

## بررسی تأثیر فرصت‌های رشد در ارزش‌گذاری جریان نقدی آزاد

محمود یحیی‌زاده فر<sup>۱</sup>، شهاب‌الدین شمس<sup>۲</sup>، مجتبی پاکدین امیری<sup>۳</sup>

**چکیده:** پژوهش حاضر به بررسی ارتباط بین جریان نقدی آزاد و بازده سهام با وجود فرصت‌های رشد می‌پردازد. این پژوهش ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، سود خالص و سود تقسیمی را به‌منزله متغیرهای کنترلی به کار برده است. داده‌های مورد نیاز از ۸۹ شرکت طی یک دوره زمانی ده‌ساله (۱۳۸۱-۱۳۹۱) به صورت فصلی گردآوری شده است. نتایج پژوهش دلالت بر ارتباط مثبت و معنادار جریان نقدی آزاد با بازده سهام با وجود فرصت‌های رشد دارد. بر این اساس نتیجه حاضر در بازار سرمایه ایران می‌تواند در تصمیم‌گیری مدیران و سرمایه‌گذاران برای رسیدن به بازده مناسب شرکت مؤثر باشد و اقدامات کنترلی سهامداران، مانند توجه به نظریه سرمایه‌گذاری اضافی و نظریه کورو می‌تواند در این امر مؤثر باشد.

**واژه‌های کلیدی:** فرصت‌های رشد، ارزش‌گذاری جریان نقدی آزاد، بازده سهام.

۱. استاد گروه مدیریت بازرگانی، دانشگاه مازندران، مازندران، ایران

۲. استادیار گروه مدیریت بازرگانی، دانشگاه مازندران، مازندران، ایران

۳. دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه مازندران، مازندران، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۰۷/۳۰

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۱/۱۱/۰۳

نویسنده مسئول مقاله: مجتبی پاکدین امیری

E-mail: Mjpakdin@gmail.com

**مقدمه**

رشد و توسعه شرکت‌های سهامی در گذر زمان به پیدایش و فزونی قشری از صاحبان سرمایه انجامید که در اداره شرکت‌ها مشارکت مستقیم نداشته و از طریق انتخاب هیئت مدیره، امور شرکت را هدایت و بر آن نظارت می‌کردند. این تحول جدید، گروه تازه‌ای از مدیران حرفه‌ای را پدید آورد که در سرمایه مؤسسه‌هایی که اداره می‌کردند، یا سهمی نداشتند یا سهمی ناچیز داشتند و بدین ترتیب مدیریت مؤسسه‌ها از مالکیت سرمایه آنها تفکیک شد (شباهنگ و همکاران، ۱۳۷۷). جدایی مدیریت از مالکیت، موجب ایجاد تضاد منافع بین مدیران و سهامداران و پیدایش مسئله نظریه نمایندگی شد. نظریه نمایندگی که مالکیت و کنترل را در شرکت‌ها از یکدیگر جدا می‌کند، سبب ایجاد تضاد منافع بین سهامداران و مدیران شرکت‌ها می‌شود. یکی از پاک‌ترین اشکال تحلیل بنیادی اوراق بهادار، ارزش‌یابی جریان‌های نقدی واحد تجاری است؛ چراکه این شیوه بین ارزش یک شرکت و بازدهی اقتصادی ناشی از دارایی‌های آن، ارتباط مستقیمی برقرار می‌کند (درجه، ۱۳۹۰). جریان نقد آزاد، معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت است و وجه نقدی را نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها، در اختیار دارد. جریان نقدی آزاد از این جنبه اهمیت دارد که به شرکت اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جست‌وجو کند و ارزش سهامدار را افزایش دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکانپذیر نیست. از سوی دیگر، وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه نگهداری وجه نقد و هزینه وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود.

به استناد نظریه جنسن<sup>۱</sup> (۱۹۸۶)، از شرکتی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری پابینی دارد، انتظار می‌رود که جریان‌های نقد آزاد بالایی داشته باشد؛ زیرا هرچه فرصت‌های سرمایه‌گذاری (بالفعل و بالقوه) افزایش پیدا کند، اکثر وجوه مازاد در جهت افزایش ثروت سهامداران از طریق سرمایه‌گذاری در فرصت‌های موجود مورد استفاده قرار می‌گیرد و افزایش در میزان سرمایه‌گذاری از محل وجوه مازاد، منجر به کاهش این وجوه خواهد شد. بنابراین براساس نظر جنسن و نظریه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران هنگامی تشدید می‌شود که شرکت، جریان‌های نقدی آزاد با اهمیتی (مثبتی) ایجاد کند و با فرصت‌های رشد کمی نیز روبه‌رو شود. در صورت نبود اقدامات کنترلی از سوی سهامداران، مدیران شرکت‌هایی که دارای جریان نقدی آزاد<sup>۲</sup> مثبت و فرصت‌های رشد کم هستند، ابتدا در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص<sup>۳</sup> مثبت سرمایه‌گذاری

1. Jensen

2. Free cash flow

3. Net present value

می‌کنند و به دلیل کم بودن فرصت‌های رشد، در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی نیز سرمایه‌گذاری می‌کنند که موجب از بین رفتن ارزش سرمایه‌گذاری و در پی آن، کاهش قیمت سهام می‌شود. در واقع مدیران برای آنکه به دست سهامداران حذف نشوند، تلاش می‌کنند با گزارش افزایش سود (جنسن، ۱۹۸۶) یا با نفوذ و دستکاری‌های حسابداری، هزینه‌های غیر بهینه (گوول و توسی<sup>۱</sup>، ۱۹۹۸) را بپوشانند. به همین دلیل مدیران برای ارائه گزارش افزایش سود، تمایل زیادی به استفاده از افزایش درآمد اقلام تعهدی اختیاری دارند (چانگ، فرس و کیم<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵). بنابراین، قابل اتکا بودن و مفید بودن اقلام تعهدی مورد تردید است؛ چرا که مدیران قادرند آنها را بر اساس میل خود تعدیل کنند (حامدی، ۱۳۸۸).

جریان نقدی آزاد می‌تواند در ارزیابی سلامت مالی یک شرکت مفید باشد؛ چرا که تمام مفروضات حسابداری موجود در ساختار درآمد را کنار می‌گذارد. سود یک شرکت ممکن است رقم بالا و در حال رشد باشد، اما تا زمانی که وجوه نقد آزاد مورد توجه قرار نگرفته است، نمی‌توان به این نکته پی برد که آیا این سود، برابر نقدینگی حاصل شده برای یک شرکت در یک سال معین است یا خیر؟ صاحبان سرمایه در نهایت علاقه‌مند به وجوه نقدی آزاد هستند، چیزی که سود، آن را نشان نمی‌دهد (مهام، فجرزاده و حسینی، ۱۳۸۵). به عقیده پنمان و یهودا (۲۰۰۹) جریان نقدی آزاد می‌تواند دارای محتوای اطلاعاتی باشد.

نظریه ارزش‌گذاری حقوق صاحبان سهام بیان می‌کند که جریان نقدی آزاد نمی‌تواند با بازده سهام ارتباط داشته باشد (دستگیر و شریفی، ۱۳۹۰)؛ زیرا فاقد ارزش افزوده است (حبیب<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲؛ ژانگ<sup>۴</sup>، ۲۰۰۰)، جریان نقدی آزاد تنها در شرایطی خاص می‌تواند با بازده سهام ارتباط داشته باشد. پژوهش پیش رو بر مبنای حسابداری تعهدی شکل گرفته است و عدم ارتباط بین جریان نقدی آزاد و بازده سهام، ممکن است مشروط به وجود فرصت‌های رشد باشد. همان‌گونه که اشاره شد، ضرورت این پژوهش پی بردن به ارتباط بین جریان نقدی آزاد و بازده سهام با وجود متغیر فرصت‌های رشد است که در صورت وجود ارتباط بین آن، می‌تواند در تصمیم‌گیری مدیران و سرمایه‌گذاران برای رسیدن به بازده مناسب شرکت مؤثر باشد. نوآوری پژوهش حاضر استفاده از نظریه نمایندگی، نظریه جنسن (۱۹۸۶) و روند پژوهشی پس از آن و در نظر گرفتن متغیر فرصت‌های رشد، به‌طور خاص برای ارتباط بین جریان نقدی آزاد و بازده سهام است. نوآوری دیگر این پژوهش، بررسی ارتباط بین جریان نقدی آزاد و بازده سهام برای نخستین بار در بازار

---

1. Gul & Tusi  
 2. Chung, Firth & Kim  
 3. Habib  
 4. Zhang

سرمایه ایران است. پس این پژوهش به بررسی ارتباط فرصت‌های رشد در ارزش‌گذاری جریان نقدی آزاد می‌پردازد.

بر اساس هدف پژوهش، فرضیه پژوهش حاضر بدین صورت است: جریان نقدی آزاد در شرایط وجود فرصت‌های رشد جذاب، با بازده سهام رابطه دارد.

### پیشینه پژوهش

جریان نقدی آزاد معیاری است که سودآوری شرکت را پس از همه هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها اندازه‌گیری می‌کند. معیار مزبور یکی از معیارهایی است که برای مقایسه و تجزیه و تحلیل سلامتی مالی شرکت‌ها استفاده می‌شود. تاکنون تعریف واحدی از جریان نقدی آزاد ارائه نشده است، اما تعاریف متعددی از سوی افراد مختلفی برای محاسبه جریان‌های نقد آزاد ارائه شده است. بر اساس دیدگاه جنسن (۱۹۸۶)، جریان نقدی عبارتست از باقی‌مانده جریان نقدی پس از کسر وجوه نقد لازم برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی مثبت. پس از جنسن تعاریف متعددی مطرح شد. بر اساس تعریف لن و پلسن<sup>۱</sup> از جریان نقدی آزاد، وجوه مذکور عبارت است از: سود عملیاتی قبل از کسر هزینه استهلاک و پس از کسر مالیات پرداختی، بهره و سود سهامداران ممتاز و عادی. کاپلند<sup>۲</sup> بیان می‌کند جریان نقدی آزاد واحد تجاری، عبارت است از سود عملیاتی پس از کسر مالیات به‌اضافه هزینه‌ای غیرنقدی پس از کسر سرمایه‌گذاری. پائول<sup>۳</sup> و دیوید لانت و یوان سان<sup>۴</sup> نیز، آن را وجوه مازاد بر نیاز برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت که به سهامداران پرداخت نشده است، تعریف کرده‌اند (Paul, David and Yuan, 2009).

مقصود از فرصت‌های رشد، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است (سینایی و رشیدی زاد، ۱۳۸۹). فرصت‌های رشد در قالب‌های مختلف دسته‌بندی شده است. در بخش فرصت‌های رشد و ساختار سرمایه، بدهی شرکت با فرض در دسترس بودن فرصت‌های رشد، می‌تواند یک نقش دو طرفه در ارزش شرکت ایفا کند که این نقش را می‌توان از طریق چهار دیدگاه نظریه کسر سرمایه‌گذاری<sup>۴</sup>، سرمایه‌گذاری اضافی<sup>۵</sup>، نظریه سلسله‌مراتبی<sup>۶</sup> و نظریه توازی<sup>۷</sup> توضیح داد. نظریه کسر سرمایه‌گذاری تأکید دارد که بالا بودن بدهی‌ها تأثیر منفی بر

- 
1. Lehn and Poulsen
  2. Copeland
  3. Paul, David and Yuan
  4. underinvestment theory
  5. overinvestment theory
  6. Pecking Order Theory
  7. Trade-off Theory

ارزش شرکت داشته، سبب تمایل مدیران به پروژه‌های سودآور سرمایه‌گذاری می‌شود (Myers, 1997). نظریه سرمایه‌گذاری اضافی بر نتایج منفی بالا بودن میزان جریان نقدی تحت کنترل مدیران تأکید دارد و بیان می‌کند، در این حالت بهتر است شرکت از طریق بدهی تأمین مالی کند تا محدودیت دسترسی به جریان نقدی برای مدیران شکل بگیرد. در این حالت بین بدهی و ارزش شرکت رابطه مثبتی وجود دارد (Jensen, 1986). بر اساس نظریه سلسله‌مراتبی، شرکت‌ها در تأمین مالی مورد نیاز خود سلسله‌مراتبی را طی می‌کنند. به بیان دیگر، مدیران تأمین مالی از محل منابع داخلی، شرکت را به منابع خارجی شرکت ترجیح می‌دهند. براساس این نظریه، بین فرصت‌های رشد و نسبت بدهی شرکت‌ها رابطه مستقیم وجود دارد. (Liang et al., 2009). همچنین در نظریه توازی می‌توان از طریق ایجاد توازن بین منافع تأمین مالی به‌وسیله بدهی و هزینه‌های ناشی از بدهی، به اهرم مالی بهینه‌ای دست یافت که ارزش شرکت را حداکثر کند. براساس این نظریه بین فرصت‌های رشد و نسبت بدهی شرکت رابطه معکوس وجود دارد (Viviani, 2008). در بخش فرصت‌های رشد و سود تقسیمی، لانگ و لیتزن برگر<sup>۱</sup> (۱۹۸۹) و دی‌آنجلو و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۰) اعتقاد دارند که نظریه پیام‌رسانی و نظریه جریان‌های نقدی آزاد، تا حد زیادی قادر است تأثیر تقسیم سود بر ارزش شرکت را، در حالت وجود یا عدم فرصت‌های رشد توضیح دهد. نظریه پیام‌رسانی در این رابطه بر اساس تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران است. همچنین لوپز و ویسنته<sup>۳</sup> (۲۰۱۰) در نظریه خود بیان می‌کنند که با فرض وجود تقارن اطلاعاتی و در حالت وجود فرصت‌های رشد، تقسیم سود از سوی شرکت می‌تواند باعث کاهش منابع داخلی، افزایش نیاز به منابع خارجی و درنهایت، کاهش ارزش شرکت شود. در بخش فرصت‌های رشد و ساختار مالکیت، تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت، برگرفته از تضاد منافع بین سهامداران است. کورو<sup>۴</sup> (۲۰۰۲) اعتقاد دارد وقتی که سهامداران عمده درصد مناسبی از سهام را در اختیار داشته باشند، می‌توانند سیاست‌های خود را بر شرکت تحمیل و منافع خصوصی را جذب کنند. هرگاه حقوق کلیه سهامداران به‌طور یکسان رعایت نشود، تمرکز مالکیت در دست عده‌ای از سهامداران عمده افزایش می‌یابد.

چانگ و چارنگونگ<sup>۵</sup> (۱۹۹۸) در پژوهشی با عنوان "فرصت‌های سرمایه‌گذاری و واکنش بازار به تصمیم‌گیری در مخارج سرمایه‌ای"، بیان کردند که شواهدی مبنی بر ارتباط جریان نقدی آزاد با افزایش قیمت سهام در حضور فرصت‌های رشد وجود دارد. لانگ و لیتزنبرگر<sup>۶</sup>

- 
1. Lang and Litzemberger
  2. DeAngelo et al
  3. Lopez and Vecente
  4. Cuervo
  5. Chung & Charoengong
  6. Lang & Litzemberger

(۱۹۸۹) اثر جریان نقدی آزاد را مورد تأیید قرار دادند. آنها به این نتیجه رسیدند که قیمت مثبت سهام با افزایش سود تقسیمی شرکت‌هایی که فرصت سرمایه‌گذاری کمی دارند، مرتبط است و با Q توبین اندازه‌گیری می‌شود. هوول (۱۹۹۱) در پژوهشی فرضیه جریان نقدی آزاد که به وسیله جنسن (۱۹۸۶) ارائه شده بود را مورد بررسی قرار داد و آن را رد کرد. اولسن<sup>۱</sup> (۱۹۹۰) به بررسی و تلفیق نظریه ارزش‌گذاری مالی نوین و روش‌های مرتبط با آن برای ارزش‌گذاری شرکت‌ها می‌پردازد. اولسن در سال ۱۹۹۵، پژوهش خود در سال ۱۹۹۰ را گسترش داده و در مقاله‌ای با عنوان سود خالص، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و سود تقسیمی در ارزش‌گذاری حقوق صاحبان سهام، متغیرهای مذکور را متغیرهای کنترلی در مدل ارزش‌گذاری (بر مبنای بازار) واحد تجاری معرفی می‌کند. پرفکت و پیترسون<sup>۲</sup> (۱۹۹۵) به بررسی پژوهش هوول (۱۹۹۱) پرداخته و به این نتیجه می‌رسند که نمی‌توان فرضیه جریان نقدی آزاد را رد کرد.

در پژوهشی عملکرد بلندمدت قیمت با جریان نقدی آزاد مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت و این نتیجه به دست آمد که شرکت‌هایی که پول نقد اضافه بین سهامداران توزیع می‌کنند، در بلندمدت به بازده بالاتر از متوسط دست می‌یابند (وگت و ویو<sup>۳</sup>، ۲۰۰۰). شنگ شیان و دیگران<sup>۴</sup> (۲۰۰۰) در پژوهشی با عنوان "فرصت‌های سرمایه‌گذاری، جریان نقدی آزاد و واکنش بازار به سرمایه‌گذاری مشترک بین‌المللی"، به بررسی نقش فرصت‌های سرمایه‌گذاری و جریان نقدی آزاد در سرمایه‌گذاری مشترک پرداختند و به این نتیجه رسیدند که در این رابطه، فرصت‌های رشد مؤثر است و همچنین اثر جریان نقدی آزاد تأیید نمی‌شود. گول (۲۰۰۴) در پژوهش خود به این نتیجه رسید که مدیران با مشکل نمایندگی جریان نقدی آزاد، تمایل دارند از روش موجودی اولین صادره از اولین وارده<sup>۵</sup>، به جای روش اولین صادره از آخرین وارده<sup>۶</sup> استفاده کنند که نتیجه آن، حداکثر شدن مزایای مالیاتی در دوره افزایش قیمت‌ها است (گول<sup>۷</sup>، ۲۰۰۴). چانگ، فریس و و کیم<sup>۸</sup> (۲۰۰۵) در مطالعه‌ای که روی ۲۲۵۷۶ شرکت در سال‌های ۱۹۹۶-۱۹۸۴ انجام دادند، به این نتیجه می‌رسند که شرکت‌های با فرصت رشد کم و جریان نقدی اضافی، در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی سرمایه‌گذاری کرده و بدین علت از افزایش درآمد اقلام تعهدی استفاده می‌کنند. همچنین نتایج حاکی از آن است که اقدامات فرصت‌طلبانه مدیریت سود در مؤسسه‌های

- 
1. Ohlson
  2. Perfect & Peterson
  3. Vogt & Vu
  4. Sheng-Syan et al
  5. FIFO
  6. LIFO
  7. Gul
  8. Chun, Firth & Kim

سرمایه‌گذاری شدیدتر است. اسوالد و یانگ<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که بازخرید سهام از سوی شرکت‌هایی که دارای جریان نقدی مازاد هستند، موجب کاهش هزینه نمایندگی و اتلاف منابع سازمانی مدیران می‌شود. ناجا و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۸) در مقاله‌ای به این نتیجه رسیدند که حضور سهامداران بزرگ و متعدد در یک شرکت، هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد. دکو و همکاران (۲۰۰۸) در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که توزیع سود بین سهامداران، شاخصی برای پیش‌بینی جریان نقدی آتی است. فريسارد و سالوا<sup>۳</sup> (۲۰۱۰) وجوه نقدی اضافی را وجوهی که بیش از نیاز عملیات یا سرمایه‌گذاری باشد و وجوهی که بالاتر از میزان پیش‌بینی در سطح بهینه است، تعریف کردند. همچنین در پژوهش خود بیان می‌کنند که برای رسیدن به سطح بهینه، مقدار لازم وجوه نقد، فرصت‌های رشد و محدودیت‌های تأمین مالی، تعیین‌کننده خواهد بود. فرانسيس<sup>۴</sup> (۲۰۱۱) به بررسی مطالعه دکو و همکاران (۲۰۰۸) می‌پردازد و به این نتیجه می‌رسد که توزیع سود بین سهامداران، در دسته عواملی چون اندازه شرکت، در پیش‌بینی جریان نقدی آزاد مؤثر خواهد بود. در پژوهشی این نتیجه به دست آمد که از جمله شرایط ارتباط جریان نقدی آزاد با بازده سهام اینکه ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، سود خالص و سود تقسیمی، به‌عنوان متغیر کنترلی قرار گرفته باشند (حبيب، ۲۰۱۲؛ پنمان و یهدا<sup>۵</sup>، ۲۰۰۹).

جهانخانی و همکاران (۱۳۸۴) با بررسی عوامل تعیین‌کننده نسبت تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲-۱۳۷۷، به این نتیجه رسیدند که بین اندازه، فرصت‌های رشد و ریسک با نسبت تقسیم سود، رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. همچنین رضوانی راز و همکاران (۱۳۸۴) با در نظر گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه به‌عنوان متغیرهای کنترلی، به بررسی رابطه جریان نقدی آزاد و مجموع بدهی کوتاه‌مدت و بلندمدت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری آنها پایین است، بین جریان نقدی آزاد و میزان بدهی رابطه وجود دارد. گرمرویدی لطف‌آبادی (۱۳۸۴) با بررسی تأثیر هزینه نمایندگی بر نسبت تقسیم سود ۱۸۹ شرکت در بورس تهران طی سال‌های ۱۳۸۰-۱۳۷۶، به این نتیجه رسیده است که تعداد سهامداران عادی، دارایی‌های وثیقه‌ای و جریان‌های نقدی آزاد، به‌صورت مثبت با نسبت سود سهام تقسیمی رابطه دارند. پورحیدری و همکاران (۱۳۸۷) با بررسی عوامل تعیین‌کننده

1. Oswald & Young  
 2. Najah et al  
 3. Fresard & Salva  
 4. Francis  
 5. Penman & Yehuda

نسبت تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۴-۱۳۸۰، به این نتیجه رسیدند که بین وجود فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری سودآور و درصد توزیع سود، ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد که با یافته‌های نظریه جنسن (۱۹۸۶) مغایرت دارد. بررسی ارتباط بین تغییرات سهم بازار با ارزش‌گذاری عایدات و فرصت‌های رشد آتی، نشان می‌دهد که سود جاری با رشد سهم بازار افزایش می‌یابد، اما بین معیارهای سنجش تغییرات سهم بازار و فرصت‌های رشد رابطه معناداری وجود ندارد (سینایی و رشیدی زاده، ۱۳۸۹). دستگیر و شریفی (۱۳۹۰) در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که بین جریان نقدی عملیاتی و جریان نقدی آزاد با بازده سهام رابطه معناداری وجود ندارد. در پژوهش دیگری این نتیجه به دست آمد که در حالت وجود فرصت‌های رشد، بین ساختار سرمایه و سود تقسیمی، رابطه منفی وجود دارد و در صورت نبود فرصت‌های رشد، رابطه مثبت و معناداری خواهد داشت. همچنین، بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت رابطه غیرخطی و معناداری وجود داشته و فرصت‌های رشد تأثیر معناداری بر این رابطه دارد (سینایی، سلگی و محمدی، ۱۳۹۰). ایزدی‌نیا و کربلایی کریم (۱۳۹۰) در پژوهشی به شناسایی متغیرهای منتخب مالی مؤثر بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و رابطه جریان نقدی آزاد، بازده نقدی سرمایه‌گذاری، ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم را به صورت جدا از هم با بازده سهام مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که جریان نقدی آزاد با بازده سهام ارتباطی ندارد.

براین اساس، کوتاهی از مطالعات گذشته خارجی و داخلی مطرح شده، در جدول شماره ۱ بیان می‌شود.

#### جدول ۱. خلاصه پیشینه پژوهش

پژوهشگران	نتیجه پژوهش
جنسن (۱۹۸۶)، چانگ و چارنگونگ (۱۹۹۸)، وگت و ویو (۲۰۰۰)، دکو و همکاران (۲۰۰۸)، فرانسس (۲۰۱۱)، جهانخانی و همکاران (۱۳۸۴)، رضوانی راز و همکاران (۱۳۸۴) و ...	شرکت‌های مولد جریان نقدی آزاد، باید وجوه خود را به جای سرمایه‌گذاری در طرح‌های کم‌بازده (غیر سودآور) تسلیم مالکان کنند.
هوول (۱۹۹۱)، پورحیدری و همکاران (۱۳۸۷) و ...	در پژوهشی فرضیه جریان نقدی آزاد که به وسیله جنسن (۱۹۸۶) ارائه شده بود را مورد بررسی قرار داد و آن را رد کرد.
گوول و تسی (۱۹۹۸)، چانگ، فریس و کیم (۲۰۰۵)، حامدی (۱۳۸۸) و ...	شرکت‌های با فرصت رشد کم و جریان نقدی اضافی در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی سرمایه‌گذاری کرده و بدین علت از افزایش درآمد اقلام تعهدی استفاده می‌کنند.
ناجا و همکاران (۲۰۰۸).	حضور سهامداران بزرگ و متعدد در یک شرکت هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد.
دستگیر و شریفی (۱۳۹۰)، ایزدی‌نیا و کربلایی کریم (۱۳۹۰) و ...	بین جریان نقدی عملیاتی و جریان نقدی آزاد با بازده سهام رابطه معناداری وجود ندارد.
حبیب (۲۰۱۲)، اولسن (۱۹۹۰)، اولسن (۱۹۹۵).	از جمله شرایط ارتباط جریان نقدی آزاد با بازده سهام، اینکه ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، سود خالص و سود تقسیمی به‌عنوان متغیر کنترلی قرار گرفته باشند.



بر اساس روند مطالعات مطرح‌شده، بین جریان نقدی آزاد و بازده سهام رابطه معناداری وجود ندارد که اساس پژوهش حاضر را تشکیل می‌دهد. در مجموع مطالعاتی که در مورد تشدید تضاد منافع بین سرمایه‌گذاران و مدیران در مورد شرکت‌های مولد جریان نقدی آزاد مطرح شده است، مطالعاتی این موضوع را مورد تأیید قرار داده و برخی دیگر رد کرده‌اند (در جدول شماره ۱ اشاره شده است) که این موضوع و روش انجام پژوهش‌ها در این مطالعه مد نظر قرار می‌گیرد و در ادامه به بررسی آن پرداخته می‌شود. بر اساس مدل استفاده شده در پژوهش‌های گذشته، متغیرهای کنترلی برای ارتباط بین جریان نقدی آزاد و بازده سهام با وجود فرصت‌های رشد شناسایی شده و مورد استفاده قرار می‌گیرند.

### روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش مورد استفاده پیمایشی از نوع همبستگی است. روش گردآوری اطلاعات، اسنادکاوی است و اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌ها از بانک اطلاعاتی تدبیرپرداز دریافت شده و برای سایر اطلاعات مورد نیاز از لوح فشرده بورس، گزارش مجمع عمومی صاحبان سهام و با مراجعه به کتابخانه بورس اوراق بهادار و پایگاه اطلاعاتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی و تارنمای رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. در این پژوهش تلاش شده است از موثق‌ترین و قابل اعتمادترین ابزارها و منابع جمع‌آوری داده‌ها در بازار سرمایه ایران استفاده شود. از این رو داده‌های استفاده شده در این پژوهش، از اطلاعات صورت‌های مالی حسابرسی شده به‌دست حساب‌برسان خبره و مورد اعتماد سازمان است و بنابراین از روایی و پایایی بالایی برخوردار هستند؛ زیرا زیر نظر مراجع قانونی و ذی‌صلاح تهیه شده‌اند. جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند. نمونه آماری نیز شامل شرکت‌هایی است که از معیارهای زیر برخوردار باشند:

الف) تا پایان اسفندماه سال ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد؛

ب) در دوره ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۱ تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشد.

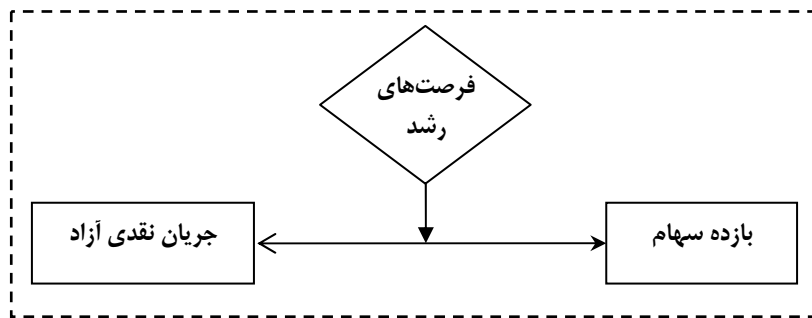
ج) جزء مؤسسه‌های مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها نباشد؛

د) اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها، در دوره مورد بررسی موجود باشد و وقفه معاملاتی بیش از شش ماه در دوره زمانی مذکور نداشته باشد.

با توجه به شرایط فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۸۹ شرکت نمونه انتخاب شد. جمع‌آوری داده‌ها به‌صورت فصلی در بازه زمانی مشخص شده انجام گرفته است.

### مدل مفهومی پژوهش

با توجه به هدف پژوهش مدل مفهومی در شکل شماره ۱ نشان داده شده است.



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

### نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش

بر اساس این مدل، برای سنجش متغیر فرصت‌های رشد از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده می‌شود (سینایی و رشیدی زاد، ۱۳۸۹):

$$\text{رابطه ۱)} \quad \frac{\text{قیمت بازار سهام} \times \text{تعداد سهام منتشر شده}}{\text{جمع حقوق صاحبان سهام در ترازنامه}}$$

برای محاسبه بازده پورترفوی ابتدا باید بازده مورد انتظار اجزای آن تعیین شود. منافع حاصل از مالکیت ممکن است به شکل‌های مختلفی به سهامداران پرداخت شود که عمده‌ترین آنها افزایش سرمایه از محل اندوخته (سهام جایزه) و افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده‌های نقدی هستند. برای این حالت‌ها محاسبه نرخ بازده به صورت زیر خواهد بود:

$$\text{رابطه ۲)} \quad r_{it} = \frac{p_t(1 + \alpha + \beta) - (p_{t-1} + c\alpha) + D}{p_{t-1} + c\alpha}$$

که در آن  $P_t$  و  $P_{t-1}$  قیمت سهم در پایان و ابتدای دوره  $t$ ؛ درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده‌های نقدی؛  $\beta$  درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته؛  $C$  قیمت پذیره‌نویسی یک سهم جدید و  $D$  سود تقسیمی طی دوره  $t$  هستند.

نظریه جریان نقدی آزاد را نخستین‌بار جنسن توسعه داد. افزون‌بر این، تحلیل نظری هزینه‌های نمایندگی در خصوص جریان نقدی آزاد نیز به‌دست او انجام گرفت. در این نظریه، جریان نقدی آزاد عبارتست از باقی‌مانده جریان‌های نقدی پس از کسر وجوه نقد لازم برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که ارزش فعلی آنها مثبت ارزیابی می‌شود. براساس تعریف جنسن، جریان‌های نقدی آزاد از رابطه زیر تعیین می‌شود:

$$FCF = CFO - investment^+ \quad \text{رابطه ۳}$$

که در آن  $FCF$  جریان‌های نقدی آزاد واحد تجاری در دوره  $t$ ؛  $CFO$  وجه نقد حاصل از عملیات واحد تجاری در دوره  $t$  و  $investment^+$  جریان‌های نقد آزاد مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با  $NPV$  مثبت مورد انتظار واحد در دوره  $t$ . همچنین بر اساس مطالعات گذشته اشاره شده، سود تقسیمی، سود خالص و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، متغیر کنترلی هستند (اولسن، ۱۹۹۰؛ اولسن، ۱۹۹۵ و حبیب، ۲۰۱۲).

### روش‌های آماری به‌کار رفته در پژوهش

برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده شده است. تحلیل‌های آماری از طریق نرم افزار Eviews7 انجام گرفت. روش رگرسیونی ترکیبی با توجه به وضعیت ثابت معادله، به چهار روش قابل انجام است:

۱. روشی که معادله را بدون عرض از مبدأ برآورد کند؛
  ۲. روشی که ضریب ثابت مشترکی برای همه اعضای داده‌های ترکیبی در نظر گیرد؛
  ۳. روش اثرات ثابت که ضریب ثابت‌های متفاوتی را برای هر عضو داده‌های ترکیبی برآورد کند؛
  ۴. روش اثرات ثابت تصادفی که در آن، ضریب ثابت برای اعضای داده‌های ترکیبی به‌صورت متغیر تصادفی هستند (احمدپور و رسایان، ۱۳۸۸).
- برای انتخاب بین روش‌های مدل رگرسیونی تلفیقی و رگرسیون اثرات ثابت (پانل) از آزمون اف. لیمر (تعمیم یافته) استفاده می‌شود. آماره این آزمون به‌صورت رابطه شماره ۴ است:

$$F = \frac{(R_{FE}^2 - R_{POOL}^2)/(n - 1)}{(1 - R_{FE}^2)/(nt - n - k)} \quad \text{رابطه ۴}$$

$R_{FE}^2$  ضریب تعیین رگرسیون با اثرات ثابت و  $R_{POOL}^2$  ضریب تعیین مدل رگرسیون تلفیقی است. فرض یک این آزمون نشان‌دهنده وجود تفاوت معنادار بین ضریب تعیین دو روش است. آزمون هاسمن ما را در انتخاب یکی از روش‌های اثرات ثابت ( $FE$ ) و اثرات تصادفی ( $RE$ ) یاری می‌رساند. این آزمون دارای توزیع کای - دو است و فرض یک آن، نشان‌دهنده وجود تفاوت معنادار در ضرایب برآوردی دو روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی است. در صورت پذیرش فرضیه صفر از روش تصادفی و در صورت پذیرش فرض یک، از روش اثرات ثابت استفاده می‌شود. آماره آزمون هاسمن به صورت زیر است:

$$X^2 = (b - B)' \times [(VAR(B) - VAR(B))^{-1}] \times (b - B) \quad \text{رابطه ۵}$$

$b$ : ضرایب برآوردی تحت روش  $FE$ ؛

$B$ : ضرایب برآوردی تحت روش  $RE$  است.

آزمون‌های دیگر مورد استفاده که می‌توان اشاره کرد، تحلیل همبستگی ابزاری آماری برای تعیین نوع و درجه رابطه یک متغیر کمی با متغیر کمی دیگر است. همبستگی را معمولاً با تحلیل رگرسیون به کار می‌برند. اگرچه معادله خط رگرسیون، وابستگی بین متغیر مستقل و متغیر وابسته را بیان می‌کند، اما میزان دقیق این وابستگی را مشخص نمی‌کند. برای سنجش میزان وابستگی بین متغیرها، از ضریب همبستگی و ضریب تعیین استفاده می‌شود. ضریب همبستگی شدت رابطه و همچنین نوع رابطه بین متغیرها را نشان می‌دهد. مقدار ضریب بین -۱، +۱ نوسان می‌کند که اولی معرف همبستگی کامل منفی و دومی معرف همبستگی کامل مثبت است. همبستگی مثبت در مواردی وجود دارد که با افزایش (کاهش) متغیر مستقل، متغیر وابسته نیز افزایش (کاهش) یابد.

ضریب تعیین، معیاری برای ارزیابی معادله خط رگرسیون شمرده می‌شود. این معیار نیز میزان وابستگی خطی بین متغیر مستقل و وابسته را ارزیابی می‌کند و نشان می‌دهد که چه میزان از متغیر وابسته با متغیر مستقل توجیه می‌شود، این ضریب برابر با نسبت تغییرات توجیه‌شده مدل به تغییرات کل است و هرچه مقدار آن به یک نزدیکتر باشد، رابطه قوی‌تری بین دو متغیر وجود دارد.

### یافته‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه پژوهش مبنی بر رابطه جریان نقدی آزاد در شرایط وجود فرصت‌های رشد با بازده سهام، بر اساس معادله رگرسیونی در چارچوب رابطه شماره ۶ بررسی می‌شود.

$$R_i = \beta_0 + \beta_1 \frac{E_{it}}{P_{it-1}} + \beta_2 \frac{D_{it}}{P_{it-1}} + \beta_3 \frac{BV_{it-1}}{P_{it-1}} + \beta_4 \frac{FCF}{P_{it-1}} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Growth_{it} \frac{FCF_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_t \quad \text{(رابطه ۶)}$$

بر اساس معادله اولیه،  $E$ : سود خالص؛  $D$ : سود تقسیمی؛  $BV$ : ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است. همچنین متغیر وابسته، بازده سالانه است که بر اساس تغییرات قیمت سهام در یک دوره مالی محاسبه می‌شود (پنمان و یهدا، ۲۰۰۹). در معادله فوق  $Growth$  متغیری مجازی است. چنانچه مشاهدات سالانه نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، بزرگتر از میانه نمونه باشد، برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود. همچنین بر اساس این معادله، اگر مدیران جریان نقدی آزاد را در فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری کنند، باید انتظار مقدار  $\beta_6$  مثبت را داشت.

برای بررسی و آزمون از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی از آزمون اف. لیمر (تعمیم یافته) استفاده شد، بر اساس نتایج می‌بایست از روش با اثرات ثابت (پانل) استفاده شود. همچنین پس از انجام آزمون هاسمن، فرض صفر این آزمون پذیرفته می‌شود و با انتخاب مدل اثرات تصادفی اقدام به برآورد ضرایب با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته<sup>۱</sup> می‌شود. یکی از مزایای به‌کارگیری این روش، افزایش قدرت آماری ضرایب نسبت به استفاده از تجزیه و تحلیل مجزای داده‌های آماری به صورت سری زمانی یا مقطعی است. در نتیجه ترکیب مشاهدات این دو و استفاده از اطلاعات به مراتب گسترده‌تر در روش داده‌های تلفیقی، در مقایسه با روش‌های دیگر ناهمسانی واریانس<sup>۲</sup> محدودتر شده و همخطی<sup>۳</sup> بین متغیرها کاهش یافته و به واسطه افزایش درجه آزادی، برآورد کاراتر می‌شود. برای آزمون نرمال بودن داده‌ها از آزمون نرمال بودن جمله‌های پسماند استفاده شد. بر این اساس که نتایج احتمال به دست آمده بالاتر از ۵ درصد باشد، فرض صفر مبنی بر داشتن توزیع کای - دو، طبق آماره Jarque-Bera پذیرفته می‌شود که بر نرمال بودن توزیع داده‌ها دلالت دارد.

گفتنی است، بررسی ناهمسانی واریانس و همبستگی سریالی نیز، از طریق آزمون‌های White-cross section در GLS انجام گرفت که در مقایسه با OLS، شاهد نتایج بهتری بودیم. همچنین مقدار دوربین واتسون می‌بایست بین ۱/۸ تا ۲/۲ باشد (شیرین بخش و

1. Estimated Generalized Least Square (EGLS)

2. Heteroscedasticity

3. Collinearity

خوانساری، (۱۳۸۴) که در نتایج به دست آمده ۱/۱۴ بود و برای حل آن از  $AR(1)$  استفاده شد. بر اساس مطالب گفته شده، جدول شماره ۲ به دست آمد.

جدول ۲. نتایج و یافته های پژوهش

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
مقدار ثابت	-۱.۲۱۷۰۶۰	۰.۳۴۱۵۴۱	-۳.۵۶۳۴۴۱	۰.۰۰۲۶
سود خالص	$۳.۲۳ \times 10^{-۵}$	۴۲۰۰۰۰۰	۰.۷۶۹۷۳۶	۰.۴۵۲۷
سود تقسیمی	۶۶۹۲۹۸.۷	۲۶۶۳۳۹.۸	۲.۵۱۲۹۵۰	۰.۰۲۳۱
ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	$۱.۵۷ \times 10^{-۷}$	$۷.۵۹ \times 10^{-۶}$	۲.۰۶۸۰۰۹	۰.۰۴۵۲
جریان نقدی آزاد	$۷.۵ \times 10^{-۵}$	$۱۲.۳ \times 10^{-۵}$	-۵.۷۴۸۹۷۵	۰.۰۰۰۰
فرصت رشد	$۱.۸۹ \times 10^{-۶}$	$۵.۱۱ \times 10^{-۸}$	۳۶.۸۹۹۷۷	۰.۰۰۰۰
فرصت رشد $\times$ جریان نقدی آزاد	$۹.۲۹ \times 10^{-۱۱}$	$۱.۳۲ \times 10^{-۱۱}$	۷.۰۴۹۴۶۵	۰.۰۰۰۰
خودهمبستگی با درجه (۱)	۰.۷۰۲۳۳۶	۰.۰۶۹۷۶۲	۱۰.۰۶۶۱۰	۰.۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰.۹۲۱۶۲۰	میانگین متغیر وابسته		۰.۷۳۹۸۹۷
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۹۱۷۹۵۴	انحراف معیار متغیر وابسته		۳.۹۱۸۶۳۸
انحراف استاندارد رگرسیون	۰.۴۲۱۹۱۶	آماره F		۲۷۰.۴۷۴۶
آماره دوربین-واتسون	۲.۱۵۰۸۰۸	احتمال آماره F		۰.۰۰۰۰۰۰

بر این اساس نتیجه گیری می شود که مقدار همه متغیرها به غیر از متغیر کنترلی سود خالص، معنادار است. همان گونه که در جدول شماره ۲ مشخص است، برآورد مدل بالا با رقم  $prob(F - statistic)$  معادل ۰/۰۰۰۰ معنادار است. همچنین مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۹۱ است که بیان کننده قدرت تخمین بالای مدل است و میزان دوربین واتسون نیز نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی در مدل است.

### نتیجه گیری و پیشنهادها

از شرکتی که فرصت های سرمایه گذاری پایینی دارد، انتظار می رود که جریان های نقد آزاد بالایی داشته باشد؛ زیرا هرچه فرصت های سرمایه گذاری (بالفعل و بالقوه) افزایش پیدا کند، اکثر وجوه مازاد در راستای افزایش ثروت سهامداران از طریق سرمایه گذاری در فرصت های موجود، مورد استفاده قرار می گیرد و افزایش در میزان سرمایه گذاری از محل وجوه مازاد، منجر به کاهش این وجوه خواهد شد. هدف از پژوهش حاضر، بررسی رابطه فرصت های رشد در ارزش گذاری جریان

نقدی آزاد است. بر اساس نتیجه به‌دست آمده ضریب  $\beta_6$  مثبت و معنادار است که بیان می‌کند، مدیران جریان نقدی آزاد را در فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری می‌کنند (وجود فرصت‌های رشد)؛ همچنین مقدار  $\beta_4$  نیز دلالت بر ارتباط مثبت و معنادار جریان نقدی آزاد با بازده سهام با وجود فرصت‌های رشد دارد. بنابراین می‌توان یافته‌های چانگ و چارنگونگ (۱۹۹۸)، لانگ و لیتزبرگر (۱۹۸۹) و وگت و ویو در (۲۰۰۰) و ... را مورد تأیید قرار داد. بر این اساس ارتباط بین جریان نقدی آزاد و بازده سهام با وجود متغیر فرصت‌های رشد جذاب در بازار سرمایه ایران، می‌تواند در تصمیم‌گیری مدیران و سرمایه‌گذاران برای رسیدن به بازده مناسب شرکت مؤثر باشد. بنابراین باید انتظار داشت، شرکتی که از فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایینی برخوردار است، جریان‌های نقد آزاد بالایی داشته باشد؛ زیرا هرچه فرصت‌های سرمایه‌گذاری (بالفعل و بالقوه) افزایش پیدا کند، اکثر وجوه مازاد در راستای افزایش ثروت سهامداران از طریق سرمایه‌گذاری در فرصت‌های موجود مورد استفاده قرار می‌گیرد. بر این اساس پیشنهاد می‌شود برای رسیدن به بازده مناسب، در مواجهه با شرکت‌هایی با جریان‌های نقدی آزاد با اهمیت (مثبت) و با فرصت‌های رشد کم، اقدامات کنترلی از جانب سهامداران انجام گیرد. از اقدامات کنترلی سهامداران می‌توان توجه به نظریه سرمایه‌گذاری اضافی را بیان کرد. بر این اساس، این نظریه روی نتایج منفی بالا بودن میزان جریان نقدی تحت کنترل مدیران تأکید دارد و بیان می‌کند، بهتر است شرکت از طریق بدهی تأمین مالی کند تا محدودیت دسترسی به جریان نقدی برای مدیران شکل بگیرد. در این حالت بین بدهی و ارزش شرکت، رابطه مثبتی وجود دارد. همچنین می‌توان به نظریه کورو (۲۰۰۲) اشاره کرد. او اعتقاد دارد وقتی که سهامداران عمده درصد مناسبی از سهام را در اختیار داشته باشند، می‌توانند سیاست‌های خود را بر شرکت تحمیل و منافع خصوصی را جذب کنند. هرگاه حقوق کلیه سهامداران به‌طور یکسان رعایت نشود، تمرکز مالکیت در دست عده‌ای از سهامداران عمده افزایش می‌یابد و انتظار می‌رود که بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت، رابطه غیرخطی به‌دلیل تأثیر مثبت نظارت و کنترل مدیریت وجود داشته باشد.

چانگ و چارنگونگ (۱۹۹۸) در پژوهش خود با عنوان "فرصت‌های سرمایه‌گذاری و واکنش بازار به تصمیم‌گیری در مخارج سرمایه‌ای" بیان کردند که شواهدی مبنی بر ارتباط جریان نقدی آزاد با افزایش قیمت سهام در حضور فرصت‌های رشد وجود دارد که با یافته‌های پژوهش حاضر مطابقت دارد. البته او پیش‌بینی کرد که نوع صنعت می‌تواند در شدت این ارتباط مؤثر باشد. لانگ و لیتزبرگر (۱۹۸۹) اثر جریان نقدی آزاد را مورد تأیید قرار دادند. آنها به این نتیجه رسیدند که قیمت مثبت سهام با افزایش سود تقسیمی شرکت‌هایی که فرصت سرمایه‌گذاری کمی دارند، مرتبط است. این نتیجه نیز با یافته‌های پژوهش حاضر مطابقت می‌کند؛ زیرا شرکتی که فرصت

سرمایه‌گذاری کم و سود تقسیمی زیادی دارد، توانسته کنترل مناسبی را بر مدیران ایجاد کند تا جریان نقدی مثبت به سمت پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی سوق پیدا نکند. اولسن در سال ۱۹۹۵، در مقاله‌ای با عنوان "سود خالص، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و سود تقسیمی در ارزش‌گذاری حقوق صاحبان سهام"، متغیرهای مذکور را متغیرهای کنترلی در مدل ارزش‌گذاری (بر مبنای بازار) واحد تجاری معرفی می‌کند. همچنین در پژوهشی دیگر این نتیجه به دست آمد که از جمله شرایط ارتباط جریان نقدی آزاد با بازده سهام، اینکه ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، سود خالص و سود تقسیمی، به عنوان متغیر کنترلی قرار گرفته باشند (حبیب، ۲۰۱۲؛ پنمان و بهدا، ۲۰۰۹). متغیرهای کنترلی مورد اشاره، به عنوان متغیر کنترلی در پژوهش حاضر مورد استفاده قرار گرفت. وگت و ویو در سال ۲۰۰۰، در پژوهشی عملکرد بلندمدت قیمت با جریان نقدی آزاد را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند و نتیجه گرفتند که شرکت‌هایی که پول نقد اضافه بین سهامداران توزیع می‌کنند، در بلندمدت به بازده بالاتر از متوسط دست می‌یابند، البته مطالعه مزبور به این موضوع اشاره نکرد که در شرایطی این نتیجه حاصل می‌شود که شرکت، مولد جریان نقدی آزاد باشد و فرصت‌های رشد کمی داشته باشد. ناجا و همکاران (۲۰۰۸) در مقاله‌ای به این نتیجه رسیدند که حضور سهامداران بزرگ و متعدد در یک شرکت، هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد. این نتیجه را می‌توان با بخش رابطه فرصت‌های رشد و ساختار سرمایه مورد تحلیل قرار داد. به اعتقاد کورو (۲۰۰۲) وقتی که سهامداران عمده درصد مناسبی از سهام را در اختیار داشته باشند، می‌توانند سیاست‌های خود را بر شرکت تحمیل و منافع خصوصی را جذب کنند و انتظار بر این است که به دلیل تأثیر مثبت نظارت و کنترل مدیریت و تأثیر منفی از طریق سلب مالکیت وجوه از سهامداران اقلیت، بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت رابطه غیرخطی وجود داشته باشد. دکو و همکاران (۲۰۰۸) در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که توزیع سود بین سهامداران، شاخصی برای پیش‌بینی جریان نقدی آتی است. رضوانی راز و همکاران (۱۳۸۴) با در نظر گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه به عنوان متغیرهای کنترلی، به بررسی رابطه جریان نقدی آزاد و مجموع بدهی کوتاه‌مدت و بلندمدت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری آنها پایین است، بین جریان نقدی آزاد و میزان بدهی رابطه وجود دارد. این یافته با بخش فرصت‌های رشد و ساختار سرمایه همخوانی دارد. بدهی شرکت با فرض در دسترس بودن فرصت‌های رشد، می‌تواند یک نقش دوطرفه در ارزش شرکت ایفا کند که این نقش را می‌توان از طریق چهار دیدگاه نظریه کسر سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری اضافی، نظریه سلسله‌مراتبی و نظریه توازی بیان کرد. پورحیدری و همکاران (۱۳۸۷) با بررسی عوامل



تعیین‌کننده نسبت تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۴-۱۳۸۰، به این نتیجه رسیدند که بین وجود فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری سودآور و درصد توزیع سود، ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین ایشان یادآور می‌شوند که این نتیجه با مبانی نظری و یافته‌های پژوهشگران دیگر مغایر است، همان‌طور که ذکر شد نتیجه پژوهش مورد اشاره با یافته‌های این پژوهش و مطالعات گذشته مغایرت دارد.

### پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آینده

یکی از نقاط قوت پژوهش حاضر، بررسی ارتباط جریان نقدی آزاد با بازده سهام با وجود فرصت‌های رشد است که برای نخستین بار در بازار سرمایه ایران انجام گرفته است. همچنین می‌توان نقطه ضعف این پژوهش را در نظر نگرفتن سایر متغیرهای مؤثر در این رابطه دانست. بنابراین با توجه به نتایج به‌دست‌آمده از پژوهش، می‌توان پیشنهادهایی برای مطالعات آینده مرتبط با موضوع ارائه داد:

- ۱) بررسی تأثیر پایداری سود در ارزش‌گذاری جریان نقدی آزاد؛
- ۲) بررسی رابطه فرصت‌های رشد و پایداری سود در ارزش‌گذاری جریان نقدی آزاد؛
- ۳) بررسی رابطه سایر عوامل مؤثر در ارزش‌گذاری جریان نقدی آزاد.

### منابع

- احمدپور، ا. و رسائیان، م. (۱۳۸۸). بررسی رابطه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام با نوسان‌های بازده سهام و ارزش بازار شرکت در بورس، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۷(۵۱): ۹۲-۷۵.
- پورحیدری، ا. و خاکساری، م. (۱۳۸۷). بررسی عوامل تعیین‌کننده خط‌مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران. مجله توسعه و سرمایه، ۱(۲): ۲۰۰-۱۸۳.
- جهانخانی، ع. و قربانی، س. (۱۳۸۴). شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه تحقیقات مالی، ۷(۲۰): ۴۸-۲۷.
- حامدی، ع. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین بازده سهام و خطا در ارزیابی اقلام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران (پایان‌نامه کارشناسی ارشد)، قزوین: دانشگاه بین‌المللی امام خمینی، برگرفته از پایگاه پژوهشگاه علوم و فناوری ایران.

دستگیر، م.، شریفی مبارکه، ر. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین جریان نقدی آزاد و جریان نقدی عملیاتی با بازده سهام، حسابرس، ۲(۵۲): ۱-۵.

رضوانی راز، ک. و حقیقت، حمید. (۱۳۸۴). بررسی رابطه بین جریان نقدی آزاد و میزان بدهی با در نظر گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهشگر، (۵): ۵۷-۵۰.

سینایی، ح. و رضاییان، ع. (۱۳۸۳). بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه. پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی، (۱۹): ۱۲۳-۱۴۸.

سینایی، ح.، سلگی، م.، و محمدی، ک. (۱۳۹۰). تأثیر فرصت‌های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴(۱۰): ۱۰۲-۸۷.

سینایی، ح.، و رشیدی زاد، ف. (۱۳۸۹). بررسی ارتباط بین تغییرات سهم بازار با ارزش‌گذاری عایدات و فرصت‌های رشد آتی شرکت‌ها، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۷(۵۹): ۳۱-۴۶.

شیرین بخش، ش. و خوانساری، ز. (۱۳۸۴). کاربرد Eviews در اقتصادسنجی، چاپ اول، پژوهشکده امور اقتصادی.

مهام، ک. و فجرزاده، ع. و حسینی، ج. (۱۳۸۵). جریان نقدی آزاد، دانش و پژوهش‌های حسابداری، ۱۴(۱۳): ۸۰-۳۰.

یحیی‌زاده‌فر، م. و شمس، ش. و لاریمی، س. (۱۳۸۹). بررسی رابطه نقدشوندگی با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، ۱۲(۲۹): ۱۱۱-۱۲۸.

Attig, N., Guedhamib, O., Mishrad, D.R., (2008). Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity. *Journal of Corporate Finance*, 14 (5): 721-737.

Chun, R., Firth, M. and Jeong-Bon Kim. (2005). Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring, *Journal of Business Research*, 58(6): 766-776.

Chung, K.H., Wright, P. & Charoengong, C. (1998). Investment opportunities and market reaction to capital expenditure decisions. *Journal of Banking and Finance*, 22(1): 41- 60.

Cuervo, A., (2002). Corporate Governance Mechanisms: A Plea for Less Code of Good Governance and More Market Control. *An International Review*, 10(2): 84-93.

- DeAngelo, H., L. DeAngelo., and D.J. Skinner. (2000). Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling. *Journal of Financial Economics*, 57(3): 309–354.
- Francis, R.N., (2011). Out-of-sample cash flow prediction and cash distributions to shareholders, *Advances in Accounting*, 27(1): 1–9.
- Freeman R., Ohlson J., Penman, S. (1982). Book rate-of-return and the prediction of earnings changes. *Journal of Accounting Research*, 639-653.
- Fresard, L. & Salva, C. (2010). The value of excess cash and corporate governance: Evidence from US cross-listings. *Journal of Financial Economics*, 98(2): 359-384.
- Gul, F. A. & Tsui, S. L. (1998). A test of the free cash flow and debt monitoring hypothesis: evidence from audit pricing. *Journal of Accounting and Economics*, 24 (2): 219-237.
- Gul, F.A. (2004). Free cash flow, debt-monitoring and managers' LIFO/FIFO policy choice. *Journal of Corporate Finance*, 7 (4): 475-492.
- Habib, Ahsan. (2012). Growth opportunities, earnings permanence and the valuation of free cash flow. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 5 (4): 101-122.
- Iturriaga, F.J.L., and Crisostomo, V.L. (2010). Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation? *Emerging Markets Finance & Trade*, 46(3): 80–94.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76 (2): 329-423.
- Lang, L. & Litzenberger, R. (1989). Dividend announcements: cash flow signaling vs. free cash flow hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 24 (1): 181-191.
- Liang, H. and C. Bathala, (2009). Tradeoff or Pecking order: Capital Structure Policy Suitable for Financially Distressed Firms. *The IUP Journal of Applied Finance*, 15(10): 5-18.
- Myers, S.C. (1997). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2): 147–175.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values and dividends in security valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2): 661-688.

- Ohlson, J. A., (1990). Synthesis of security valuation theory and the role of dividends, cash flows, and earnings. *temporary Accounting Research*, 6(2-11): 648-676.
- Oswald, Dennis; Steven Young. (2008). Share reacquisition, surplus cash, and agency problems. *Journal of Banking & Finance*, 32(5): 795–806.
- Paul, A. G. David, H. L. and Yuan, S., (2009). Agency Problems and Audit Fees: Further Test of the Free Cash Flow Hypothesis. *Journal of Accounting and finance*, 50(2): 321-350.
- Penman, S. H. & Yehuda, N., (2009). The pricing of earnings and cash flows and an affirmation of accrual accounting. *Review of Accounting Studies*, 14 (4): 453-479.
- Penman, S. H. (2010). *Financial Statement Analysis and Equity Valuation*. McGraw-Hill, Irwin, 4<sup>th</sup>, edition: Boston.
- Perfect, S. B., David, R., Peterson, P. (1995). Self-tender offers: The effects of free cash flow, cash flow signaling, and the measurement of Tobin's q. *Journal of Banking & Finance*, 19(6), 1005–1023
- Sheng-Syan, C., Kim W. H., Cheng-few L., and Gillian H.H. (2000). Investment opportunities free cash flow and market reaction to international joint ventures. *Journal of Banking & Finance*, 24(11): 1747–1765.
- Stewart III, G.B., (1991). The Quest for Value, *Harper Business*, New York.
- Viviani, J. L. (2008). Capital Structure Determinants: An Empirical Study of French Companies in the Wine Industry. *International Journal of Wine Business Research*, 20(2): 171-194.
- Vogt, S. C., & Vu, J. D. (2000). Free cash flow and long run firm value: Evidence from the Value Line Investment Survey. *Journal of Managerial Issues*, 7(2): 188-207.