

جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی و ارزش شرکت: نقش تعدیل

کنندگی ساختار مالکیت

رامین مصلحی جویباری^۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۲/۰۹

تاریخ پذیرش ۱۴۰۳/۰۲/۰۷

چکیده

هدف اصلی تحقیق حاضر تبیین جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی و ارزش شرکت: نقش تعدیل کنندگی ساختار مالکیت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. جامعه آماری تحقیق حاضر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ بوده که حجم نمونه با توجه به روش حذف سیستماتیک برابر با ۱۰۹ شرکت می باشد. پژوهش حاضر از حیث هدف کاربردی و از حیث روش توصیفی- همبستگی قلمداد می شود همچنین این پژوهش مبتنی بر تحلیل داده های تابلویی (پانل دیتا) نیز می باشد. یافته های پژوهش نشان دادند که بین جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد ولی مالکان نهادی رابطه بین این دو متغیر را تعدیل نمی کند. **کلمات کلیدی:** جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی، ارزش شرکت، ساختار مالکیت

^۱ کارشناس ارشد حسابداری مسول اداری مالی نمک آبرود (شرکت عمران مسکن شمالی) ramin.msih@gmail.com

۱-مقدمه

پژوهش‌های پیشین، اکثراً بر روی عوامل مؤثر بر پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی متمرکز بوده‌اند (جانسون، ۱۹۹۴؛ هویی و تیانگ، ۲۰۰۲؛ فرشادفر و مونیم، 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 درماندگی مالی و ارزش شرکت را بررسی کرده‌اند (عزیز و لاسون، ۱۹۸۹؛ گیلبرت و همکاران، ۱۹۹۰؛ فرناندز، ۲۰۰۷؛ قدرتی و هاشمی، ۲۰۱۴ و آرود و همکاران، ۲۰۱۶ و آلتوناز و همکاران، ۲۰۱۷). این پژوهش‌ها نشان می‌دهند که جریان‌های نقدی، قدرت پیش‌بینی درآمدها، درماندگی 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. 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 زاروی، 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 این‌رو، انتظار می‌رود که جریان‌های نقدی عملیاتی، باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود.

از طرف دیگر، به دلیل این واقعیت که وجوه نقد به‌عنوان یکی از مهم‌ترین دارایی‌های یک واحد کسب‌وکار در نظر گرفته می‌شود، سرمایه‌گذاران، طلبکاران و دیگر ذینفعان توانایی یک واحد تجاری در ایجاد و افزایش پول نقد را مورد ارزیابی قرار می‌دهند. از طرف دیگر به دلیل

مشکلات نمایندگی، ممکن است مدیران شرکت‌ها از منابع موجود در شرکت برای افزایش ثروت سهامداران استفاده نکنند و در راستای پیشبرد اهداف و منافع مشخص خود این منابع را بکار گیرند (جاج و همکاران، ۲۰۰۳). امروزه پژوهشگران بهترین راه‌حل این مشکل را بکارگیری سازوکارهای مؤثر و کارآمد حاکمیت شرکتی می‌دانند. ترکیب مالکیت یکی از مهم‌ترین سازوکارهای حاکمیت شرکتی است که شامل سهامداران شرکت می‌شود که توانایی نظارت مؤثر و کارآمد بر هیأت مدیره شرکت را دارند. قدرت سهامداران نهادی در شرکت، از جمله سازوکارهایی است که می‌تواند از سوء استفاده مدیران در جهت دنبال کردن منافع شخصی خود جلوگیری کرده و موجب بهبود عملکرد شرکت‌ها شوند (لیمون و همکاران، ۲۰۰۳). بنابراین باتوجه به موضوعات مطرح شده مسئله اصلی پژوهش این است که آیا ساختار مالکیت (مالکان نهادی) بر رابطه بین جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی و ارزش شرکت اثر تعدیل‌کنندگی دارد؟

۲- مبانی نظری تحقیق:

صورت جریان وجوه نقد

یکی از گزارش‌های مالی که در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد، صورت جریان نقدی است. صورت جریان‌های نقدی (به همراه اطلاعات موجود در سایر صورت‌های مالی) ابزار انتقال اطلاعات برای ارزیابی توان باز پرداخت بدهی، نقدینگی و انعطاف‌پذیری مالی است. صورت جریان وجوه نقد همان‌طور که از نام آن برداشت می‌شود، باید اطلاعات کافی و کاملی در مورد گردش وجوه نقد یک واحد انتفاعی طی یک دوره مالی به استفاده‌کنندگان ارائه دهد. علاوه بر این، سعی این صورت بر آن است که اطلاعاتی در مورد تمامی فعالیت‌های یک واحد انتفاعی در زمینه فعالیت‌های عملیاتی، سرمایه‌گذاری، تامین مالی، بازده سرمایه‌گذاری‌ها و وجوه پرداختی بابت تامین مالی و مالیات بر درآمد طی دوره را فراهم سازد. با استفاده از اطلاعات مندرج در این صورت، همراه با اطلاعاتی که در سایر صورت‌های مالی و یادداشت‌های پیوست آن‌ها افشا می‌شود، می‌توان به اهداف زیر دست یافت:

۱- برآورد قابلیت واحد تجاری در ایجاد جریان مثبت نقدینگی در آینده؛

۲- برآورد قابلیت واحد تجاری یا انتفاعی در بازپرداخت تعهدات جاری، پرداخت سود سهام

و نیاز به وجه از منابع خارجی؛

۳- مشخص نمودن موارد اختلاف بین رقم سود خالص و وجه نقد دریافتی و پرداختی؛

۴- برآورد تاثیرات سرمایه‌گذاری نقدی و غیر نقدی و فعل و انفعالات مالی و پولی واحد انتفاعی بر وضع مالی آن در آینده (سازمان حسابرسی، ۱۳۸۶).

انواع جریان‌های نقدی

در مورد جریان وجوه نقد، سه مفهوم اساسی شامل جریان نقدی حقوق صاحبان سهام، جریان نقدی سرمایه‌ای و جریان نقدی آزاد وجود دارد. همواره گفته می‌شود با بهبود جریان وجوه نقد، شرکت بهتر کار می‌کند و ثروت سهامداران آن افزایش می‌یابد (اسماعیلی، ۱۳۹۰).

۱- جریان نقدی حقوق صاحبان سهام

جریان نقدی است که پس از تأمین نیازهای سرمایه‌گذاری‌های انجام شده، نیازهای سرمایه در گردش، پرداخت هزینه‌های مالی، هزینه‌های کارکنان و ایجاد بدهی جدید، در شرکت باقی می‌ماند (فریرا و ویلیا، ۲۰۰۴). جریان نقدی حقوق صاحبان سهام، جریان نقدی در دسترس سهامداران در داخل شرکت را نشان می‌دهد که برای تقسیم سود یا بازخرید سهام به کار می‌رود. جریان نقدی حقوق صاحبان سهام در هر دوره مالی به سادگی، تفاوت بین جریان وجوه نقد ورودی و جریان وجوه نقد خروجی در آن دوره را نشان می‌دهد.

۲- جریان نقدی سرمایه‌ای

جریان نقدی سرمایه‌ای، جریان وجوه در دسترس برای همه بستانکاران و سهامداران است و شامل جریان نقدی حقوق صاحبان سهام و جریان نقدی بستانکاران است. جریان نقدی بستانکاران شامل مجموع وجوه پرداخت شده برای بهره به‌علاوه بازپرداخت اصل وام (یا پس از کسر افزایش در اصل وام) است (دیتمار و همکاران، ۲۰۰۳).

جریان نقدی بدهی + جریان نقدی حقوق صاحبان سهام = جریان نقدی سرمایه‌ای

۳- جریان نقدی آزاد

جریان‌های نقد آزاد، عبارت است از مانده وجوه نقد در دسترس شرکت برای پرداخت به صاحبان سهام و اعتباردهندگان پس از پرداخت کلیه هزینه‌های عملیاتی (شامل مالیات) و انجام سرمایه‌گذاری‌های ضروری در دارایی‌های ثابت و سرمایه در گردش می‌باشد. به عبارت دیگر

جریان های نقدی آزاد عبارت است از جریان نقدی حاصل از عملیات پس از کسر مالیات بدون احتساب بدهی ها و هزینه های بهره شرکت.

حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی سیستمی است که از طریق آن شرکت های تجاری، نظارت و کنترل می شوند. حاکمیت شرکتی، توزیع حقوق و مسئولیت ها را بین شرکای مختلف در شرکت از قبیل هیأت مدیره، مدیران، سهامداران و سایر ذینفعان مشخص می کند و قوانین و رویه های تصمیم گیری در امور شرکتی را تعیین می نماید. با انجام این کار، ساختارهایی فراهم می شوند که از طریق آنها هدف های شرکت تبیین و ابزار رسیدن به این هدف ها و نظارت بر عملکرد نیز فراهم می شوند. اگر چه ویژگی های حاکمیت شرکتی، نقش های مختلفی را در جهت اطمینان از موفقیت شرکت ها، بر عهده دارد، اما در نهایت تنها نقش پاسخگویی است که بر اقتصاد تجاری اثر می گذارد. وان دن برگه (۲۰۰۱) بیان می کند که عملکرد، در نهایت نتیجه بسیاری از عوامل به هم پیوسته است که در آنها حاکمیت شرکتی تنها یک عنصر ممکن در مجموعه کلی محرک های عملکرد است طبق تحقیقات انجام شده اگر شرکت ها در جهت بهبود و ارتقای وضعیت حاکمیت شرکتی تلاش کنند این موضوع تأثیر مثبتی بر عملکرد و ارزش شرکت می تواند داشته باشد (همان منبع).

نقش سهامداران نهادی در حاکمیت شرکتی

سهامداران به ویژه سرمایه گذاران نهادی نیز نقشی مهم ایفا می کنند. در انگلستان، چهار نوع اصلی از سرمایه گذاران نهادی شامل: صندوق های وجوه بازنشستگی، شرکت های بیمه عمر، مؤسسات امین فعال در بخش اوراق بهادار و مؤسسات امین فعال در بخش سرمایه گذاری وجود دارد. از دیدگاه نظری، جایگاه سرمایه گذاران نهادی در حاکمیت شرکتی بسیار پیچیده است. از یک دیدگاه، سرمایه گذاران نهادی یکی دیگر از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی نیرومند را بازنمایی می کنند که می توانند بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند زیرا نفوذشان بر مدیریت شرکت هم می تواند اساسی باشد و برای همسو کردن منافع مدیریت با منافع گروه سهامداران استفاده شود. هر روز بر اهمیت نقش نظارتی سرمایه گذاران نهادی افزوده می شود زیرا آنها بسیار بزرگ و با نفوذ شده اند و در عین حال تمرکز مالکیت قابل ملاحظه ای را بدست آورده اند. در حقیقت در متون از تمرکز مالکیت به عنوان سازوکاری مهم یاد می شود که مشکلات نمایندگی را

کنترل و هدایت می‌کند و منافع سرمایه‌گذاران را بهبود می‌بخشد. با وجود این چنین تمرکزی می‌تواند اثرات منفی داشته باشد، مانند دسترسی به اطلاعات محرمانه که عدم تقارن اطلاعاتی را بین آنان و سهامداران کوچکتر ایجاد می‌کند. سرمایه‌گذاران نهادی همچنین می‌توانند مشکلات نمایندگی را به واسطه وجودشان در مقام مالک عمده وخیم‌تر کنند که مشکل برخاسته از جدایی مالکیت و کنترل را کاهش می‌دهد.

پیشینه تحقیق

تحقیقات خارجی

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.

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. فرانسس و هانسن (۲۰۱۳) در پژوهشی تأثیر حاکمیت شرکتی بر حساسیت جریان وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که حساسیت جریان وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت در پاسخ به حاکمیت شرکتی ضعیف افزایش می‌یابد.

چن (۲۰۰۲) معتقد است سهامداران نهادی به دلیل قدرت کنترل و نظارتی که بر اعمال مدیریت دارند، می‌توانند از انجام فعالیت‌های فرصت‌طلبانه مدیریت جلوگیری کنند. بنابراین، سهامداران نهادی می‌توانند از دستکاری فعالیت‌های مربوط به جریان وجه‌نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، به‌عنوان یکی از روش‌های دستکاری سود جلوگیری کنند. بارث و همکاران (۲۰۰۱) نشان دادند که جریان‌های نقدی عملیاتی نسبت به سود، توانایی بیشتری در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی و آینده شرکت دارد.

تحقیقات داخلی

سعادت و همکاران (۱۳۹۹) پژوهشی تحت عنوان تاثیر مالکان نهادی و رقابت در بازار محصول بر ارزش شرکت، را مورد بررسی قرار دادند. به همین منظور، اطلاعات مربوط به ۱۲۸

شرکت در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۹۴ با استفاده از روش رگرسیونی تحلیل ترکیبی داده‌ها مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد بین مالکان نهادی قوی و عملکرد مطلوب تر واحد های تجاری ارتباط معنادار مثبت وجود دارد همچنین از طرفی بین افزایش رقابت در بازار محصول و عملکرد مطلوب تر شرکت‌ها ارتباط معنادار وجود ندارد. سایر شواهد پژوهش گواه بر این است که بین عملکرد شرکت با اهرم مالی و اندازه شرکت ارتباط معنادار مشاهده گردید، اما با درصد سرمایه‌گذاری ارتباط معنادار مشاهده نگردیده است.

فتحی قره تپه و همکاران (۱۳۹۸) به پژوهشی تحت عنوان "تأثیر رقابت در بازار محصول و توانایی حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر محدودیت‌های مالی شرکت" پرداختند. حاکمیت شرکتی سازوکاری است که می‌تواند مشکل نمایندگی را کاهش دهد و با کاهش تضاد منافع بین سهامداران و مدیران منجر به بهبود فرآیند سرمایه‌گذاری شود. اما محدودیت‌های مالی شرکت ممکن است تأثیر متفاوتی بر عملیات شرکت داشته باشد. از این رو پژوهش آنها بر آن است که تأثیر رقابت در بازار محصول و توانایی حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر محدودیت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دهد. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که رقابت در بازار محصول بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معنادار دارد و برای تأثیرگذاری توانایی حاکمیت شرکتی و نقش تعدیلی محدودیت‌های مالی بر روی کارایی سرمایه‌گذاری در این پژوهش چیزی مشاهده نگردید.

عباس‌نژاد (۱۳۹۵) نشان داد که بین سهامداران نهادی و جریان وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ درحالی‌که بین درصد مدیران غیرموظف و اندازه هیأت مدیره، رابطه‌ای وجود ندارد.

خادمی (۱۳۹۵) نشان داد که سهامداران نهادی به‌عنوان یکی از سازوکارهای مهم حاکمیت شرکتی، تأثیر مثبتی بر جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی دارند.

۳- فرضیه تحقیق

با در نظر گرفتن پیشینه نظری و تجربی ذکر شده فرضیه زیر بیان می‌گردد.

فرضیه (۱): بین جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی و ارزش شرکت رابطه وجود دارد.

فرضیه (۲): مالکان نهادی بر رابطه بین جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی و ارزش شرکت تاثیر دارد.

۴- روش تحقیق

انجام این پژوهش در چارچوب استدلال قیاسی - استقرایی صورت خواهد گرفت. از نظر ماهیت و محتوا از نوع همبستگی میباشد، که با استفاده از دادههای صورتهای مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (سایت کدال و نرمافزار رهاورد نوین) به تحلیل رابطه همبستگی میپردازد. پژوهش های همبستگی از انواع پژوهشهای توصیفی هستند. علاوه بر این پژوهش حاضر بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته (صورتهای مالی شرکتهای) انجام میگردد، بنابراین پسرویدادی است. در نهایت از جنبه هدف، پژوهشی کاربردی است که به حل مسائل موجود (سیاسی، اقتصادی و...) میپردازد.

هدف تحقیق

هدف علمی ۱: تبیین میزان رابطه بین جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی و ارزش شرکت

هدف علمی ۲: تبیین میزان تاثیر مالکان نهادی بر رابطه بین جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی و ارزش شرکت

قلمرو موضوعی: قلمرو موضوعی تحقیق در حوزه حسابداری مالی است.

قلمرو زمانی: قلمرو زمانی این تحقیق بین سالهای ۱۳۹۴ لغایت ۱۳۹۸ (یک دوره پنج ساله) می باشد.

قلمرو مکانی: بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی مورد نظر میباشد.

جامعه و نمونه آماری

جامعه ی آماری این تحقیق، تمام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۹۴ تا پایان سال ۱۳۹۸ میباشد. به علت گستردگی حجم جامعه آماری و وجود برخی ناهماهنگی ها میان اعضای جامعه، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده و از این رو نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک انتخاب می شود. شرایط یاد شده عبارتند از:

سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد. شرکتهای تحت بررسی جزء شرکتهای سرمایه گذاری، هلدینگ و واسطه گری مالی نباشند. معاملات سهام شرکت به طور مداوم در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته باشد و توقف معاملاتی بیش از سه ماه در مورد سهام یاد شده اتفاق نیفتاده باشد. اطلاعات و داده های آنها در دسترس باشد. با توجه به شرایط و محدودیتهای فوق، از بین شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مابقی جامعه آماری به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب خواهند شد.

روش ها و ابزار گردآوری اطلاعات:

برای تدوین مبانی نظری تحقیق از روش کتابخانه ای (با مراجعه به پایان نامه ها و مقالات فارسی و انگلیسی از طریق سایت ها مربوطه) و در مرحله ی دوم، برای گردآوری داده های مورد نظر از صورتهای مالی ارائه شده به بورس اوراق بهادار و سایر منابع اطلاعاتی مرتبط مانند بانک اطلاعاتی تدبیرپرداز و ره آورد نوین استفاده می گردد. در این تحقیق ابتدا داده های اولیه وارد نرم افزار اکسل می شوند. سپس، از طریق این نرم افزار داده های لازم برای جاگذاری در مدل تهیه گردید. برای تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها از نرم افزار آماری Eviews استفاده می گردد.

۵-مدل و نحوه اندازه گیری متغیرها:

بر اساس مبانی نظری و فرضیه های تحقیق مدل (۱) برای فرضیه اول و مدل (۲) برای فرضیه دوم ارائه می گردد:

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)

$$QB_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{i,t} + \alpha_2 IO_{i,t} + \alpha_3 CFO * IO_{i,t} + \alpha_4 CR_{i,t} + \alpha_5 ATR_{i,t} + \alpha_6 LEV_{i,t} + \alpha_7 BS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر وابسته

ارزش شرکت: در تحقیق حاضر از شاخص کیو توبین برای سنجش ارزش شرکت استفاده می شود.

QB: نشان دهنده نسبت (Tobin's Q) است که از رابطه زیر محاسبه می شود.

رابطه (۱)

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

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

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

متغیر تعدیل‌گر

IO: در این پژوهش از نسبت سهامداران نهادی (شامل سرمایه‌گذاران بزرگ مانند بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری) به کل سهامداران شرکت استفاده می‌شود که براساس میانه به متغیر دو وجهی تبدیل می‌گردد.

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.

۶- تجزیه و تحلیل آماری :

آزمون‌های آماری لازم جهت تحلیل رگرسیون چندمتغیره

آزمون‌های آماری لازم و نوع آماره استفاده شده جهت تحلیل رگرسیون چند-متغیره در سطح اطمینان ۹۵٪ در جدول زیر آورده شده است.

جدول ۴- آزمون های آماری جهت تعیین رگرسیون چندمتغیره

نوع آزمون استفاده شده	نوع آماره استفاده شده
آزمون نرمال بودن (وابسته-پسماند)	جارجبرا
آزمون نرمال سازی (در صورت نیاز)	تبدیل جانسون
آزمون مانایی	Levin, lin
تشخیص نوع داده های ترکیبی	F مقید(اف لیمر)
تعیین نوع روش برآورد	هاسمن
معنادار بودن مدل رگرسیون	F (اف فیشر)
آزمون معنادار بودن ضرایب	آماره t
عدم خودهمبستگی جملات خطا	دوربین واتسون
آزمون همسانی واریانس خطا	بارتلت

آمار توصیفی

همان طور که در جدول شماره (۴-۲) مشاهده می شود، نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش نشان داده شده است. اصلیتترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. میانه نشان می دهد که نیمی از داده ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. بطور کلی از میانه به عنوان اندازه تمایل به مرکز توزیع هایی که شکل آنها نامتقارن است، استفاده می شود. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهمترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است.

جدول ۴-۲ شاخص های مرکزی و پراکندگی هر یک از متغیرهای تحقیق

نام متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
ارزش شرکت	0.635	0.627	1.078	0.014	0.328	0.396	1.574
جریان نقد عملیاتی	0.875	0.863	1.863	0.053	0.297	0.143	3.078
مالکان نهادی	0.693	0.687	1	0	0.356	0.234	1.452
نسبت جاری	1.421	1.396	2.986	0.143	0.387	0.236	2.086
نسبت گردش دارایی	0.786	0.742	1.365	0.132	0.247	0.208	2.436

نسبت بدهی	0.511	0.507	0.784	0.108	0.364	0178	3.438
اندازه هیات مدیره	5.428	5.364	7	5	0.286	0.217	1.809

آماراستنباطی

آزمون نرمال بودن متغیر وابسته

اولین مرحله جهت آغاز فرآیند آزمون فرضیه‌ها، بررسی نرمال بودن متغیر وابسته است. برای بررسی نرمال بودن فرضیاتی به شکل زیر صورت بندی شده است:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \text{توزیع داده ها نرمال است} \\ H_1: \text{توزیع داده ها نرمال نیست} \end{array} \right.$$

از آنجائی که احتمال آماره جارکیرا برای متغیر وابسته ارزش شرکت، بیشتر از ۵٪ است، فرضیه صفر مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر مربوطه تایید می‌شود و نشان دهنده نرمال بودن متغیر مذکور می باشد لذا نیاز به نرمالسازی توزیع متغیر مذکور نمی باشد. جدول ۴-۳ نتایج حاصل از آزمون نرمالیته متغیر وابسته (جارکیرا) را نشان می دهد.

جدول ۴-۳ نتایج حاصل از نرمالیته متغیر وابسته تحقیق

متغیر	ارزش شرکت
آزمون	784/8
	173/0

آزمون مانایی متغیرها

یک متغیر سری زمانی وقتی ماناست که میانگین، واریانس و ضریب خود همبستگی آن در طول زمان ثابت باقی ماند. مانایی دو حالت دارد: ضعیف و قوی. ما معمولاً حالت ضعیف را بررسی می‌کنیم. اگر تمامی گشتاورها در طول زمان ثابت باشد، سری، مانای قوی است؛ ولی اگر گشتاورهای مرتبه اول و دوم ثابت باشد سری مانای ضعیف است. دراین پژوهش برای بررسی مانایی ازآزمون لین و لوین استفاده میگردد. فرضیه صفر آزمون، بیانگر وجود ریشه واحد متغیرهاست

جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی...

جدول ۴- نتایج آزمون ریشه واحد LLC(Levin, Lin & Chu)، با عرض از مبدأ و

روند)

آزمون لین و لوین		متغیر
احتمال	آماره	
000/0	4.241	ارزش شرکت
000/0	3.254	جریان نقد عملیاتی
001/0	4.837	مالکان نهادی
001/0	2.259	نسبت جاری
001/0	3.654	نسبت گردش دارایی
001/0	2.528	نسبت بدهی
000/0	3.726	اندازه هیات مدیره

با توجه به جدول فوق فرضیه صفر مبنی بر نامانایی برای همه متغیرها رد می شود و تمامی متغیرهای مورد مطالعه در سطح مانا هستند.

برآورد مدل و تجزیه و تحلیل مدل

در پژوهش حاضر، مدل مذکور با استفاده از مدل داده‌های ترکیبی برآورد می‌شوند. بدین ترتیب که چند شرکت در طول زمان مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند. در تجزیه و تحلیل داده‌های ترکیبی یک محیط بسیار غنی از اطلاعات برای گسترش تکنیک‌های تخمین و نتایج قابل تحلیل فراهم می‌گردد. در بسیاری از موارد، پژوهشگران می‌توانند از داده‌های ترکیبی، برای مواردی که نمی‌توان فقط به صورت سری زمانی یا فقط به صورت مقطعی بررسی کرد، بهره بگیرند. همانگونه که در فصل سوم اشاره شد در داده‌های ترکیبی ابتدا به منظور انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی از "آزمون F لیمر" استفاده می‌شود. اگر p-value محاسبه شده بیشتر از سطح خطای ۵ درصد باشد از داده‌های تلفیقی (Pooled) و در غیر اینصورت از داده‌های تابلویی (Panel) استفاده خواهد شد.

در صورتیکه داده‌ها به صورت تابلویی باشند، برای بررسی این موضوع که آیا عرض از مبدأ به صورت اثرات ثابت است یا اینکه در ساختار واحدهای مقطعی به صورت تصادفی عمل می‌کند، از "آزمون هاسمن" استفاده می‌شود. اگر احتمال آزمون هاسمن کوچکتر از ۵ درصد باشد، فرض صفر (اثرات تصادفی) رد می‌شود و اثرات ثابت انتخاب می‌شود و در صورتیکه احتمال آزمون هاسمن بزرگتر از ۵ درصد باشد، فرض صفر رد نمی‌شود و اثرات تصادفی انتخاب می‌شود.

آزمون F لیمر

در ابتدا برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی و روش داده‌های تابلویی از آزمون F لیمر استفاده شده است و فرضیه‌های آن به صورت زیر می‌باشد:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0 = \text{روش داده های ترکیبی} \\ H_1 = \text{روش داده های تابلویی} \end{array} \right.$$

جدول ۴-۵ آزمون اف لیمر مدل تحقیق

آماره	مقدار	d.f	P-Value	نتیجه آزمون
مدل اول تحقیق	741/9	214/8	000/0	داده های پانلی
مدل دوم تحقیق	539/9	567/8	000/0	داده های پانلی

با توجه به اینکه P-value بدست آمده از آزمون F لیمر در فرضیه‌های پژوهش کوچکتر از ۵ درصد است، به منظور برآورد این مدل‌ها از مدل داده‌های پانل (Panel) استفاده خواهد شد.

آزمون هاسمن

در مرحله بعد به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود که آیا عرض از مبدأ بصورت اثرات ثابت است یا اینکه در ساختار واحدهای مقطعی بصورت تصادفی عمل می‌کند. همانطور که در فصل سوم گفته شد آماره این آزمون که برای تشخیص اثرات ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی است دارای توزیع کای-دو با درجه آزادی برابر با تعداد متغیرهای مستقل بوده است. جدول ۴-۶ نتایج مربوط به آزمون هاسمن فرضیه پژوهش را نشان می‌دهد.

جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی...

با توجه به اینکه P-value بدست آمده از آزمون هاسمن در مدل های تحقیق کوچکتر از ۵ درصد است، به منظور برآورد این مدل، توجیه میشود که الگوی مناسب، الگوی مبتنی بر الگوی اثرات ثابت می باشد؛ در صورتیکه برای برآوردها P-value بدست آمده بزرگتر از ۵ درصد می شد، از روش اثرات تصادفی استفاده می شد.

جدول ۴-۶ نتایج آزمون هاسمن فرضیه پژوهش

مدل	آماره	مقدار	P-Value	نتیجه آزمون
مدل اول تحقیق	Cross-section Random	763/5	001/0	اثرات ثابت
مدل دوم تحقیق	Cross-section Random	574/7	002/0	اثرات ثابت

نتایج آزمون فرضیه تحقیق

با توجه به مطالبی که در فصل سوم بیان شد به منظور آزمون فرضیه اول تحقیق، مدلی اول برآورد و جدول ۴-۸ نتایج حاصل از برآورد را با استفاده از نرم افزار Eviews نشان می دهد.

جدول ۴-۷ نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیونی اول

$QB_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{i,t} + \alpha_2 CR_{i,t} + \alpha_3 ATR_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 BS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
متغیر وابسته: ارزش شرکت				
نام متغیر	ضریب متغیر	مقدار ضریب	آماره t	سطح معنی داری
عدد ثابت	β_0	436/2	657/3	000/0
جریان نقد عملیاتی	β_1	463/0	524/3	000/0
نسبت جاری	β_2	523/0	243/4	001/0
نسبت گردش دارایی	β_3	657/0	754/4	001/0
نسبت بدهی	β_4	213/0	143/1	142/0
اندازه هیات مدیره	β_5	147/0	563/0	246/0
ضریب تعیین	541/0	F آماره	365/12	
ضریب تعیین تعدیل شده	540/0	سطح معنی داری		000/0
		آماره دوربین واتسون		92/1

مقدار آماره $F (12/365)$ حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون می‌باشد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از $54/1$ درصد و $54/0$ درصد. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، حدود 54 درصد از تغییرات ارزش شرکت‌های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل مزبور تبیین میشوند. آماره دوربین واتسون نشان می‌دهد مشکل خود همبستگی بین باقیمانده‌های مدل وجود ندارد. مطابق با جدول ۴-۸، سطح معنی‌داری متغیر جریان نقد عملیاتی ($0/000$) کمتر از سطح معنی‌داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر ($5/0$) است؛ همچنین آماره t برای جریان نقد عملیاتی ($3/524$) مربوط به این متغیر بزرگتر از آماره t بدست آمده و مثبت است، لذا فرضیه H_0 در سطح اطمینان $95/0$ رد شده و فرضیه H_1 تایید می‌گردد. به عبارتی جریان نقد عملیاتی با ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی‌دار دارد.

در ادامه مدل دوم تحقیق حاضر برای تجزیه و تحلیل فرضیه دوم برآورد گردید که نتایج به شرح جدول (۴-۹) می‌باشد.

جدول ۴-۸ نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیونی دوم

$QB_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{i,t} + \alpha_2 IO_{i,t} + \alpha_3 CFO * IO_{i,t} + \alpha_4 CR_{i,t} + \alpha_5 ATR_{i,t} + \alpha_6 LEV_{i,t} + \alpha_7 BS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
متغیر وابسته: ارزش شرکت				
نام متغیر	ضریب متغیر	مقدار ضریب	آماره t	سطح معنی‌داری
عدد ثابت	β_0	238/1	186/2	000/0
جریان نقد عملیاتی	β_1	743/0	746/2	000/0
مالکان نهادی	β_2	654/0	563/2	002/0
جریان نقد عملیاتی و مالکان نهادی	β_3	063/0	108/0	461/0
نسبت جاری	β_4	528/0	457/4	000/0
نسبت گردش دارایی	β_5	574/0	543/4	002/0
نسبت بدهی	β_6	149/0	530/1	143/0
اندازه هیات مدیره	β_7	153/0	524/0	287/0

جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی...

124/11	آماره F	426/0	ضریب تعیین
001/0	سطح معنی داری	421/0	ضریب تعیین تعدیل شده
63/1	آماره دوربین واتسون		

نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فوق در جدول فوق ارائه شده است. مقدار آماره F (۱۱/۱۲۴) و سطح معنی داری ۰/۰۰۱ حاکی از معنیداری کل مدل رگرسیون می باشد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از ۴۲/۶ درصد و ۴۲/۱ درصد. بنابراین، می توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، حدود ۴۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته شرکت های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل مزبور تبیین میشوند. در این نگاره اعداد مثبت (منفی) در ستون مقدار ضریب نشان دهنده میزان رابطه مستقیم (معکوس) هر یک از متغیرها بر ارزش شرکت ها است.

مطابق با جدول ۴-۹، سطح معنی داری متغیر تعامل جریان نقد عملیاتی و مالکان نهادی (۰/۴۶۱) بیشتر از سطح معنی داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰/۵) است؛ لذا فرضیه H۰ در سطح اطمینان ۹۵٪ تایید شده و فرضیه H۱ تایید نمی گردد. به عبارتی مالکان نهادی بر رابطه بین جریان نقد عملیاتی و ارزش شرکت تاثیر ندارد.

۷- خلاصه نتایج فرضیه های تحقیق:

جدول ۵-۱ خلاصه نتایج آزمون فرضیه

نتیجه	عنوان فرضیه	فرضیه
پذیرش فرضیه	جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی با ارزش شرکت رابطه دارد	فرضیه ۱
رد فرضیه	مالکان نهادی بر رابطه بین جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی و ارزش شرکت تاثیر دارد	فرضیه ۲

یافته های پژوهش (بررسی نتایج فرضیه ها و آزمون های آماری)

فرضیه اول پژوهش: جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی با ارزش شرکت رابطه

دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد جریان نقد عملیاتی رابطه مثبت با ارزش شرکت دارد. 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. 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 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.

فرضیه دوم پژوهش: مالکان نهادی بر رابطه بین جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی با ارزش شرکت تاثیر دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان داد مالکان نهادی بر رابطه جریان نقد عملیاتی و ارزش شرکت تاثیر ندارد. انتظار داشتیم تصمیم‌های مدیریتی 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 ولی نتیجه بدست آمده عدم تاثیر مالکان نهادی بر رابطه جریان نقد عملیاتی و ارزش شرکت است. نتیجه این فرضیه مغایر با نتیجه تحقیق نی و همکاران (۲۰۱۹) می‌باشد.

منابع فارسی :

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.

خادمی، سمیه. (۱۳۹۲). تأثیر عوامل حاکمیت شرکتی بر جریان حاصل از فعالیت‌های عملیاتی و تأمین مالی شرکت، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، انشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکز.

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.

سرداری‌زاده، مهتاب؛ جهانشاد، آزیتا 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.

عباس‌نژاد، الهام (۱۳۹۳). تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر جریان حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، انشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکز.

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)، ۱۶۲-۱۷۶.

رهنمای رودپشتی، فریدون و اصلانی، عظیم. (۱۳۸۷). بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و روش‌های تأمین مالی و سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، آینده‌پژوهی مدیریت، ۱۹(۳)، ص ۴۵-۵۳.

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.

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.

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.

Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firmvalue: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55.

Aziz, A., & Lawson, G. H. (1989). Cash-flow reporting and financial distress models: Testing of hypotheses. *Financial of Management*, 18(1), 55-63.

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.

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.

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.

Belkaoui, Ahmad Riahi (2000). *Accounting Theory*. 1st Edition, Thomson Learning.

- Berger, P.G., Ofek, E. and Yermack, D.L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438.
- 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.
- Bushee, B., (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review*, 13, 305-333.
- Chen, Y. (2002). Corporate Governance and Cash Holding: Listed new Economy Versus old Economy. *Journal of Corporate Governance*, 10(5), 420-430.
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994.
- 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.
- Fernandez, P. (2007). Valuing companies by cash flow discounting: ten methods and nine theories. *Managerial Finance*, 33(11), 853-876.
- 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.
- Francis, B., and Hasan, I. (2013). Corporate Governance and Investment-Cash flow Sensitivity: Evidence from Emerging Markets. *Journal of Emerging Markets Review*, 15(2013), 57-71.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- Johnson, B. E. (1994). The ascent of the cash flow statement. *Journal of Accounting Education*, 12(4), 375-383.
- 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.
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 69-215.
- Khansalar, E., & Namazi, M. (2017). Cash flow disaggregation and prediction of cash flow. *Journal of Applied Accounting Research*, 18(4), 464-479.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.

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.

Livnat, J., & Zarowin, P. (1990). The incremental information content of cash-flow components. *Journal of Accounting and Economics*, 13(1), 25-46.

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.

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.

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.

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.

Razzaq, K. (2014). Impact of corporate governance on cash to cashflow sensitivity: Evidence from Pakistani manufacturing firms. *IOSR Journal of Business and Management*, 16(1), 103-108.

Subramanyam, K. R., & Venkatachalam, M. (2007). Earnings, cash flows, and ex-post intrinsic value of equity. *The Accounting Review*, 82(2), 457-481.

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.