

بررسی تأثیر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری نقدی و غیر نقدی در تبیین قیمت سهام و عملکرد آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهدی بهار مقدم^۱، سیده سحر داودی^{۲*}، نسرین یوسف زاده^۳، زینب اعظمی^۴

۱- هیأت علمی گروه حسابداری دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران

m.bahar330@yahoo.com

۲- مدرس دانشگاه پیام نور مرکز رامهرمز، رامهرمز، ایران

sahar_davoody@yahoo.com

۳- هیأت علمی گروه حسابداری دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه ولیعصر (عج) رفسنجان، رفسنجان، ایران

n.yousefzadeh@vru.ac.ir

۴- هیأت علمی گروه حسابداری دانشکده مدیریت و اقتصاد بافت، دانشگاه شهید باهنر کرمان، بافت، کرمان، ایران

ze.aazami@gmail.com

چکیده

در این پژوهش نقش جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری‌های غیرنقدی در ارزیابی قیمت سهام و عملکرد آتی شرکت‌ها بررسی و مطالعه شده است. در راستای دستیابی به هدف مذکور فرضیه‌های پژوهش با استفاده از داده‌های تلفیقی ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران که اطلاعات مورد نیاز پژوهش برای دوره یازده ساله پژوهش (۱۳۸۰-۱۳۹۱) در خصوص آنها قابل دسترسی بود، مورد بررسی و آزمون قرار گرفت. نتایج این پژوهش، نشان دهنده دو واقعیت است؛ اول این که، جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری اطلاعات ارزشمندی در خصوص سرمایه‌گذاری‌های شرکت به منظور کمک به استفاده کنندگان از صورت‌های مالی در ارزیابی قیمت سهام و عملکرد آتی شرکت فراهم می‌کند و دوم این که، اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری‌های غیرنقدی شرکت نیز اگر چه در متن صورت‌های مالی منعکس نمی‌شوند، لیکن برای مقاصد ارزیابی وضعیت آتی شرکت اطلاعات سودمند و مربوطی هستند. افزون بر این، نتایج آزمون تأثیر ضرایب در مدل‌های تفکیکی اجزای جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری نیز حاکی از تفاوت معناداری بین ضرایب مورد استفاده برای هر یک از عناصر مزبور است، به این معنی که محتوای اطلاعاتی هر یک از اجزای جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها متفاوت از یکدیگر است.

واژه‌های کلیدی: جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری‌های غیرنقدی، قیمت سهام، عملکرد آتی شرکت.

مقدمه

رشد و توسعه اقتصادی، نیازمند برخورداری از بازار سرمایه گسترده و کاراست. بازار سرمایه، سازوکاری فراهم می کند که امکان تبدیل پس اندازهای اندک به سرمایه گذاری های کلان اقتصادی براساس تخصیص بهینه منابع فراهم شود [۶]. از عناصر مهم بازار سرمایه، سرمایه گذاران هستند. هدف نهایی هر سرمایه گذار از به جریان انداختن سرمایه خود، کسب حداکثر سود و بازدهی از آن است. برای این که سرمایه گذاران ترغیب به سرمایه گذاری در دارایی های مالی شوند، باید بازدهی متناسب با ریسک این دارایی ها، از سایر گزینه ها بیشتر باشد [۱]. از سوی دیگر ارزش یک شرکت، تابع سودآوری سرمایه گذاری های آن شرکت است، لذا مدیران با هدف حداکثر سازی ثروت سهامداران، باید با شناخت عوامل موثر بر سطح سرمایه گذاری، بین انتظارات سهامداران و فرصت های سرمایه گذاری مطلوب شرکت، تعامل برقرار نمایند تا هم فرصت های سودآور سرمایه گذاری را از دست ندهند و هم رضایت سهامداران را جلب کنند [۲۰].

پژوهش های پیشین صورت گرفته در حوزه مالی شواهد گسترده ای پیرامون تأثیر سرمایه گذاری های شرکت ها و فروش این سرمایه گذاری ها بر عملکرد آتی شرکت ها فراهم آورده اند. پژوهش های مزبور حاکی از شواهدی مبنی بر وجود رابطه معناداری بین بازده سهام و مخارج سرمایه ای، تحصیل شرکت های فرعی، و خروج شرکت ها از پروژه های سرمایه گذاری است [۴۵]. از جمله این پژوهش ها می توان به پژوهش شلیفر و ویشنی^۱ (۲۰۰۳)؛ مولر^۲ و همکاران (۲۰۰۴)؛ آنتونیو^۳ و همکاران (۲۰۰۷)؛ لی^۴ (۲۰۱۰) و جاکنی^۵ و

همکاران (۲۰۱۱) اشاره نمود. در بسیاری از شرکت ها، تصمیم های سرمایه گذاری از جمله فعالیت های کلیدی برای حفظ یا بهبود موقعیت شرکت در بازار محصولات به شمار می رود. شرکت هر جا قصد توسعه عملیات خود از طریق ایجاد خط تولیدی جدید یا نفوذ به بازارهای جدید را داشته باشد، ناگزیر از انجام نوعی سرمایه گذاری است، چه به صورت مخارج سرمایه ای و چه به صورت تحصیل یک واحد تجاری فعال برای این منظور، این گونه سرمایه گذاری ها در نهایت بر عملکرد شرکت اثرگذار خواهند بود که این امر نیز به نوبه خود بیانگر چرایی حجم بالای پژوهش های انجام شده با تمرکز بر بررسی اثر مخارج سرمایه ای، تحصیل شرکت های فرعی، و همچنین فروش سرمایه گذاری در سایر شرکت ها بر عملکرد شرکت هاست [۴۵].

به رغم شواهد ذکر شده در بالا، اطلاعات مربوط به سرمایه گذاری های انجام شده توسط شرکت ها طی دوره مالی همیشه به روشنی در صورت های مالی تهیه شده بر اساس استانداردهای حسابداری موجود ارایه نمی شوند. بخش فعالیت های سرمایه گذاری در صورت جریان وجوه نقد اطلاعات مربوط به آن دسته از سرمایه گذاری های شرکت که به صورت نقدی تأمین مالی شده است (عمدتاً به صورت جریان های نقدی ورودی و خروجی ناشی از فعالیت های سرمایه گذاری) را فراهم می آورد. با این حال، معاملات سرمایه گذاری که به صورت غیرنقدی انجام شده در متن صورت های مالی ارایه نمی شود و استفاده کنندگان ناگزیر از بررسی یادداشت های همراه صورت های مالی به منظور دستیابی به اطلاعات مزبور هستند. به همین ترتیب، جریان های نقدی حاصل از فعالیت های سرمایه گذاری در مواردی

1. Shleifer & Vishny
2. Moeller
3. Antoniou

4. Li
5. Juknevičius

سودمندی محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بود که این شواهد تجربی با نتایج پژوهش‌هایی که نقش با اهمیت سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها در تشریح نتایج عملکرد آن‌ها را مستند نموده‌اند، ناسازگار است. از این گذشته، تفاوت‌ها و تناقض‌های موجود در هر دو شاخه از پژوهش‌های یاد شده نشان‌گر وجود اطلاعاتی سودمند در خصوص سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها است که در متن صورت‌های مالی منعکس نمی‌شود. این کمبود اطلاعاتی در مواردی که بخش قابل توجهی از سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها غیر نقدی است به طور خاص حادث‌تر نمود پیدا می‌کند.

با توجه به موارد مطرح شده در بالا، پژوهش حاضر در صدد ارائه شواهد بیشتری در تأیید این ادعا، از طریق بررسی سودمندی اطلاعات افشا شده در صورت‌های مالی در خصوص سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها است. وجه تمایز این پژوهش محدود نمودن اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها به متن صورت جریان وجوه نقد، و به جای آن استفاده از سایر اطلاعات افشا شده در صورت‌های مالی، بویژه یادداشت مبادلات غیر نقدی، است. بر این اساس، در این پژوهش از متغیر اضافی برای سنجش محتوای اطلاعاتی سرمایه‌گذاری‌های غیر نقدی شرکت‌ها نیز استفاده گردیده است. هدف از استفاده از متغیر مزبور لحاظ نمودن محتوای اطلاعاتی یادداشت مبادلات غیر نقدی شرکت‌ها است که مراجع تدوین استانداردهای حسابداری در سال‌های اخیر بر افشای هر چه بیشتر این گونه اطلاعات تأکید داشته‌اند. پژوهش حاضر به عنوان اولین پژوهشی که به بررسی محتوای اطلاعاتی سرمایه‌گذاری‌های غیر نقدی شرکت‌های

که بخش عمده‌ای از فعالیت‌های مزبور به صورت غیر نقدی انجام شده باشد (برای نمونه تحصیل دارایی‌های سرمایه‌ای از طریق ایجاد بدهی‌های مستقیم یا تحصیل شرکت‌های جدید از طریق انتشار سهام جدید) شاخص‌های ضعیفی برای انعکاس فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها هستند.

مطابق با پژوهش لیونات و زاروین^۱ (۱۹۹۰) کمبود اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری‌های غیر نقدی شرکت‌ها می‌تواند به عنوان یکی از توجیه‌های ممکن برای سودمندی اندک بخش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در صورت جریان وجوه نقد شرکت‌ها و همچنین علت توجه اندک به این مسأله در حوزه پژوهش‌های حسابداری باشد. لیونات و زاروین (۱۹۹۰) در پژوهش خود به بررسی محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و عناصر آن پرداختند. آنان با استفاده از نمونه‌ای مشتمل بر شرکت‌های آمریکایی رابطه‌ای معکوس و معنادار بین خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و بازده سهام شرکت‌ها یافتند. با این حال، لیونات و زاروین (۱۹۹۰) وقتی خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را به تفکیک تحصیل دارایی ثابت مشهود، تحصیل شرکت‌های فرعی، عواید حاصل از واگذاری دارایی‌های ثابت مشهود، سرمایه‌گذاری در شرکت‌های وابسته، و تحصیل حقوق اقلیت مورد بررسی قرار دادند نتایج پژوهش نشان داد که ضرایب هر یک از عناصر مزبور به طور معناداری قابل تفکیک از یکدیگر نیستند، و تمامی ضرایب، به استثنای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های وابسته، به لحاظ آماری معنادار نبودند. در مجموع، نتایج پژوهش مزبور حاکی از محدود بودن

ایرانی پرداخته، در این محدوده، موضوع پژوهشی بدیعی به شمار می‌رود.

همچنین به سبب اهمیتی که جریان‌های نقدی در سلامت اقتصادی و تداوم فعالیت واحدهای تجاری دارد، پیش‌بینی آن به عنوان یکی از اجزای لاینفک برنامه‌ریزی مالی و نیز آثاری که بر دیگر عناصر صورت‌های مالی دارد، از موضوع‌های مهمی است که مدیران واحدهای اقتصادی توجه خاص به آن دارند [۵]. بنابراین در این پژوهش ابتدا به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود که آیا اطلاعات ارایه شده در مورد سرمایه‌گذاری در صورت‌های مالی اصلی اطلاعاتی علاوه بر سود خالص شرکت برای تبیین قیمت آتی سهام و عملکرد آتی شرکت (جریان نقد عملیاتی) ارایه می‌کند؟

از آنجا که جریان نقد ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به جریان‌های ورودی ناشی از فروش و خروجی ناشی از خرید سرمایه‌گذاری‌های شرکت در طی دوره مالی تقسیم می‌شود (به عنوان مثال، جریان خروجی ناشی از خرید دارایی‌های سرمایه‌ای، جریان ورودی ناشی از فروش دارایی‌های ثابت، جریان خروجی مرتبط با خرید واحدهای فرعی و...)، تجمیع این مؤلفه‌ها حاکی از آن است که همه این مؤلفه‌ها در تبیین عملکرد شرکت وزن یکسانی دارند، در نتیجه سودمندی بعضی از اطلاعات ارایه شده توسط این مؤلفه‌ها پنهان می‌ماند [۱۲]. سپس با تجزیه خالص جریان نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به اجزای آن به بررسی این مسأله پرداخته می‌شود که آیا این تفکیک به تبیین روشن‌تر مدل کمک می‌کند؟

به علاوه در این پژوهش به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود که آیا متغیر سرمایه‌گذاری‌های غیر نقدی داده‌های ارزشمندی برای استفاده کنندگان

صورت‌های مالی، برای ارزیابی قیمت سهام و عملکرد آتی شرکت ارایه می‌کند.

مبانی نظری

در صورتی اطلاعات صورت‌های مالی برای سرمایه‌گذاران ارزش دارد که به شواهدی دال بر تأثیر آن بر قیمت اوراق بهادار در دست باشد، در صورت وقوع چنین رویدادی می‌توان اظهار داشت که ارقام مزبور دارای محتوای اطلاعاتی است. منظور از محتوای اطلاعاتی یک متغیر حسابداری، میزان فایده آن متغیر در فرایند تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان و تصمیم‌گیرندگان بازار سرمایه است [۴].

صورت‌های مالی اساسی (محصول نهایی سیستم حسابداری)، ابزار اصلی انتقال اطلاعات به استفاده‌کنندگان است. طبق استاندارد حسابداری شماره ۲ ایران، همه شرکت‌ها باید صورت جریان وجوه نقد را به عنوان یک صورت مالی مستقل به همراه سایر صورت‌های مالی ارایه نمایند. ارزیابی فرصت‌ها و مخاطرات فعالیت‌های تجاری و وظیفه مباشرت مدیریت مستلزم درک ماهیت فعالیت تجاری از جمله نحوه ایجاد و مصرف وجوه نقد توسط شرکت است. هدف اصلی صورت جریان وجوه نقد ارایه اطلاعات در رابطه با جریان‌های ورودی و خروجی نقدی طی یک دوره مالی است. همچنین یکی دیگر از اهداف صورت جریان وجوه نقد کمک به ارزیابی وظیفه مباشرت مدیریت در ارتباط با فعالیت‌های سرمایه‌گذاری است.

امیر^۱ و همکاران (۲۰۰۷) مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها را به عنوان یکی از عناصر کلیدی رشد آتی شرکت و ارزش بازار آن در آینده تشریح نمودند و

شرکت‌های تحصیل شونده، هم در زمان اعلام تحصیل و هم در بلندمدت، تحت تأثیر این رویداد قرار می‌گیرند، اگر چه شدت و جهت این تأثیرپذیری با توجه به ویژگی‌های شرکت‌های فروشنده و شرکت‌های هدف، اندازه شرکت تحصیل کننده، یا روش پرداخت ما به ازای معامله متفاوت بوده است. برای نمونه، فولر و همکاران (۲۰۰۲) شواهدی ارائه نمودند که نشان می‌داد سهام‌داران شرکت تحصیل کننده در زمان خرید یک شرکت سهامی خاص یا یک شرکت فرعی منتفع می‌شوند، اما در زمان تحصیل یک شرکت سهامی عام متضرر خواهد شد. با این حال، در همان زمان مولر و همکاران (۲۰۰۴) مشاهده نمودند که بازده تاریخ‌های پیرامون اعلام رسمی معاملات عمده تحصیل یک شرکت در مورد شرکت‌های کوچک‌تر به طور قابل ملاحظه‌ای بالاتر از شرکت‌های بزرگ بوده است.

در نهایت، فروش سرمایه‌گذاری (نظیر فروش اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات، دارایی‌های نامشهود، دارایی‌های مالی، واگذاری شرکت‌های فرعی یا سایر انواع سرمایه‌گذاری‌ها) نیز احتمالاً بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر دارد. پژوهش‌های موجود در این زمینه شواهدی دال بر وجود بازده غیرعادی مثبت و قابل ملاحظه در تاریخ‌های پیرامون اعلام واگذاری سرمایه‌گذاری در شرکت‌های فرعی (لاسفر^۷ و همکاران (۱۹۹۶)؛ دیتمار و شیوداسانی^۸ (۲۰۰۸)، و نیز افزایش سودآوری شرکت‌ها پس از خروج از سرمایه‌گذاری‌ها (برگ^۹ (۱۹۹۵)؛ هاینز^{۱۰} و همکاران (۲۰۰۲)؛ گاداد و توماس^{۱۱} (۲۰۰۴)) فراهم آورده‌اند. این بهبودهای مشاهده شده

نشان دادند که مخارج سرمایه‌ای به طور مثبت و با اهمیتی با ارزش آتی شرکت در ارتباط است. پژوهش‌های تجربی موجود شواهدی در تأیید این ادعا ارائه می‌کنند که مخارج سرمایه‌ای دارای رابطه مستقیم و معناداری با بازده سهام شرکت‌هاست. از جمله این پژوهش‌ها می‌توان به مک‌کنل و ماسکارلا^۱ (۱۹۸۵) کرسستین و کیم (۱۹۹۵)، لی و نوهل^۲ (۱۹۹۷) اشاره نمود. رابطه مزبور را می‌توان با اتکا به این واقعیت توجیه نمود که مخارج سرمایه‌ای نشان دهنده اخبار خوب در رابطه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت است. در صورت مشاهده تصمیم مدیریت مبنی بر افزایش مخارج سرمایه‌ای، چنین فرض می‌شود که مدیریت با این تصمیم‌گیری اطلاعات نهانی خود در رابطه با سطوح تقاضا و هزینه‌ها در آینده را نمایان می‌سازد [۳۳]. با فرض این که مدیران به دنبال حداکثر کردن ارزش شرکت هستند، افزایش در مخارج سرمایه‌ای شرکت به صورت علامتی مبنی بر بهبود مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش روی شرکت تفسیر می‌شود [۴۲].

به همین ترتیب، شاخه‌ای گسترده و پربار از پژوهش‌های حوزه مالی به تجزیه و تحلیل نتایج مالی ادغام و تحصیل سایر شرکت‌ها اختصاص یافته است. از آن جمله می‌توان به پژوهش‌های صورت گرفته توسط فولر^۳ و همکاران (۲۰۰۲)؛ مولر و همکاران (۲۰۰۴)؛ اولر^۴ (۲۰۰۸)؛ باسو^۵ و همکاران (۲۰۰۹)؛ ساوور و لو^۶ (۲۰۰۹)؛ و لی (۲۰۱۰) اشاره نمود. به طور کلی، نتایج این شاخه از پژوهش‌ها نشان می‌دهد که عملکرد

7. Lasfer
8. Dittmar & Shivdasani
9. Bergh
10. Haynes
11. Gadad & Thomas

1. Mcconnell & Muscarella
2. Lee & Nohel
3. Fuller
4. Oler
5. Basu
6. Savor & Lu

می‌توان انتظار داشت اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری‌های غیرنقدی شرکت‌ها نیز برای استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی سودمند باشند. از این گذشته، پژوهش‌ها نشان داده‌اند که تأثیر سرمایه‌گذاری‌ها بر عملکرد شرکت‌ها بسته به نحوه پرداخت و تأمین مالی آن‌ها متفاوت خواهد بود. برای نمونه، پژوهش‌های تجربی آگراوال^۵ و همکاران (۱۹۹۲)؛ لوگران و ویجه^۶ (۱۹۹۷)؛ رائو و ورمالن^۷ (۱۹۹۸) نشان می‌دهند بازده بازار سهام شرکت تحصیل‌کننده در مواردی که تحصیل شرکت فرعی به صورت نقدی انجام شده باشد، بالاتر خواهد بود.

مطابق با شواهد تجربی، شلیفر و ویشنی (۲۰۰۳) نشان دادند که بازده بلندمدت تحصیل‌کننده در صورت تحصیل از طریق معاوضه سهام منفی و در صورت تحصیل نقدی شرکت دیگر مثبت خواهد بود. مدل ارائه شده توسط شلیفر و ویشنی (۲۰۰۳) پیش‌بینی می‌کند احتمال تحصیل از طریق معاوضه سهام در مواردی که شرکت تحصیل‌کننده بیش از واقع ارزش‌گذاری شده باشد بیشتر است. در صورتی که مدیریت اطلاعات بیشتری در مقایسه با بازار نسبت به وضعیت آتی شرکت در اختیار داشته باشد، چنانچه شرکت بیش از واقع ارزش‌گذاری شده باشد تمایل به تحصیل از طریق معاوضه سهام، و در سایر موارد به تحصیل نقدی شرکت دیگر تمایل دارند. افزون بر این، نحوه پرداخت در رویدادهای تحصیل شرکت دیگر به عوامل مختلفی هم‌چون فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اندازه، یا ساختار مالکیت هر یک از دو شرکت تحصیل‌کننده و شرکت هدف، یا وضعیت مالی شرکت تحصیل‌کننده بستگی دارد. برای نمونه، مارتین (۱۹۹۶)

در عملکرد شرکت‌ها را می‌توان به نقش فروش سرمایه‌گذاری‌ها برای مقاصدی همچون حذف پیامدهای ناشی از مشکلات نمایندگی موجود (جنسن^۱)، (۱۹۹۳)، تعدیل و اصلاح بیش‌سرمایه‌گذاری‌های گذشته شرکت (هوبارد و پالیا^۲)، (۱۹۹۹)، افزایش تمرکز در حوزه‌های کسب و کار شرکت به گونه‌ای که دارایی‌های باقیمانده شرکت سودآوری بیشتری به همراه داشته باشد (جان و اوفک^۳)، (۱۹۹۵)، و/یا کاهش هزینه‌های ورشکستگی (لاسفر و همکاران، ۱۹۹۶) مربوط دانست.

در مجموع، شواهد ارائه شده در پژوهش‌های پیشین نشان‌دهنده تأثیر قابل ملاحظه مخارج سرمایه‌ای، تحصیل شرکت‌ها، و فروش سرمایه‌گذاری بر عملکرد شرکت‌ها بوده است.^۴ بر همین اساس، می‌توان انتظار داشت اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری‌های شرکت به استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی در ارزیابی عملکرد آتی شرکت‌ها کمک کند. در حال حاضر، مطابق با استانداردهای حسابداری فعلی، اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری‌های نقدی شرکت‌ها در بخش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در صورت جریان وجوه نقد ارائه می‌شود. انتظار می‌رود اطلاعات مزبور برای استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی سودمند باشند، با این حال این اطلاعات به تنهایی تصویر کاملی از سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها ارائه نمی‌دهد. در نتیجه،

1. Jensen
2. Hubbard & Palia
3. John & ofek

۴. همان‌گونه که شواهد بالا نشان می‌دهد، با مرور ادبیات پیشین این موضوع می‌توان دریافت که فعالیت‌های سرمایه‌گذاری لزوماً همیشه به افزایش ارزش شرکت‌ها منجر نمی‌شوند و در مواردی ممکن است به افت ارزش شرکت منجر شوند. ادبیات موجود شواهدی در تأیید جایگاه کلیدی محافظه‌کاری و کیفیت حسابداری در بهبود توانایی سرمایه‌گذاران برای نظارت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت شرکت‌ها، و در نتیجه، جلوگیری از بیش‌سرمایه‌گذاری آن‌ها ارائه می‌نماید (هوب و توماس، ۲۰۰۸؛ پیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ گارسیا لازا و همکاران، ۲۰۱۰).

5. Agrawal
6. Loughran & Vjih
7. Rau & Vermaelen

پیشینه پژوهش

در این قسمت، نتایج برخی از مهمترین پژوهش‌های مرتبط با موضوع، تشریح می‌گردد.

العطار و حسین^۲ (۲۰۰۴) توانایی داده‌های حسابداری جاری را در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی شرکت‌های آمریکایی طی سال‌های ۱۹۹۱ تا ۲۰۰۰ مورد آزمون قرار دادند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن بود که سود حسابداری توان کمتری نسبت به جریان‌های نقدی برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی دارد [۸]. هم‌راستا با این پژوهش کاسوما^۳ (۲۰۱۴) به بررسی و ارزیابی محتوای اطلاعاتی فزاینده صورت‌جریان و وجه نقد در بازار بورس و اوراق بهادار استرالیا پرداخت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های این پژوهش نشان می‌دهد جریان‌های نقدی شرکت‌ها دارای محتوای اطلاعاتی بیش از آن‌چه به تنهایی از طریق سود حسابداری به بازار مخابره می‌شود هستند و این که جریان‌های نقدی از محتوای اطلاعاتی نسبی، علاوه بر سود حسابداری، برخوردار هستند. این نتایج حاکی از آن است که اطلاعات گزارش شده در صورت‌گردش و وجه نقد شرکت‌ها می‌تواند یک منبع اطلاعاتی اصلی برای تصمیم‌گیری‌ها، و مستقل از صورت سود و زیان، باشد [۳۵].

امیر و همکاران (۲۰۰۷)، ارتباط بین سرمایه‌گذاری در هزینه‌های پژوهش و توسعه و دارایی‌های سرمایه‌ای را با تغییرات سود پس از سرمایه‌گذاری بررسی کردند. آنها خرید دارایی‌های سرمایه‌ای را به عنوان عامل اصلی رشد آتی و ارزش شرکت در نظر می‌گیرند و نشان می‌دهند خرید دارایی‌های سرمایه‌ای به طور مثبت و با اهمیتی با ارزش آتی شرکت در ارتباط است. این ارتباط به واسطه تأثیر مثبتی که سیگنال‌های مربوط

رابطه مستقیمی بین فرصت‌های رشد و تامین مالی از طریق سهام مستند نمود. فاجیو و ماسولیس^۱ (۲۰۰۵) نیز در اروپا مشاهده نمودند که تصمیم‌گیری نسبت به نحوه تامین مالی تحصیل شرکت‌های دیگر تا حد زیادی به ملاحظات راهبری شرکت و شرایط مالی شرکت تحصیل‌کننده بستگی دارد. ایشان دریافته‌اند که شرکت‌های اروپایی تحصیل‌کننده در مواردی که شرایط مالی آن‌ها ضعیف است تمایل بیشتری به تامین مالی تحصیل شرکت دیگر از طریق معاوضه سهام خود دارند. در مقابل، ایشان در مواردی که حق کنترل سهام داران اصلی آن‌ها تهدید می‌شود تمایل بیشتری به تامین مالی از طریق منابع نقدی دارند [۴۵].

در نتیجه، با توجه به شواهد یاد شده در بالا، می‌توان ادعا نمود که سرمایه‌گذاری‌های غیرنقدی اطلاعات اضافی و تکمیلی سودمندی نسبت به جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری برای استفاده کنندگان از صورت‌های مالی قلمداد می‌شوند.

با توجه به شواهد موجود پیرامون تأثیر سرمایه‌گذاری بر عملکرد شرکت‌ها و نیز نقش نحوه تامین مالی سرمایه‌گذاری‌ها در این بین، انتظار می‌رود اطلاعات مربوط به هر دوی سرمایه‌گذاری‌های نقدی (یعنی جریان‌های حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری که در صورت‌جریان و وجه نقد به طور جداگانه ارائه می‌شود) و سرمایه‌گذاری‌های غیرنقدی (که در یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی افشا می‌شود) داده‌های ارزشمندی برای استفاده کنندگان از صورت‌های مالی در ارزیابی عملکرد آتی شرکت‌ها به شمار آیند.

2. Al-Attar
3. Kusuma

1. Faccio & Masulis

حاصل از فعالیت‌های عملیاتی مطابق با استاندارد بین‌المللی حسابداری شماره ۷، مورد مقایسه قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان داد که جریان وجوه نقد عملیاتی مطابق با استاندارد ایران توان پیش‌بینی بالاتری نسبت به جریان وجوه نقد عملیاتی مطابق با استاندارد بین‌المللی حسابداری دارد [۲].

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه مطرح شده در بالا، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تبیین می‌شوند:

فرضیه اصلی اول: بخش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در صورت جریان وجوه نقد اطلاعات سودمندی برای استفاده کنندگان از صورت‌های مالی به منظور ارزیابی قیمت سهام و عملکرد آتی شرکت فراهم می‌آورد.

فرضیه فرعی اول: بخش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در صورت جریان وجوه نقد اطلاعات سودمندی برای استفاده کنندگان از صورت‌های مالی به منظور پیش‌بینی جریان‌های نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی آتی شرکت فراهم می‌آورد.

فرضیه فرعی دوم: بخش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در صورت جریان وجوه نقد اطلاعات سودمندی برای استفاده کنندگان از صورت‌های مالی به منظور تبیین قیمت آتی سهام شرکت فراهم می‌آورد.

فرضیه اصلی دوم: فعالیت‌های سرمایه‌گذاری غیرنقدی اطلاعات اضافی سودمندی، مازاد بر اطلاعات مستتر در جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، به منظور ارزیابی عملکرد آتی شرکت فراهم می‌آورند.

فرضیه فرعی اول: فعالیت‌های سرمایه‌گذاری غیرنقدی اطلاعات اضافی سودمندی، مازاد بر اطلاعات مستتر در جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های

به خرید دارایی‌های سرمایه‌ای بر ارزش فعلی پروژه‌ها می‌گذارد، تبیین می‌شود [۹]. همچنین رودریگز^۱ و همکاران (۲۰۱۲) ارتباط فعالیت‌های سرمایه‌گذاری نقدی و غیر نقدی را با عملکرد آتی شرکت بررسی کردند. در این پژوهش آنها متغیر سرمایه‌گذاری (نقدی و غیر نقدی) را به منظور تبیین قیمت آتی و جریان نقد عملیاتی آتی شرکت در نظر گرفتند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که جریان نقد حاصل از سرمایه‌گذاری برای پیش‌بینی جریان‌های نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی آتی نقش مهمی ایفا می‌کند و با تفکیک جریان نقد حاصل از سرمایه‌گذاری به اجزایش، ضریب تعیین مدل افزایش (هرچند محدود) یافت. زمانی که قیمت آتی سهام شرکت بررسی می‌شود، نیز شواهد مشابهی به دست آمد. نتایج همچنین نشان دادند که معیار سرمایه‌گذاری غیر نقدی اطلاعاتی علاوه بر سود و سرمایه‌گذاری‌های نقدی در پیش‌بینی جریان‌های نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی و قیمت آتی سهام شرکت ارائه می‌کند [۴۵]. در همین راستا دستگیر و خدا بنده (۱۳۸۲) به بررسی ارتباط بین محتوای اطلاعاتی اجزای اصلی صورت جریان وجوه نقد با بازده پرداختند. آزمون فرضیات نشان داد که روابط بین تغییرات اجزای اصلی صورت جریان وجوه نقد با تغییرات بازده سهام در کلیه سال‌ها جز سال ۱۳۷۹، تأیید نشده و یا در سطح ضعیفی تأیید شده است. بررسی اجزای اصلی صورت جریان وجوه نقد نشان می‌دهد که دلایل اصلی عدم تأیید فرضیات، ناشی از خنثی شدن اثرات اجزا توسط یکدیگر بوده است [۳].

پور حیدری و همکاران (۱۳۸۹) توانایی جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی تهیه شده طبق استاندارد حسابداری شماره ۲ ایران را با توان پیش‌بینی جریان نقد

عملکرد آتی شرکت را دارد. معنادار بودن تفاوت ضرایب تعیین حاصل از مدل‌ها به کمک آزمون Z وونگ سنجیده شده است. نتایج آزمون وونگ برای مقایسه ضرایب تعیین مدل‌ها و بررسی معنادار بودن تفاوت ضرایب تعیین بررسی می‌شوند.

متغیرهای پژوهش

همان گونه که پیش‌تر تشریح شد، در این پژوهش سودمندی محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری‌های غیرنقدی شرکت‌ها به لحاظ توانایی آن‌ها در تخمین و تبیین جریان‌های نقدی عملیاتی آتی شرکت‌ها و همچنین ارتباط ارزشی آن‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. بر این اساس، متغیرهای وابسته در این پژوهش عبارتند از جریان‌های نقدی عملیاتی یک سال آینده شرکت مطابق با مدل‌های تخمینی، و همچنین قیمت بازاری سهام شرکت در دوره مشابه بر اساس مدل‌های ارتباط ارزشی [اطلاعات با قیمت سهام]. وجود رابطه معنادار بین اطلاعات حسابداری و قیمت‌های بازار سهام نشان دهنده مربوط (سودمند) بودن اطلاعات مزبور برای سرمایه‌گذاران است [۴۹]، در حالی که توانایی معیارهای حسابداری در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی هم برای سرمایه‌گذاران و هم برای اعتبار دهندگان شرکت حایز اهمیت است [۸].

در این مطالعه، جریان‌های نقدی عملیاتی (CFO) عبارت است از مبلغ مربوطه در صورت گردش وجوه نقد، مطابق با استاندارد حسابداری شماره ۲ ایران (و شماره ۱ بین‌المللی).

قیمت بازار سهام یا بازده بازار سهام متغیر وابسته رایج مورد استفاده در پژوهش‌های ارتباط ارزشی است (برای نمونه، کولینز و همکاران، ۱۹۹۷؛ بارث و

سرمایه‌گذاری، به منظور پیش‌بینی جریان‌های نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی آتی شرکت فراهم می‌آورند. فرضیه فرعی دوم: فعالیت‌های سرمایه‌گذاری غیرنقدی اطلاعات اضافی سودمندی، مازاد بر اطلاعات مستتر در جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، به منظور تبیین قیمت آتی سهام شرکت فراهم می‌آورند.

روش پژوهش

جامعه آماری پژوهش، همه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بازه زمانی این پژوهش به سال‌های ۱۳۸۰-۱۳۹۰ محدود می‌شود، که برای محاسبه متغیرهای قیمت سهام و جریان نقد عملیاتی از اطلاعات یک سال آتی شرکت استفاده می‌شود و بازه به سال ۱۳۹۱ گسترش می‌یابد. نمونه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است که ویژگی‌های زیر را داشته باشند: شرکت قبل از سال ۱۳۸۰ در بورس پذیرفته شده باشد و از نوع تولیدی باشد، همچنین سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و دوره مالی شرکت‌ها تغییر نکرده باشد، علاوه بر این نماد معاملاتی شرکت نباید وقفه بیش از ۴ ماه داشته باشد و داده‌های مورد نیاز برای پژوهش در دسترس و کامل باشد. با توجه به شرایط پیش گفته، ۹۰ شرکت طی فاصله زمانی ۱۳۹۱-۱۳۸۰ برای آزمون فرضیه‌ها انتخاب گردید.

این پژوهش، یک پژوهش همبستگی از نوع تحلیل رگرسیون است و هدف اصلی آن، تعیین میزان و نوع رابطه‌ی بین متغیرها است. برای آزمون مدل‌ها از داده‌های تلفیقی استفاده شده است و برای مقایسه قدرت تبیین مدل‌ها، R^2 مد نظر قرار گرفت. بیشترین R^2 نشان‌دهنده مدلی است که بیشترین قدرت تبیین

با توجه به موارد فوق، خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در مواردی که عواید حاصل از واگذاری سرمایه‌گذاری‌ها بیشتر از جریان‌های نقدی خروجی برای سرمایه‌گذاری‌های جدید باشد، مثبت خواهد بود. در مقابل، آن دسته از شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری‌های بالایی را به صورت نقدی تأمین مالی می‌نمایند، خالص جریان نقدی خروجی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خواهند داشت. در این پژوهش همچنین در مدل‌های تفصیلی، از عناصر اصلی تشکیل دهنده جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری (به شرح جدول فوق) به عنوان متغیرهای توضیحی استفاده شده است. به منظور تسهیل در تفسیر یافته‌های پژوهش، تمامی متغیرهای مربوط به جریان‌های نقدی شرکت به صورت خالص ارائه شده، به این معنی که جریان‌های نقدی ورودی به صورت اعداد مثبت و جریان‌های نقدی خروجی به صورت اعداد منفی نشان داده شده است.

در نهایت، متغیر جانشین مورد استفاده برای سرمایه‌گذاری‌های غیرنقدی (NC-INV) شرکت به صورت تغییر در مجموع دارایی‌های غیرحاری بعلاوه خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری تعریف می‌شود. به این منظور از تغییر مجموع دارایی‌های غیرحاری (به صورت تغییرات در مجموع دارایی‌ها به کسر تغییر در مجموع دارایی‌های جاری، بعلاوه هزینه استهلاک طی دوره (که از یادداشت‌های پیوست صورت‌های مالی استخراج شده است) به عنوان متغیر جانشین برای مجموع (خالص ورودی و خروجی) سرمایه‌گذاری‌های انجام شده توسط شرکت طی دوره استفاده می‌شود. آن گاه با اضافه نمودن خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به رقم مزبور، در واقع

همکاران، ۱۹۹۹). در این پژوهش از قیمت بازار سهام شرکت در پایان دوره مالی به عنوان متغیر وابسته استفاده گردیده است. این متغیر از بابت افزایش و کاهش سرمایه‌های سهام شرکت‌ها تعدیل شده است، با این فرض که تمامی سرمایه‌گذاری‌های صورت گرفته توسط شرکت طی دوره مالی در قیمت‌های مزبور لحاظ گردیده است.

متغیرهای توضیحی اصلی مورد استفاده در مدل‌های این پژوهش عبارتند از خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و عناصر اصلی تشکیل دهنده آن، و همچنین متغیر جانشین مورد استفاده برای آن دسته از سرمایه‌گذاری‌های شرکت که تأمین مالی آن‌ها به صورت غیرنقدی انجام شده است. خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری از (CFI)^۱ نشان دهنده جریان‌های نقدی ورودی حاصل از واگذاری سرمایه‌گذاری‌ها به کسر جریان‌های نقدی خروجی مربوط به سرمایه‌گذاری‌های جدید شرکت طی دوره مالی است. به بیان دیگر، این متغیر و اجزای آن به شرح زیر مورد استفاده قرار گرفته است:

$$CFI = STFIXA - CAPX - ACQ + DISP + OTHER$$

که در این رابطه CAPX خالص جریان نقد ناشی از خرید دارایی‌های ثابت، STFIXA خالص جریان نقد ناشی از فروش دارایی‌های ثابت، ACQ خالص جریان نقد ناشی از سرمایه‌گذاری در سایر شرکت‌ها، DISP خالص جریان نقد ناشی از فروش سرمایه‌گذاری در سایر شرکت‌ها، OTHER خالص جریان نقد ناشی از سایر سرمایه‌گذاری‌ها و CFI خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری است.

پیش‌بینی جریان وجه نقد عملیاتی سال آتی شرکت،
نقشی ایفا می‌کنند از مدل پایه زیر شروع شد:
مدل (۱)

$$CFO_{it+1} = \alpha_i + \beta_1 NIBE_{it} + \varepsilon_{it}$$

از این مدل به‌عنوان مدل پایه برای مقایسه با
مدل‌هایی که در آنها ترکیبی از اطلاعات مربوط به
سرمایه‌گذاری‌ها ارایه شده است، استفاده شده است.
در مدل زیر جریان نقد ناشی از فعالیت‌های
سرمایه‌گذاری به مدل وارد شده و قدرت تبیین این
مدل با مدل ۱ مقایسه خواهد شد:

مدل (۲)

$$CFO_{it+1} = \alpha_i + \beta_1 NIBE_{it} + \beta_2 CFI_{it} + \varepsilon_{it}$$

از آنجا که جریان نقد ناشی از فعالیت‌های
سرمایه‌گذاری به جریان‌های ورودی ناشی از فروش و
خروجی ناشی از خرید سرمایه‌گذاری‌های شرکت در
طی دوره مالی تقسیم می‌شود (به‌عنوان مثال، جریان
خروجی ناشی از خرید دارایی‌های سرمایه‌ای، جریان
ورودی ناشی از فروش دارایی‌های ثابت، جریان
خروجی مرتبط با خرید واحدهای فرعی و...)، تجمیع
این مؤلفه‌ها حاکی از آن است که همه این مؤلفه‌ها در
تبیین عملکرد شرکت وزن یکسانی دارند، در نتیجه
سودمندی بعضی از اطلاعات ارایه شده توسط این
مؤلفه‌ها پنهان می‌ماند [۱۲]. برای ارزیابی این که آیا
تجمیع اطلاعات باعث از دست رفتن بعضی از
اطلاعات این مؤلفه‌ها می‌شود یا خیر مدل ۲ به صورت
زیر بازنویسی می‌شود:

مجموع سرمایه‌گذاری‌های نقدی شرکت از این رقم
خارج شده و در نتیجه رقم باقیمانده نشان دهنده
سرمایه‌گذاری‌های غیرنقدی شرکت‌ها خواهد بود. در
محاسبات مزبور، مشابه با جریان‌های نقدی حاصل از
فعالیت‌های سرمایه‌گذاری [همان‌گونه که در بالا
تشریح شد]، از رقم منفی برای مقاصد تجزیه و تحلیل‌ها
استفاده می‌گردد. به این ترتیب، ارقام منفی همیشه نشان
دهنده سرمایه‌گذاری‌های صورت گرفته توسط
شرکت، چه به صورت نقدی و چه به صورت
غیرنقدی، خواهد بود.

$$NC_INV = -\{(\Delta ta - \Delta ca + dep) + CFI\}$$

که NC_INV سرمایه‌گذاری غیر نقدی، Δta
تغییر در مجموع دارایی‌ها، Δca تغییر در دارایی‌های
جاری، dep استهلاک و CFI جریان نقدی ناشی از
فعالیت‌های سرمایه‌گذاری است.
دو متغیر مستقل دیگر مورد استفاده ارزش دفتری
حقوق صاحبان سهام (BV) و سود خالص بعد از اقلام
غیر مترقبه ($NIBE$) است.

مدل‌های پژوهش

نقشی که اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری‌های
ارایه شده در صورت‌های مالی برای تبیین عملکرد
شرکت بازی می‌کنند، از دو طریق بررسی شد:

۱- نقشی که در پیش‌بینی جریان نقد آتی بازی می‌کنند:

در این پژوهش به پیروی از رادریگوتز و همکاران
(۲۰۱۲) به منظور بررسی این که آیا سرمایه‌گذاری‌های
نقدی و غیر نقدی علاوه بر سود خالص، در ارتباط با

مدل (۳)

$$CFO_{it+1} = \alpha_i + \beta_1 NIBE_{it} + \beta_3 CAPX_{it} + \beta_4 STFIXA_{it} + \beta_5 ACQ_{it} + \beta_6 DISP_{it} + \beta_7 OTHER_{it} + \varepsilon_{it}$$

در نهایت برای آزمون فرض اصلی دوم، مدل قبل با وارد کردن متغیری برای نشان دادن سرمایه‌گذاری‌های غیر نقدی، به صورت زیر برآورد شد، که هدف از آوردن این متغیر تعیین این است که آیا سرمایه‌گذاری‌های غیر نقدی اطلاعاتی علاوه بر سرمایه‌گذاری‌های نقدی در پیش‌بینی CFO ارایه می‌کند؟

مدل (۴)

$$CFO_{it+1} = \alpha_i + \beta_1 NIBE_{it} + \beta_3 CAPX_{it} + \beta_4 STFIXA_{it} + \beta_5 ACQ_{it} + \beta_6 DISP_{it} + \beta_7 OTHER_{it} + \beta_8 NC_INV_{it} + \varepsilon_{it}$$

۲- نقشی که در مدل ارزشگذاری بازی می‌کنند

در این بخش با مبنا قرار دادن مدل اولسون (۱۹۹۵)، به منظور بررسی این که آیا جریان نقد ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری‌ها و سرمایه‌گذاری‌های غیر نقدی داده‌های سودمندی برای ارزشگذاری شرکت ارایه می‌کند، از مدل پایه زیر شروع می‌نماییم:

مدل (۵)

$$PRICE_{it+1} = BV_{it} + \alpha_1 NIBE_{it} + \alpha_2 OtherInfo_{it}$$

در گام اول از تحلیل‌ها مدل ۵ به این صورت برآورد می‌شود که ابتدا یک عرض از مبدأ به آن اضافه شده و سپس عامل OtherInfo از آن حذف شده به گونه‌ای که ضریب BV غیر از یک باشد. از این رو مدل بالا به صورت زیر برآورد می‌شود:

مدل (۶)

$$PRICE_{it+1} = \alpha_i + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 NIBE_{it} + \varepsilon_{it}$$

سپس همان شیوه به کار گرفته شده در بالا را تکرار کرده و به صورت گام به گام متغیرهای مربوط به جریان نقد ناشی از سرمایه‌گذاری، اجزای تفکیک شده جریان نقد ناشی از سرمایه‌گذاری و عامل سرمایه‌گذاری‌های غیر نقدی به مدل اضافه می‌شود. مدل‌های برآورد شده به صورت زیر است:

مدل (۷)

$$PRICE_{it+1} = \alpha_i + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 NIBE_{it} + \beta_3 CFI_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۸)

$$PRICE_{it+1} = \alpha_i + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 NIBE_{it} + \beta_4 CAPX_{it} + \beta_5 STFIXA_{it} + \beta_6 ACQ_{it} + \beta_7 DISP_{it} + \beta_8 OTHER_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۹)

$$PRICE_{it+1} = \alpha_i + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 NIBE_{it} + \beta_4 CAPX_{it} + \beta_5 STFIXA_{it} + \beta_6 ACQ_{it} + \beta_7 DISP_{it} + \beta_8 OTHER_{it} + \beta_9 NC_INV_{it} + \varepsilon_{it}$$

همه متغیرها در بالا تعریف شده‌اند و همه متغیرها بر اساس هر سهم محاسبه شده‌اند.

یافته‌های پژوهش

جدول شماره یک خلاصه آمار توصیفی ۹۹۰ مشاهده را نشان می‌دهد.

جدول (۱) نتایج آمار توصیفی

متغیرها (بر اساس هر سهم)	میانگین (ریال)	انحراف معیار (ریال)	حداقل (ریال)	حداکثر (ریال)	میانه (ریال)	کشیدگی (ریال)	چولگی (ریال)
CFO	۶۵۵/۰۳	۱۳۵۴/۹۴۸	-۵۹۱۹/۳۸	۹۸۴۳/۹۹	۳۸۵/۲۹	۴/۳۶	۱/۷۸۸
PRICE	۴۹۶۹/۳۷	۲۱۱۰/۲۱۵	۲۱۴	۹۲۵۰۲	۳۱۵۹/۵	۹/۳۳۷	۲/۳۴۷
NIBE	۹۹۷/۹۸۷۱	۱۳۷۳/۱۷۸	-۳۸۱۷/۲۷	۱۹۲۰۷/۲۲	۶۶۸/۳۶	۴/۹۸۲	۱/۹۱۷
BV	۲۲۵۳/۱۱۳	۲۱۳۰/۲۷	-۵۷۸۴/۶۵	۳۶۱۲۱/۰۲	۱۸۵۰/۷۴	۷/۴۹۶	۲/۲۳۰
CFI	-۵۷۴/۴۶۴	۱۹۳۵/۹۲۱	-۷۱۶۴/۷	۱۹۸۶/۲۸	-۲۵۳/۴۲	۱۰/۷۰۴	-۲/۵۰۷
CAPX	۴۰۴/۲۳۷۹	۶۵۸/۵۹۷۷	۰	۸۸۵۶/۳۲۱۴	۲۱۱/۸۴	۵/۰۱۳	۲/۱۲
STFIXA	۴۶/۵۱۷۸۷	۱۴۳/۳۹۵۲	۰	۱۴۹۱/۶۶۷	۵/۵۳	۱۹/۷۲۱	۴/۱۸۴
ACQ	۲۴۵/۶۱۷	۷۴۳/۱۲۰۸	۰	۷۵۴۹/۹۶۰۵	۶/۷۷	۱۱/۲۵۶	۳/۱۹۶
DISP	۱۲۵/۲۳۸۸	۵۴۹/۳۴۱۵	۰	۸۶۱۰/۵۴	۰	۱۷/۲۳۵	۳/۹۵۹
NC_INV	۸۷/۴۲۳۶	۲۰۹۳/۹۸۱	-۲۹۲۸۲/۶	۲۳۶۲۱/۵	۱۴/۹۱	۱۹/۷۹۸	۰/۸۲۲

۰/۰۷۴ تغییرات جریان نقد عملیاتی ناشی از تغییرات درآمد بوده است. از مدل بالا به عنوان پایه‌ای برای مقایسه با مدل ترکیبی داده‌های مربوط به سرمایه‌گذاری و درآمد استفاده می‌کنیم.

در مدل (۲) که نتایج برآورد آن در جدول ۲ نشان داده شده است متغیر تبیینی CFI به مدل ۱ اضافه شده است. نتایج با انتظارات سازگار هستند و نشان می‌دهند که جریان نقد ناشی از سرمایه‌گذاری به طور منفی با جریان نقد عملیاتی آتی مرتبط است، به این معنا که جریان‌های خروجی ناشی از سرمایه‌گذاری‌های جاری به ایجاد سطوح بالاتر جریان نقد عملیاتی آتی کمک می‌کند. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل ۵ نشان می‌دهد که با اضافه شدن جریان نقد ناشی از سرمایه‌گذاری به مدل، این ضریب افزایش یافته، اما این افزایش چشمگیر نیست و همچنین با توجه به معنادار بودن آماره Z وونگ (۰/۰۰۴) که نشان دهنده معنادار بودن تفاوت بین ضرایب تعیین مدل‌های ۱ و ۲ است، می‌توان ادعا کرد که جریان نقد ناشی از سرمایه‌گذاری اطلاعاتی علاوه بر درآمد در پیش‌بینی جریان نقد

برای تشخیص انتخاب بین ترکیبی یا تابلویی بودن داده‌های مورد استفاده در مدل‌های پژوهش از آزمون F لیمر استفاده شده است و از آنجایی که برای همه مدل‌ها سطح معناداری نزدیک به صفر حاصل شد (از سطح خطا کمتر شد) از روش تلفیقی استفاده شد.

سپس برای تعیین و انتخاب یکی از دو الگوی اثرات ثابت یا تصادفی (در مورد داده‌های تلفیقی) از آزمون هاسمن استفاده شده و از آنجا که برای همه مدل‌ها سطح معناداری نزدیک به صفر و کمتر از سطح خطا (۰/۰۵) حاصل شد، مشخص شد که می‌توان فرضیه صفر را مبنی بر سازگاری ضرایب رد نمود، لذا روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود و نتایج در جداول زیر آمده است.

نتایج حاصل از برآورد مدل ۱ در جدول ۲ نشان داده شده است. t آماره برابر با ۱۸/۵۲ و سطح معناداری برابر با ۰/۰۰۰ در سطح خطای ۰/۰۵ معنادار است. آماره دوربین و استون نیز بر عدم وجود خود همبستگی دلالت دارد. بنابراین همانطور که انتظار می‌رود، درآمد شرکت بطور مثبت و با اهمیتی با جریان نقد عملیاتی آتی مرتبط است. ضریب تعیین مدل نشان می‌دهد که

عملیاتی ارایه می‌دهد. در نتیجه فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی اول تأیید می‌شود.

جدول (۲) نتایج آزمون‌های مربوط به مدل‌های پیش‌بینی CFO

	مدل (۱)			مدل (۲)			مدل (۳)			مدل (۴)		
	ضرایب	آماره سطح معناداری	سطح معناداری	ضرایب	آماره سطح معناداری	سطح معناداری	ضرایب	آماره سطح معناداری	سطح معناداری	ضرایب	آماره سطح معناداری	سطح معناداری
NIBE	۰/۶۹	۱۸/۵۲ ۰/۰۳	۰/۰۰	۰/۶۸	۱۵/۰۴ ۰/۰۰۶	۰/۰۰	۰/۷۰	۱۴/۵۳ ۰/۰۴	۰/۰۰۰	۰/۷۱	۱۷/۵۶ ۰/۰۴	۰/۰۰۰
CFI				-۰/۱۶	-۳/۶۸ ۰/۰۳	۰/۰۰						
CAPX							-۰/۱۳	-۲/۶۲ ۰/۰۴	۰/۰۰۰	-۰/۱۴	-۴/۲۲ ۰/۰۴	۰/۰۰۰۴
STFIXA							-۰/۰۴	-۳/۳۶ ۰/۰۱	۰/۰۰۱	-۰/۰۴	-۳/۳۶ ۰/۰۱	۰/۰۰۱۶
ACQ							-۰/۰۳	-۳/۲۷ ۰/۰۰۷	۰/۰۰۱	-۰/۰۱	-۳/۳۵ ۰/۰۰۷	۰/۰۰۵۸
DISP							-۰/۰۵	-۵/۸۹ ۰/۰۰۷	۰/۰۰۰۲	-۰/۰۴	-۵/۴۲ ۰/۰۰۸	۰/۰۰۰
NC_INV										-۰/۰۳	-۵/۳۵ ۰/۰۰۸	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۰۷۴			۰/۰۷۵			۰/۰۷۷			۰/۰۷۸		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۷۲			۰/۰۷۴			۰/۰۷۵			۰/۰۷۶		
F	۵۲/۰۸			۲۴/۳۰			۱۰/۶۶			۹/۱۱		
دوربین واتسون	۲/۱۰			۲/۱۲			۲/۱۳			۲/۱۶		

فروش سرمایه‌گذاری‌های شرکت به کاهش عملکرد آتی شرکت منجر می‌شود.

به طور کلی، نتایج نشان می‌دهند که اجزای جریان نقد ناشی از سرمایه‌گذاری اطلاعاتی علاوه بر سود در تبیین جریان نقد عملیاتی ارایه می‌کنند. بر همین اساس، نمی‌توان نتیجه گرفت زمانی که همه معیارها ترکیب می‌شوند، بخشی از اطلاعات آنها پنهان می‌ماند (ضایع می‌شود).

یافته‌های مزبور با نتایج گزارش شده توسط لیونات و زاروین (۱۹۹۰) که در پژوهش خود نشان دادند ضرایب برازش شده برای اجزای جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به لحاظ آماری معنادار نبودند و در مجموع، نتایج پژوهش مزبور

نتایج برآورد مدل ۳ در جدول ۲ با عنوان مدل ۳ گزارش شده است، که در آن می‌توان مشاهده کرد که تمامی اجزای خالص جریان وجه نقد ناشی از سرمایه‌گذاری با جریان نقد عملیاتی آتی مرتبط هستند و ضریب تعیین مدل نسبت به مدل قبل افزایش یافته و از آنجا که سطح معناداری مربوط به آماره وونگ (۰/۰۱۴۳) نیز کمتر از سطح خطا (۰/۰۵)، پس این اختلاف معنادار است.

ضرایب برای همه اجزا منفی هستند و این حاکی از آن است که در حالی که خرید دارایی‌های ثابت و ادغام شرکت‌ها (خرید شرکت دیگر توسط شرکت) با سطوح بالاتر جریان نقد عملیاتی آتی مرتبط است،

سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی است که بخش زیادی از سرمایه‌گذاری‌های آن‌ها به صورت نقدی تامین مالی می‌شوند.

نتایج برآورد مدل ۴ نیز در جدول ۲ و با عنوان مدل ۴ آمده است. این نتایج نشان می‌دهند که معیار سرمایه‌گذاری‌های غیر نقدی با جریان نقد عملیاتی آتی به طور منفی مرتبط است. ضریب منفی متغیر نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری‌های غیر نقدی به افزایش عملکرد آتی شرکت کمک می‌کند. با این حال ضریب تعیین مدل ۴ نسبت به مدل ۳ تغییر چندانی با اهمیتی نداشته است که این تغییر اندک از تغییر ناچیز در آماره وونگ (از ۱/۱۱- به ۱/۰۱-) نیز قابل برداشت است، اما به هر حال این تفاوت معنادار بوده و می‌توان نتیجه گرفت که شواهد محدودی در مورد قدرت پیش‌بینی جریان نقد عملیاتی به واسطه سرمایه‌گذاری‌های غیر نقدی وجود دارد. حدس می‌زنیم که محدودیت سودمندی اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری‌های غیر نقدی در این مطالعه به دلیل نبود اطلاعات کامل و در دسترس در مورد این متغیر در صورت‌های مالی اساسی است. چرا که ما این متغیر را با استفاده از اطلاعات موجود در ترازنامه و صورت جریان وجه نقد محاسبه کردیم. با توجه به تمامی این اطلاعات می‌توان نتیجه گرفت که فرضیات فرعی اول هر دو فرضیه اصلی مبنی بر سودمندی اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری‌های نقدی و غیر نقدی برای پیش‌بینی جریان نقد عملیاتی آتی، تأیید می‌شوند و این نتایج، با نتایج رودریگز و همکاران (۲۰۱۲) مطابقت دارد.

نتایج مرتبط با مدل‌های ارزش‌گذاری

همانطور که انتظار می‌رود ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و سود به طور مثبت و معناداری با قیمت

حاکمی از محدود بودن سودمندی محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بود و تمامی آن‌ها به استثنای سرمایه‌گذاری انجام شده در شرکت‌های فرعی - از حداقل معناداری آماری برخوردار نبودند، متفاوت است. تفاوت در یافته‌های پژوهش حاضر با پژوهش ایشان ممکن است ناشی از تفاوت در داده‌های مورد استفاده در تجزیه و تحلیل‌های این دو پژوهش باشد، چرا که لیونان و زاروین جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را با استفاده از اطلاعات مندرج در ترازنامه، صورت سود و زیان، و صورت تغییرات در وضعیت مالی شرکت‌ها به صورت برآوردی محاسبه نمودند، در حالی که در پژوهش حاضر جریان‌های نقدی واقعی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها به طور مستقیم از صورت گردش وجوه نقد حسابرسی شده آن‌ها استخراج شده و مبنای تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. افزون بر این، دلیل دیگر متفاوت بودن نتایج می‌تواند ناشی از تفاوت‌های موجود در نحوه تامین مالی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری توسط شرکت‌های آمریکایی (نمونه مورد بررسی لیونان و زاروین) و شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس و اوراق بهادار تهران باشد، چرا که سهم سرمایه‌گذاری‌های نقدی از مجموع سرمایه‌گذاری‌های صورت گرفته توسط شرکت‌های آمریکایی (اکثراً از طریق انتشار ابزارهای مشتقه مختلف) به طور قابل ملاحظه‌ای کمتر از شرکت‌های انگلیسی (اکثراً به صورت نقدی) است [۴۵]؛ و با توجه به آمار توصیفی ارائه شده می‌توان نتیجه گرفت که بخش عمده سرمایه‌گذاری‌ها در ایران نیز به صورت نقدی هستند. در نتیجه، یافته‌های این پژوهش نشان دهنده سودمندی بیشتر جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های

و عملکرد آتی شرکت ارایه می‌کند و فرضیه اصلی اول ما تأیید می‌شود.

هنگامی که جریان نقد ناشی از سرمایه‌گذاری به اجزای اصلی تفکیک می‌شود، مشخص شد که این ۵ جزء ضریب تعیین مدل را بهبود بخشیدند و معنادار بودن آماره وونگ معناداری این بهبود ضریب تعیین را تأیید می‌نماید. در نهایت، زمانی که متغیر سرمایه‌گذاری‌های غیر نقدی را وارد مدل می‌کنیم، نتایج نشان دادند که با قیمت سهام در ارتباط است. از آنجا که ضریب تعیین مدل بهبود یافت و با توجه به معنادار بودن آماره وونگ، نتیجه می‌گیریم که سرمایه‌گذاری‌های غیر نقدی اطلاعاتی علاوه بر سود، BV و جریان نقد ناشی از سرمایه‌گذاری در تعیین قیمت سهام ارایه می‌کند. یافته‌ها نشان می‌دهند که فرضیه فرعی دوم فرضیه اصلی دوم تأیید می‌شود. از این رو فرضیه اصلی دوم ما نیز مبنی بر نقش سرمایه‌گذاری‌های غیر نقدی در تعیین قیمت سهام و عملکرد آتی شرکت تأیید می‌گردد که این نتایج نیز با نتایج رودریگز و همکاران (۲۰۱۲) هم راستا است.

سهام مرتبط هستند. روی هم رفته، این متغیرها ۰/۱۱۲ تغییرات در قیمت را تبیین می‌کنند. مدل ۳ مبنای ما برای مقایسه با مدل‌های ۴، ۵ و ۶ است.

نتایج مربوط به تخمین معادله‌های ۷، ۸ و ۹ در جدول ۳ با عنوان مدل ۷، ۸ و ۹ به ترتیب ارایه شده است. با مدل ۶ شروع می‌کنیم، ضریب جریان نقد ناشی از سرمایه‌گذاری منفی و از لحاظ آماری معنادار است که نشان می‌دهد که جریان نقد ناشی از سرمایه‌گذاری اطلاعاتی علاوه بر درآمد خالص و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در تبیین قیمت سهام ارایه می‌کند. این نتایج با معنادار بودن آماره وونگ نیز تأیید می‌شود و آماره وونگ مربوط به تفاوت ضرایب تعیین مربوط به مدل‌های ۷ و ۸ نشان‌دهنده معنادار بودن این تفاوت است. در نتیجه فرضیه فرعی دوم فرضیه اصلی اول ما نیز تأیید می‌شود.

با توجه به تأیید فرضیات فرعی مربوط به فرضیه اصلی اول، نتیجه می‌گیریم که جریان نقد ناشی از سرمایه‌گذاری اطلاعات با ارزشی در تبیین قیمت سهام

جدول (۳) نتایج آزمون‌های مربوط به مدل‌های تبیین قیمت سهام

variable	مدل (۶)			مدل (۷)			مدل (۸)			مدل (۹)		
	ضریب	آماره؛ سطح معناداری	سطح معناداری	ضریب	آماره؛ سطح معناداری	سطح معناداری	ضریب	آماره؛ سطح معناداری	سطح معناداری	ضریب	آماره؛ سطح معناداری	سطح معناداری
BV	۰/۸۸	۱۲/۴۲ ۰/۰۵	۰/۰۰۰	۰/۵۱	۱۰/۷۶ ۰/۰۳	۰/۰۰۰	۰/۸۵	۱۱/۳۲ ۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۱۸۳	۳/۹۹ ۰/۰۱۸	۰/۰۰۰
NIBE	۰/۱۱	۴/۸۱ ۰/۰۲	۰/۰۰۰	۰/۲۳	۵/۳۷ ۰/۰۴	۰/۰۰۱	۰/۱۹	۴/۶۵ ۰/۰۴	۰/۰۰۳	۰/۶۱	۵/۰۱ ۰/۰۳	۰/۰۰۰
CFI				-۰/۲۰	-۶/۸۳ ۰/۰۳	۰/۰۰۰						
CAPX							-۰/۲۳	-۵/۹۸ ۰/۰۳	۰/۰۰۰	-۰/۱	-۲/۶۲ ۰/۰۵	۰/۰۳
STHXA							-۰/۱۴	-۴/۰۸ ۰/۰۲	۰/۰۰۰۱	-۰/۰۸۴۶	-۳/۴۳ ۰/۰۲	۰/۰۰۱

ادامه جدول (۳) نتایج آزمون‌های مربوط به مدل‌های تبیین قیمت سهام												
variable	مدل (۶)			مدل (۷)			مدل (۸)			مدل (۹)		
	ضریب	سطح معناداری	سطح معناداری	ضریب	سطح معناداری	سطح معناداری	ضریب	سطح معناداری	سطح معناداری	ضریب	سطح معناداری	سطح معناداری
ACQ							-۰/۰۹	-۱۱/۲۳ ۰/۰۰۷	۰/۰۰۰	-۰/۰۶۲	-۲/۹۷ ۰/۰۱	۰/۰۲۴
DISP							-۰/۰۴	-۱/۱۹ ۰/۰۱	۰/۰۰۶	-۰/۰۵۴	-۲/۰۸ ۰/۰۱	۰/۰۶۲
NC_INV										-۰/۰۴۸	-۳/۰۱ ۰/۰۱	۰/۰۳۸
دوربین واتسون	۲/۱			۲/۲۴			۱/۷۹			۲/۲۱		
ضریب تعیین	۰/۱۱۲			۰/۱۲۱			۰/۱۳			۰/۱۳۸		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۹			۰/۱۱			۰/۱			۰/۱۲		
F	۲۹/۸۵			۲۹/۱۹			۱۵/۹۲			۱۳/۳۳		

نتیجه‌گیری

در این پژوهش تأثیر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری نقدی و غیر نقدی در تبیین عملکرد آتی شرکت (پیش‌بینی جریان نقد عملیاتی و قیمت آتی سهام) مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که:

۱- سرمایه‌گذاری‌های نقدی اطلاعات با ارزشی در ارتباط با جریان نقد عملیاتی و قیمت آتی سهام ارائه می‌کند و تفکیک اجزای جریان نقد مربوط به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری قدرت تبیین مدل را بهبود می‌بخشد، در نتیجه فرضیه اصلی اول پژوهش تأیید شد.

۲- سرمایه‌گذاری‌های غیر نقدی اطلاعات با ارزشی در ارتباط با جریان نقد عملیاتی و قیمت آتی سهام ارائه می‌کند در نتیجه فرضیه اصلی دوم پژوهش تأیید شد.

به طور کلی نتایج این پژوهش نشان می‌دهد جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در کنار سود حسابداری شرکت‌ها به تشریح جریان‌های نقدی عملیاتی و قیمت آتی سهام شرکت کمک

می‌کند. همچنین بر خلاف نتایج پژوهش لیونات و زاوین (۱۹۹۰)، در بررسی خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به تفکیک هر یک از عناصر اصلی آن، یافته‌های این پژوهش نشان‌گر ضرایب معنادار غیرصفر و متفاوتی برای هر یک از عناصر مزبور بود. به این معنی که محتوای اطلاعاتی هر یک از اجزای جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها متفاوت از یکدیگر است. یافته دیگر این پژوهش نشان می‌دهد متغیر سرمایه‌گذاری‌های غیرنقدی نیز به جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و سود حسابداری در پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی آتی شرکت‌ها و همچنین قیمت‌های بازار آتی شرکت‌ها کمک می‌کند. این یافته‌ها با نتایج پژوهش رودریگز و همکاران (۲۰۱۲) مطابقت دارد. این نتایج نشان می‌دهد که اطلاعات مهمی در رابطه با سرمایه‌گذاری‌های شرکت در صورت گردش وجوه نقد گزارش نمی‌شوند. برغم اهمیت سرمایه‌گذاری‌های غیرنقدی شرکت برای

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابداری و حسابرسی، ۱۱، ۳۶، ۴۶-۲۷.

[۲] پور حیدری، امید؛ افلاطونی، عباس؛ نیکبخت، زهرا. (۱۳۸۹). بررسی توانایی وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی در پیش‌بینی وجوه نقد آتی. فصلنامه مطالعات حسابداری، ۲۶، ۴۵-۲۹.

[۳] دستگیر، محسن؛ خداپنده، رامین. (۱۳۸۲). بررسی ارتباط بین محتوای اطلاعاتی اجزای اصلی صورت جریان وجه نقد با بازده سهام. مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، ۱۹، ۲، ۱۱۲-۱۰۰.

[۴] شباهنگ، رضا. (۱۳۸۱). تئوری حسابداری، جلد اول، انتشارات مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی، تهران.

[۵] فروغی، داریوش؛ فرزادی، سعید. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر تغییرات جریان‌های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۴، ۳۶-۲۱.

[۶] ولی زاده لاریجانی، اعظم؛ مجتهدزاده، ویدا؛ حجازی، رضوان. (۱۳۹۲). تأثیر کیفیت افشا بر رابطه ارزشی ارقام صورت‌های مالی. فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱، ۲۶-۱۳.

[7] Agrawal, A.; Jaffe, J. F., and Mandelker, G. N. (1992). The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly. *The Journal of Finance* 47 (4): 1, 605-1,621.

[8] Al-Attar, A., and Hussain, S. (2004). Corporate Data and Future Cash Flows. *Journal of Business Finance and Accounting* 31: 861-903.

[9] Amir, E.; Guan, Y., and Livne, G. (2007). The Association of R&D and Capital Expenditures with Subsequent Earnings

استفاده کنندگان از صورت‌های مالی، ایشان برای دستیابی به اطلاعات مزبور ناگزیر از مراجعه به یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی هستند. کمرنگ بودن این اطلاعات در متن صورت‌های مالی احتمال از قلم افتادن آن‌ها در تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی و در نتیجه کاهش سودمندی صورت‌های مالی در تصمیم‌گیری‌های استفاده کنندگان از آن‌ها را افزایش می‌دهد.

بر این اساس، نتایج این پژوهش می‌تواند برای مقاصد استانداردگذاری و تعیین خط مشی‌های حسابداری و گزارش‌گری مالی کاربردهای مهمی داشته باشد، چرا که این نتایج با استانداردهای بین‌المللی حسابداری و استانداردهای حسابداری شماره ۲ ایران در خصوص نحوه رایه صورت‌های مالی مبنی بر الزامی نمودن افشای اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری‌های غیرنقدی در یادداشتی به پیوست صورت گردش وجوه نقد شرکت‌ها سازگاری دارد. همچنین با توجه به نتایج پژوهش که سرمایه‌گذاری‌های غیرنقدی در کنار اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری‌های نقدی شرکت‌ها به تبیین و تشریح عملکرد آتی شرکت‌ها کمک می‌نمایند، به سرمایه‌گذاران توصیه می‌گردد که اطلاعات مزبور را از یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی استخراج و در تصمیم‌گیری‌های خود استفاده نمایند. افزون بر این، به سرمایه‌گذاران توصیه می‌گردد به محتوای اطلاعاتی اجزای ورودی و خروجی هر یک از اجزای ورودی و خروجی جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری توجه نمایند.

منابع

[۱] بهرامفر، نقی؛ مهرانی، کاوه. (۱۳۸۳). رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری در

- Make Many Acquisitions. *The Journal of Finance* 57 (4): 1,763-1,793.
- [22] Gadad, A.-M., and Thomas, H. M. (2004). Do Asset Sales Lead To Improvements in Operating Performance. *Applied Economics* 36: 865-871.
- [23] Garca Lara, J. M, Garca Osmá, B., And Penalva, F. (2010). Accounting Conservatism and Firm Investment efficiency, Working Paper Available at [Http://Papers.Ssrn.Com/Sol3/Papers.Cfm?Abstract_Id=1383642](http://Papers.Ssrn.Com/Sol3/Papers.Cfm?Abstract_Id=1383642) (Access on 8 May 2012).
- [24] Haynes, M.; Thompson, S., and Wright, M. (2002). The Impact of Divestment on Firm Performance: Empirical Evidence from a Panel of UK Companies. *Journal of Industrial Economics* 50: 173-196.
- [25] Healy, P. M.; Palepu, K. G., and Ruback, S. (1992). Does Corporate Performance Improve After Mergers?, *Journal of Financial Economics* 31: 135-175.
- [26] Hillier, D.; Mccolgan, P., And Werema, S. (2009). Asset Sales and Firm Strategy: An Analysis of Divestitures by UK Companies. *The European Journal of Finance* 15 (1): 71-87.
- [27] Hirshleifer, D, and Teoh, S. H. (2003). Limited Attention, Information Disclosure, and Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics* 36: 337-386.
- [28] Hope, O. K., and Thomas, W. B. (2008). Managerial Empire Building and Firm Disclosure. *Journal of Accounting Research* 46 (3): 591-626.
- [29] Hubbard, R., and Palia, D. (1999). A Re-Examination of the Conglomerate Merger Wave of the 1960s: an Internal Capital Market View. *Journal of Finance* 54: 1,131-1,152.
- [30] Jensen, M. (1993). The Modern Industrial Revolution: Exit and Failure of Internal Control Mechanisms. *The Journal of Finance* 48: 831-880.
- [31] John, K., and ofek, E. (1995). Asset Sales and Increase in Focus. *Journal of Financial Economics* 37:105-126.
- [32] Juknevičius, M., Minzararu, D. (2011). The Relevance of Earnings and Cash Flows Measures in Explaining Security Returns over Long Intervals: Evidence from Sweden. *Msc Thesis in Variability. Journal of Business Finance And Accounting* 34 (1 & 2): 222-246.
- [10] Antoniou, A.; Petmezas, D., And Zhao, H. (2007). Bidder Gains and Losses of Firms Involved In Many Acquisitions. *Journal of Business Finance And Accounting* 34: 1,221-1,244.
- [11] Barth, M.; Beaver, W. H.; Hand, J. R. M., and Landsman, W. R. (1999). Accruals, Cash Flows and Equity Values. *Review Of Accounting Studies* 3: 205-229.
- [12] Barth, M.; Cram, D., and Nelson, K. (2001). Accruals and the Prediction of Future Cash Flows. *The Accounting Review* 76: 27-58.
- [13] Basu, N.; Dimitrova, L., And Paeglis, I. (2009). Family Control and Dilution in Mergers. *Journal of Banking and Finance* 33: 829-841.
- [14] Bergh, D. D. (1995). Size And Relatedness of Units Sold: An Agency Theory and Resource-Based Perspective. *Strategic Management Journal* 16: 221-239.
- [15] Biddle, G. C.; Hilary, G., and Verdi, R. S. (2009). How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? *Journal of Accounting And Economics* 48: 112-131
- [16] Bowen, R., Burgstahler, D., & Daley, L. (1986). Evidence on the Relationships between Earnings and Various Measures of Cash Flow. *The Accounting Review*, 61(4), 713-725.
- [17] Collins, D.; Maydew, E., and Weiss, I. (1997). Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years. *Journal of Accounting and Economics* 24: 39-67.
- [18] Dittmar, A., and Shivdasani, A. (2008). Divestitures and Divisional Investment Policies. *The Journal of Finance* ,58 (6): 2,711-2,743.
- [19] Faccio, M., Masulis, R. (2005). The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance* 60 (3): 1,345-388.
- [20] Fazzari, S.R., (2000), Investment-Cash Flow Sensitivities Are Useful: A Comment on Kaplan and Zingales. *The Quarterly Journal of Economics*, 115, 595-705.
- [21] Fuller, K.; Netter, J., and Stegemoller, M. (2002). What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That

- Investment Opportunities, and Management Ownership. *The Journal of Finance* 51 (4): 1,227-1,246.
- [42] McConnell, J. J., Muscarella, C. J. (1985). Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm. *Journal of Financial Economics* 14: 399-422
- [43] Moeller, S. B.; Schlingemann, F. P., and Stulz, R. M. (2004). Firm Size and the Gains from Acquisitions. *Journal of Financial Economics* 73: 201-228.
- [44] Oler, D. K. (2008). Does Acquirer Cash Level Predict Post-Acquisition Returns? *Review of Accounting Studies* 13: 479-511.
- [45] Rodriguez, M., and Stonegrinder, F., and Lamas, R. (2012). Do Investing Cash Flow Help In Explaining Future Corporate Performance?. *Spanish Journals Financing Accounting* 154: 185-208.
- [46] Rau, P. R., and Vermaelen, T. (1998). Glamour, Value and The Post-Acquisition Performance of acquiring Firms. *Journal Of Financial Economics* 49: 223-253.
- [47] Savor, P., And Lu, Q. (2009). Do Stock Mergers Create Value For Acquirers? *The Journal of Finance* ,64 (3): 1,061-1,097.
- [48] Shleifer, A, And Vishny, R. W. (2003). Stock Market Driven Acquisitions. *Journal of Financial Economics* 70: 295-311.
- [49] Song, C. J.; Thomas, W. B., And Yi, H. (2010). Value Relevance of FAS N; 157 Fair Value Hierarchy Information and the Impact of Corporate Governance Mechanisms. *The Accounting Review*, 85 (4): 1,375-1,410.
- Accounting and Financial Management, Stockholm School of Economics.*
- [33] Kerstein, J., And Kim, S. (1995). The Incremental Information Content of Capital Expenditures. *The Accounting Review*, 70 (3): 513-526.
- [34] Kim, M., and Kross, W. (2005). The Ability of Earnings to Predict Future Operating Cash Flows Has Been Increasing-Not Decreasing. *Journal of Accounting and Economics* 43: 753-780.
- [35] Kusuma, H. (2014). The Incremental Information Content of the Cash Flow Statement: an Australian Empirical Investigation. *International Journal of Business Administration* 4:90-102.
- [36] Lasfer, M.; Sudarsanam, S., and Taffler, R. (1996). Financial Distress, Asset Sales and Lender Monitoring. *Financial Management* 25: 57-66.
- [37] Lee, B. S., Nohel, T. (1997). Value Maximization and the Information Content of Corporate Investment With Respect to Earnings. *Journal of Banking and Finance* 21: 661-683.
- [38] Li, D. (2010). Financial Constraints: R&D Investment, and Stock Returns. *Rady School of Management University of Colifornia Sandiego* 1-6,22-24
- [39] Livnat, J., and Zarowin, P. (1990). The Incremental Information Content of Cash-Flow Components. *Journal of Accounting and Economics* 13: 25-46.
- [40] Loughran, T., and Vijh, A. M. (1997). Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions? *The Journal of Finance* 52 (5): 1,765-1,790.
- [41] Martin, K. J. (1996). The Method of Payment in Corporate Acquisitions,