین آنها تضاد منافع وجود دارد [۷].

اولین مشکل مربوط به نمایندگی، وجود تضاد منافع بین سهامدار و مدیر است. یعنی سهامدار به دنبال رسیدن به بالاترین مرحله ارزش سرمایه گذاری است و مدیر نیز در وهله اول به دنبال افزایش ثروت خود است. بنابراین این احتمال وجود دارد که مدیر در راستای منافع سهامداران عمل ننماید. اختلاس و فساد مالی مدیر و خارج ساختن منافع سهامدار از شرکت؛ نمونه‌های افراطی از این تضاد منافع هستند [۶].

از جمله عواملی که به مدیران کمک می‌کند در جهت منافع شخصی خود گام بردارند وجوه نقد آزاد در شرکت است. اگر شرکت‌ها فرصت رشد بالایی داشته باشند، ممکن است از وجوه به صورت بهینه استفاده کرده و به سودآوری مطلوبی برسند. اما وقتی جریان‌های نقد مازاد بر نیازهای مالی و عملیاتی در شرکت موجود باشد و فرصت‌های رشد شرکت نیز پایین باشد؛ به احتمال زیاد این وجوه در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه گذاری می‌شود؛ هزینه‌های شرکت افزایش یافته و در پی آن ارزش شرکت کاهش می‌یابد.

پس باید به فکر کاهش هزینه‌های شرکت و از جمله هزینه‌های نمایندگی بود که در نتیجه آن ارزش شرکت برای سهامداران افزوده خواهد شد. بر طبق ادبیات موجود، هزینه‌های نمایندگی با معیارهای مختلفی سنجیده می‌شود که از جمله این معیارها وجه نقد مازاد بر نیاز شرکت است. برای جلوگیری از سو استفاده و هزینه‌های مترتب بر وجه نقد مازاد بر نیاز در دست مدیران؛ باید نتایج عملکرد را برای جامعه افشا کنند.

زمانی که مدیران نتایج حاصل از عملکرد شرکت را به عموم منتشر می‌کنند؛ نوعی نظارت بر آنها شکل می‌گیرد و بنابراین مجبور می‌شوند که وجوه مازاد بر نیاز را در صورتی که شرکت فرصت رشد نداشته باشد بین سهامداران تقسیم نمایند و از وجوه مذکور به صورت بهینه استفاده کنند. در نتیجه بهبود کیفیت افشا باعث کاهش هزینه‌ها و افزایش ارزش شرکت می‌شود. بنابراین پژوهش حاضر سعی دارد نقش نظارتی افشا را بر رابطه بین وجوه نقد آزاد و ارزش شرکت مورد آزمون قرار دهد و به همین دلیل با یک پرسش اساسی مواجه است که:

آیا کیفیت افشا بر رابطه بین وجوه نقد آزاد و ارزش شرکت تأثیرگذار است؟ و آیا در نظر گرفتن فرصت رشد شرکت بر این رابطه تأثیرگذار است؟

در کشور ما تا کنون پژوهش‌هایی در زمینه ارتباط بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت (ایزدی‌نیا و رساییان (۱۳۸۹)، سینایی و همکاران (۱۳۸۹)) و همچنین افشا (قربانی و عدیلی (۱۳۹۲)) انجام شده است، ولی پژوهشی که نقش نظارتی افشا در رابطه بین وجوه نقد مازاد و ارزش شرکت مورد آزمون قرار دهد؛ انجام نشده است. لذا نیاز به چنین پژوهشی در ایران باعث شد تا نقش نظارتی افشا به طور خاص در رابطه بین وجوه نقد آزاد

و ارزش شرکت آن هم با در نظر گرفتن فرصت رشد شرکت‌ها مورد آزمون قرار گیرد.

### پیشینه پژوهش

پژوهش‌های پیشین در خصوص ذخایر وجه نقد، فرصت رشد، کیفیت افشا و در مورد اینکه آیا سهامداران باید نگران ذخایر وجه نقد باشند شواهدی را ارائه کرده‌اند که در زیر به برخی از آن‌ها پرداخته می‌شود.

گورسوی و آی‌دوگان [۸] معتقدند طبق نظریه جریان‌های نقد آزاد، سیاست تقسیم سود بیشتر باعث کاهش منابع وجوه تحت کنترل مدیران می‌شود. بنابراین شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های رشد نیستند، از طریق توزیع سود، قادر خواهند بود از هدر رفتن منابع کمیاب بنگاه اقتصادی جلوگیری کنند. بنابراین در بنگاه اقتصادی که فرصت رشد ندارد، انتظار می‌رود ارزش شرکت با تقسیم سود دارای رابطه‌ای مثبت باشد. تیمن و همکاران [۱۵] مستندات را ارائه کردند که سرمایه‌گذاری برون سازمانی از طریق تحصیل سایر شرکت‌ها و همچنین سرمایه‌گذاری‌های عمده درون سازمانی از طریق وجوه نقد مازاد؛ بزرگترین و راحت‌ترین شکل‌های اتلاف منابع سازمانی هستند که به کاهش ارزش شرکت منجر می‌شود.

پینکویتس و همکاران [۱۳] در یک پژوهش به بررسی توزیع وجوه نقد شرکت، توزیع سود، ارزش شرکت و هدایت و راهبری شرکت پرداختند و در تحلیلی به این نتیجه رسیدند که اثر نظارتی افشا بر دارایی‌های نقدی نسبت به دارایی‌های غیر نقدی قوی‌تر است. چون اینگونه دارایی‌ها بیشتر در معرض تضاد منافع و ایجاد هزینه‌های نمایندگی قرار دارند.

مارتینز و همکاران [۱۲] به بررسی اثر نگهداری وجه نقد بر ارزش شرکت پرداختند. نتایج آنها که شامل ۴۷۲ شرکت صنعتی پذیرفته شده در بورس آمریکا در بین سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۷ بود، نشان می‌دهد که یک سطح وجه نقد بهینه وجود دارد که شامل ۱۴٪ مجموع دارایی‌هاست و انحراف از سطح بهینه وجه نقد باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود.

نتیجه پژوهش لویز و ویسنته [۱۱] نشان داد که در حالت وجود فرصت‌های رشد، بین تقسیم سود و ارزش شرکت رابطه منفی وجود دارد. آن‌ها معتقدند با فرض وجود تقارن اطلاعاتی و در حالت وجود فرصت‌های رشد، تقسیم سود توسط شرکت می‌تواند باعث کاهش منابع داخلی، افزایش نیاز به منابع خارجی و در نهایت کاهش ارزش شرکت شود. نتایج پژوهش آنها حاکی از آن است که در حالت عدم فرصت‌های رشد، بین تقسیم سود و ارزش شرکت رابطه مثبت وجود دارد.

هیونگ [۱۰] به نقل از جنسن (۱۹۸۶) بیان می‌کند مشکلات سهامداران در نظارت بر اعمال فرصت طلبانه مدیران این امکان بالقوه را به مدیران می‌دهد تا وجوه نقد ایجاد شده در داخل شرکت را برای منافع شخصی خودشان استفاده کنند و این وجوه را برای حداکثر سازی ارزش شرکت به کار نبرند. او در مقاله هزینه نمایندگی وجوه نقد و محافظه کاری مشروط بیان می‌دارد که هزینه نمایندگی در نتیجه وجه نقد مازاد بر نیاز شرکت‌ها ایجاد می‌شود و اکثر شرکت‌هایی که هزینه‌های نمایندگی ناشی از وجوه نقد دارند بجای سوددهی زیانده هستند و در مورد شرکت‌هایی که هزینه نمایندگی کمتری دارند؛ این وضعیت برعکس است.

هانگ و ژانگ [۹] با بررسی داده‌های ۱۱۳۶ شرکت در بازه زمانی ۱۹۹۶-۱۹۸۷ به بررسی تأثیر

شرکت مازاد بر نقد لازم برای تأمین مالی پروژه‌های جدید با خالص ارزش فعلی مثبت؛ به سرمایه‌گذاری این مبالغ در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی منجر شده و در نهایت موجب ایجاد پتانسیل اتلاف این منابع خواهد شد. به اعتقاد جنسین شرکت‌های با رشد سودآوری کم به احتمال بیشتر جریان نقد آزاد را در پروژه‌های غیر سودآور سرمایه‌گذاری می‌کنند.

سینایی و همکاران [۴] به بررسی تأثیر فرصت‌های رشد بر رابطه بین تقسیم سود و ارزش شرکت پرداختند. جامعه آماری آن‌ها تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود که از بین جامعه یک نمونه ۱۱۰ تایی برای دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ بررسی شدند. فرضیه‌های پژوهش از طریق داده‌های ترکیبی و مدل اثرات ثابت فرضیه‌های پژوهش آزمون شد. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که بین تقسیم سود و ارزش شرکت در صورت وجود فرصت‌های رشد رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد و در صورت عدم وجود فرصت‌های رشد رابطه مثبت و معنی‌دار خواهد بود.

قربانی و عدیلی [۵] با پژوهش در مورد نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی به بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. جامعه آماری آن‌ها تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود که از بین جامعه یک نمونه ۱۰۵ تایی برای دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ بررسی شدند. آن‌ها از روش تجزیه و تحلیل پانلی و رگرسیون حداقل مربعات ادغامی به منظور آزمون فرضیه‌ها و تخمین ضرایب استفاده کردند. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

کیفیت افشا بر کاهش هزینه‌های نمایندگی با استفاده از معیار جریان نقد آزاد پرداختند. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها نیز از روش رگرسیون بهره بردند. در نهایت چنین نتیجه‌گیری کردند که اگر میزان منابع نقد مازاد بر نیاز در دسترس مدیران باشد؛ هزینه‌های نمایندگی به دلیل انحراف منابع سازمان افزایش می‌یابد. بر این اساس آن‌ها بیان داشتند؛ افزایش افشا افراد برون سازمانی را وادار می‌کند، که از انحراف منابع سازمانی توسط مدیران داخلی جلوگیری کنند و از این رو افزایش ارزش برای سهامداران ایجاد می‌شود.

پوپووا و همکاران [۱۴] با انتخاب شرکت‌های انگلیسی در بازه زمانی ۲۰۱۰-۲۰۰۶ به بررسی اثر افشا بر ارزش شرکت پرداختند. آن‌ها با بررسی این شرکت‌ها بیان می‌دارند که بهبود افشا با ارزش شرکت ارتباط دارد و باعث افزایش ارزش شرکت می‌گردد.

در ایران در رابطه با سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین تأثیر کیفیت افشا بر رابطه بین این دو مورد پژوهش‌های چندانی صورت نگرفته است. برخی از مهمترین پژوهش‌های داخلی که تا حدودی با پژوهش حاضر ارتباط دارند به شرح زیر هستند:

ایزدی نیا و رسایان [۱] با استفاده از داده‌های ۱۰ ساله بین سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ شامل ۱۲۹ شرکت به این نتیجه رسیدند که سطح نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری با ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. روش مورد استفاده آن‌ها در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی است.

تقوی و همکاران [۲] به نقل از جنسین بیان می‌دارند با توجه به متفاوت بودن اهداف مدیران از اهداف مالکان، وجود جریان‌های نقد ایجاد شده در داخل

## روش پژوهش

این پژوهش در حوزه پژوهش‌های اثباتی حسابداری قرار می‌گیرد. با توجه به این که از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است در گروه پژوهش‌های شبه آزمایشی طبقه بندی می‌گردد. همچنین از آنجا که هدف آن بررسی رابطه بین وجه نقد آزاد و ارزش شرکت و تأثیر کیفیت افشا بر این رابطه است؛ با توجه به ماهیت و روشی که در این پژوهش استفاده می‌شود؛ نوعی پژوهش توصیفی-همبستگی به شمار می‌رود. این پژوهش به لحاظ معرفت‌شناسی از نوع تجربه‌گرا، سامانه استدلال آن استقرایی و از جهت نوع مطالعه میدانی (محیط طبیعی) آرشویی است.

از طرفی ویژگی مشترک تجزیه و تحلیل فرصت‌های رشد، تقسیم نمونه مورد مطالعه به دو یا چند گروه (بر اساس ارزش فرصت‌های رشد) است. با توجه به رابطه نزدیک ارزش شرکت و فرصت‌های رشد و به منظور تعدیل مزایای خصوصیات کاملاً متفاوت شرکت‌ها و در جهت از دست دادن تعداد کمی از مشاهده‌ها داده‌ها به چارک تقسیم شدند و از چارک بالا (شرکت‌های با بیشترین فرصت رشد) و چارک پایین استفاده شد. علاوه بر این به لحاظ تحلیل آماری این پژوهش از رگرسیون استفاده خواهد کرد.

برای انجام پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شدند. نمونه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که ویژگی‌های زیر را دارند:

اطلاعات شرکت در دسترس باشد؛ شرکت جزء بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشد (به علت جریان وجوه نقد متفاوت)؛ پایان سال مالی آنها اسفند

ماه باشد؛ طی دوره پژوهش شرکت تغییر سال مالی نداشته باشد؛ طی دوره پژوهش شرکت در بورس فعال باشد (دارای قیمت سهم باشد تا بتوان ارزش شرکت را بررسی کرد)؛ صورت‌های مالی شرکت حسابرسی شده باشند.

با توجه به شرایط ذکر شده تعداد ۷۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۱ به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید.

برای تدوین مبانی نظری و مباحث نظری پژوهش، کتب و مقالات لاتین و همچنین مقالات فارسی موجود استفاده شده است. اطلاعات لازم برای آزمون فرضیه پژوهش از اطلاعات موجود در سایت بورس اوراق بهادار تهران به نشانی اینترنتی [www.irbourse.com](http://www.irbourse.com) و سایت اینترنتی [www.rids.com](http://www.rids.com) متعلق به مرکز مدیریت پژوهش و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و بانک‌های اطلاعاتی نرم‌افزاری موجود همچون تدبیرپرداز جمع‌آوری گردیده است.

## فرضیه پژوهش

تقوی و همکاران [۲] بیان می‌دارند که جنسن در نظریه جریان‌های نقد آزاد بیان می‌نماید که مدیران بجای توزیع جریان‌های نقد آزاد بین مالکان، تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد آن در شرکت دارند. چرا که پرداخت وجه به سهامداران موجب کاهش منابع تحت کنترل مدیران و در نتیجه کاهش قدرت آنان می‌گردد. از طرفی این امر شاید به دلیل نیاز به جذب سرمایه جدید توسط شرکت؛ موجب افزایش نظارت بازار سرمایه خواهد شد. به عبارت دیگر، انباشت جریان‌های نقد آزاد باعث کاهش توان نظارت بازار بر تصمیمات مدیریت می‌شود. مدیران تمایل به رشد شرکت بیش از اندازه بهینه دارند، زیرا رشد شرکت با افزایش منابع

نشان می‌دهد.  $FC_{i,t}$  وجه نقد آزاد را ارایه می‌کند و بیانگر میزان وجه نقد اضافه بر سطح بهینه مورد نیاز برای فعالیت‌های عملیاتی و سرمایه‌گذاری شرکت است. وجه نقد بهینه از طریق مدلی که در ادامه مطرح می‌شود به دست می‌آید.  $HQD_{i,t}$  و  $LQD_{i,t}$  به ترتیب بیانگر کیفیت افشای بالا و کیفیت افشای پایین هستند که در ادامه به توضیح در این زمینه می‌پردازیم.

طی سال‌های اخیر؛ رتبه بندی شرکت‌ها از نظر اطلاع‌رسانی و کیفیت افشا، همواره توسط بورس اوراق بهادار تهران تهیه شده است. لذا برای متغیر کیفیت افشا از امتیاز داده شده به هر شرکت توسط بورس اوراق بهادار تهران استفاده می‌شود. لذا شرکت‌ها با توجه به امتیازی که از بورس برای کیفیت افشا گرفته‌اند؛ چارک بندی شدند. از شرکت‌های قرار گرفته در چارک بالای امتیاز افشای اطلاعات با عنوان شرکت‌های با کیفیت افشای بالا و از شرکت‌های قرار گرفته در چارک پایین امتیاز افشای اطلاعات با عنوان شرکت‌های با کیفیت افشای پایین یاد می‌شود.

$OG_{i,t}$  در مدل فوق فرصت رشد شرکت را نشان می‌دهند.  $HOG_{i,t}$  و  $LOG_{i,t}$  به ترتیب بیانگر شرکت‌های با فرصت رشد بالا و شرکت‌های با فرصت رشد پایین هستند. برای محاسبه متغیر فرصت رشد از نسبت قیمت بازار به ارزش دفتری استفاده شده است.

در مدل قبل؛  $FL_{i,t}$  بیانگر اهرم مالی است و از تقسیم دارایی‌ها به بدهی‌ها به دست می‌آید. از آنجا که این متغیر می‌تواند نظارت افراد برون سازمانی (طلبکاران) را به همراه داشته باشد به عنوان متغیر کنترل وارد مدل شده است.  $NI_{i,t}$  سود خالص را نشان می‌دهد.  $SIZE_{i,t}$  بیانگر اندازه شرکت است و از لگاریتم طبیعی فروش ( $\ln(s)$ ) به دست می‌آید. سود

تحت کنترل مدیران؛ افزایش قدرت و همچنین افزایش پاداش ایشان را در پی خواهد داشت. با توجه به متفاوت بودن اهداف مدیران از اهداف مالکان، وجود جریان‌های نقد ایجاد شده در داخل شرکت مازاد بر نقد لازم برای تأمین مالی پروژه‌های جدید با خالص ارزش فعلی مثبت؛ به سرمایه‌گذاری این مبالغ در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی شده و در نهایت موجب ایجاد پتانسیل اتلاف این منابع منجر خواهد شد. به اعتقاد جنسن شرکت‌های با رشد سودآوری کم به احتمال بیشتر جریان نقد آزاد را در پروژه‌های غیر سودآور سرمایه‌گذاری می‌کنند [۲].

بر همین اساس، به منظور بررسی نقش افشا بر رابطه بین وجوه نقد آزاد و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ فرضیه پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود:

رابطه بین وجوه نقد آزاد و ارزش شرکت در شرکت‌های با کیفیت افشای بالا و فرصت رشد بالا نسبت به شرکت‌های با کیفیت افشا و فرصت رشد پایین؛ قوی‌تر است.

## مدل و متغیرهای پژوهش

در این بخش ابتدا مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه ارایه می‌شود و سپس تعریف هر کدام از متغیرها ارائه خواهد شد.

$$(۱) \ln(MV_{i,t}) = a + b_1 \frac{FC_{i,t}}{MV_{i,t-1}} + b_2 HQD_{i,t} * HOG_{i,t} * \frac{FC_{i,t}}{MV_{i,t-1}} + b_3 LQD_{i,t} * LOG_{i,t} * \frac{FC_{i,t}}{MV_{i,t-1}} + b_4 FL_{i,t} + b_5 \frac{NI_{i,t}}{TA_{i,t}} + b_6 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن  $MV_{i,t}$  ارزش بازار شرکت است و ارزش بازار شرکت نیز از ضرب تعداد سهام در دست سهامداران در ارزش بازار هر سهم به دست می‌آید.  $\ln(MV_{i,t})$  نیز لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت را

که در آن:

$\ln$  بیانگر لگاریتم طبیعی است.  $Growth_{i,t}$  رشد فروش را نشان می‌دهد.  $NWC_{i,t-1}$  بیانگر سرمایه در گردش شرکت و البته خالص از وجه نقد است. سایر متغیرها نیز همانند مدل قبلی تعریف می‌گردند.

بر طبق نظریه نمایندگی وجه نقد مازاد در دسترس مدیران باعث می‌شود که آنها این وجه مازاد را برای منافع شخصی استفاده کنند و این وجه نقد به بهترین نحو در جهت منافع سهامداران مورد استفاده قرار نگیرد. بنابراین، انتظار می‌رود با بهبود کیفیت افشا و کاهش وجه نقد آزاد در شرکت‌ها؛ ارزش شرکت افزایش یابد و سهامداران به بازده بیشتری برسند.

### یافته‌های پژوهش

حال پس از گردآوری داده‌ها و تحلیل‌های آماری، نتایج برآزش شده مدل شماره ۱ در مورد معناداری متغیرها در جدول شماره ۱ به شرح زیر آورده شده است:

خالص و فروش می‌توانند به افزایش وجه نقد منجر شوند. بنابراین به عنوان متغیر کنترلی وارد مدل شده‌اند. در مدل از نسبت گردش دارایی‌ها ( $\frac{FC_{i,t}}{MV_{i,t-1}}$ ) برای نشان دادن کارایی وجه نقد آزاد که بر اساس ارزش بازار شرکت در سال قبل تراز شده است، استفاده می‌شود. نسبت ( $\frac{NI_{i,t}}{TA_{i,t}}$ ) بیانگر نسبت سود آوری است که از آن در مدل به عنوان متغیر کنترل استفاده می‌شود.  $a$  عددی ثابت است و عرض از مبدأ خط رگرسیون را نشان می‌دهد.  $\varepsilon_{i,t}$  نیز بیانگر خطاهایی است که مدل رگرسیون قادر به توضیح آن‌ها نیست. لازم به ذکر است که در این مدل از روش داده‌های تلفیقی استفاده شده است. همان طور که در بالا اشاره شد وجه نقد آزاد از اختلاف بین سطح بهینه وجه نقد و وجه نقد شرکت به دست می‌آید. همانند هانگ و ژانگ [۹] برای به دست آوردن مقدار بهینه وجه نقد مورد نیاز برای فعالیت‌های عملیاتی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مدل زیر را استفاده می‌کنیم:

$$(2) \ln \left( \frac{CASH_{i,t}}{MV_{i,t-1}} \right) = a_0 + a_1 * \ln(MV_{i,t-1}) + a_2 \left( \frac{Growth_{i,t}}{MV_{i,t-1}} \right) + a_3 \left( \frac{NWC_{i,t-1}}{MV_{i,t-1}} \right) + a_4 \left( \frac{CAPEX_{i,t-1}}{MV_{i,t-1}} \right) + a_5 \left( \frac{TD_{i,t-1}}{MV_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

جدول (۱) ضریب همبستگی مدل شماره ۱

SIZE	NI/TA	FL	LQD*LOG FC/MV	HQD*HOG*FC/MV	FC/MV	
۰/۷۷۲۱	۰/۴۰۸۴	۰/۰۰۴۸	۰/۲۷۲۸	۰/۳۱۸۴	۰/۵۳۴۲	همبستگی پیرسون
۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۸۹۰۵	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	سطح معناداری

بین کارایی وجه نقد آزاد و ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد. نتایج به دست آمده از آزمون این فرضیه در جدول شماره ۲ ارایه شده است.

جدول فوق بیان می‌دارد که بین همه متغیرها به جز اهرم مالی با ارزش شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

در آزمون این فرضیه می‌خواهیم به بررسی این موضوع بپردازیم که کیفیت افشا به چه صورت بر رابطه

## جدول (۲) آزمون فرضیه شماره ۱

ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	معناداری آماره F	آماره دورین - واتسون
۰/۸۷۲	۰/۷۶۰۴	۰/۷۵۸۸	۱۸۶/۱۳۲	۰/۰۰۰	۱/۸۹۷

همانطور که در جدول شماره ۲ ملاحظه می شود، ضریب همبستگی ۰/۸۶۹ است. در مورد ضریب همبستگی باید گفت که این ضریب بیانگر وجود یا عدم وجود رابطه و جهت رابطه بین متغیر مستقل و وابسته است. با توجه به اینکه علامت آن مثبت است (علامت شیب خط رگرسیون)، بنابراین می توان گفت بین متغیرهایی که وارد مدل شده اند و متغیر وابسته یک رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. همچنین، در این مدل، ضریب تعیین برابر با ۰/۷۵۵ است. یعنی ۷۵/۵٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توضیح است. مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط

به این آماره ( $0/05 < 0/00$ )، بیانگر این است که فرضیه صفر آماری که همان بی معنا بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می شود و مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است و از توان تبیین قابل قبولی برخوردار است.

نتایج حاصل از بررسی همبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دورین - واتسون نیز با توجه به این که آماره به دست آمده در دامنه ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد، بیانگر نبود خود همبستگی بین خطاهای مدل است. در جدول شماره ۳ ضرایب متغیرها و معنادار بودن آنها با استفاده از آماره t ارایه شده است.

## جدول (۳) آزمون فرضیه شماره ۱

SIZE	NI/TA	FL	LQD*LOG*FC/MV	HQD*HOGFC/MV	FC/MV	a	
۲۵/۵۱۲۴	۱۱/۸۰۰۳	-۱/۶۷۲۸	۲/۹۸۶۸	۳/۱۹۶۳	۷/۳۵۴۸	۸/۷۱۸۸	آماره t
۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۱۷۸۲	۰/۰۰۶۸	۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	معناداری
۰/۷۳۰۱	۳/۲۶۴۴	-۰/۵۷۲۲	۰/۴۱۵۳	۰/۵۷۶۰	۰/۸۱۸۸	۳/۰۹۱۶	ضرایب

همانطور که در جدول شماره ۳ ملاحظه می شود؛ ضریب، سطح آماره t و سطح معناداری مربوط به متغیرهای پژوهش بیانگر این است که بجز ضریب اهرم مالی (نسبت بدهی ها به دارایی ها)؛ بقیه ضرایب دارای یک ارتباط معنادار با ارزش شرکت هستند.

همانطور که در جدول شماره ۳ مشخص است، متغیر وجه نقد آزاد در شرکت های با کیفیت افشای بالا و فرصت رشد بالا با ضریب ۰/۵۷ و در شرکت های با

کیفیت افشای پایین و فرصت رشد پایین با ضریب ۰/۴۰ وارد مدل شده است و تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد.

حال برای مقایسه یکسان بودن تأثیر کیفیت افشای بالا و کیفیت افشای پایین بر رابطه بین کارایی فروش و ارزش شرکت از آزمون والد استفاده می نمایم که نتایج این آزمون در جدول شماره ۴ آمده است.



### جدول (۴) آزمون والد

مقایسه کیفیت افشا	نوع آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	معناداری	b3-b4
مقایسه ضریب متغیر کیفیت افشای بالا و متغیر کیفیت افشای پایین	آماره F	۱۵/۲۳	(۱/۴۸۱)	۰/۰۰۳۹	۰/۱۷
	آماره کای مربع	۱۵/۲۳	۱	۰/۰۰۳۹	

است. از سوی دیگر، در شرکت‌های با کیفیت افشای پایین و فرصت رشد پایین؛ همچنان نتایج بیانگر اثرگذاری مثبت جریان‌های نقد آزاد بر روی ارزش شرکت است؛ اما نسبت به حالت قبل ضعیف‌تر است. به طور کلی، نتایج حاصل از آزمون فرضیه نشان می‌دهد بهبود کیفیت افشا باعث بهبود استفاده از وجوه نقد شرکت و سرمایه‌گذاری در طرح‌های با خالص ارزش فعلی مثبت می‌شود؛ کاهش سوء استفاده از وجوه نقد و افزایش ارزش شرکت را در پی دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه با نتایج گورسوی و آی‌دوگان (۲۰۰۲)؛ تیتمن و همکاران (۲۰۰۴)؛ پینکویتس و همکاران (۲۰۰۶)؛ مارتینز و همکاران (۲۰۰۸)؛ لویز و ویسنته (۲۰۱۰) مطابقت دارد و با نتایج قربانی و عدیلی (۱۳۹۱) متفاوت است.

با توجه به مبانی نظری و نتایج پژوهش؛ پیشنهادهای زیر عرضه می‌شود:

مدیریت شرکت‌ها در برنامه‌ریزی‌های خود برای نگهداری موجودی‌های نقد به این نکته توجه کنند که انباشت وجه نقد بیش از حد بهینه موجب کاهش کارایی و در نهایت کاهش ارزش شرکت بخصوص در شرکت‌های با فرصت رشد کم می‌شود. همچنین به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود تا شرکت‌ها را تشویق و ملزم به شفافیت هرچه بیشتر در ارائه اطلاعات نماید چون باعث افزایش ارزش شرکت و در نتیجه منتفع شدن سهامداران می‌شود.

همانطور که ملاحظه می‌شود، معناداری آماره‌های به‌دست آمده کمتر از ۰/۰۵ و بیانگر رد فرض صفر آماری مبنی بر تساوی ضرایب متغیرهای مورد بررسی است. به بیان دیگر، بر اساس نتایج حاصل از آزمون والد انجام شده، تأثیر میزان کیفیت افشای بالا و کیفیت افشای پایین بر رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت با در نظر گرفتن فرصت رشد شرکت‌ها؛ متفاوت است.

با توجه به جدول ۴ حاصل عبارت  $b_3 - b_4$  برابر با ۰/۱۷ و عددی مثبت است. بنابراین نتایج آزمون والد نشان دهنده آن است که تأثیرگذاری جریان‌های نقد آزاد بر ارزش شرکت در شرکت‌های با کیفیت افشای بالا و فرصت رشد بالا نسبت به شرکت‌های با کیفیت افشای پایین و فرصت رشد پایین؛ بیشتر است.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در نتیجه مطالب بالا فرضیه پژوهش مبنی بر اینکه رابطه بین وجوه نقد آزاد و ارزش شرکت در شرکت‌های با کیفیت افشای بالا و فرصت رشد بالا نسبت به شرکت‌هایی که کیفیت افشا و فرصت رشد پایین‌تری دارند قوی‌تر است؛ پذیرفته می‌شود.

بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که زمانی که کیفیت افشا بالا و فرصت‌های رشد شرکت نیز بالا باشد؛ جریان‌های نقد آزاد تأثیر قوی‌تری بر ارزش شرکت دارد. بدین معنی که مدیریت شرکت از این جریان‌های نقد آزاد برای افزایش ارزش شرکت استفاده کرده

[۳] جلالی، فاطمه. (۱۳۸۷). حاکمیت شرکتی در حرفه حسابرسی، ماهنامه حسابدار، شماره ۱۹۶، صص ۱۰-۳.

[۴] سینایی، حسنعلی؛ سلگی، محمد و محمدی، کامران. (۱۳۹۰). تأثیر فرصت‌های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۱۰، صص ۱۰۲-۸۷.

[۵] قربانی، سعید و عدیلی، مجتبی. (۱۳۹۱). نگاهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی، مجله دانش حسابداری، شماره ۸، صص ۱۴۹-۱۳۱.

[۶] نمازی، محمد. (۱۳۸۴). بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت، مجله علوم انسانی و اجتماعی دانشگاه شیراز، دوره ۲۲، شماره ۲، صص ۱۶۴-۱۴۷.

[۷] نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا و وافی‌ثانی، جلال. (۱۳۸۸). بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبردی شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۱، صص ۲۷-۴.

[8] Gursoy, G., and Aydogan, K., (2002), Equity Ownership Structure, Risk Taking, and Performance, *Emerging Markets Finance & Trade*. Vol 38. Pp6-25.

[9] Huang, P., and Zhang. Y., (2012), Does Enhanced Disclosure Really Reduce Agency Costs? Evidence From Diversion of Corporation Resources, *Journal of the Accounting Review* 87(1): pp 199-229.

[10] Hyung, Joo., and Ha., (2011), Agency Costs of Free Cash and Conditional Conservatism. Oklahoma State University.

[11] Lopez, I., and Vecente, C., (2010), Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms Value Creation?, *Emerging Markets Finance & Trade*, Vol 46, PP 80-94.

[12] Martinz-Sola, C., Garcia-Truel., P.J.

هر پژوهشی دارای یک سری محدودیت‌های غیر قابل اجتناب است که بر آن پژوهش حاکم هستند. محدودیت‌های پژوهش می‌تواند ذاتی، و یا مربوط به نمونه مورد بررسی باشند. در این پژوهش ما با محدودیت‌های زیر مواجه بوده‌ایم.

عدم وجود اطلاعات مورد نیاز و قابل اتکا برای اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش برای برخی از شرکت‌ها و عدم سابقه زیاد شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران، به محدودیت نمونه آماری منجر گردید. به دلیل اینکه بانک‌ها، بیمه‌ها و مؤسسات سرمایه‌گذاری و موارد با حسابداری خاص دارای ماهیت متفاوت با شرکت‌های دیگر هستند در این پژوهش لحاظ نگردیده‌اند. همچنین با توجه به اینکه کشور ما در شرایط تورمی به سر برده است قطعاً تعدیل این مطالعات با توجه به نرخ تورم مفید بود که این کار به دلیل عدم دسترسی به تورم‌های موجود واقعی ممکن نشد.

## منابع

[۱] ایزدی‌نیا، ناصر؛ رسایان، امیر. (۱۳۸۹). ابزارهای نظارتی راهبری شرکتی، سطح نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، شماره ۵۵، صص ۱۵۴-۱۴۱.

[۲] تقوی، مهدی؛ جبارزاده کنگرلویی، سعید و خدایاریگانه، سعید. (۱۳۸۹). تبیین رابطه هزینه‌های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مهندسی مالی و مدیریت پورترفوی، شماره ۳، ص ۱۱۳.

- [14] Popova, T., Georgkopoulos, G., Sotiropoulos, I., and asilriou, V. (2013), Mandatory Disclosure and its Impact on the Company, *International Business Research*, 6(5): pp 1-16.
- [15] Titman, S., K. C. J. Wie, and F. Xie. (2004), Capital Investments and Stock Returns, *Journal of Financial and quantitative Analysis*, 39(4): pp 677-700.
- and Martinz-Solano, P. (2008), Corporate Cash holding and Firm Value, *Journal of Financial Economics*, Vol 48.
- [13] Pinkowits, L., Stuls, R., and Williamson, R., (2006), Does the Contribution of Corporate Cash Holding and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-Country Analysis, *Journal of Finance* 61(6): pp 2725-2752.

