



## بررسی توانمندی بورس اوراق بهادار تهران در هدایت صحیح سرمایه‌گذاران در دوره‌های بحران‌های مالی شرکتی و فراشرکتی

دکتر رضا صیدخانی<sup>۱</sup> ©

گروه حسابداری، واحد ایلام، دانشگاه آزاداسلامی، ایلام، ایران

دکتر عطاالله محمدی ملقرنی

گروه حسابداری، واحد سنندج، دانشگاه آزاداسلامی، سنندج، ایران

دکتر پیمان امینی

گروه حسابداری، دانشگاه کردستان، سنندج، ایران

(تاریخ دریافت: ۵ اسفند ۱۳۹۸؛ تاریخ پذیرش: ۶ خرداد ۱۳۹۹)

هدف اصلی این پژوهش بررسی توانمندی بورس اوراق بهادار تهران با تدوین شاخص رتبه‌بندی کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی در هدایت صحیح سرمایه‌گذاران در مواقع بروز تضاد بین سودهرسه‌م و جریان‌های نقدی عملیاتی در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها می‌باشد. برای تحقق این هدف، شرایط مختلفی از جمله: وجود یا عدم وجود بحران در سطح شرکت و بازار را با توجه به حضور یا غیاب شاخص مذکور کنترل نمودیم. فرضیه‌های پژوهش بر مبنای یک نمونه آماری بزرگ و متشکل از ۴۰۴۸ مشاهده در دسترس از یک دوره بلندمدت ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۶، بر اساس روش رگرسیون چندمتغیره مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در حضور شاخص رتبه‌بندی کیفیت افشای تدوین شده توسط بورس اوراق بهادار تهران، سهامداران در تصمیم‌گیری‌ها و انجام سرمایه‌گذاری‌های خود حتی در شرایط وجود بحران‌های شرکتی و فراشرکتی مصمم هستند و درسنجش عملکرد چنین شرکت‌هایی معیار سودهرسه‌م بر معیار جریان نقدی عملیاتی برتری مطلق دارد. اما، در صورت عدم حضور شاخص رتبه‌بندی کیفیت افشا، طبیعتاً سهامداران به دلیل عدم اطمینان به وجود آمده در ارزیابی‌ها احتیاط بیشتری نموده و ملاک ارزیابی خود را از سنجش عملکرد مبتنی بر سودها به جریان‌های نقدی عملیاتی تغییر خواهند داد.

**واژه‌های کلیدی:** سودهرسه‌م، جریان‌های نقدی عملیاتی، شاخص رتبه‌بندی کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی، درماندگی مالی، بحران مالی فراشرکتی.

<sup>۱</sup> rseidkhani@gmail.com

## مقدمه

توانایی کسب سودآوری و مدیریت زمان دریافت و پرداخت وجوه نقدی ضامن تداوم فعالیت هر شرکتی خواهد بود. اختلال در هر کدام از این موارد می‌تواند منجر به یک بحران مالی برای شرکت گردد که متعاقباً ممکن است شرکت را از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید سودآور باز می‌دارد و زمینه‌های رکود بیشتر را پیش می‌آورد. در یک طبقه‌بندی، بحران‌ها از منظر منشاء ایجاد آن به دو بخش تقسیم می‌شود: الف) بحران‌های مالی درون شرکتی (درماندگی مالی) که عمدتاً ریشه‌ی ایجاد آن در سوء مدیریت منابع شرکت می‌باشد و در این پژوهش از آن به عنوان درماندگی مالی یاد خواهیم کرد؛ و ب) بحران‌های مالی فراشرکتی (سطح بازار) که منشاء آن در بیرون از شرکت و ریشه‌ی آن در عوامل متعدد خارج از کنترل شرکت بوده که امواج منفی آن به تمام شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی سرایت می‌کند.

به منظور سنجش عملکرد یک شرکت، اصلی‌ترین شاخص در متن صورت‌های مالی شرکت انتشار یافته و در قالب یک رقم سود<sup>۱</sup> یا مشتقی از آن همچون سود هر سهم<sup>۲</sup> خلاصه می‌گردد و در نگاه اول و عامیانه همیشه گفته می‌شود که: سود بیشتر یعنی عملکرد مطلوب‌تر. اما سرمایه‌گذاران در بازار به این رقم اکتفا نکرده و اطلاعاتی بیشتر و فراتر از اطلاعات مندرج در متن صورت‌های مالی برای سنجش عملکرد و ارزش‌گذاری شرکت مورد استفاده قرار می‌دهند و عملاً با تعیین قیمت سهام به آن رسمیت می‌دهند. شاخص بازده سهام شرکت<sup>۳</sup> که برآیند قیمت‌ها بوده، مصداق بارز ارزیابی سالانه عموم سرمایه‌گذاران و بازار از عملکرد هر شرکتی می‌باشد که پژوهش‌های زیادی با نتایج متضادی را متوجه خود نموده است. برای نمونه، دشو<sup>۴</sup> (۱۹۹۴) به این نتیجه دست یافت که ارتباط همزمان بین بازده سهام و سود از ارتباط بین بازده سهام و جریان‌های نقدی قوی‌تر است. درمقابل، بسیاری از محققین در پژوهش‌های خود به نتایجی متفاوت دست یافته‌اند. به عنوان مثال، برنارد و استابر<sup>۵</sup> (۱۹۸۹) بر این باورند که مرتبط بودن ارزش جریان‌های نقدی عملیاتی و سودها ممکن است بر اساس شرایط اقتصادی مختلف، متفاوت باشد؛ در تأیید این موضوع، پورزمانی و همکاران (۱۳۹۰) نشان دادند که سرمایه‌گذاران به منظور کاهش ریسک و کسب بازده مورد انتظار از سرمایه‌گذاری‌هایشان به عوامل کلان اقتصادی توجه می‌کنند. براین اساس چون بحران در سطح بازار ممکن است وخامت مالی شرکت‌هایی که در بحران مالی داخلی به سر می‌برند را شدت بخشد؛ لذا، بررسی این‌که چگونه بحران‌های مالی بر ارتباط جریان‌های نقدی عملیاتی و سودها با بازده سهام در ارزش‌گذاری شرکت‌های دارای مشکلات مالی اثر خواهد گذاشت یکی از سوالات جانبی این پژوهش است. اما در این میان، نمایش توانمندی شاخص کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی [که توسط

<sup>1</sup> Earning (E)

<sup>2</sup> Earning Per Share (EPS)

<sup>3</sup> Return (R)

<sup>4</sup> Dechow, P. (1994)

<sup>5</sup> Bernard, V. L., and T. L. Stober. (1989)

سازمان بورس و اوراق بهادار تهران طراحی و اجرا شده است] و تأثیری که بر تغییر رفتار سرمایه‌گذاران و هدایت صحیح آنان خواهد داشت، هدف اصلی این پژوهش می‌باشد.

تاکنون پژوهشی که با تمرکز به شاخص رتبه‌بندی کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی به بررسی توانمندی بورس اوراق بهادار تهران بر تغییر رفتار سرمایه‌گذاران و هدایت صحیح آن‌ها در تلاطم بازار پرداخته باشد مشاهده نگردیده است. لذا، این پژوهش که برای اولین بار انجام شده است، می‌تواند دارای نوآوری باشد. در ادامه به بررسی مبانی نظری، پیشینه پژوهش، فرضیه‌ها، روش و نوع پژوهش، جامعه و نمونه آماری و آزمون فرضیه‌ها پرداخته خواهد شد.

### مبانی نظری پژوهش

اصول تأمین مالی مدرن بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران باید با کسب بازده بیشتر، ریسک اضافی پروژه‌ها را جبران کنند. در غیر این صورت، هیچ سرمایه‌گذار عاقلی ریسک اضافی نخواهد کرد. در پژوهش‌های اولیه (مثل: کمپل و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸؛ چاوا و پورناندام<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰؛ جورج و هوانگ<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰) بیان شده که بازده سهام شرکت، میزان محدودیت و بحران آن را منعکس می‌کند. پژوهش‌های بسیاری سازگار با اصول تأمین مالی مدرن به شرح فوق (مثل: وایتد و وو<sup>۴</sup>، ۲۰۰۶؛ لیودان و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۹) اظهار داشتند که شرکت‌های بحران‌زده مالی، میانگین بازده بالاتری کسب می‌کنند. شاید به این دلیل است که برای کسب بازده بالاتر، ریسک بیشتری تحمل می‌نمایند. اما، اغلب مدیران شرکت‌های مواجهه شده با درماندگی مالی به منظور جلوگیری از کاهش ارزش شرکت، دست به اقدامات متقلبانه خواهند زد. در این صورت، با دستکاری سود حسابداری و دیگر حساب‌ها، فلسفه وجودی صورت‌های مالی خدشه‌دار می‌شود و قابلیت اتکای آنها از بین خواهد رفت (ایزدی‌نیا و همکاران، ۱۳۹۴). حیدرپور و خواجه محمود (۱۳۹۳) نشان دادند که سودهرسه‌م و پیش‌بینی آن به طور بالقوه مورد توجه بازار سرمایه می‌باشد و آن را در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ می‌کنند. دشو (۱۹۹۴) نیز در رابطه با عملکرد و بازده شرکت‌ها به این نتیجه رسید که سودها از نظر ویژگی‌های زمان‌بندی و تناسب نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی برای سنجش عملکرد شرکت‌ها ارجحیت دارند. ولی در جای دیگر شواهدی ارائه نمود مبنی بر این که جریان‌های نقدی نسبت به سنجش عملکرد مبتنی بر اقلام تعهدی بهتر هستند؛ زیرا جریان نقدی کمتر تحت تأثیر سلیقه مدیریتی است. قطعاً دلیل این تناقض به فقدان عوامل دیگری مربوط است که در پژوهش وی مورد بررسی قرار نگرفته است و آن چیزی نیست جز توجه به شرایط متفاوت محیطی به‌ویژه قرارگرفتن در دوره‌های بحرانی شرکتی و فراشرکتی. رخداد بحران مالی درون شرکتی (درماندگی مالی) زمانی محتمل است که جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت برای انجام تعهدات کنونی کافی نمی‌باشد. در واقع، پژوهش‌های تجربی

<sup>1</sup> Campbell, J., J. Hilscher, and J. Szilagyi. (2008)

<sup>2</sup> Chava, S., and A. Purnandam. (2010)

<sup>3</sup> George, T., and C. J. Hwang. (2010)

<sup>4</sup> Whited, T., and G. Wu. (2006)

<sup>5</sup> Livdan, D., H. Sapriza, and L. Zhang. (2009)

پیشین نشان داده که جریان‌های نقدی عملیاتی با درماندگی مالی ارتباط قابل توجهی دارند و این یعنی، شرکت‌های بحران‌زده مالی مشکلات جریان نقدی دارند (چان و چن<sup>۱</sup>، ۱۹۹۱). شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتری دارند به خاطر هزینه بالای مواجه شدن با درماندگی مالی، انگیزه بهتری برای تولید جریان نقدی بیشتر دارند (بیترس و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹). بدین ترتیب، میزان ارتباط بین بازده سهام و جریان‌های نقدی عملیاتی ممکن است با توجه به حضور یا غیاب بحران مالی خاص شرکت متغیر باشد؛ چون کمبود جریان نقدی مهمترین عاملی است که موجب بحران مالی می‌گردد (آسکویت و همکاران<sup>۳</sup>، ۱۹۹۴).

از طرفی دیگر، هم عوامل در سطح بازار و هم عوامل خاص شرکت هر دو موجب بحران‌های مالی می‌شوند. هرچند این امر غیرمحمتمل است که تمام شرکت‌ها به طور مساوی تحت تأثیر بحران در سطح بازار قرار بگیرند اما به هر حال، بحران موجب محدودیت مالی گسترده و ریسک بحران مالی می‌شود. یعنی بحران مالی خارجی (فراشرکتی) ممکن است وخامت مالی شرکت‌هایی که در حال حاضر دارای بحران مالی داخلی (درماندگی مالی) هستند را تشدید کند (لی و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۷). بنابراین انتظار می‌رود از یک طرف، سرمایه‌گذاران در شرکتی که قصد سرمایه‌گذاری در آن را دارند ولی از بحران مالی رنج می‌برد، بیشتر از سود به جریان‌های نقدی عملیاتی توجه کنند و از طرفی دیگر چون شفافیت اطلاعاتی می‌تواند منجر به کاهش خطر سقوط بازدهی آتی سهام شود؛ بنابراین، با عطف به این توضیحات، بدیهی است تمرکز اصلی این تحقیق بر پاسخ به این سوال است که شاخص رتبه‌بندی کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی تدوین شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران تا چه اندازه بر ارتباط بین بازده سهام با سود و جریان‌های نقدی عملیاتی تأثیرگذار است؟ همچنین این شاخص در شرایط وجود درماندگی مالی شرکت‌ها و وجود بحران‌های سطح بازار چگونه نقش آفرینی می‌کند؟

### پیشینه پژوهش

تاکنون با توجه به شرایط خاص و ملاحظات فعلی ایران کار پژوهشی مدونی منطبق با موضوع حاضر صورت نگرفته است. اما با این حال، پژوهش‌هایی نیز وجود دارد که به دلیل مشابهت محتوایی و به کارگیری بخشی از متغیرهای پژوهش حاضر مرتبط شناخته شده است که در زیر به نتایج برخی از آنها اشاره می‌شود:

### پژوهش‌های خارجی

لی و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهش خود نشان دادند هنگامی که شرکت‌ها در دوره بحران مالی شرکتی (درماندگی مالی) به سر می‌برند، ارتباط بازده سهام با جریان‌های نقدی نسبت به ارتباط بازده سهام با سود هر سهم قوی‌تر است. همچنین قدرت این ارتباط در دوره‌های بحران در سطح بازار (فراشرکتی)

<sup>1</sup> Chan, K., and N. Chen. (1991)

<sup>2</sup> Bates, T. W., K. Kahle, and R. M. Stulz. (2009)

<sup>3</sup> Asquith, P., R. Gertner, and D. Scharfstein. (1994)

<sup>4</sup> Lee E. J., Robson G., Myung S.P. (2017)

شدت بیشتری می‌یابد. نتایج پژوهش ایشان از این دیدگاه حمایت می‌کند که سرمایه‌گذاران در طول دوره‌های بحران‌های مالی اهمیت بیشتری به سنجش عملکرد مبتنی بر جریان‌های نقدی عملیاتی می‌دهند.

شین شیانگ و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهش خود به این نتایج رسیدند که عوامل تعیین‌کننده‌ی عملکرد در دوره‌های غیربحران و بحران متفاوت است و بازار سهام در دوره بحران در ترکیب و تحلیل اطلاعات خاص شرکت و سپس نمایش آن در قیمت سهام کارایی ضعیفی دارد. نتایج همچنین نشان داد که شرکت‌های قدیمی‌تر و شرکت‌هایی که دارای نسبت‌های برتر مالکیتی هستند در دوره بحران، عملکرد بهتر و در دوره غیربحران عملکرد ضعیف‌تری دارند.

چان و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) نشان دادند که شرکت‌های با اقلام تعهدی زیاد در دوره‌های بعدی گزارشگری اطلاعات مالی، بازده سهام آنها کاهش می‌یابد. این نتایج نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران زمانی که به پائین بودن کیفیت سود شرکت پی می‌برند؛ قیمت سهام را متناسب با این موضوع با تأخیر تعدیل می‌نمایند. هیرشلیفر و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) با بررسی تأثیر اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی شرکت بر بازده سهام نشان دادند که اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی دارای رابطه مثبت و قوی‌تری با بازده سهام می‌باشد.

### پژوهش‌های داخلی

واعظ و درسه (۱۳۹۷) در بخشی از پژوهش خود بر رابطه‌ی بین عدم شفافیت اطلاعات مالی و خطر سقوط آتی قیمت سهام تمرکز نمودند. یافته‌های پژوهش آنها نشان داد که عدم شفافیت اطلاعات مالی تأثیر مثبت و معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد.

جهان‌گیرنیا و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهش خود به بررسی مقایسه‌ی میزان اثرگذاری وجوه نقد عملیاتی بر بازده سهام نسبت به سود در دو شرایط درماندگی مالی بالا و پایین طبق مدل آلتمن پرداختند. نتایج نشان داد در شرایط درماندگی مالی بالا، جریان وجه نقد عملیاتی [نسبت به سود] ارتباط ضعیف‌تری با بازده سهام دارد و در شرایط درماندگی مالی پایین جریان وجه نقد عملیاتی [نسبت به سود] ارتباط قوی‌تری با بازده سهام دارد.

میزری هرمزآبادی و نادری بنی (۱۳۹۶) در پژوهش خود به مقایسه مدل‌های ارزش‌گذاری حسابداری از نگاه معاملات بازار و قیمت‌گذاری پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که مدل ایجاد شده براساس سود هرسهام، قدرت توضیح‌دهندگی بالاتری دارد.

طالب‌نیا (۱۳۹۵) در پژوهش خود به بررسی اثر شفافیت سود حسابداری بر ریسک ورشکستگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. یافته‌ها نشان داد که با افزایش شفافیت سود حسابداری، ریسک ورشکستگی کاهش می‌یابد.

<sup>1</sup> Chan, K., Chan, L., Jegadeesh, N. & Lakinishok, J. (2011)

<sup>2</sup> Hirshleifer, D., K. Hou, & S.H. Teoh. (2010)

ایزدی‌نیا و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهش خود نشان دادند که مدیران شرکت‌های ورشکسته، در سال قبل ورشکستگی به دستکاری ارقام واقعی می‌پردازد، اما به دستکاری ارقام تعهدی سرمایه در گردش مبادرت نمی‌نماید.

حسینی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهش خود نشان دادند در دوره‌های رشد و افول از چرخه‌ی عمر، اطلاعات جریان‌های نقدی از توان بیشتری جهت پیش‌بینی بازده سهام نسبت به اطلاعات تعهدی برخوردار است و عکس این موضوع در مورد دوره بلوغ صدق می‌کند.

دارابی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهش خود نشان دادند که مورد محتوای اطلاعاتی سود عملیاتی در پیش‌بینی بازده سهام بیشتر از جریان نقد عملیاتی می‌باشد؛ اما، در شرایط افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، محتوای اطلاعاتی سود عملیاتی کمتر و محتوای اطلاعاتی جریان نقد عملیاتی بیشتر می‌شود.

دستگیر و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهش خود نشان دادند که شرکت‌های درمانده‌ی مالی از طریق فعالیت‌های واقعی، سودهای خود را در سه سال قبل از ورشکستگی به شکل افزایشی مدیریت می‌کنند.

مشایخی و شریعتی ایوری (۱۳۸۸) در پژوهش خود نشان دادند که در دوره‌های اندازه‌گیری کوتاه مدت، سود نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی رابطه بسیار قوی‌تری با بازده سهام دارد. ولی با افزایش طول دوره‌های اندازه‌گیری، توانایی جریان‌های نقدی عملیاتی نسبت به سود افزایش می‌یابد.

### الگوی مفهومی پژوهش

براساس مبانی نظری و به پیروی از پژوهش لی و همکاران (۲۰۱۷) مدل مفهومی پژوهش به صورت زیر تدوین شده است.



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

### فرضیه‌ها، مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

#### فرضیه‌ها

این پژوهش شامل سه فرضیه‌ی اصلی تدریجی پیش‌رونده به شرح زیر می‌باشد:

**فرضیه‌ی ۱:** در شرکت‌های درمانده‌ی مالی، جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم (OCFPS) با بازده سهام (R) ارتباط قوی‌تری نسبت به سود هر سهم (EPS) دارد.

**فرضیه‌ی ۲:** در شرکت‌های درمانده‌ی مالی، در دوره‌ی بحران در سطح بازار، جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم (OCFPS) با بازده سهام (R) ارتباط قوی‌تری نسبت به سود هر سهم (EPS) دارد.

**فرضیه ۳:** در شرکت‌های در مانده‌ی مالی، در حضور شاخص کیفیت افشا، جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم (OCFPS) با بازده سهام (R) ارتباط قوی‌تری نسبت به سود هر سهم (EPS) دارد.

### مدل‌های پژوهش

پژوهش حاضر شامل دو مدل اصلی می‌باشد:

**الف)** برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم، به پیروی از لی و همکاران (۲۰۱۷) از مدل رگرسیونی زیر (مدل ۱) استفاده خواهیم کرد:

$$R_{i,t} = a_0 + a_1 EPS_{i,t} + a_2 OCFPS_{i,t} + a_3 ZBPM_{i,t} + a_4 EPS_{i,t} ZBPM_{i,t} + a_5 OCFPS_{i,t} ZBPM_{i,t} + a_6 Size_{i,t} + a_7 Leverage_{i,t} + a_8 BtoM_{i,t-1} \quad \text{مدل (۱)}$$

که در آن:  $R_{i,t}$ : نرخ بازده سالانه سهام برای شرکت  $i$  که در بازه زمانی پژوهش محاسبه می‌گردد؛  $EPS_{i,t}$ : سود هر سهم.  $OCFPS_{i,t}$ : جریان نقدی عملیاتی هر سهم؛  $ZBPM_{i,t}$ : متغیر احتمال ورشکستگی و نشانگر وجود در ماندگی مالی که با استفاده از مدل احتمال ورشکستگی زمیجوسکی<sup>۱</sup> برآورد شده است؛  $Size_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی کل دارایی؛  $Leverage_{i,t}$ : دیون کل تقسیم بر دارایی کل؛  $BtoM_{i,t-1}$ : نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام که به صورت لگاریتم طبیعی مجموع یک و حاصل کسر ارزش دفتری شرکت بر ارزش بازار آن در سال  $t-1$  سنجیده می‌شود؛ و اندیس‌های  $i$  و  $t$  به ترتیب بیانگر شرکت و زمان هستند.

**ب)** برای آزمون فرضیه‌ی سوم به شرح الگوی زیر (مدل ۲) اقدام می‌گردد:

$$R_{i,t} = a_0 + a_1 EPS_{i,t} + a_2 OCFPS_{i,t} + a_3 ZBPM_{i,t} + a_4 EPS_{i,t} ZBPM_{i,t} + a_5 OCFPS_{i,t} ZBPM_{i,t} + a_6 IDQRI_{i,t} + a_7 EPS_{i,t} IDQRI_{i,t} + a_8 OCFPS_{i,t} IDQRI_{i,t} + a_9 ZBPM_{i,t} IDQRI_{i,t} + a_{10} EPS_{i,t} ZBPM_{i,t} IDQRI_{i,t} + a_{11} OCFPS_{i,t} ZBPM_{i,t} IDQRI_{i,t} + a_{12} Size_{i,t} + a_{13} Leverage_{i,t} + a_{14} BtoM_{i,t-1} \quad \text{مدل (۲)}$$

که در آن:  $IDQRI_{i,t}$ : امتیاز کیفیت افشا و اطلاع رسانی و معرف شفافیت اطلاعاتی می‌باشید. اگر سهامداران، سنجش عملکرد مبتنی بر نقدینگی را نسبت به سود برای شرکت‌های دارای بحران مالی ترجیح دهند، انتظار می‌رود در فرضیه‌های اول و دوم قدرمطلق ضریب  $(OCFPS * ZBPM)$  نسبت به  $(EPS * ZBPM)$  ضمن معنی‌دار بودن، بزرگتر باشد و نیز برای فرضیه‌ی سوم، قدرمطلق ضریب  $(OCFPS * ZBPM * IDQRI)$  نسبت به  $(EPS * ZBPM * IDQRI)$  علاوه بر معنی‌دار بودن، باید بزرگتر هم باشد.

### متغیرهای پژوهش

#### متغیر وابسته:

**نرخ بازده سهام:** عموماً به منفعت (یا زیان) ناشی از سرمایه‌گذاری، بازده گفته می‌شود. بازده سهام، متشکل از چهار جزء بوده و شامل: تغییر قیمت  $(P_2 - P_1)$ ، سود نقدی سهام  $(D)$ ، سود غیرنقدی یا سود

<sup>1</sup> Zmijewski Bankruptcy Probability Model (ZBPM)

سهمی (Sd) و مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام (Sr) می‌باشد که به مجموع این اجزاء، عایدی گفته می‌شود. اما معمولاً وقتی صحبت از بازده می‌شود، منظور نرخ بازده (R) است که به صورت درصدی و از حاصل کسر عایدی بر قیمت سهام اول دوره با مقیاس یک سال مالی بیان می‌شود.

#### متغیرهای مستقل:

**سود هر سهم:** از تقسیم سود پس از کسر مالیات شرکت، بر تعداد کل سهام، محاسبه می‌شود و نشان دهنده سودی است که شرکت در یک دوره مشخص به ازای یک سهم عادی به دست آورده است.

**جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم:** جریان نقد عملیاتی، وجه نقد ایجاد شده در نتیجه عملیات شرکت است، که معمولاً با کسر شدن همه هزینه‌های عملیاتی از درآمدهای عملیاتی به دست می‌آید. جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم از تقسیم جریان‌های نقدی عملیاتی بر تعداد سهام شرکت به دست می‌آید.

**درماندگی مالی:** در ادبیات مالی تعاریف مختلفی از درماندگی مالی ارائه شده است. گوردون<sup>۱</sup> آن را به عنوان کاهش قدرت سودآوری شرکت توأم با افزایش احتمال عدم توانایی بازپرداخت بهره و اصل بدهی تعریف کرده است. در این پژوهش، ملاک درماندگی مالی شرکت‌ها مدل احتمال ورشکستگی زمیجوسکی می‌باشد.

**رتبه‌بندی کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی:** برای سنجش این متغیر از امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران منتشر می‌شود، استفاده شده است. این معیار براساس وضعیت اطلاع‌رسانی شرکت‌ها از نظر به موقع بودن ارسال اطلاعات و قابلیت اتکاء آن محاسبه می‌شود. در این پژوهش، شرکت‌هایی که امتیاز ۸۰ و بالاتر را کسب نموده‌اند به عنوان شرکت‌های با کیفیت افشای قوی (Rs) و شرکت‌هایی که امتیاز کمتر از ۵۰ کسب نموده به عنوان شرکت‌های با کیفیت افشای ضعیف (Rw) و سایر شرکت‌ها در طبقه‌ی شرکت‌های با کیفیت افشای متوسط (Rm) طبقه‌بندی شده‌اند.

#### روش شناسی پژوهش

این پژوهش جزو پژوهش‌های شبه‌تجربی، کاربردی و از نظر جمع‌آوری داده‌ها، پژوهشی توصیفی - رگرسیونی بوده و برای تحلیل داده‌ها از روش رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. در این پژوهش از طرح پس‌آزمون استفاده می‌شود و پژوهشگر کنترلی بر روی داده‌های جمع‌آوری شده ندارد. روش گردآوری اطلاعات موردنیاز برای پژوهش حاضر صرفاً کتابخانه‌ای و با استفاده از آرشیو اطلاعات و بانک‌های اطلاعاتی می‌باشد.

در این پژوهش جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. ویژگی‌های زیر به عنوان ویژگی مشترک نمونه انتخابی استفاده شده است:

الف) شرکت‌های منتخب، تمامی شرکت‌ها و صنایع غیرمالی را پوشش می‌دهند.

ب) شرکت‌هایی که امتیاز کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی آن‌ها در دسترس باشد.

<sup>1</sup> Gordon, M.J. (1971)



ج) سهام تمامی شرکت‌هایی که حداقل دو سال در طول دوره زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۴ لغایت ۱۳۹۶ در تابلو درج و معامله شده باشد.

بنابراین، نمونه‌ای نسبتاً بزرگ و حداکثری حاصل گردید که بیش از ۵۰٪ حجم جامعه را دربرداشته و تفسیر نتایج و تعمیم آن به جامعه در بهترین شرایط ممکن قرار داشته است.

### تجزیه و تحلیل یافته‌های پژوهش

تجزیه و تحلیل داده‌ها فرآیندی چند مرحله‌ای است که طی آن داده‌های که جمع‌آوری شده‌اند؛ خلاصه، دسته‌بندی و در نهایت پردازش می‌شوند. در این فرآیند تکنیک‌های گوناگون آماری نقش به‌سزایی در استنتاج‌ها و تعمیم به عهده دارند.

### آمار توصیفی

آمار توصیفی به شفافیت داده‌های پژوهش کمک بسیاری می‌کند. تعداد ۴۰۴۸ مشاهده، حاصل تجمیع داده‌های در دسترس ۵۸۵ شرکت پذیرفته شده در بورس، در طول ۱۳ سال (۱۳۸۴ تا ۱۳۹۶) می‌باشد. در جدول‌های ۱، ۲ و ۳ آمار توصیفی متغیرها ارائه شده است.

#### جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای گروه کل شرکت‌ها

ارزش دفتری به بازار	اهرم مالی	اندازه شرکت	کیفیت افشا	درماندگی مالی	جریان نقد عملیاتی هر سهم	سود هر سهم	نرخ بازده سهام	
۱/۱۷۹۰۰۱	۱/۶۵۰۹۹۳	۱/۷۵۲۴۵	۶/۷۵۰۴۶	۱/۸۰۶۳۴۶	۷۰/۲۹۸۶	۷۵/۴۷۱۷	۴/۵۷۳۷۱	میانگین
۱/۳۴۱۱۳۵	۱/۲۴۲۵۷	۱/۶۰۲۵۷	۷/۲۹۶۳۶	۱/۹۳۶۰۰۰	۵۰/۱۶۱۶	۴۴/۲۶۰۳	۱/۶۷۳۲۲	میانه
۱/۹۴۵۴۱۴	۱/۰۴۵۴۰۲	۱/۵۹۴۷۴	۹/۹۰۶۰۵	۴/۱۸۵۸۲	۱۱۶۹۸/۷	۱۳۴۴۱/۹	۳۲۶/۵۱۵	بیشترین
۱/۱۰۰۰۰۰	۱/۰۰۸۸۶۶	۱/۱۲۶۰۸۹	۱/۶۷۴۴۲	۱/۴۶۷۹۲	۳۱۴۷۶/۸	۸۳۴/۱۴۷	۹/۹۲۳۰۸	کمترین
۱/۴۸۲۹۵۴	۱/۴۰۲۸۰۲	۱/۶۷۱۰۱۳	۲/۱۵۹۷۴	۱/۶۴۴۹۹۱	۷۰۵/۵۱۵	۲۵۲/۱۲۸	۱۱/۲۸۳۵	انحراف معیار
۱/۱۹۷۴۷۳	۱/۸۰۳۲۴۸	۱/۵۸۲۰۰۳	۰/۷۷۵۴۸	۱/۴۳۹۴۴۵	۳/۴۳۳۳۰	۳/۲۷۲۱۹	۱/۰۰۷۶۲	چولگی
۴/۴۸۰۱۸	۶/۵۷۸۰۴	۱/۳۹۳۲۶	۱/۹۴۴۰۴۷	۴/۵۹۸۷۲		۱۹۵/۶۵۱	۲۱/۰۳۴۱	کشیدگی
۴۰۴۸	۴۰۴۸	۴۰۴۸	۲۰۰۲	۴۰۴۸	۴۰۴۸	۴۰۴۸	۴۰۴۸	تعداد مشاهدات

منبع: یافته‌های پژوهش

#### جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای گروه شرکت‌های درمانده مالی

ارزش دفتری به بازار	اهرم مالی	اندازه شرکت	کیفیت افشا	درماندگی مالی	جریان نقد عملیاتی هر سهم	سود هر سهم	نرخ بازده سهام	
۱/۱۸۶۳۶۸۲	۱/۳۷۸۶۹۸	۱/۳۵۳۲۳۳	۴/۷۲۹۸۳۶	۳/۰۸۹۳۱۴	۴۱۷/۹۵۹۷	-۷۶۵/۹۱۴۱	۶۲/۸۳۷۶۷	میانگین
۰/۰۹۲۶۴۸	۱/۰۶۵۴۲۰	۱/۳۴۴۸۱۹	۴۵/۶۱۲۴	۱/۳۲۲۸۵۶	۱۸۲/۶۲۶۳	-۴۴۶/۰۷۸۱	۱۶/۴۸۵۵۱	میانه
۲/۱۷۳۰۳۹	۸/۰۴۵۴۰۲	۱۹/۲۴۹۲۴	۹۸/۳۹۴۹۹	۴۰/۱۸۵۸۲	۲۵۷۶۰/۱۸	۶۱۴۹/۹۷۵	۳۲۶۸/۵۱۵	بیشترین

ارزش دفتری به بازار	اهرم مالی	اندازه شرکت	کیفیت افشا	درماندگی مالی	جریان نقد عملیاتی هر سهم	سود هر سهم	نرخ بازده سهام	
۱۰/۰۰۰۰۰	۰/۷۸۵۳۸۳	۹/۱۲۶۰۸۹	-۱/۶۷۴۴۲	۰/۰۰۳۰۹۵	-۱۳۶۸۹/۹۴	-۸۳۴۷/۱۴۷	-۹۹/۹۲۳۰۸	کمترین
۴/۰۴۱۸۱۶	۰/۸۲۴۶۶۹	۱/۸۵۲۰۶۳	۲۰/۱۱۲۹۲	۴/۹۳۰۲۳۰	۲۱۹۸/۳۶۳	۱۳۴۰/۶۵۵	۲۰۵/۲۴۰۳	انحراف معیار
۱/۴۵۲۸۶۶	۳/۳۰۷۲۶	-۰/۲۶۰۵۵۸	-۰/۰۲۷۳۹	۳/۴۰۲۴۱۹	۳/۹۲۰۱۵۲	-۱/۵۸۰۷۰۱	۱۰/۲۴۹۳۶	چولگی
۳/۲۴۱۰۵۳	۲/۱۳۰۴۵۹	۲/۶۹۶۳۱۳	۲/۶۸۳۵۰۲	۱۸/۷۱۷۵۷	۵۵/۵۰۶۹۶	۱۱/۸۰۶۱۶	۱۵۰/۳۳۴۲	کشیدگی
۴۰۷	۴۰۷	۴۰۷	۱۴۰	۴۰۷	۴۰۷	۴۰۷	۴۰۷	تعداد مشاهدات

منبع: یافته‌های پژوهش

## جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای گروه شرکت‌های سالم

ارزش دفتری به بازار	اهرم مالی	اندازه شرکت	کیفیت افشا	درماندگی مالی	جریان نقد عملیاتی هر سهم	سود هر سهم	نرخ بازده سهام	
۰/۴۰۷۳۳۷	۰/۵۶۹۶۴۹	۱۳/۷۷۷۰۵	۷۰/۲۶۴۹۹	-۲/۳۵۳۵۹۵	۷۳۸/۵۲۹۸	۹۲۶/۶۴۷۸	۴۰/۳۰۸۵۶	میانگین
۰/۳۵۲۹۱۲	۰/۵۹۴۵۱۸	۱۳/۶۱۵۲۵	۷۵/۴۰۶۴۶	-۲/۱۲۴۸۷۶	۵۴۲/۴۸۵۷	۵۰۸/۶۷۱۴	۱۵/۵۳۶۱۱	میانه
۹/۹۴۵۴۱۴	۰/۹۷۶۴۱۲	۱۹/۵۹۴۲۴	۹۹/۹۰۶۰۵	-۰/۰۰۰۸۱۴	۱۱۶۹۸۳/۷	۱۳۴۴۱۰/۹	۲۳۳۸/۸۰۶	بیشترین
-۲/۴۰۴۰۴۰	۰/۰۰۸۸۶۶	۹/۷۹۷۳۴۹	-۱/۱۵۵۵۷	-۱۱/۴۶۷۹۲	-۳۱۴۶۲/۸	-۲۹۸۷/۷۵۰	-۸۷/۶۱۸۶۵	کمترین
۰/۳۲۲۸۳۸	۰/۱۹۶۷۳۹	۱/۶۴۷۹۹۴	۳۱/۴۶۰۶۲	۱/۴۴۸۶۰۹	۷۳۹۸/۳۶۲	۲۵۶۴/۷۹۹	۹۸/۸۵۱۶۲	انحراف معیار
۷/۵۴۸۰۰۷	-۰/۵۱۵۳۳۱	۰/۶۴۵۳۰۰	-۰/۸۷۰۳۳۷	-۰/۹۸۶۲۱۱	-۳۵۰۹۸۱۳	۳۹/۲۶۲۷۵	۶/۷۴۴۹۵۵۶	چولگی
۲/۶/۲۰۱۷	۲/۷/۱۲۰۴۷	۳/۴۷۹۹۶۵	۳/۱۹۷۵۳	۴/۹۳۹۶۵	۱۴۸۸/۲۲۲	۲۰۱۸/۳۰۳	۱۰۶/۲۲۶۲	کشیدگی
۳۶۴۱	۳۶۴۱	۳۶۴۱	۱۸۶۲	۳۶۴۱	۳۶۴۱	۳۶۴۱	۳۶۴۱	تعداد مشاهدات

منبع: یافته‌های پژوهش

## آمار استنباطی

در پژوهش حاضر به این دلیل که موضوع آن ایجاب می‌کند که دوره‌ی مالی به دو دوره بحران و فاقد بحران تفکیک گردد و شرکت‌ها نیز در خلال این تقسیم‌بندی، خود به دو گروه درمانده مالی و غیردرمانده (سالم) مرتب می‌شوند و همچنین شرکت‌های درمانده و سالم در دل طبقه‌ی خود براساس میزان و سطح کیفیت افشا به سه زیرگروه کوچکتر (به شرح: قوی، متوسط و ضعیف) تفکیک و جزئی‌تر می‌شوند؛ بنابراین، با این شرایط، به دلیل وجود گم‌شدگی و منقطع بودن مشاهدات مربوط به شرکت‌های ورشکسته، استفاده از روش پانل دیتا امکان‌پذیر نیست. لذا، بر این اساس از رگرسیون چندمتغیره با دیتاهای مقطعی نامنظم (به شرط تحقق مفروضات آن) استفاده می‌گردد.

### آزمون پیش فرض های رگرسیون

برای اینکه در مدل رگرسیون خطی، تخمین زن های ضرایب رگرسیون، بهترین تخمین زن های بدون تورش خطی باشند، لازم است تا مفروضات این مدل بررسی و آزمون شوند. این مفروضات شامل فرض عدم وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل (آزمون ضریب همبستگی)، فرض عدم وجود خود همبستگی باقی مانده های مدل (آزمون دوربین واتسون)، فرض نرمال بودن باقی مانده مدل (آزمون جارک و برا) (شامل: فرض صفر بودن میانگین باقی مانده های مدل و فرض همسانی واریانس باقی مانده های مدل) و فرض شکل نادرست تبعی (آزمون خطای تصریح رمزی<sup>۱</sup>) می باشند. پس از بررسی و آزمون این مفروضات به این نتیجه رسیدیم که لازم است متغیر اهرم مالی به دلیل همبستگی زیاد با سایر اجزای مدل و تشکیل هم خطی شدید بین متغیرهای مستقل حذف شود و دیگر اینکه با استفاده از موزون نمودن روش تخمین بر اساس وزن های آزمون گِلسر<sup>۲</sup>، مشکل ناهمسانی واریانس باقی مانده ها را رفع نماییم.

### تحلیل فرضیه های پژوهش

#### نتایج فرضیه ۱:

با دقت در اطلاعات جدول ۴، با ۹۵٪ اطمینان می توانیم نتیجه بگیریم که فرضیه اول رد نشده است. زیرا اگر ضریب متغیر  $(OCFPS * ZBPM)$  نسبت به ضریب  $(EPS * ZBPM)$  معنادار و بزرگتر باشد؛ به این معناست که سهامداران سنجش عملکرد مبتنی بر نقدینگی را نسبت به سنجش عملکرد مبتنی بر سود را در شرکت های دارای در ماندگی مالی ترجیح می دهند.

#### جدول ۴. خلاصه نتایج تخمین فرضیه اول

اجزاء مدل	شناسه	کل شرکتها	شرکت های درمانده ی مالی	شرکت های سالم
EPS*ZBPM	ضریب	-۹۲/۲۹۷۲۲۴	-۰/۵۴۵۰۶۱	-۱۲۰/۶۰۴
	آماره احتمال	۰/۰۰۰	۰/۱۵۰۶	۰/۰۰۰
OCFPS*ZBPM	ضریب	-۰/۰۴۵۶۱۵	-۰/۰۰۷۴۱۶	-۰/۰۲۳۶۶
	آماره احتمال	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰	۰/۱۴۹۳
ضریب تعیین AR		۰/۹۹۹۹۲۴	۰/۷۶۸۲۹۸	۰/۹۹۹۹۳۵
ضریب تعیین تعدیل شده AR <sup>2</sup>		۰/۹۹۹۹۲۴	۰/۷۶۴۲۳۳	۰/۹۹۹۹۳۴
تعداد کل مشاهدات		۴۰۴۸	۴۰۷	۳۶۴۱

منبع: یافته های پژوهش

#### نتایج فرضیه ۲:

نتایج آزمون فرضیه دوم طبق جدول ۵ نشان می دهد که ضریب متغیر  $(OCFPS * ZBPM)$  در شرکت های دارای در ماندگی مالی در حالت وجود بحران در سطح بازار  $(DCT)$  خیلی بیشتر از حالت عدم وجود بحران  $(DNT)$  می باشد و بنابراین با این مقایسه تا اینجا روشن شد که وجود بحران در سطح بازار و خامت مالی شرکت های درمانده مالی را شدیدتر نموده است. حال با توجه به اینکه ضریب متغیر  $EPS * ZBPM$  در شرکت های دارای در ماندگی مالی در هر دو حالت وجود بحران در سطح بازار و عدم

<sup>1</sup> Ramsey RESET Test

<sup>2</sup> Glejser Test

وجود بحران معنادار نبوده، بنابراین به سادگی می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه دوم تأیید شده است؛ به عبارتی دیگر در شرکت‌های درمانده‌ی مالی، در دوره بحران در سطح بازار، جریان نقدی عملیاتی هر سهم (OCFPS) با بازده سهام (R) ارتباط قوی‌تری نسبت به سود هر سهم (EPS) دارد.

### جدول ۵. خلاصه نتایج تخمین فرضیه دوم

شرکت‌های سالم		شرکت‌های درمانده‌ی مالی		شناسه	اجزاء مدل
کل دوره نرمال SNT	کل دوره بحران SCT	کل دوره نرمال DNT	کل دوره بحران		
-۲۴/۰۰۱۹۶	-۴/۲۲۰۹۲۱	۰/۰۵۸۸۰۱	-۰/۰۶۲۶۶۸	ضریب	EPS*ZBPM
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۹۰۳۱	۰/۶۰۱۶	آماره احتمال	
۰/۱۶۱۱۴۳	-۰/۰۵۷۱۸۵	-۰/۰۰۶۳۸۳	۰/۰۳۳۹۴۷	ضریب	OCFPS*ZBPM
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۲۷	۰/۰۲۰۴	آماره احتمال	
۰/۹۹۹۸۳	۰/۹۲۰۴۸	۰/۸۰۲۸۲۱	۰/۷۹۷۴۸۳	AR	
۰/۹۹۹۸۲۹	۰/۹۲۰۱۴۷	۰/۷۹۷۲۷۸	۰/۷۸۷۴۹۹	AR <sup>2</sup>	
۲۵۲۸	۲۲۸۹	۳۶۹	۴۱۰	تعداد کل مشاهدات	

منبع: یافته‌های پژوهش

### نتایج فرضیه‌ی ۳:

نتایج آزمون این فرضیه در جدول ۶ نشان می‌دهد که ضرایب برآورد شده در شرکت‌های دارای درماندگی مالی، فقط برای دو سطح ضعیف و متوسط کیفیت افشا برقرار بوده و در این شرکت‌ها مقایسه‌ها نشان می‌دهد که ضریب (EPS\*ZBPM\*IDQRI) از ضریب متغیر (OCF\*ZBPM\*IDQRI) بزرگتر بوده و بنابراین، به سادگی می‌توان نتیجه گرفت که در حضور شاخص کیفیت افشا، سهامداران تغییر رفتار داده و سنجش عملکرد مبتنی بر سود را نسبت به نقدینگی در ارزیابی شرکت‌های درمانده مالی ترجیح داده‌اند. به عبارتی به شاخص کیفیت افشا اعتماد نموده و این شاخص در تصمیم‌گیری‌هایشان بی‌تاثیر نبوده است. بر این اساس فرضیه سوم تأیید نمی‌گردد.

### جدول ۶. خلاصه نتایج تخمین فرضیه سوم

شرکت‌های سالم				شرکت‌های درمانده‌ی مالی				شناسه	اجزاء مدل
کیفیت افشا ضعیف (Rm)	کیفیت افشا متوسط (Rm)	کیفیت افشا قوی (RS)	کیفیت افشا کل (R)	کیفیت افشا ضعیف (Rw)	کیفیت افشا متوسط (Rm)	کیفیت افشا قوی (RS)	کیفیت افشا کل (R)		
-۰/۱۶۴۵۲	۰/۷۲۹۵۴۹	-۱/۲۳۱۳۶	۱/۰۵۸۶۶۶	-۰/۱۹۰۵۱	۰/۸۳۵۳۳۲	-۰/۸۷۷۹۷	ضریب	EPS*ZBPM*IDQRI	
۰/۰۰۱۹	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۹	۰/۰۴۳۳	۰/۰۰۰۰	احتمال		
۰/۰۱۲۹۱۲	۰/۰۰۱۱۶۶	۰/۱۵۲۵۷۴	۰/۰۱۲۲۵۱	-۰/۰۳۳۳۶	۰/۲۰۳۹۸	-۰/۰۹۹۹۷	ضریب	OCFPS*ZBPM*IDQRI	
۰/۰۰۶۵	۰/۷۸۷۶	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱۴	۰/۰۰۰۰	احتمال		
۰/۷۶۸۱۵۱	۰/۹۹۹۹۹۸	۰/۹۹۶۰۷۷	۱/۰۰۰۰	۰/۹۹۹۹۹۷	۰/۹۷۵۱۱۵	-	AR		
۰/۷۵۸۴۲۸	۰/۹۹۹۹۹۸	۰/۹۹۶۰۱۳	۱/۰۰۰۰	۰/۹۹۹۹۹۶	۰/۹۶۷۷۶۳	-	AR <sup>2</sup>		
۳۲۴	۷۲۳	۸۱۵	۱۸۶۲	۷۶	۵۸	۶	۱۴۰	تعداد کل مشاهدات	

منبع: یافته‌های پژوهش

### بحث و نتیجه‌گیری

هدف از انجام این پژوهش، بررسی توانمندی شاخص کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی تدوین شده توسط بورس اوراق بهادار تهران در هدایت صحیح سرمایه‌گذاران در مواقع تضاد ایجاد شده بین سودهرسه‌م و جریان‌های نقدی عملیاتی در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها در دوره‌های درماندگی مالی و بحران‌های مالی فراشرکتی می‌باشد. نتیجه‌ی نهایی این پژوهش از تجمیع و ترکیب نتایج جداگانه فرضیه‌های مذکور حاصل می‌آید. نتیجه نهایی این پژوهش، نشان می‌دهد که در کلیه شرکت‌ها (اعم از شرکت‌های سالم و شرکت‌های درمانده مالی)، سهامدارن به‌طور کلی در حضور شاخص کیفیت افشا و وجود شفافیت اطلاعاتی در بازار سرمایه، سنجش عملکرد مبتنی بر اقلام سود را منطقی‌تر دانسته و آن را نسبت به سنجش عملکرد مبتنی بر نقدینگی ترجیح می‌دهند. به عبارتی دیگر هر چه سطح کیفیت افشا بالاتر باشد مطابق با نتایج پژوهش‌های لی و همکاران (۲۰۱۷)، هیرشلی فر و همکاران (۲۰۱۰)، دارابی و همکاران (۱۳۹۲) و مشایخی و شریعتی ایوری (۱۳۸۸) سود رابطه‌ی قوی‌تری با بازده سهام داشته و بر این اساس سنجش عملکرد مبتنی بر سود، نقشی پررنگ‌تر و انتخاب مطمئن‌تری به نظر می‌رسد. اما در صورت عدم حضور شاخص کیفیت افشا، سهامداران به دلیل عدم اطمینانی که به آینده شرکت‌های درمانده مالی خواهند داشت و نیز به دلیل این‌که مدیران شرکت‌های درمانده مالی جهت کتمان ضعف مالی و عملکردی خود با احتمال قوی به مدیریت سود خواهند پرداخت و قطعاً در کوتاه مدت نیز خواهند توانست آن را دستکاری نمایند؛ بنابراین، در این وضعیت همگام با نتایج فرضیه‌های اول و دوم سنجش عملکرد مبتنی بر جریان‌های نقدی اولویت غالب سهامداران خواهد شد. نتایج این بخش از پژوهش حاضر با نتایج پژوهش‌های جهان‌گیرنیا و همکاران (۱۳۹۶)، ایزدی‌نیا و همکاران (۱۳۹۴) و دستگیر و همکاران (۱۳۹۱) همسویی و همخوانی دارد. در نهایت، نتایج پژوهش حاضر بر اهمیت شفافیت اطلاعاتی ایجاد شده توسط شاخص کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی و نیاز سهامداران به وجود آن، تأکید داشته و به‌طور ضمنی بر محتوای ارزشی و فزاینده سود نسبت به جریان‌های نقدی دلالت دارد که بر این اساس با نتایج دیگر پژوهش‌های مورد اشاره در این مطالعه همخوانی نسبی دارد.

### محدودیت‌های پژوهش

مهم‌ترین محدودیت‌های پژوهش حاضر به شرح زیر است:  
 الف) اقلام صورت‌های مالی به‌خاطر وجود تورم تعدیل نشده‌اند که ممکن است بر نتایج پژوهش مؤثر باشند.  
 ب) پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های مربوط به شرکت‌های غیرمالی انجام شده است و بنابراین، نتایج به‌دست آمده قابلیت تعمیم به تمامی شرکت‌ها را ندارد.

### پیشنهاد‌های پژوهش

با انجام این پژوهش ضمن پرداختن به توانمندی بورس اوراق بهادار تهران در هدایت صحیح سرمایه‌گذاران از طریق نیازسنجی ملزومات بازار و نهایتاً تدوین شاخص کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی و اجرای صحیح آن، در تلاش بودیم تا چهارچوبی منطقی و مفهوم برای درک علل تفاوت در نتایج ارزیابی‌های دو معیار سود

هرسهم و جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم را بسازیم؛ به طوری که بتوانیم به کمک آن در مقاطع زمانی مختلف معیار ارزیابی عملکرد برتر را به پشتوانه نتایج این پژوهش معرفی و از اختلاف نظرهای احتمالی تا حد شایسته‌ای نیز کاسته باشیم. بر این اساس پیشنهاد می‌شود که:

الف) در حین تفسیر نتایج حاضر به وضوح مشاهده گردید که شرکت‌هایی با سطح افشای قوی به ندرت در شمار شرکت‌های در مانده مالی واقع می‌شوند و چنین کیفیت افشایی حتی بر استرس و فشار وجود بحران در بازار نیز غلبه می‌کند. این مطلب، اهمیت توجه به شاخص کیفیت افشا که توسط بورس اوراق بهادار تهران تهیه و تنظیم می‌شود را بیش از پیش نمایان ساخته و لذا پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس و اوراق بهادار تهران این عملیات را ادامه دهد تا به یک مطالبه عمومی از سوی سرمایه‌گذاران تبدیل شود. ب) حضور اندک شرکت‌های در مانده مالی در بورس اوراق بهادار سبب شد که انجام چنین پژوهشی ممکن گردد. بر این اساس پیشنهاد می‌شود که به جای غربال‌گری شرکت‌ها در بورس براساس قدرت سودآوری و سایر معیارهای مطرح، منطقی است به چنین شرکت‌هایی تداوم حضور داده شود و صرفاً بر میزان کیفیت افشای آن‌ها سخت‌گیری شود.

#### فهرست منابع

۱. ایزدی نیا، ناصر، غلامرضا منصورفر و موسی رشیدی خزایی (۱۳۹۴)، "درماندگی مالی به عنوان عاملی برای وقوع مدیریت سود"، **راهبرد مدیریت مالی**، شماره ۱۰، ص ۲۳
۲. پورزمانی، زهرا، آریتا جهاننشد و هاشم کمالی رضایی، (۱۳۹۰)، "بررسی تأثیر شاخص‌های کلان اقتصادی بر بازده سهام"، **فصلنامه پژوهش‌های مدیریت**، دوره ۲۳، شماره ۸۹، ص ۳۷
۳. جهان‌گیر نیا، حسین، غزل السادات صدرائی، اکرم کریمی و پریسا محمد رحیمی (۱۳۹۶)؛ "آیا توانایی وجه نقد عملیاتی برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت در دوران درماندگی مالی افزایش می‌یابد؟" **فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری**، انجمن حسابداری ایران، دوره ۳، شماره ۳ (۱۲)، ص ۴۶۱
۴. حسینی، سیدعلی، غلامرضا کرمی و حامد عمران، (۱۳۹۲)، "مقایسه اطلاعات مالی مبتنی بر جریان‌های نقدی و اطلاعات مالی مبتنی بر حسابداری تعهدی در پیش‌بینی بازده سهام با توجه به چرخه عمر شرکت‌ها"، **فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری**، سال ۲، شماره ۷، ص ۱۴۹

۵. حیدرپور، فرزانه و زیبا خواجه محمود، (۱۳۹۳)، "رابطه بین ویژگی‌های پیش‌بینی سود هر سهم توسط مدیریت بر ریسک و ارزش شرکت با هدف آینده‌نگری در تصمیم‌گیری"، **فصلنامه دانش تحلیل مالی اوراق بهادار**، سال ۷، شماره ۲۲، ص ۲۵
۶. دارابی، رویا، وکیلی‌فرد، حمیدرضا و مسعود مشکین (۱۳۹۲). رابطه بین جریان نقدی عملیاتی و سود عملیاتی با بازده سهام شرکت‌ها و تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر این روابط. **فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت**، سال ۶، شماره ۱۶، ص ۱
۷. دستگیر محسن، علی حسین حسین‌زاده، ولی خدادادی و سیدعلی واعظ (۱۳۹۱)، "کیفیت سود در شرکت‌های درمانده مالی"، **فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی**، دوره ۴، شماره ۱ (۱۱)، ص ۱
۸. طالب نیا، قدرت‌اله (۱۳۹۵)، "اثر شفافیت سود حسابداری بر ریسک ورشکستگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، دوره ۸، شماره ۳۰، ص ۸۸
۹. مشایخی، بیتا و علیرضا شریعتی ایوری، (۱۳۸۸)، "مقایسه سود و جریان‌های نقدی به عنوان معیارهایی برای ارزیابی عملکرد شرکت"، **فصلنامه حسابداری مالی**، سال ۱، شماره ۴، ص ۱
۱۰. میزری هرمزآبادی، مجید و رحمت‌الله نادری بنی، (۱۳۹۶)، "ویژگی‌های معاملات بازار سرمایه و اثر آن بر نحوه‌ی قیمت‌گذاری مدل‌های ارزش‌گذاری حسابداری"، **فصلنامه حسابداری مالی**، سال ۹، شماره ۳۴، ص ۷۱
۱۱. واعظ، سیدعلی و سیدصابر درسه (۱۳۹۷)، "بررسی تأثیر تخصص حسابرس در صنعت بر رابطه بین عدم شفافیت اطلاعات مالی و خطر سقوط آتی قیمت سهام"، **مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۳۹، ص ۱۱۱
12. Asquith, P., R. Gertner, & D. Scharfstein, (1994), "Anatomy of financial distress: An examination of junk bond issuers", **The Quarterly Journal of Economics**, 109 (3): 625–658.

13. Bates, T. W., K. Kahle, & R. M. Stulz, (2009), “Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?”, **The Journal of Finance**, 64: 1985
14. Bernard, V. L., & T. L. Stober, (1989), “The nature & amount of information in cash flows & accruals”, **The Accounting Review**, 64 (4): 624–652.
15. Campbell, J., J. Hilscher, & J. Szilagyi, (2008), “Predicting financial distress & the performance of distressed stocks”, **Journal of Investment Management**, 9 (2): 14–34.
16. Chan, K., Chan, L., Jegadeesh, N., Lakinishok, J. (2011). Earnings Quality and Stock Return. Working paper University of Illinois at Urbana, Champaign, Department of Finance, p. 50
17. Chan, K., & N. Chen, (1991), “Structural & return characteristics of small & large firms”, **The Journal of Finance**, 46: 1467–1484.
18. Chava, S., & A. Purnandam, (2010), “Is default risk negatively related to stock returns?”, **The Review of Financial Studies**, 23 (6): 2523–2559.
19. Chien-Chiang Leea, Mei-Ping Chenb and Shao-Lin Ningc (2017) Why did some firms perform better in the global financial crisis? **Economic Research**, Taylor and Francis Group, 30(1), 1339–1366.
20. Dechow, P., (1994), “Accounting earnings & cash flows as measures of firm performance: The role of accruals”, **Journal of Accounting & Economics**, 18 (1): 3–42.
21. George, T., & C. J. Hwang, (2010), “A resolution of the distress risk & leverage puzzles in the cross section of stock returns”, **Journal of Financial Economics**, 96: 56–79.



22. Gordon, M.J., (1971), "Towards a theory of financial distress", **The Journal of Finance**, 26: 347-356.
23. Hirshleifer, D., K. Hou, & S.H. Teoh, (2010). Accrual anomaly risk or mispricing? **Journal of Finance**, 5:201.
24. Lee E. J., Robson G., Myung S.P., (2017), "Does the Ability of Operating Cash Flows to Measure Firm Performance Improve during Periods of Financial Distress?", **The Journal of ACCOUNTING HORIZONS American Accounting Association**, DOI: 10.2308/acch-51594, 31(1): 23-35.
25. Livdan, D., H. Sapriza, & L. Zhang, (2009), "Financially constrained stock returns", **The Journal of Finance**, 64 (4): 1827-1862.
26. Whited, T., & G. Wu, (2006), "Financial constraints risk", **The Review of Financial Studies**, 19 (2): 531-559.
27. Zmijewski, M., (1984), "Methodological Issues relating to the estimation of financial distress prediction models", **Journal of Accounting Research**, 22 (Supplement): 59-82.



## **A Survey of Tehran's Stock Exchange Capabilities in the Proper Guidance of Investors during Periods of the Corporate and Ultra-Corporate Financial Crises**

**Reza Seidkhani (PhD)<sup>1</sup>**©

Department of Accounting, Ilam Branch, Islamic Azad University, Ilam, Iran

**Ataallah Mohammadi Malgharani (PhD)**

Department of Accounting, Sanandaj Branch, Islamic Azad University, Sanandaj, Iran

**Peyman Amini (PhD)**

Department of Accounting, Kourdestan University, Sanandaj, Iran

(Received: February 24, 2020; Accepted: May 26, 2020)

The aim of this study is to investigate the ability of Tehran's Stock Exchange by design the informatics and disclosure quality ranking indicator (IDQRI) in the proper guidance of investors when it is contradiction between earning per share (EPS) and operating cash flows (OCF) in evaluation of companies performance. In order to reach the goal, we controlled different conditions such as the presence or absence of corporate and ultra-corporate financial crises with pay attention to the presence or absence of IDQRI. The large statistical sample including 4048 accessible observations for a long term period between 2005 to 2017 and the research hypotheses are tested by applying the multivariate regression procedure. The findings show that in case of the presence of IDQRI, the shareholders are determined in their decisions-making and will do their investments even in the terms of existence of the corporate & ultra-corporate crises; also, in the performance evaluation of such companies, the EPS criterion has absolute priority to the OCF criterion. However, in case of the lack of IDQRI, naturally, the shareholders will be more conservative in the evaluations due to the created uncertainty and will consequently change their evaluation criterion from EPS to the OCF criterions.

**Keywords:** EPS, OCF, IDQRI, Financial Distress, Ultra-Corporate Financial Crisis.

---

<sup>1</sup> rseidkhani@gmail.com © (Corresponding Author)