

## بررسی عوامل موثر بر ارزش گذاری جریان نقد آزاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

### دکتر ولی خدادادی

دانشیار گروه حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز (نویسنده مسئول)

E-mail: Vkhodadadi@scu.ac.ir

### دکتر حسن فرازمند

دانشیار گروه اقتصاد دانشگاه شهید چمران اهواز

E-mail: Hfarazmand@scu.ac.ir

### رامین قربانی

کارشناس ارشد حسابداری

E-mail: ghorbani.ramin@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۰۶/۲۵ ، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۱۰/۱۶

### چکیده

هدف از این تحقیق بررسی عوامل موثر بر ارزش گذاری جریان نقد آزاد شرکت ها می-باشد. در این تحقیق، از متغیرهای فرصت رشد، کیفیت سود، مالکیت مدیریت، اهرم مالی و مالکیت نهادی به عنوان عوامل موثر بر ارزش گذاری جریان نقد آزاد شرکت ها استفاده گردید. به همین منظور، داده های مربوط به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره ی زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ استخراج و از الگوی رگرسیونی داده های ترکیبی برای آزمون فرضیه ها استفاده شد. نتایج تحقیق نشان داد جریان نقد آزاد شرکت هایی که فرصت رشد بیشتری دارند بیش تر از جریان نقد آزاد سایر شرکت ها ارزش گذاری می-شود. همچنین، نتایج تحقیق نشان داد که جریان نقد آزاد شرکت هایی که درصد مالکیت مدیریت بیش تر و اهرم مالی بالاتری دارند کم تر از جریان نقد آزاد سایر شرکت ها ارزش-گذاری می شود. اما، نتایج تحقیق برای تاثیر کیفیت سود و میزان مالکیت نهادی بر ارزش-

گذاری جریان نقد آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران معنادار نبوده است.

**واژه‌های کلیدی:** جریان نقد آزاد، فرصت‌های رشد، کیفیت سود، مالکیت مدیریت، اهرم مالی، مالکیت نهادی

### (۱) مقدمه

جدایی مدیریت از مالکیت، موجب ایجاد تضاد منافع بین مدیران و سهامداران و پیدایش مسئله تئوری نمایندگی می‌شود. از نظر جنسن (۱۹۸۶) تضاد منافع بین مدیران و سهامداران به ویژه هنگامی شدید است که شرکت، جریان نقدی آزاد با اهمیتی ایجاد می‌کند [۱۶]. در راستای تحلیل ارزش ایجاد شده برای سهامداران، جریان‌های نقد آزاد شرکت از اهمیت خاصی برخوردار است. دیدگاه‌های متفاوتی در مورد شیوه‌ی بکارگیری و استفاده از جریان نقد آزاد وجود دارد. از یک سو، مدیران می‌توانند از طریق افزایش سود تقسیمی و یا استفاده از فرصت‌های رشد مناسب، وجوه مزبور را در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کرده و به این ترتیب باعث افزایش ثروت سهامداران خود گردند. از سوی دیگر، با توجه به تئوری تضاد منافع میان مدیران و مالکان، ممکن است برخی مدیران درصدد برآیند جریان نقد آزاد را در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری کرده تا در کوتاه‌مدت بتوانند منافع شخصی خود را تأمین نمایند [۸].

نتایج تحقیقات نشان می‌دهد عواملی چون: افزایش سطح بدهی و میزان مالکیت مدیریت [۸ و ۱۵] سرمایه‌گذاران نهادی [۱۳] کیفیت سود و وجود فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری [۱۴ و ۲۰] می‌تواند با کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان‌های نقد آزاد باعث واکنش مثبت بازار به جریان نقد آزاد شده و در نهایت باعث افزایش ارزش شرکت شود. از آنجایی که، استفاده بهینه از جریان نقد آزاد می‌تواند در رغبت سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری بیش‌تر و جلب اعتماد اعتباردهندگان به اعتبار دهی مؤثر واقع شود، در این تحقیق برآنیم به بررسی عوامل مؤثر بر ارزش‌گذاری جریان نقد آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بپردازیم.

## ۲) چارچوب نظری

### ۱-۲) فرصت‌های رشد و ارزش‌گذاری جریان نقد آزاد

جریان نقد آزاد وجه نقدی را نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه‌ی دارایی‌ها، در اختیار دارد. هنگامی که مدیران واحد تجاری با جریان‌های نقد آزاد مواجه می‌شوند، در وهله اول مهم این است که آنان بتوانند وجوه مذکور را در پروژه‌های مناسب و پربازده سرمایه‌گذاری کرده تا از این طریق برای مالکان خود ایجاد ارزش نمایند [۸].

در واقع، ارزش هر شرکتی نه تنها به توانایی آن شرکت در ایجاد جریان نقد آزاد بلکه، به میزان قابل توجهی به شیوه بکارگیری این وجوه بستگی دارد. به گونه‌ای که استفاده مناسب از جریان نقد آزاد توسط مدیران یک شرکت که دارای فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری مناسبی هستند باعث می‌شود که بازار به این گونه جریان نقد آزاد واکنش مثبت نشان دهد در نتیجه قیمت سهام افزایش یابد [۱۴]. از سوی دیگر، جنسن (۱۹۸۶) با توجه به تئوری تضاد منافع استدلال می‌کند مدیران شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد بالا و فرصت‌های رشد کمی دارند، گرایش به سرمایه‌گذاری نابخردانه در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی صفر و یا منفی داشته تا در کوتاه‌مدت بتوانند برخی از منافع شخصی خود (که در تضاد با منافع سهام‌داران است) را تأمین نمایند. موارد گفته شده فوق بیانگر این است که ارزش‌گذاری جریان نقد آزاد یک شرکت می‌تواند تحت تاثیر فرصت‌های رشد آتی آن شرکت قرار بگیرد به گونه‌ای که بازار سرمایه جریان نقد آزاد شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد بالاتر را بیش تر ارزش‌گذاری می‌کند [۱۴ و ۲۰].

### ۲-۲) کیفیت سود و ارزش‌گذاری جریان نقد آزاد

افزایش در سود تقسیمی یک شرکت، یکی از کاربردهای مهم جریان نقد آزاد است که با کاهش هزینه سرمایه سهام عادی و کاهش تضاد نمایندگی باعث افزایش رضایت سرمایه‌گذاران می‌شود [۵]. همچنین، بر مبنای مطالعاتی هم‌چون بیکر و پاول، بیکر و فارلی، پریس و گیتمن، یکی از عوامل تعیین کننده سود تقسیمی شرکت‌ها، کیفیت و ثبات سودآوری شرکت‌هاست. شرکتی که از کیفیت سود بالاتری برخوردار است، احتمالاً درصد بیشتری از سود خود را بین سهام‌داران توزیع می‌کند. اما شرکت‌هایی که از

کیفیت و پایداری سود کم‌تری برخوردار هستند به دلیل خطرپذیری بیش‌تر و ابهام در خصوص سودهایی آینده تمایل دارند که سود کم‌تری را بین سهام‌داران توزیع و بخش عمده سود را به منظور پوشش زیان‌های آینده در شرکت انباشته می‌کنند [۲]. از طرفی، پرداخت سود نقدی منوط به داشتن وجه نقد کافی است. به عبارت دیگر، شرکت‌ها زمانی سود نقدی توزیع می‌کنند که جریان نقد کافی برای توزیع سود را داشته باشند [۱۲]. در واقع می‌توان بیان کرد، بازار سرمایه جریان نقد آزاد شرکت‌هایی را که کیفیت سود بالایی دارند را، به دلیل افزایش احتمال پرداخت سود تقسیمی، بیش‌تر از جریان نقد آزاد سایر شرکت‌ها ارزش‌گذاری می‌کنند.

### ۲-۳) مالکیت مدیریت و ارزش‌گذاری جریان نقد آزاد

هزینه نمایندگی جریان نقد آزاد برای شرکت‌هایی که سطح بالایی از مالکیت مدیریت دارند، کاهش می‌یابد. زیرا، هر چه مالکیت مدیر بیش‌تر شود، برای افزایش ارزش شرکت بیشتر تلاش می‌کند. به گونه‌ای که زمانی مدیر مالک ۱۰۰٪ سهام شرکت باشد هزینه نمایندگی سهامداران صفر می‌شود [۶]. از طرف دیگر، یکی از فعالیت‌های نابخردانه مدیران شرکت‌هایی که با مساله نمایندگی جریان نقد آزاد مواجه هستند این است که سود حسابداری را به منظور دستیابی به پاداش مورد نظر دستکاری می‌کنند. هر چه میزان مالکیت مدیریت بیشتر باشد، به دلیل همسویی بیشتر منافع آنان با منافع سهامداران، و همچنین به دلیل استفاده مناسب‌تر از طرح‌های پاداش مدیران امکان استفاده نامناسب از جریان نقد آزاد کمتر و در نتیجه ارزش شرکت بیش‌تر می‌شود [۲۴ و ۲۷].

### ۲-۴) اهرم مالی و ارزش‌گذاری جریان نقد آزاد

افزایش اهرم مالی به دو دلیل رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را در ارتباط با جریان نقد آزاد شرکت‌ها کاهش می‌دهد: اولاً، وجود بدهی باعث می‌شود که مدیران جهت پرداخت اصل و بهره بدهی، جریان نقد آزاد کمتری در دسترس داشته باشند، به گونه‌ای که امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که فاقد ارزش افزوده هستند، وجود نداشته باشد. ثانیاً، با افزایش میزان بدهی شرکت‌ها، رسیدگی و نظارت توسط اعتباردهندگان افزایش می‌یابد که در نهایت امکان سرمایه‌گذاری غیر بهینه توسط مدیریت را دچار محدودیت می‌کند [۱۹ و ۲۲] با توجه به موارد فوق می‌توان گفت که سرمایه‌گذاران جریان نقد آزاد

شرکت‌هایی را که از اهرم مالی بالاتری استفاده می‌کنند را بیش‌تر از جریان نقد آزاد سایر شرکت‌ها ارزش‌گذاری می‌کنند.

## ۲-۵) مالکیت نهادی و ارزش‌گذاری جریان نقد آزاد

یکی از مکانیزم‌های کنترل بیرونی موثر بر حاکمیت شرکتی، ظهور سرمایه‌گذاران حقوقی به عنوان مالکین سرمایه می‌باشد. با توجه به فرضیه نظارت کارآمد، به دلیل حجم ثروت سرمایه‌گذاری شده، نهادها احتمالاً سرمایه‌گذاری خود را به صورت فعال مدیریت می‌کنند. بر اساس این نگرش سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران متبصری هستند که دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات می‌باشند [۳]. الیاسیانی (۲۰۰۸) معتقد است که سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند به عنوان یک مکانیزم جایگزینی برای مالکیت مدیریت و اهرم مالی برای کاهش مساله نمایندگی عمل کنند [۱۳]. سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها، توانایی اعمال کنترل بر اقدامات فرصت-طلبانه مدیران را دارند. به گونه‌ای که با حل مساله نزدیک‌بینی مدیریت امکان استفاده مدیران از جریان نقد آزاد را در پروژه‌های سودآور بلندمدت فراهم می‌آورد [۹]. بنابراین، انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل وقت، انگیزه، و تخصص لازم توانایی کاهش هزینه نمایندگی ناشی از جریان نقد آزاد را داشته باشند.

## ۳) پیشینه‌ی تحقیق

پن‌من و یهودا (۲۰۰۹) واکنش بازار به جریان نقد آزاد را با استفاده از اصول حسابداری تعهدی مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنان نشان داد بازار سرمایه، سود گزارش شده شرکت‌ها را به صورت مثبتی قیمت‌گذاری می‌کند، به گونه‌ای که هرچه کیفیت سود شرکت‌ها بالاتر باشد، قیمت سهام آن نیز بیش‌تر ارزش‌گذاری می‌شود [۲۰].

زرنی و همکاران (۲۰۱۰) در تحقیقی که در بازار سوئد انجام دادند، شواهدی از ارزش‌گذاری مثبت جریان نقد آزاد برای شرکت‌هایی که هیأت مدیره قوی‌تری داشته و برنامه‌ریزی بهتری برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌رو داشته‌اند، بدست آوردند [۲۶]. در تحقیقی مشابه نیز جاگی و گول (۲۰۰۰) رابطه مستقیمی را بین مدیریت سود و جریان‌های نقد آزاد زیاد در شرکت‌های با رشد کم پیدا کردند. آنان معتقدند در چنین

شرکت‌هایی، به جای اینکه مدیران جریان نقد آزاد را بین سهام‌داران توزیع نمایند اقدام به سرمایه‌گذاری وجوه مذکور در پروژه‌هایی با ارزش فعلی منفی می‌کنند [۱۵].

حبیب (۲۰۱۱) ارزش‌گذاری جریان نقد آزاد را با توجه به فرصت‌های رشد و کیفیت سود مورد بررسی قرار داد. نتایج تحقیق وی نشان داد که جریان نقد آزاد شرکت‌هایی که از فرصت‌های رشد و سودآور جذاب و مناسب‌تری برخوردار هستند بیش‌تر از سایر شرکت‌ها ارزش‌گذاری می‌شود. همچنین، نتایج وی نشان داد که ارزش‌گذاری جریان نقد آزاد شرکت‌ها رابطه‌ی معکوسی با کیفیت سود دارد [۱۴].

لینس (۲۰۰۳) در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که ارتباط منفی بین قیمت سهام (ارزش شرکت) و میزان جداسازی مالکیت از کنترل وجود دارد [۱۸].

وی و ژانگ (۲۰۰۸) نشان دادند در شرکت‌هایی که از مالکیت مدیریت بیشتری برخوردارند، سرمایه‌گذاری‌های اضافی در پروژه‌هایی که خالص ارزش فعلی منفی دارند، کمتر است [۲۵].

مرادی (۱۳۸۶) به بررسی رابطه بین اهرم مالی و هموارسازی سود پرداخت. نتایج تحقیق وی نشان داد که بین اهرم مالی و هموارسازی سود رابطه منفی معناداری وجود دارد. همچنین نتایج وی نشان داد در شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد بالایی دارند، بین اهرم مالی و هموارسازی سود رابطه معنادار منفی بیشتری وجود دارد [۷].

نتایج تحقیق هاشمی و کمالی (۱۳۸۹) نشان داد که مدیریت سود در شرکت‌هایی که همواره درجه اهرم مالی زیادی دارند با شرکت‌هایی که به تدریج درگیر افزایش اهرم مالی می‌شوند تفاوت معناداری ندارد [۱۰].

نتایج تحقیق آدایشن (۲۰۰۵) که به بررسی تاثیر اهرم مالی بر هموارسازی سود پرداخته بود نشان داد که افزایش عمده در اهرم مالی باعث کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه و مدیریت سود در شرکت‌هایی با جریان نقد آزاد بالا می‌شود [۱۹].

کیو<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) در تحقیق خود به این نتیجه رسید که صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از سرمایه‌گذاران نهادی شرکت‌ها، می‌توانند سرمایه‌گذاری‌های نابخردانه و تحصیل‌داری‌های اضافی توسط مدیران شرکت‌هایی که فرصت رشد کم و جریان نقد آزاد

---

<sup>1</sup> Qui

بالایی دارند را کاهش دهد [۲۱]. نتایج تحقیق چانگ و همکاران (۲۰۰۵) نشان داد که میزان مالکیت سهام داران نهادی نقش تعدیل کننده‌ای بر رابطه بین جریان نقد آزاد و میزان استفاده از اقلام تعهدی دارد [۱۱].

#### ۴) فرضیه‌های تحقیق

با توجه به اهداف تحقیق و مبانی نظری مطرح شده، فرضیه‌های تحقیق بصورت زیر بیان می‌شوند:

**فرضیه اول:** ارزش جریان نقد آزاد در شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد بیش‌تری دارند، به صورت معناداری از ارزش جریان نقد آزاد در سایر شرکت‌ها بیش‌تر است.

**فرضیه دوم:** ارزش جریان نقد آزاد در شرکت‌هایی که کیفیت سود بالاتری دارند، به صورت معناداری از ارزش جریان نقد آزاد در سایر شرکت‌ها بیش‌تر است.

**فرضیه سوم:** ارزش جریان نقد آزاد در شرکت‌هایی که مالکیت مدیریت بیش‌تری دارند، به صورت معناداری از ارزش جریان نقد آزاد در سایر شرکت‌ها بیش‌تر است.

**فرضیه چهارم:** ارزش جریان نقد آزاد در شرکت‌هایی که اهرم مالی بالاتری دارند، به صورت معناداری از ارزش جریان نقد آزاد در سایر شرکت‌ها بیش‌تر است.

**فرضیه پنجم:** ارزش جریان نقد آزاد در شرکت‌هایی که درصد مالکیت نهادی بیش‌تری دارند، به صورت معناداری از ارزش جریان نقد آزاد در سایر شرکت‌ها بیش‌تر است.

#### ۵) روش تحقیق

با توجه به اینکه نتایج بدست آمده از تحقیق به حل یک مشکل یا موضوع خاص می‌پردازد، از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ روش نیز از نوع همبستگی- رگرسیونی می‌باشد.

#### ۶) جامعه و نمونه آماری

برای انجام این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شدند و نمونه آماری از میان این شرکت‌ها استخراج شدند. نمونه شامل تمام شرکت‌هایی است که همه شرایط زیر را دارا باشند: ۱. پایان سال مالی آنها

۲۹ اسفندماه باشد. ۲. جزء شرکت‌های مالی و واسطه‌گری نباشند. ۳. قبل از سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند. ۴. در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند. ۵. اطلاعات مالی آنها در دسترس باشد. در نهایت، پس از طی مراحل مزبور، تعداد ۱۱۲ شرکت در دوره‌ی ۱۳۸۳-۱۳۸۹ به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

## ۷) روش گردآوری داده‌ها

داده‌های مورد نظر از ماهنامه‌های بورس و سایت‌های بورس و بانک مرکزی و نرم افزارهای اطلاعات مالی شرکت‌ها استفاده شده است. سپس، برای آماده سازی اطلاعات از نرم افزار اکسل استفاده شده است همچنین، محاسبات لازم برای دستیابی به متغیرهای مورد بررسی به کمک نرم‌افزار Eviews نسخه ۶ انجام شده است.

## ۸) روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین، میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار انجام شده است. همچنین، برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی استفاده شده است. برای انتخاب از بین روش‌های الگوهای رگرسیونی ترکیبی و الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. اگر در آزمون F لیمر روش داده‌های ترکیبی انتخاب شود، کار تمام است اما اگر روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انتخاب گردید لازم است تا آزمون هاسمن نیز انجام شود. از آزمون هاسمن جهت تعیین استفاده از الگوی اثرات ثابت در مقابل الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌شود [۱].

در همین راستا برای آزمون فرضیه‌های تحقیق به ترتیب از الگوهای رگرسیونی زیر استفاده شده است:

### الگوی شماره (۱)

$$\frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{E_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{D_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{BV_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 DUMMYMTB_{i,t} * \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon$$

### الگوی شماره (۲)



$$\frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{E_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{D_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{BV_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_5 EQ_{i,t} + \beta_6 DUMMYEQ_{i,t} * \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon$$

### الگوی شماره (۳)

$$\frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{E_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{D_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{BV_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_5 MGROWN_{i,t} + \beta_6 DUMMYMGROWN_{i,t} * \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon$$

### الگوی شماره (۴)

$$\frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{E_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{D_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{BV_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_5 LEVERAGE_{i,t} + \beta_6 DUMMYLEVERAGE_{i,t} * \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon$$

### الگوی شماره (۵)

$$\frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{E_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{D_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{BV_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_5 OPER_{i,t} + \beta_6 DUMMYOPER_{i,t} * \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon$$

لازم به ذکر است، از آنجایی که شرکت‌هایی با جریان نقد آزاد مثبت و فرصت‌های رشد کم به صورت جدی با مساله نمایندگی ناشی از جریان نقد آزاد مواجه هستند، بنابراین قبل از تخمین الگوهای فوق، ابتدا تمامی مشاهدات مربوط به جریان نقد آزاد مثبت (شامل ۶۳۴ مشاهده) و منفی (شامل ۱۵۰ مشاهده) از یکدیگر تفکیک شده و سپس برای داده‌هایی با جریان نقد آزاد مثبت الگوهای فوق تخمین زده شده است.

### ۹-۱) متغیر وابسته

**بازده قیمتی سهام:** در این تحقیق به منظور بررسی ارزش گذاری جریان نقد آزاد توسط بازار، از تغییرات قیمت سالانه سهام استفاده شده است. قابل ذکر است به منظور اندازه گیری صحیح بازده قیمتی، قیمت های پایانی براساس افزایش سرمایه و حق تقدم تعدیل شده اند. سپس، به منظور همگن کردن سایر متغیرها، طرفین مدل بر قیمت سهام در ابتدای دوره تقسیم شده اند.

### ۹-۲) متغیرهای مستقل

$FCF_{i,t}$  در این تحقیق، از مدل لن و پلسن (۱۹۸۹) برای تعیین جریان نقد آزاد واحد تجاری استفاده شده است [۱۷]. براین اساس، جریان نقد آزاد از طریق فرمول زیر محاسبه شده است:

$$FCF_{it} = INC_{it} - TAX_{it} - INTEP_{it} - PSDIV_{it} - CSDIV_{it}$$

$INC_{it}$  سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $TAX_{it}$ : کل مالیات پرداختی شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $INTEP_{it,t}$ : هزینه بهره ی پرداختی شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $PSDIV_{it}$ : سود سهام داران ممتاز پرداختی شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $CSDIV_{it}$ : سود سهام داران عادی پرداختی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$MTB_{i,t}$ : فرصت های رشد شرکت که از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت در هر دوره بدست می آید.

$EQ_{i,t}$ : کیفیت سود، که از تقسیم جریان نقد عملیاتی به سود حاصل از فعالیت های عملیاتی اندازه گیری شده است [۴].

$MGROWN_{i,t}$ : مالکیت مدیریت که از تقسیم سهام نگهداری شده توسط هیات مدیره بر کل سهام شرکت در هر دوره بدست می آید [۶].

$LEVERAGE_{i,t}$ : اهرم مالی، از تقسیم جمع کل بدهی ها به کل دارایی های شرکت در هر دوره بدست می آید.

$OPER_{i,t}$  میزان مالکیت نهادی، از مجموع سهام در اختیار بانک ها و بیمه ها، هلدینگ ها، شرکت های سرمایه گذاری، صندوق های بازنشستگی، نهادهای دولتی و شرکت های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت بدست می آید.

همچنین، به منظور بررسی تاثیر هر یک از متغیرهای، فرصت های رشد، کیفیت سود، مالکیت مدیریت، اهرم مالی و مالکیت نهادی بر جریان نقد آزاد از یک متغیر موهومی استفاده شده است. به این صورت که ابتدا میانه هر یک از متغیرهای مذکور را بدست آورده، سپس برای مشاهداتی که بزرگتر از میانه نمونه باشد عدد یک و برای سایر مشاهدات عدد صفر قرار می گیرد.

### ۹-۳) متغیرهای کنترل

$E_{i,t}$  سود هر سهم، که از تقسیم سود خالص بر تعداد سهام در هر دوره بدست می آید.  
 $D_{i,t}$  سود تقسیمی، که از تقسیم سود قابل توزیع بر تعداد سهام در هر دوره بدست می آید.  
 $BV_{i,t}$  ارزش دفتری، از تقسیم ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر تعداد سهام در هر دوره بدست می آید.

### ۱۰) نتایج تحقیق

#### ۱۰-۱) آمار توصیفی

محاسبات آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، بیشینه و کمینه است که اطلاعات مرتبط با آنها به طور خلاصه در نگاره شماره (۱) نشان داده شده است.

نگاره ی شماره ی (۱): آماره های توصیفی متغیرهای الگو

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
بازده	۰/۰۳۲	-۰/۰۸	۲/۸	-۰/۷۸	۰/۵۹
سود هر سهم	۰/۱۵۹	۰/۱۵	۱/۷۲	-۰/۷۹	۰/۱۹۳
سود تقسیمی هر سهم	۰/۱۲۲	۰/۱	۰/۵۷	۰	۰/۱۱۳
ارزش دفتری	۰/۵۴۷	۰/۴۲	۲/۵۲	-۰/۱۳	۰/۴۴۹
جریان نقد آزاد	۲۶/۲۶	۵	۱۲۲۳	-۵۴۶	۱۴۳/۷۳
فرصت های رشد	۲/۴۷	۱/۷۷	۱۳/۲۱	۰/۰۶	۲/۴۸

کیفیت سود	۰/۸۲	۰/۷۷	۶/۶۲	-۵/۶۹	۱/۴۸
مالکیت مدیریت	۰/۶۷	۰/۶۹۹	۰/۹۹	۰	۰/۱۹۹
اهرم مالی	۰/۶۳	۰/۶۴	۰/۹۲	۰/۱	۰/۱۶۵
مالکیت نهادی	۰/۷۲	۰/۸۱۶	۰/۹۹	۰	۰/۲۶۸

### ۱۰-۲) آمار استنباطی

قبل از برآزش الگوها لازم است تا آزمون  $F$  لیمر به منظور بررسی استفاده از روش داده های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده های ترکیبی برای الگوی بالا انجام شود. نگاره شماره (۲) نتایج آزمون  $F$  لیمر را برای تمامی الگوها نشان می دهد.

نگاره شماره (۲): نتایج آزمون  $F$  لیمر برای الگوهای تحقیق

الگوی مورد بررسی	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
الگوی شماره (۱)	۲/۸۸	۰/۰۰	الگوی اثرات ثابت
الگوی شماره (۲)	۳/۴۷	۰/۰۰	الگوی اثرات ثابت
الگوی شماره (۳)	۳/۴۸	۰/۰۰	الگوی اثرات ثابت
الگوی شماره (۴)	۳/۶۹	۰/۰۰	الگوی اثرات ثابت
الگوی شماره (۵)	۳/۴۰	۰/۰۰	الگوی اثرات ثابت

با توجه به آماره و سطح خطای آزمون  $F$  لیمر و رد فرضیه  $H_0$  برای تمامی الگوها، لازم است برای انتخاب از بین الگوی داده های تابلویی با اثرات ثابت یا داده های تابلویی با اثرات تصادفی، آزمون هاسمن نیز انجام شود.

نگاره شماره (۳): نتایج آزمون هاسمن برای الگوهای تحقیق

الگوی مورد بررسی	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
الگوی شماره (۱)	۳۶/۸۶	۰/۰۰	الگوی اثرات ثابت
الگوی شماره (۲)	۳۸/۰۵	۰/۰۰	الگوی اثرات ثابت
الگوی شماره (۳)	۳۴/۳۸	۰/۰۰	الگوی اثرات ثابت
الگوی شماره (۴)	۵۷/۷۹	۰/۰۰	الگوی اثرات ثابت

الگوی شماره (۵)	۳۳/۲۱	۰/۰۰	الگوی اثرات ثابت
-----------------	-------	------	------------------

همانطور که در نگاره شماره (۳) قابل مشاهده است، نتایج حاکی از رد شدن فرضیه  $H_0$  برای تمامی الگوهای تحقیق بوده، در نتیجه الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت ارجح است. بنابراین، برای تخمین تمامی الگوها از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت استفاده شده است.

### آزمون فرضیه اول

برای بررسی فرضیه اول از الگوی شماره (۱) استفاده شده است.

نگاره شماره (۴): نتایج تخمین الگوی شماره (۱)

متغیر	ضریب	آماره t	سطح خطا
سود هر سهم	۱/۵۷	۸/۳۳۲	۰/۰۰
سود تقسیمی هر سهم	۱/۲۶	۴/۱۲۹	۰/۰۰
ارزش دفتری هر سهم	۰/۶۹	۱۲/۸۹۷	۰/۰۰
جریان نقد آزاد	۰/۰۰۱	۲/۶۶۷	۰/۰۰۷
فرصت های رشد	۰/۰۰۳	۱/۲۴۷	۰/۲۱
جریان نقد آزاد در شرکتهایی با فرصت رشد بیش تر	۱/۸۲	۵/۰۹۶	۰/۰۰
عرض از مبدا	-۰/۸۶	-۱۷/۲۹۳	۰/۰۰
ضریب تعیین		۰/۶۳	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۵	
آماره F		۷/۶۳	
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰	
آماره دوربین - واتسون		۲/۰۴	

همانطوری که در نگاره شماره (۴) قابل مشاهده است ضریب جریان نقد آزاد شرکتهایی با فرصت رشد بیش تر (۱/۸۲) بزرگ تر از ضریب جریان نقد آزاد (۰/۰۰۱) در سایر شرکت‌هاست. حال در ادامه برای بررسی صحت تفاوت ضرایب فوق از آزمون والد

استفاده شده است. لازم به توضیح است که از آزمون والد برای بررسی و اعمال محدودیتهای خطی بر روی ضرایب الگو استفاده می شود.

نگاره شماره (۵): نتایج آزمون والد

تفاضل	خطای استاندارد	آماره F	سطح خطا
۱/۸۲	۰/۳۵۷	۲۵/۹۶۶	۰/۰۰

همان طور که در نگاره شماره (۵) نیز قابل مشاهده است، فرضیه صفر آزمون والد مورد تأیید قرار نمی گیرد. بنابراین، ضریب جریان نقد آزاد شرکت های با فرصت رشد بیش تر به صورت معناداری بزرگ تر از سایر شرکت هاست.

### آزمون فرضیه دوم

برای بررسی فرضیه دوم از الگوی شماره (۲) استفاده شده است

نگاره شماره (۶): نتایج تخمین الگوی شماره (۲)

متغیر	ضریب	آماره t	سطح خطا
سود هر سهم	۱/۶۸	۸/۸۰۱	۰/۰۰
سود تقسیمی هر سهم	۱/۱۹	۳/۷۱۳	۰/۰۰
ارزش دفتری هر سهم	۰/۶۳	۱۲/۰۷۹	۰/۰۰
جریان نقد آزاد	۰/۰۰۱	۲/۹۷۱	۰/۰۰۳
کیفیت سود	۰/۰۰۳	۰/۰۸۶	۰/۹۳
جریان نقد آزاد در شرکتهایی با کیفیت سود بالاتر	-۰/۷۶	-۱/۸۹۹	۰/۰۵۸
عرض از مبدا	-۰/۷۱	-۱۴/۷۹۳	۰/۰۰
ضریب تعیین		۰/۶۱	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۳	
آماره F		۷/۱	
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰	
آماره دوربین - واتسون		۲/۲۴	

به منظور بررسی فرضیه دوم که آیا جریان نقد آزاد شرکت هایی که کیفیت سود بالاتری دارند، بیش تر ارزش گذاری می شود، ضریب جریان نقد آزاد با کیفیت سود بالاتر (-۰/۷۶)

با ضریب جریان نقد آزاد کلی (۰/۰۰۱) مقایسه شده است. اما، از آنجایی که سطح خطای ضریب جریان نقد آزاد با کیفیت سود بالاتر (۰/۰۵۸) می‌باشد، بنابراین، فرضیه دوم در سطح خطای ۹۵ درصد مورد تایید قرار نمی‌گیرد. دلیل عدم تایید این فرضیه را می‌توان به عدم توجه مدیران در خطر پذیری در توزیع سود نسبت داد. از اینرو، سرمایه‌گذاران نیز در تعیین ارزش جریان نقد آزاد کیفیت سود را مد نظر قرار نمی‌دهند. نتیجه این فرضیه با نتیجه تحقیق پورحیدری و خوانساری (۱۳۸۷) که نشان دادند در بازار سرمایه ایران ثبات سود آوری اثر معناداری بر تقسیم سود شرکت‌ها ندارد [۲]، مطابقت دارد.

### آزمون فرضیه سوم

برای بررسی فرضیه سوم از الگوی شماره (۳) استفاده شده است.

نگاره شماره (۷): نتایج تخمین الگوی شماره (۳)

متغیر	ضریب	آماره t	سطح خطا
سود هر سهم	۱/۸۵	۹/۲۴	۰/۰۰
سود تقسیمی هر سهم	۰/۹۸	۲/۹۸۹	۰/۰۰
ارزش دفتری هر سهم	۰/۶۳	۱۲/۱۵۲	۰/۰۰
جریان نقد آزاد	۰/۰۰۱	۲/۹۴	۰/۰۰
درصد مالکیت مدیریت	۰/۰۱۵	۲/۵۳۷	۰/۰۱
جریان نقد آزاد شرکت‌هایی با مالکیت مدیریت بیش‌تر	-۰/۸۹۹	-۲/۱۰۶	۰/۰۳
عرض از مبدا	-۰/۷۱	-۱۴/۴۴۷	۰/۰۰
ضریب تعیین		۰/۶۲	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۳	
آماره F		۷/۲	
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰	
آماره دوربین - واتسون		۲/۲۶	

به منظور بررسی فرضیه سوم که آیا جریان نقد آزاد شرکت‌هایی که مالکیت مدیریت بالاتری دارند، بیش‌تر ارزش‌گذاری می‌شود، ضریب جریان نقد آزاد با مالکیت مدیریت

بالاتر (۰/۸۹۹-) با ضریب جریان نقد آزاد کلی (۰/۰۰۱) مقایسه شده است. حال در ادامه برای بررسی صحت تفاوت ضرایب فوق از آزمون والد استفاده شده است.

نگاره شماره (۸): نتایج آزمون والد

تفاضل	خطای استاندارد	آماره F	سطح خطا
۰/۴۲۷	۰/۸۹۵	۴/۴۳۶	۰/۰۳۵

همان طور که در نگاره شماره (۸) نیز قابل مشاهده است، فرضیه صفر آزمون والد مورد تأیید قرار نمی گیرد. بنابراین، ضریب جریان نقد آزاد شرکت‌های با مالکیت مدیریت بیش-تر به صورت معناداری کوچک‌تر از سایر شرکت‌هاست. شاید دلیل چنین نتیجه‌ای را اینگونه بیان کرد که مدیران شرکت‌ها به دلیل انتقال بخشی از هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان نقد آزاد به سهامداران جزء دارای انگیزه کافی برای سوء استفاده از جریان نقد آزاد را ندارند.

#### آزمون فرضیه چهارم

برای بررسی فرضیه چهارم از الگوی شماره (۴) استفاده شده است.

نگاره شماره (۹): نتایج تخمین الگوی شماره (۴)

متغیر	ضریب	آماره t	سطح خطا
سود هر سهم	۱/۷۷	۹/۳۴۴	۰/۰۰
سود تقسیمی هر سهم	۱/۳۱	۴/۱۲۳	۰/۰۰
ارزش دفتری هر سهم	۰/۶۲	۱۲/۰۵۳	۰/۰۰
جریان نقد آزاد	۰/۰۰۱	۳/۱۸۹	۰/۰۰
درجه اهرم مالی	۱/۱۳	۴/۵۱۵	۰/۰۰
جریان نقد آزاد در شرکت‌هایی با درجه اهرم مالی بالاتر	-۱/۰۱۵	-۲/۰۹۷	۰/۰۳
عرض از مبدا	۱/۴۴	-۸/۸۶۷	۰/۰۰
ضریب تعیین		۰/۶۳	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۴	
آماره F		۷/۴۹	
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰	
آماره دوربین - واتسون		۲/۲۷	



به منظور بررسی فرضیه چهارم که آیا جریان نقد آزاد شرکت‌هایی که درجه اهرم مالی بالاتری دارند، بیش‌تر ارزش‌گذاری می‌شود، ضریب جریان نقد آزاد با درجه اهرم مالی بالاتر (۱/۰۵-) با ضریب جریان نقد آزاد کلی (۰/۰۰۱) مقایسه شده است. حال در ادامه برای بررسی صحت تفاوت ضرایب فوق از آزمون والد استفاده شده است.

نگاره شماره (۱۰): نتایج آزمون والد

تفاضل	خطای استاندارد	آماره F	سطح خطا
۰/۴۸۵	۱/۰۱۵	۴/۳۷۲	۰/۰۳۷

همان‌طور که در نگاره شماره (۱۰) نیز قابل مشاهده است، فرضیه صفر آزمون والد مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. بنابراین، ضریب جریان نقد آزاد شرکت‌های با اهرم مالی بالاتر به صورت معناداری کوچک‌تر از سایر شرکت‌هاست. دلیل چنین نتیجه‌ای را می‌توان به عدم کارایی اعتباردهندگان در ایفای نقش نظارتی و تعدیل هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان نقد آزاد بیان کرد. به گونه‌ای که سرمایه‌گذاران، شرکت‌هایی با اهرم مالی بالاتر را ریسکی‌تر قلمداد می‌کنند. نتیجه این فرضیه با نتیجه تحقیق مرادی (۱۳۸۷) که نشان داد اهرم مالی رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را در ارتباط با جریان نقد آزاد را کاهش می‌دهد، مغایر است.

### آزمون فرضیه پنجم

برای بررسی فرضیه پنجم از الگوی شماره (۵) استفاده شده است.

نگاره شماره (۱۱): نتایج تخمین الگوی شماره (۵)

متغیر	ضریب	آماره t	سطح خطا
سود هر سهم	۱/۶۷	۸/۷۲۴	۰/۰۰
سود تقسیمی هر سهم	۱/۱۵	۳/۵۶	۰/۰۰
ارزش دفتری هر سهم	۰/۶۴	۱۲/۰۸۳	۰/۰۰
جریان نقد آزاد	۰/۰۰۱	۲/۹۵۲	۰/۰۰
درصد مالکیت نهادی	-۰/۱۳۵	-۰/۴۲۱	۰/۶۷
جریان نقد آزاد در شرکت‌هایی با مالکیت نهادی بیشتر	۰/۳۰	۰/۶۳۴	۰/۵۲
عرض از مبدا	-۰/۶۶	-۲/۸۶۷	۰/۰۰

۰/۶۱	ضریب تعیین
۰/۵۳	ضریب تعیین تعدیل شده
۷/۰۴	آماره F
۰/۰۰	سطح معناداری آماره F
۲/۲۶	آماره دوربین - واتسون

به منظور بررسی فرضیه پنجم که آیا جریان نقد آزاد شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بالاتری دارند، بیش‌تر ارزش‌گذاری می‌شود، ضریب جریان نقد آزاد با مالکیت نهادی بیشتر (۰/۳۰) با ضریب جریان نقد آزاد کلی (۰/۰۰۱) مقایسه شده است. اما، از آنجایی که سطح خطای ضریب جریان نقد آزاد با مالکیت نهادی بیش‌تر، (۰/۵۲) می‌باشد بنابراین، فرضیه پنجم در سطح خطای ۹۵ درصد مورد تایید قرار نمی‌گیرد.

### (۱۱) نتیجه‌گیری

هدف از این تحقیق بررسی عوامل موثر بر ارزش‌گذاری جریان نقد آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. به همین منظور، به بررسی تأثیر عواملی چون: فرصت‌های رشد، کیفیت سود، مالکیت مدیریت، اهرم مالی و مالکیت نهادی بر ارزش‌گذاری جریان نقد آزاد شرکت‌ها پرداخته شد. نتایج تحقیق در حالت کلی نشان می‌دهد که ارزش جریان نقد آزاد شرکت‌ها تحت تأثیر فرصت‌های رشد، میزان مالکیت مدیریت و اهرم مالی قرار می‌گیرد. به گونه‌ای که، نتایج فرضیه اول نشان می‌دهد ارزش جریان نقد آزاد برای شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد بالاتری دارند، بیش‌تر است. نتیجه این فرضیه با نتایج موجود در ادبیات (جاگی و گول، ۲۰۰۰؛ حبیب، ۲۰۱۱) مطابقت دارد. نتایج فرضیه سوم نشان می‌دهد ارزش جریان نقد آزاد برای شرکت‌هایی که مالکیت مدیریت بیش‌تری دارند، کم‌تر از سایر شرکت‌هاست. نتیجه این تحقیق با نتیجه (زرنی و همکاران، ۲۰۱۰) مغایر است. نتایج فرضیه چهارم نشان می‌دهد ارزش جریان نقد آزاد برای شرکت‌هایی که اهرم مالی بیش‌تری دارند، کم‌تر از سایر شرکت‌هاست. نتیجه این تحقیق با نتایج تحقیق (مرادی، ۱۳۸۶ و آدابشن، ۲۰۰۵) مغایر است. نتایج فرضیه دوم نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران بازار سرمایه در تعیین ارزش جریان نقد آزاد شرکت‌ها، کیفیت سود را مد نظر قرار نمی‌دهند. که با نتایج تحقیق (حبیب، ۲۰۱۱؛ پن‌من و یهودا، ۲۰۰۹) مطابقت

ندارد. همچنین، نتایج فرضیه پنجم از عدم تاثیر اثر معنادار مالکیت نهادی بر ارزش گذاری جریان نقد آزاد حکایت دارد.

### **(۱۲) محدودیت‌های تحقیق**

این پژوهش با محدودیت‌هایی همراه بوده است: یکی از آن‌ها تحقیق دوره زمانی و مکانی مورد بررسی است که استفاده‌کنندگان از نتایج این تحقیق در تسری آن به شرکت‌های غیربورسی و همچنین برای دوره‌های زمانی به غیر از دوره زمانی مورد بررسی لازم است با احتیاط عمل کنند. از دیگر محدودیت‌ها می‌توان به وجود سایر عوامل موثر بر فرایند تحقیق اشاره کرد که در این تحقیق به صورت ثابت فرض شده در حالی که ممکن است تاثیر با اهمیتی بر نتایج داشته باشد.

### **(۱۳) پیشنهاد‌های تحقیق**

با توجه به نتایج بدست آمده توصیه می‌شود سرمایه‌گذاران نه تنها به میزان جریان نقد آزاد بلکه می‌بایست به عوامل موثر بر نحوه استفاده از جریان نقد آزاد نیز توجه شود. زیرا، تصمیم‌گیری‌هایی که از جانب مدیریت در قبال چنین وجوهی اتخاذ می‌شود، می‌تواند تا حد زیادی کارایی مدیریت را در استفاده بهینه از این منابع در فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب تعیین کند. با توجه به نتایج بدست آمده مشخص گردید که در شرکت‌هایی با جریان نقد آزاد بیش‌تر توجه به فرصت‌های پیش روی شرکت می‌تواند باعث افزایش ارزش شرکت شود. همچنین، نتایج تحقیق نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران، شرکت‌هایی را که جریان نقد آزاد و بدهی بیش‌تری دارند را کم‌تر قیمت گذاری می‌کنند زیرا، این قضیه به معنی عدم مدیریت وجه نقد می‌باشد. بنابراین، به شرکت‌های دارای جریان نقد آزاد بالا توصیه می‌شود که از سطح بدهی کمتری استفاده کنند.

توصیه می‌شود تا در تحقیقات آتی به بررسی تاثیر سایر عوامل حاکمیت شرکتی بر ارزش گذاری جریان نقد آزاد شرکت‌ها پرداخته شود. همچنین، در تحقیقات آتی می‌توان به جای استفاده از بازده قیمتی سهام از سایر معیارهای عملکرد برای ارزش گذاری جریان نقد آزاد شرکت‌ها استفاده کرد.

### **(۱۳) فهرست منابع**

- [۱] افلاطونی، عباس و نیکبخت، لیلی. (۱۳۸۹). "کابرد اقتصادسنجی در تحقیقات حسابداری، مدیریت مالی و علوم اقتصادی". تهران، انتشارات ترمه.
- [۲] پورحیدری، امید و خاکساری، محمد. (۱۳۸۷). "بررسی عوامل تعیین کننده خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **مجله توسعه و سرمایه**، سال اول، شماره ۲. صص ۱۸۳-۲۰۰.
- [۳] حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد و اسکندر، هدی. (۱۳۸۷). "بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت". **بررسیهای حسابداری و حسابرسی**، زمستان، شماره ۵۲. صص ۱۰۷-۱۲۲.
- [۴] حقیقت، حمید و پناهی، مهدی. (۱۳۹۰). "بررسی رابطه کیفیت سود و بازده آینده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **مجله دانش حسابداری**، سال دوم، شماره ۵. صص ۳۱-۵۰.
- [۵] کرمی، غلامرضا و اسکندر، هدی. (۱۳۸۸). "ترکیب سهامداران و سیاست تقسیم سود". **ماهنامه حسابداری**، سال بیست و چهارم، شماره ۲۰۷.
- [۶] مجتهدزاده، ویدا. (۱۳۹۰). "رابطه نظریه نمایندگی و مالکیت مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، سال سوم، شماره ۱۰. صص ۴-۲۲.
- [۷] مرادی، مهدی (۱۳۸۶). "بررسی رابطه بین اهرم مالی و هموار سازی سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **تحقیقات مالی**، دوره ۹، شماره ۲۴. صص ۹۹-۱۱۴.
- [۸] مهران، ساسان و باقری، بهروز. (۱۳۸۸). "بررسی اثر جریان‌های نقد آزاد و سهام‌داران نهادی بر مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **تحقیقات حسابداری مالی**، شماره ۲. صص ۵۰-۷۱.
- [۹] نمازی، محمد، حلاج، محمد و ابراهیمی، شهلا. (۱۳۸۸). "بررسی رابطه ی مالکیت نهادی با عملکرد مالی جاری و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران". **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، دوره ۱۶، شماره ۵۸، صص ۱۱۳-۱۳۰.

[۱۰] هاشمی، عباس و کمالی، احسان. (۱۳۸۹). "تاثیر افزایش تدریجی اهرم مالی، میزان جریان نقد آزاد و رشد شرکت بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **مجله دانش حسابداری**، سال اول، شماره ۲، صص ۹۵-۱۱۵.

- [11] Chung, R, Firth, M & Kim, Jeong-Bon.(2005). "Earnings management, surplus free cash flow and external monitoring". **Journal of Business Research**, vol. 58, no. 6, pp766-776.
- [12] Denis, David J., and Igor.Osobov. (2008). " Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on The Determinants of Dividend Policy" . **Journal of Financial Economics**, Vol.89 pp.62-82.
- [13] Elyasiani, E., J. Jane Jia.(2008). " Institutional Ownership Stability and BHC Performance." **Journal of Banking & Finance**. Vol 32, pp: 1767-1781.
- [14] Habib,.A. (2011). "Growth Opportunities, Earnings Permanence and the Valuation of Free Cash Flow". **Journal of Australasian Accounting Business and Finance**.Vol 5.no 4,pp:125-139
- [15] Jaggi,B, and Gul,.A.(2000). "Evidence of Accrual Management: A Test of the free Cash Flow and Debt Monitoring Hypothcisis". **Working paper, WWW.Ssrn.com**.
- [16] Jensen, M. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers". **American Economic Review**, vol. 76, no. 2, pp: 329-423.
- [17] Lehn, K., and Poulsen, A.(1989). "Free Cash Flow and Stockholders Gains in Going Private Transaction". **Journal of Practice and Theory**,Vol 22, no1,pp: 77-101.
- [18] Lins, K.V.( 2003). " Equity ownership and firm value in emerging markets" **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. vol 38, pp: 159-184.
- [19] Odabashian, K.( 2005). " The Effect of Large Leverage Increases on Opportunistic Behavior and Earnings Management", **University of Connecticut**.

- [20] Penman, S.H & Yehuda, N. ( 2009).“ The pricing of earnings and cash flows and an affirmation of accrual accounting”.**Review of Accounting Studies**, vol. 14, no. 4, pp:453-479.
- [21] Qiu, L.( 2004) .” Which institutional investors monitor? evidence from acquisition activity”. **Unpublished working paper, Brown University**.
- [22] Rubin, P.H.(1990).” Managing Business Transactions”. **The Free Press, Maxwell Macmilian International New York**.
- [23] Tsui, S. L. and Gul, F. A.(2000). “Free cash flow, debt monitoring, and audit pricing: Further evidence on the role of director equity ownership”. **Journal of Practice & Theory**, vol 20, no 2, pp: 71-84.
- [24] Warfield T, Wild J, Wild K.( 1995).” Managerial ownership, accounting choices and informativeness of earnings”. **Journal of Accounting and Economics**, vol 20 no1.pp:31-61
- [25] Wei, K.C. and Zhang, y.(2008).” Ownership structure, cash flow, and capital investment”. **Journal of Corporate Finance**.vol 14. pp:118-132.
- [26] Zerni, M, Kallunki, J.P & Nilsson, H.( 2010). “The entrenchment problem, corporate governance mechanisms, and firm value”. **Contemporary Accounting Research**, vol 27, no 4. Pp:1169-1206.
- [27] Zhang, M. (2007).“ Are Debt and Incentive Compensation Substitutes in Controlling the Free Cash Flow Agency Problem?”. **www.ssrn.com**.

## **Factors affecting free cash flow valuation of listed companies in Tehran Stock Exchange**

Vali Khodadadi Ph.D<sup>2</sup>  
Hasan Farazmand Ph.D<sup>3</sup>  
Ramin Ghorbani<sup>4</sup>

### **Abstract**

The aim of this research is to investigate the factors affecting free cash flow valuation of the companies. In this research, the variables of growth opportunities, earnings quality, managerial ownership, financial leverage and institutional ownership as factors affecting the valuation of corporate free cash flow was used. Therefore, data from companies listed in Tehran Stock Exchange for the period 1383 to 1389 were used and the panel data regression model was used to test the hypotheses. The results showed that the valuation of free cash flow for firms with higher growth opportunities are more than other companies' valuation of free cash flow. Also, the results showed that the valuation of free cash flow for firms with higher managerial ownership percent and financial leverage are less than other firms' free cash flow valuation. However, the results for the impact of institutional ownership and earnings quality are not significant.

**Keywords:** free cash flow, growth opportunities, earnings quality, managerial ownership, financial leverage, institutional ownership

---

<sup>2</sup> Associate professor of accounting

<sup>3</sup> Associate professor of economics

<sup>4</sup> Master of Science, Shahid Chamran University