

نقش جریان‌های نقد آزاد در کارایی سرمایه‌گذاری و تقسیم سود

رسول دشتی مهر*۱ و عادل هاشم پور ۲

۱ کارشناسی ارشد حسابداری، واحد آبادان، دانشگاه آزاد اسلامی، آبادان، ایران (نویسنده مسئول).

rasouldashtimehr@gmail.com

۲ گروه حسابداری، واحد آبادان، دانشگاه آزاد اسلامی، آبادان، ایران.

چکیده

مطالعه حاضر به بررسی نقش جریان‌های نقد آزاد در کارایی سرمایه‌گذاری و تقسیم سود می‌پردازد. در این راستا محقق بدنبال این سوالات بود که آیا جریان‌های نقد آزاد بر کارایی سرمایه‌گذاری و تقسیم سود؛ تأثیر معناداری دارد؟ بدین منظور؛ اطلاعات ۱۲۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره ده ساله (از ابتدای سال ۱۳۸۷ تا پایان سال ۱۳۹۶)، استخراج، متغیرهای پژوهش محاسبه و آزمون‌های آماری لازم صورت گرفت. روش پژوهش حاضر از نوع توصیفی-همبستگی بوده و طرح آن از نوع تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی است که به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از رگرسیون خطی چند گانه که مبتنی بر داده‌های ترکیبی بوده، استفاده شده که با استفاده از روش‌های آماری و اقتصادسنجی به بررسی و آزمون فرضیه‌ها پرداخته شده است. یافته‌های پژوهش؛ حاکی از آن است که جریان‌های نقد آزاد بر کارایی سرمایه‌گذاری و تقسیم سود؛ تأثیر مثبت و معناداری دارد.

واژه‌های کلیدی: جریان‌های نقد آزاد، کارایی سرمایه‌گذاری، تقسیم سود

مقدمه

جریان نقدی آزاد جریان نقدی حاصل از عملیات بعد از کسر مالیات، بدون احتساب بدهی‌ها و هزینه‌های بهره شرکت است؛ بنابراین، جریان نقدی آزاد، وجوه نقدی است، که بعد از پوشش دادن نیازهای سرمایه‌گذاری و سرمایه در گردش و با فرض نبود بدهی، در دسترس شرکت قرار می‌گیرد. در شرکت‌های بدون بدهی یا فاقد اهرم مالی، جریان نقدی آزاد، همان جریان نقدی حقوق صاحبان سهام است. جریان نقدی آزاد عبارتست از سود عملیاتی پس از مالیات، به اضافه هزینه‌های غیرنقدی پس از کسر سرمایه‌گذاری (افزایش در تغییرات) در سرمایه در گردش، اموال، ماشین‌آلات، تجهیزات و سایر دارایی‌ها. جریان‌های نقدی آزاد اغلب این امکان را فراهم می‌کند، تا مدیریت در صورت نبود ساختار حاکمیت شرکتی مناسب، به دستکاری سود اقدام کند. شرکت‌هایی که دارای جریان‌های نقدی آزاد بیشتری هستند، با مشکلات هزینه نمایندگی بیشتری روبرو می‌باشند؛ به ویژه در شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری کم بوده یا از رشد کم برخوردارند.

هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی نقش جریان‌های نقد آزاد در کارایی سرمایه‌گذاری و تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

بیان مساله

رشد و توسعه اقتصادی، نیازمند برخورداری از بازار سرمایه گسترده و کاراست. بازار سرمایه، سازوکاری فراهم می‌کند که امکان تبدیل پس‌اندازهای اندک به سرمایه‌گذاری‌های کلان اقتصادی بر اساس تخصیص بهینه منابع فراهم شود. از عناصر مهم بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران هستند. هدف نهایی هر سرمایه‌گذار از به جریان انداختن سرمایه خود، کسب حداکثر سود و بازدهی از آن است. برای اینکه سرمایه‌گذاران ترغیب به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی شوند، باید بازدهی متناسب با ریسک این دارایی‌ها، از سایر گزینه‌ها بیشتر باشد. از سوی دیگر ارزش یک شرکت و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، تابع سودآوری سرمایه‌گذاری‌های آن شرکت است، لذا مدیران با حداکثرسازی ثروت سهامداران، باید با شناخت عوامل موثر بر سطح سرمایه‌گذاری، بین انتظارات سهامداران و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت، تعامل برقرار نمایند تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست ندهند و هم رضایت سهامداران را جلب کنند. مفهوم جریان نقدی آزاد نشان می‌دهد که واحد تجاری پس از پرداخت هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها، دارای وجوه نقد آزاد است. شرکتی که دارای جریان نقد آزاد بالایی باشد از مطلوبیت و محبوبیت بیشتری نزد سرمایه‌گذاران و بستانکاران برخوردار است. این مطلوبیت زمانی قابل قبول است که شرکت مرحله رشد را گذرانده و دیگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور بالایی نداشته باشد. در مقابل برخی از شرکت‌ها با جریان نقد آزاد مواجه می‌شوند که همیشه مطلوب نیست بلکه علت آن مهم است. اگر بدان سبب منفی شده که سود خالص عملیاتی پس کسر مالیات منفی باشد، بی‌شک این نوع منفی شدن پیام بدی را مخابره می‌کند. چنانچه منفی شدن جریان وجوه نقد آزاد ناشی از سرمایه‌گذاری وجوه در فرصت‌های سودآور موجود و بکارگیری منابع زیاد در اقلام سرمایه‌عملیاتی برای ادامه و تحقق رشد باشد هیچ عیبی ندارد، مقطعی است و به دوره‌های کوتاه‌مدت زمان سرمایه‌گذاری مربوط می‌شود که در دراز مدت به مثبت شدن جریان‌های وجوه نقد آزاد منجر می‌گردد. در تئوری جریان

نقد آزاد از وجوه مازاد به عنوان معیار ارزیابی قدرت بازپرداخت بدهی یاد شده است. زیرا پرداخت بدهی در سررسید به وجوهی بستگی دارد که به صورت مازاد نگهداری می‌شوند. جریان نقد آزاد، مبلغ نقد در اختیار شرکت است که می‌تواند برای انجام سرمایه‌گذاری‌های مورد نظر، پرداخت سود سهام، باز پرداخت بدهی یا برای افزایش نقدینگی مورد استفاده قرار می‌گیرد. پیشرفت در صنعت هر کشور و رشد تولیدات نیز مستلزم برنامه‌های لازم در جهت کسب سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت کارا است و از طریق آن می‌توان به پشتوانه عظیمی در اقتصاد هر کشور نیز دست یافت. برای تأمین سرمایه مورد نیاز این برنامه‌ها راه‌های متفاوتی وجود دارد. این راه‌ها عمدتاً عبارت است از: وجود جریان‌های نقد آزاد مثبت شرکت‌ها، سیاست‌های تقسیم سود مناسب، استفاده از ابزار بدهی، استفاده از سرمایه سهامداران در قالب سهام عادی، استفاده از سود انباشته، ترکیبی از این روش‌ها و احتمالاً روش‌های دیگر (یئو^۱، ۲۰۱۸). بر این اساس این سؤال بوجود می‌آید که نقش جریان‌های نقد آزاد در کارایی سرمایه‌گذاری و تقسیم سود چگونه است؟

اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

تصمیمات مرتبط با سرمایه‌گذاری در اصل برای دو گروه از اهمیت بسزایی برخوردار است. گروه اول مدیران یا اداره‌کنندگان شرکت می‌باشد. برای شرکت‌ها دسترسی به منابع سرمایه کم هزینه، کم‌ریسک و بلندمدت یک امر حیاتی است. زیرا هر گونه تأمین وجوهی، حداقل هزینه‌ای دارد که شرکت باید توسط بازده حاصل از سرمایه‌گذاری‌هایش آنها را پرداخت نماید و عدم تأدیه آنها مخاطرات جدی در پی دارد. گروه دوم که درگیر این مسئله هستند تأمین‌کنندگان وجوه و یا سهامداران می‌باشند. این موضوع از آنجا برای گروه دوم اهمیت دارد که سهامداران به دنبال منافع بیشتر و ریسک کمتر هستند. آنها می‌خواهند تصمیمات مالی به گونه اتخاذ شود که سودآوری و ارزش شرکت افزایش یابد. لذا سرمایه‌گذاران به تصمیمات مالی شرکت‌ها واکنش نشان می‌دهند تا در سایه آن ریسک سرمایه‌گذاری خود را کاهش دهند و بازده حاصله را به حداکثر برسانند (گیرياتی^۲، ۲۰۱۶). باید دانست که با توجه به منابع تأمین مالی، شرکت‌ها دارای بازده و ریسک متفاوتی در عرصه بازارهای تأمین سرمایه هستند. بنابراین تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه نقش مؤثری در کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نزد مؤسسات تأمین سرمایه خواهد داشت. اما اهمیت شرکت‌ها از لحاظ وسعت عملکرد، سودآوری، امکانات رشد، ارزش و نوع فعالیت، تعیین‌کننده نیاز مالی متنوع آنان خواهد بود. در این میان منابع حاصل از بدهی ضمن افزایش هزینه ثابت موجب افزایش اهرم و در نتیجه ریسک سیستماتیک آنان خواهد بود. ضمن این که توجه به هزینه سرمایه روش‌های مختلف تأمین مالی و توجه به آن باعث پیدایش فرصت‌های مناسب سودآوری خواهد گردید (یئو^۳، ۲۰۱۸).

بر این اساس؛ بررسی نقش جریان‌های نقد آزاد در کارایی سرمایه‌گذاری و تقسیم سود اهمیت و ضرورت می‌یابد.

¹ Yeo

² Giriati

³ Yeo

پیشینه پژوهش

مطالعات خارجی

*ال جی دو و همکاران^۴ (۲۰۱۰) به بررسی تأثیر افشای اطلاعاتی حسابداری زیست‌محیطی بر ارزش شرکت و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری پرداختند. یافته‌های آنان حاکی از این امر بود که افشای اطلاعاتی حسابداری زیست‌محیطی بر ارزش شرکت و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد.

*لشوسکیوورونکو^۵ (۲۰۱۲) به بررسی این موضوع پرداختند که آیا نقدشوندگی سهام همراه با اندازه و ارزش شرکت و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری یکی از عوامل مهم و تأثیرگذار بر بازده سهام است. نتایج بررسی‌های آن‌ها نشان داد بر خلاف آنچه انتظار می‌رود، نقدشوندگی سهام در مقایسه با ارزش سهام و اندازه شرکت تأثیر معنی‌داری بر بازده سهام ندارد.

*الدمار و اسماعیل^۶ (۲۰۱۲) با بررسی نظام راهبری، جریان‌های نقدی آزاد مازاد و کیفیت سود به این نتیجه رسیدند: در شرکت‌هایی که یک رئیس با تجربه دارند، ارقام سود ماندگار هستند. نتایج همچنین نشان می‌دهند زمانی که جریان‌های نقدی آزاد مازاد بالا است، سود فعلی شرکت‌های با هیأت مدیره کوچک و اعضای کمیته حسابرسی مستقل، بیشتر احتمال دارد تا پایدار بمانند.

*کلارک^۷ (۲۰۱۳) به بررسی رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، مانده وجه نقد و تأثیر آن بر ارزش شرکت و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در بورس سنگاپور پرداخت. نتایج بررسی وی نشان داد که شرکت‌های دارای اثر بخشی کمتر حاکمیت شرکتی، تمایل بیشتری برای نگهداری وجه نقد دارند. نتایج دیگر نشان می‌دهد که به دلیل انعطاف‌پذیری و همچنین تعارض بین مدیران و مالکان و ثنوری نمایندگی، مدیران به منظور احتیاط بیشتر، وجه نقد ذخیره می‌کنند. علاوه بر این شرکت‌هایی دارای ساختار مالکیت هرمی در مقابل شرکت‌های تک مالکی و یا متمرکز وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند و دارای ارزش بازار بالاتری می‌باشند.

*باکیت و اسکندر^۸ (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی رابطه‌ی بین جریان‌های نقد آزاد و مدیریت سود در مالزی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که کمیته حسابرسی مستقل به شرکت‌های با جریان‌های نقد آزاد مازاد بالا کمک می‌کند تا مدیریت سود در آن‌ها کاهش یابد.

*ماتجاز و میروسلاو^۹ (۲۰۱۴) به بررسی محدودیت‌های مالی و سرمایه‌گذاری‌های شرکتی با در نظر گرفتن شرایط اقتصادی پرداختند. آنان دریافتند با در نظر گرفتن عوامل اقتصادی مختلف، محدودیت‌های مالی و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری بر سرمایه‌گذاری‌های شرکتی تأثیر معناداری دارند.

4 Eljido et al

5 Lischewski

6 AL-Dhamari and Ismail

7 Clark

8 Bukit and Iskandar

1 Matjaz & Miroslav

*چن و همکاران^{۱۰} (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر جریان‌های نقد آزاد بر بیش سرمایه‌گذاری و حاکمیت شرکتی پرداختند. آنان دریافتند که با افزایش جریان‌های نقد آزاد، سرمایه‌گذاری بیش از حد کاهش یافته و کیفیت حاکمیت شرکتی بهبود می‌یابد.

*گیرپاتی (۲۰۱۶) به بررسی رابطه میان جریان‌های نقد آزاد، سیاست‌های تقسیم سود، کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت پرداخت. وی دریافت که جریان‌های نقد آزاد بر سیاست‌های تقسیم سود و کارایی سرمایه‌گذاری، تأثیر مثبت دارد.

*ام‌دی نور و همکاران^{۱۱} (۲۰۱۷) به بررسی تأثیر افشای حسابداری زیست محیطی بر ارزش شرکت و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری پرداختند و دریافتند که ارزش شرکت و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، بصورت مثبت و معناداری از افشای حسابداری زیست محیطی تأثیرپذیر است.

*یئو^{۱۲} (۲۰۱۸) به بررسی نقش جریان‌های نقد آزاد در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری و تقسیم سود پرداخت. یافته‌ها حاکی از این امر بود که جریان‌های نقد آزاد بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری و تقسیم سود تأثیر مثبت و معناداری دارد.

مطالعات داخلی

*تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و بیش سرمایه‌گذاری مثبت مستقیم و به لحاظ آماری معنادار می‌باشد. با این وجود یافته‌های پژوهش آنها حاکی از عدم معناداری رابطه بین محدودیت در تامین مالی و کم سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

*شفیعی سروستانی (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر هموارسازی و کیفیت سود و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج نشان داد بدون در نظر گرفتن هموارسازی سود ارزش شرکت‌های با سود با کیفیت تفاوت معناداری با ارزش شرکت‌های با سود بدون کیفیت ندارد. با در نظر گرفتن همزمان هموارسازی و کیفیت سود به این نتیجه می‌رسیم که شرکت‌های با سود با کیفیت هموارساز نسبت به شرکت‌های با سود بی‌کیفیت غیر هموارساز ارزش بالاتری دارد.

*رضایی و مولودی (۱۳۸۹) در پژوهشی با بررسی رابطه ارزش افزوده نقدی، ارزش افزوده اقتصادی، جریان‌های نقدی آزاد و سود باقیمانده با ارزش ایجاد شده برای سهامداران و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری به نتایج زیر دست یافتند: مدل ارزش افزوده اقتصادی و جریان‌های نقدی آزاد با ضریب تعیین ۰,۳۱۷ به عنوان قویترین و مدل ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی با ضریب تعیین ۰,۱۶۳ به عنوان ضعیف‌ترین مدل پیش‌بینی ارزش ایجاد شده برای سهامداران می‌باشد. در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارزش افزوده اقتصادی و سود باقیمانده شاخص‌های بهتری برای پیش‌بینی ارزش ایجاد شده برای

10 Chen et al

11 MD- Noor et al

12 Yeo

سهامداران بوده و در کنار سایر شاخص‌ها مانند جریان‌های نقدی آزاد و ارزش افزوده نقدی نتایج مطلوب‌تری بدست می‌دهند.

*ستایش و ذوالفقاری (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری با نسبت‌های بدهی و تقسیم سود شرکت‌ها پرداختند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل آماری فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین جریان‌های نقدی آزاد و نسبت بدهی شرکت‌ها، رابطه معنادار منفی وجود دارد. اما بین فرصت سرمایه‌گذاری و نسبت بدهی شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود ندارد. علاوه بر آن بین جریان‌های نقدی آزاد و نسبت تقسیم سود شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود ندارد. اما بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نسبت تقسیم سود، رابطه معنی‌دار و مثبتی وجود دارد.

*تقفی و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی به مطالعه رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد هرچه کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد، مسئله‌ی سرمایه‌گذاری بیش از حد کمتر بوجود می‌آید و این رابطه در شرکت‌هایی با جریان‌های نقدی آزاد بالا بیشتر رخ می‌دهد و تاثیر کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها به مراتب بیشتر است.

*بهمنی‌راد (۱۳۹۰) رابطه عوامل حاکمیت شرکتی با ارزش و بازده سهام و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد آزمون قرار داد. پس از انجام بررسی‌های لازم، رابطه‌ای بین ارزش و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و عوامل حاکمیت شرکتی مشاهده نشد.

*نجار (۱۳۹۱) به ارزیابی کارایی و اثربخشی سیاست‌های مدیریت سرمایه در گردش و تأثیر آن بر ارزش شرکت و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری پرداخت. نتایج آزمون نشان داد به استثناء متغیر دوره وصول مطالبات و دوره تبدیل موجودی، هیچ‌گونه ارتباط به لحاظ آماری معنادار بین متغیرهای کارایی مدیریت سرمایه در گردش با معیارهای عملکرد مبتنی بر ارزش وجود ندارد. نتایج بیانگر رابطه مثبت و معنادار دوره وصول مطالبات با ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار و ارتباط منفی و معنادار دوره تبدیل موجودی با معیار ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار می‌باشد. نتایج همچنین حاکی است به استثناء ارزش افزوده بازار، هیچ‌گونه ارتباط به لحاظ آماری معنادار بین سیاست‌های مدیریت سرمایه در گردش و سایر معیارهای عملکرد مبتنی بر ارزش وجود ندارد. نتایج نشان می‌دهد که ارتباط منفی و معناداری بین استراتژی جسورانه و سیاست میانه‌رو در مدیریت سرمایه در گردش با ارزش افزوده بازار وجود دارد.

*آقاسیان بهنمیری (۱۳۹۲) به بررسی رابطه بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداخت. نتایج این پژوهش نشان داد که محافظه‌کاری، دارای منافع اطلاعاتی است که موجب کاهش سرمایه‌گذاری بیش‌تر از حد و کم‌تر از حد و در نتیجه موجب کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود.

*محمود آبادی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی نحوه تاثیرگذاری جریان‌های نقدی آزاد و هزینه‌های نمایندگی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل

از تجزیه و تحلیل آماری فرضیه‌های پژوهش آنها نشان می‌دهد که جریان‌های نقدی آزاد با کلیه معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری دارد.

*پاویز (۱۳۹۴) به بررسی اثر سودآوری بر ارزش شرکت و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری با تأثیر ساختار سرمایه به عنوان متغیر میانجی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. یافته‌های پژوهش بیانگر این مطلب بود که سودآوری بر ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد و ساختار سرمایه، بر رابطه دو متغیر مذکور، بصورت منفی اثر گذار است.

*ابراهیم‌ناز (۱۳۹۴) به بررسی تاثیر مکانیزم‌های راهبری شرکتی بر کیفیت سود با در نظر گرفتن جریان‌های نقدی آزاد مازاد پرداخت. تجزیه و تحلیل حاصل از آزمون فرضیه پژوهش با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره، استفاده از روش داده‌های تابلویی و اثرات ثابت، حاکی از این امر بود که مکانیزم‌های راهبری شرکتی با در نظر گرفتن جریان‌های نقدی آزاد مازاد، بر کیفیت سود تأثیر منفی و معناداری دارند.

*ستایش و صالحی نیا (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تاثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان‌های نقدی آزاد پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که مالکیت شرکتی بصورت مستقیم و نسبت بدهی بصورت معکوس با جریان نقد آزاد شرکت‌ها رابطه معناداری دارند. ولی شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت با جریان نقد آزاد شرکت‌ها مشاهده نکردند.

*رحمانی‌قانع (۱۳۹۷) به بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و استراتژی تأمین مالی بر ارزش شرکت و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. یافته‌های پژوهش؛ با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره؛ مؤید تأیید فرضیه‌های پژوهش بوده و حاکی از تأثیر مثبت و معنادار سرمایه در گردش و تأثیر منفی و معنادار تأمین مالی از طرق اوراق سهام و تسهیلات مالی دریافتی بر ارزش شرکت بود.

فرضیه‌های پژوهش

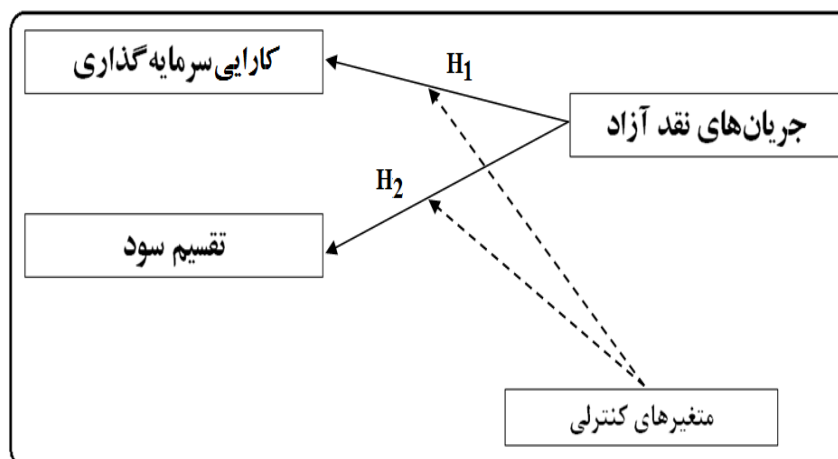
فرضیه اول: جریان‌های نقد آزاد بر کارایی سرمایه‌گذاری؛ تأثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: جریان‌های نقد آزاد بر تقسیم سود؛ تأثیر معناداری دارد.

مدل تحلیلی پژوهش

در گام اول، مدل مفهومی پژوهش بصورت نگاره زیر تعریف می‌گردد.

مدل مفهومی پژوهش



منبع: یئو (۲۰۱۸)

مدل رگرسیونی جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش بشرح زیر تبیین می‌گردد:

مدل رگرسیونی فرضیه اول

$$IE_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 B/M_{it} + \beta_6 CFO_{it} + \beta_7 MAJ_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل رگرسیونی فرضیه دوم

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 B/M_{it} + \beta_6 CFO_{it} + \beta_7 MAJ_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرهای پژوهش و شیوه ارزیابی آنان

متغیر مستقل ✓

جریان های نقد آزاد

در این پژوهش از مدل لن و پلسن (۱۹۸۹)، برای اندازه‌گیری جریان‌های نقدی آزاد واحد تجاری استفاده می‌شود. بر اساس مدل مذکور، جریان‌های نقد آزاد از طریق فرمول زیر محاسبه می‌گردد:

$$FCF_{it} = (INC_{it} - TAX_{it} - INTEXP_{it} - OSDIV_{it}) / TA_{it-1}$$

که در رابطه فوق:

FCF_{it}: جریان‌های نقدی آزاد شرکت ا در سال t،

INC_{it}: سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت ا در سال t،

TAX_{it}: کل مالیات پرداختی شرکت ا در سال t،

INTEXP_{it}: هزینه بهره پرداختی شرکت ا در سال t،

OSDIV_{it}: سود سهامداران عادی پرداختی شرکت ا در سال t و

TA_{it-1}: کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت ا در ابتدای سال t می‌باشد.

متغیرهای وابسته ✓

کارایی سرمایه‌گذاری

در این پژوهش برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری از مدل پیشنهادی بیدل و همکاران^{۱۳} (۲۰۰۹) بشرح رابطه زیر استفاده شده است:

$$Investment_{it} = \beta_0 + \beta_1 * SalesGrowth_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

که در رابطه مذکور:

Investment: معیار سرمایه‌گذاری در کالاهای سرمایه‌ای و غیر سرمایه‌ای است که از تقسیم وجه نقد پرداختی شرکت، برای تحصیل یا ساخت دارایی‌های ثابت، دارایی‌های نامشهود یا سایر دارایی‌های غیر جاری بر کل دارایی‌های آغاز دوره حاصل می‌شود،

SalesGrowth: رشد فروش است که از تقسیم تغییرات فروش به فروش اول دوره، حاصل می‌شود. اگر سرمایه‌گذاری سال آینده بیشتر از رشد فروش باشد، باقی مانده مدل بالا مثبت است و به این معناست که سرمایه‌گذاری بیش از حد انجام شده و اگر سرمایه‌گذاری سال آینده کمتر از رشد فروش باشد، باقی مانده مدل بالا منفی است و به این معناست که سرمایه‌گذاری کمتر از حد انجام شده است.

این مدل به صورت مقطعی برای هر سال جداگانه برآورد می‌شود. باقی مانده‌های (مدل رگرسیون انحراف از سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار را منعکس می‌کند.

سیاست‌های تقسیم سود

متغیر مذکور بصورت یک متغیر دووجهی تعریف می‌گردد. بدین صورت که اگر شرکت در یک سال سود تقسیم کرده باشد؛ امتیاز یک و در غیر این صورت، امتیاز صفر مبنای محاسبات خواهد بود.

✓ متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت

اندازه شرکت عبارت است از لگاریتم مجموع دارایی‌های شرکت در پایان سال.

$$SIZE = \ln(\text{all assets})$$

اهرم مالی

در پژوهش حاضر، اهرم مالی از رابطه زیر بدست می‌آید.

$$LEV = \frac{\text{کل بدهی‌ها}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

عمر شرکت

منظور از عمر یک شرکت، اختلاف زمانی دوره مورد بررسی با سال پذیرش شرکت‌ها در بورس می‌باشد.

نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار

نسبت مذکور از رابطه زیر قابل محاسبه است.

$$B/M = \frac{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام}}{\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}$$

نسبت جریان‌های نقدی

¹³ Biddle et al

نسبت جریان‌های نقدی از رابطه زیر قابل محاسبه است.

$$\text{CFO} = \frac{\text{جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

نسبت سهامداران نهادی

نسبت سهامداران نهادی عبارت است از نسبت سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران عمده (سهامداران دارای بیشتر از ۵٪ از سهام شرکت).

روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر از نوع توصیفی-علّی است که طرح آن از نوع تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی است. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از رگرسیون خطی چند متغیره که مبتنی بر داده‌های پانل و ترکیبی از سری‌های مقطعی و زمانی بوده، استفاده شده است که با استفاده از روش‌های آماری و اقتصادسنجی به بررسی تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته می‌پردازد.

خلاصه روش‌شناسی پژوهش

نوع روش	طرح	رویکرد
توصیفی-علّی	تجربی	پس‌رویدادی

روش گردآوری داده‌ها

برای جمع‌آوری اطلاعات از روش کتابخانه‌ای استفاده شده و اطلاعات و داده‌های مورد نیاز جهت اثبات فرضیه‌های پژوهش، از طریق مطالعه صورت‌های مالی شرکت‌های موجود در جامعه آماری گردآوری شده و از صورت‌های مالی مندرج در بانک‌های اطلاعاتی و سایت اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است و برای تحلیل آنها از نرم افزارهای اس.پی.اس.اس نسخه ۲۲ و ایویوز نسخه ۸ استفاده شده است.

روش‌ها و ابزار تجزیه و تحلیل داده‌ها

- استفاده از آزمون فروض کلاسیک و رگرسیون خطی چند متغیره جهت بررسی تأثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته،
- استفاده از روش‌های آمار توصیفی نظیر میانگین، واریانس و چارک جهت توصیف وضعیت عمومی توزیع داده‌های پژوهش،
- استفاده از آزمون‌های آماری رگرسیون، دوربین - واتسون، اف لیمر، هاسمن، اف فیشر، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده.

جامعه آماری، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه

جامعه آماری پژوهش حاضر، با توجه به هدف آن و شرایط اجرای آن، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را شامل می‌شود و با توجه به هدف تعمیم‌پذیری یافته‌های پژوهش به کلیه شرکت‌های بازار بورس ایران، روش نمونه‌گیری مناسب بر مبنای هدفمند و حذف سیستماتیک می‌باشد.

کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدا تا پایان سال ۱۳۹۶ ۴۹۷

- شرکت‌هایی که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال نمی‌باشد. ۸۱
 شرکت‌هایی که عضویت ده ساله خود را در بورس حفظ ننموده‌اند. ۷۶
 شرکت‌هایی که اطلاعات مالی آنها برای سنجش متغیرها کافی نبوده است. ۶۷
 شرکت‌هایی که در دوره مورد بررسی، سال مالی خود را تغییر داده‌اند. ۷۴
 شرکت‌هایی که جزو بانک‌ها و موسسات اعتباری، واسطه‌گری، بیمه و هلدینگ بوده‌اند. ۷۷
 کل شرکت‌هایی که فاقد شرایط نمونه‌گیری بودند. (۳۷۵)

۱۲۲

نمونه آماری

بررسی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره زیر نشان داده شده است.

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی

مشاهدات	کسب‌دگی	چولگی	انحراف معیار	کمترین	بیشترین	میانگین	میانگین	متغیر
۱۲۲۰	-۲.۹۱۳	-۰.۱۴۷	۰.۲۵۴	۰.۹۰۰	۰.۳۴۷	۰.۲۰۱	۰.۱۹۹	BM نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
۱۲۲۰	-۲.۷۳۰	-۰.۷۵۳	۰.۲۲۵	۰.۲۲۵	۰.۹۲۸	۰.۷۰۵	۰.۶۶۲	LEV اهرم مالی
۱۲۲۰	-۳.۵۹۸	-۰.۳۷۶	۰.۰۶۶	۴.۹۰۵	۵.۷۰۷	۵.۱۳۰	۵.۱۰۶	AGE عمر شرکت
۱۲۲۰	۴.۲۲۰	۰.۵۴۳	۰.۸۴۷	۱۱.۸۱۶	۲۴.۸۴۶	۱۵.۶۹۹	۱۵.۷۶۵	SIZE اندازه شرکت
۱۲۲۰	۰.۱۳۱	۰.۳۰۱	۰.۹۵۴	-۱.۶۰۹	۲.۳۹۸	۲.۱۹۷	۱.۹۴۶	IE کارایی سرمایه‌گذاری
۱۲۲۰	۰.۲۲۵	۰.۹۲۸	۰.۷۰۵	۰.۴۰۰	۰.۳۶۴	۰.۳۳۳	۰.۲۸۶	MAJ سهامداران نهادی
۱۲۲۰	-۲.۰۶۷	-۰.۷۰۲	۵.۴۱۲	-۰.۰۹۸	۰.۴۱۳	۰.۳۴۲	۰.۲۳۳	FCF جریان‌های نقد آزاد
۱۲۲۰	۲.۰۶۷	۱.۷۰۲	۴.۹۳۸	-۰.۲۶۰	۱.۶۲۶	۰.۵۸۶	۰.۶۱۵	CFO جریان‌های نقدی عملیاتی
۱۲۲۰	-۳.۲۵۲	-۰.۲۵۶	۲.۱۵۹	۰.۰۰۰	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰	۰.۷۶۱	DIV سیاست‌های تقسیم سود

جامعه آماری پژوهش شامل ۱۲۲۰ سال - شرکت می‌باشد و همانگونه که مشخص است میانگین جریان‌های نقد آزاد، ۰.۲۲۳ بوده و کوچکتر بودن این عدد از عدد میانه بیانگر این مطلب است که متغیر مذکور دارای چولگی به چپ می‌باشد.

آزمون نرمال بودن جملات خطای مدل فرضیه‌های پژوهش

پیش‌فرض آنکه آزمون‌های آماری، نتایج صحیحی را تبیین نمایند، کسب اطمینان از نرمال بودن توزیع آماری جملات خطای مدل فرضیه‌های پژوهش ضروری می‌باشد. بدین منظور، از آزمون جارک - برا در محیط نرم افزاری ایوبوز استفاده شده است. نتایج آزمون مذکور در نگاره زیر ارائه شده است.

نتایج آزمون نرمال بودن جملات خطای مدل فرضیه‌های پژوهش

متغیر	نماد	آماره جارک - برا	احتمال آماره جارک - برا
جملات خطای مدل فرضیه اول	Resid1	۹۴,۹۱۷	۰,۰۷۱
جملات خطای مدل فرضیه دوم	Resid2	۷۵,۳۸۲	۰,۰۷۹

با توجه به آنکه مقدار احتمال آماره جارک - برا برای جملات خطای مدل فرضیه‌های پژوهش، بیشتر از سطح خطای ۵٪ می باشد، می توان نتیجه گرفت توزیع آماری آنان، نرمال می باشد.

بررسی همخطی میان متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش

نتایج بررسی همخطی میان متغیرهای مستقل، کنترلی و مداخله گر پژوهش در نگاره زیر نشان داده شده است. بدین منظور از معیارهای تلرانس^{۱۴} و عامل تورم واریانس^{۱۵} استفاده شده است. چنانچه تلرانس کوچکتر از ۰/۲ بوده یا مقدار عامل تورم واریانس در بازه یک تا پنج قرار نگیرد، در آن صورت می توان نتیجه گرفت همخطی محتمل است.

نتایج بررسی همخطی میان متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش

آماره های همخطی		متغیرهای مستقل و کنترلی	
عامل تورم واریانس	تلرانس	نماد	نام متغیر
۲,۰۶۴	۰,۴۸۵	FCF	جریان های نقد آزاد
۱,۰۴۵	۰,۹۶۵	SIZE	اندازه شرکت
۱,۰۲۰	۰,۹۸۱	LEV	اهرم مالی
۲,۰۴۵	۰,۵۵۵	AGE	عمر شرکت
۲,۰۳۷	۰,۴۹۱	BM	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
۲,۰۶۳	۰,۴۸۴	CFO	جریان های نقدی عملیاتی
۲,۰۶۶	۰,۴۸۶	MAJ	سهامداران نهادی

با توجه به آنکه مقدار تلرانس در همه متغیرها، بیشتر از ۰/۲ بوده و مقدار عامل تورم واریانس کمتر از پنج می باشد، می توان نتیجه گرفت که میان متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش، همخطی وجود ندارد.

آزمون واریانس ناهمسانی

در پژوهش حاضر، برای تشخیص واریانس ناهمسانی از آزمون وایت^{۱۶} استفاده شده است و نتایج در نگاره زیر بیان شده است.

نتایج بررسی واریانس ناهمسانی متغیرهای پژوهش

نام آزمون	فرضیه	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
وایت	اول	۲,۲۶۹	(۳,۱۵۷)	۰,۰۷۴۱
	دوم	۳,۴۵۲	(۴,۴۵۲)	۰,۰۶۵۲

نتایج به دست آمده حاکی از آن است مقدار احتمال آزمون مذکور، بیشتر از سطح خطای ۵٪ است، لذا حاکی از همسانی واریانس بوده و ملاحظه شد که مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

آزمون اف لیمر و هاسمن

قبل از آزمون فرضیه های پژوهش، به انتخاب الگوی رگرسیونی مناسب پرداخته شده است. در مرحله نخست، با استفاده از آزمون اف لیمر، به انتخاب الگوی داده های تابلویی در برابر داده های تلفیقی پرداخته شده است که نتیجه آزمون مذکور در نگاره زیر نشان داده شده است.

14 Tolerance
15 VIF
16 White

انتخاب الگوی داده‌های تابلویی در مقابل داده‌های تلفیقی در فرضیه‌های پژوهش

نام آزمون	فرضیه	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
اف لیمر	اول	۱۱,۷۸۸	(۷۷,۶۹۵)	۰,۰۰۷۱
	دوم	۱۱,۱۶۴	(۷۷,۶۹۵)	۰,۰۰۰۰

به لحاظ آنکه احتمال آماره آزمون اف لیمر، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد، استفاده از داده‌های تابلویی تأیید می‌گردد. به دلیل انتخاب مدل داده‌های تابلویی در برابر داده‌های تلفیقی، به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی، جهت انجام رگرسیون، از آزمون هاسمن استفاده شده است. نتیجه آزمون مذکور در نگاره زیر نشان داده شده است.

انتخاب الگوی اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی در فرضیه‌های پژوهش

ام آزمون	فرضیه	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
هاسمن	اول	۷۱,۵۱۳	۶	۰,۰۰۰۰
	دوم	۱۵,۹۵۲	۶	۰,۰۰۰۰

همانگونه که مشخص است، مقدار احتمال آماره آزمون هاسمن کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. لذا استفاده از الگوی ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی در فرضیه‌های مذکور تأیید می‌گردد.

آزمون فرضیه اول پژوهش

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه مذکور در نگاره زیر نشان داده شده است.

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه اول پژوهش

متغیرها	آماره‌ها	نماد	ضرایب رگرسیونی	آماره تی	احتمال آماره تی
مقدار ثابت		C	-۰,۰۰۹	-۱,۲۰۰	۰,۲۳۰۳
جریان‌های نقد آزاد		FCF	۰,۳۵۱	۳,۵۸۶	۰,۰۰۰۴
اندازه شرکت		SIZE	۰,۰۰۵	۰,۲۸۰	۰,۷۷۸۸
اهرم مالی		LEV	-۰,۰۰۰۸	-۰,۳۵۸	۰,۷۱۹۸
عمر شرکت		AGE	۰,۲۹۲	۵,۱۹۵	۰,۰۰۰۰
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار		BM	۵,۶۰۵	۶,۱۸۹	۰,۰۰۰۰
جریان‌های نقدی عملیاتی		CFO	-۱۰,۰۰۰۱	-۲,۵۹۲	۰,۰۰۶۲
سهامداران نهادی		MAJ	-۰,۰۰۰۱	-۰,۰۳۹	۰,۹۶۸۸
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین واتسون	آماره اف	احتمال آماره اف	
۰,۸۹۴	۰,۸۸۸	۱,۹۴۷	۷۱,۷۸۹	۰,۰۰۰۰	

نتایج حاصل از نگاره فوق بیان کننده این مطلب است که جریان‌های نقد آزاد بر کارایی سرمایه‌گذاری؛ تأثیر مثبت و معناداری دارد. اولاً علامت ضریب رگرسیونی آن (۰,۳۵۱)، مثبت بوده و ثانیاً مقدار احتمال آماره تی آن (۰,۰۰۰۴)، بیشتر از سطح خطای ۵٪ است. لذا فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌گردد. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حدود ۸۹٪ تغییرات متغیر وابسته، با در نظر گرفتن تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات متغیر مستقل توضیح داده می‌شود. برای بررسی معنادار بودن مدل، از آزمون اف استفاده شده است که نتایج مربوط به آزمون مذکور بیان می‌دارد که مدل رگرسیونی برازش شده، معنادار می‌باشد. زیرا احتمال آماره آزمون مربوطه (۰,۰۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. در نهایت،

برای بررسی خودهمبستگی میان متغیرهای پژوهش از آزمون دوربین - واتسون استفاده شد که مقدار آن برابر با ۱,۹۴۷ بوده و چون در بازه صفر و تفاضل آن از ۴ قرار دارد، فرض وجود خودهمبستگی میان متغیرها، رد می‌گردد.

آزمون فرضیه دوم پژوهش

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه مذکور در نگاره زیر نشان داده شده است.

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه دوم پژوهش

متغیرها	آماره ها	نماد	ضرایب رگرسیونی	آماره تی	احتمال آماره تی
مقدار ثابت		C	-۰,۰۰۹	-۱,۲۰۰	۰,۲۳۰۲
جریان‌های نقد آزاد		FCF	۰,۲۹۱	۵,۱۷۱	۰,۰۰۰۰
اندازه شرکت		SIZE	-۰,۰۰۵	-۰,۲۸۱	۰,۷۷۸۷
اهرم مالی		LEV	۰,۳۵۰	۳,۵۷۴	۰,۰۰۰۴
عمر شرکت		AGE	۰,۰۰۰۸	۰,۳۵۸	۰,۷۲۰۰
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار		BM	۰,۰۰۰۳	۰,۰۳۳	۰,۹۷۳۶
جریان‌های نقدی عملیاتی		CFO	-۰,۰۰۰۱	-۰,۰۳۸	۰,۹۶۹۲
سهامداران نهادی		MAJ	-۰,۰۰۰۸	-۰,۳۵۸	۰,۷۲۱۰
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین واتسون	آماره اف	احتمال آماره اف	
۰,۸۴۷	۰,۸۳۸	۱,۹۵۷	۵,۴۷۹	۰,۰۰۰۰	

نتایج حاصل از نگاره فوق بیان کننده این مطلب است که جریان‌های نقد آزاد بر تقسیم سود؛ تأثیر مثبت و معناداری دارد. زیرا اولاً علامت ضریب رگرسیونی آن (۰,۲۹۱) مثبت بوده و ثانیاً مقدار احتمال آماره تی آن (۰,۰۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ است. لذا فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌گردد. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حدود ۸۴٪ تغییرات متغیر وابسته، با در نظر گرفتن تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات متغیر مستقل توضیح داده می‌شود. برای بررسی معنادار بودن مدل، از آزمون اف استفاده شده است که نتایج مربوط به آزمون مذکور بیان می‌دارد که مدل رگرسیونی برازش شده، معنادار می‌باشد. زیرا احتمال آماره آزمون مربوطه (۰,۰۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. در نهایت، برای بررسی خودهمبستگی میان متغیرهای پژوهش از آزمون دوربین - واتسون استفاده شد که مقدار آن برابر با ۱,۹۵۷ بوده و چون در بازه صفر و تفاضل آن از ۴ قرار دارد، فرض وجود خودهمبستگی میان متغیرها، رد می‌گردد.

مروری بر نتایج حاصل از انجام پژوهش

نتایج کلی حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش، بشرح اطلاعات مندرج در نگاره زیر می‌باشد.

خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش

ردیف	فرضیه‌ها	نوع تأثیر	نتیجه آزمون فرضیه	انطباق یا تضاد یافته‌ها
۱	فرضیه اول: جریان‌های نقد آزاد بر کارایی سرمایه‌گذاری؛ تأثیر معناداری دارد.	مثبت	تأیید فرضیه	انطباق با یافته‌های یئو (۲۰۱۸)
۲	فرضیه دوم: جریان‌های نقد آزاد بر تقسیم سود؛ تأثیر معناداری دارد.	مثبت	تأیید فرضیه	انطباق با یافته‌های یئو (۲۰۱۸)

پیشنهادات

پیشنهادات مبتنی بر یافته‌ها

* به مدیران واحدهای تجاری پیشنهاد می‌گردد چنانچه به دنبال فاکتورهای مؤثر بر بهبود کارایی سرمایه‌گذاری و افزایش میزان تقسیم سود می‌باشند، بصورت جدی زمینه‌های مثبت نمودن جریان‌های نقد آزاد را در واحدهای تجاری تحت کنترل، تقویت نمایند؛ زیرا این امر موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد.

* به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار بورس پیشنهاد می‌گردد، شرکت‌های هدف سرمایه‌گذاری خود را بر اساس میزان مثبت بودن جریان‌های نقد آزاد رتبه‌بندی نموده و در واحدهایی اقدام به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری نمایند که در سطح بالایی از نظر فاکتور یاد شده قرار داشته باشند؛ زیرا به تبع این امر، در اینگونه واحدها؛ کارایی سرمایه‌گذاری در سطح مطلوبی بوده و این امر می‌تواند تسهیل کننده انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری موفق باشد.

* به مراجع استانداردگذاری پیشنهاد می‌گردد استانداردهای مشخص، مدون و لازم الاجرای را برای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری تدوین نمایند.

پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی

- * بررسی نقش افشای اطلاعات در تعدیل نقش جریان‌های نقد آزاد در کارایی سرمایه‌گذاری و تقسیم سود.
- * بررسی نقش حاکمیت شرکتی در تعدیل نقش جریان‌های نقد آزاد در کارایی سرمایه‌گذاری و تقسیم سود.
- * بررسی نقش اعتماد اجتماعی در تعدیل نقش جریان‌های نقد آزاد در کارایی سرمایه‌گذاری و تقسیم سود.
- * بررسی نقش مسئولیت‌های اجتماعی در تعدیل نقش جریان‌های نقد آزاد در کارایی سرمایه‌گذاری و تقسیم سود.

محدودیت‌های پژوهش

✓ نبود استانداردهای مشخص و مدون در جهت سنجش کارایی سرمایه‌گذاری.

منابع و مأخذ

منابع فارسی

- ابراهیم‌ناز، عدالت. (۱۳۹۴). بررسی تاثیر مکانیزم‌های راهبری شرکتی بر کیفیت سود با در نظر گرفتن جریان‌های نقدی آزاد مازاد. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تاکستان، دانشکده علوم انسانی، گروه حسابداری.
- آقاسیان بهنمیری، فاطمه. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی سمنگان - آمل - دانشکده مدیریت و حسابداری.
- بهمنی راد، مسعود. (۱۳۹۰). رابطه عوامل حاکمیت شرکتی با ارزش و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبایی.
- پاویر، زلیخا. (۱۳۹۴). بررسی اثر سودآوری بر ارزش شرکت با تأثیر ساختار سرمایه به عنوان متغیر میانجی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه ارومیه - دانشکده اقتصاد و حسابداری.
- تهرانی، رضا، حصارزاده، رضا. (۱۳۸۸). تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری. تحقیقات حسابداری ۱۳۸۸ شماره ۳.
- ثقفی، علی، هاشمی، سید عباس. (۱۳۸۳). بررسی تحلیلی رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی و ارائه مدل برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۸.
- رحمانی‌قانع، مینا. (۱۳۹۷). بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و استراتژی تأمین مالی بر ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، مؤسسه آموزش عالی تاکستان.
- رضایی، فرزین و مولودی، سلیمان (۱۳۸۹) رابطه ارزش افزوده نقدی، ارزش افزوده اقتصادی، جریان‌های نقدی آزاد و سود باقیمانده با ارزش ایجاد شده برای سهامداران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی). دوره ۳. شماره ۵.
- ستایش، محمد حسین و ذوالفقاری، مهدی. (۱۳۹۰) تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر نسبت‌های بدهی و تقسیم سود. فصلنامه بورس اوراق بهادار. شماره ۱۵.
- ستایش، محمد حسین، صالحی نیا و محسن (۱۳۹۴) تاثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان‌های نقدی آزاد. فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی. دوره ۷. شماره ۲۵.
- شفیعی سروستانی، راحیل. (۱۳۸۹). بررسی تاثیر هموارسازی و کیفیت سود بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید چمران اهواز - دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی.

محمود آبادی، حمید. غلامحسین مهدوی، فریدونی، مرضیه. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و هزینه‌های نمایندگی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش حسابداری. دوره ۴. شماره ۱۲.

نجار، مصطفی. (۱۳۹۰). ارزیابی کارایی و اثربخشی سیاست‌های مدیریت سرمایه در گردش و تأثیر آن بر ارزش شرکت. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه سیستان و بلوچستان - دانشکده مدیریت و حسابداری.

منابع لاتین

- AL-Dhamari, R. and K, Ismail.(2012).Governance Structure, Surplus Free Cash Flow (SFCF), and Earnings Quality: Evidence From Malaysia. *Journal of Modern Accounting and Auditing*. Vol. 8, No. 10, 1437-1452.
- Biddle, G., & Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital Investment. *The Accounting Review*, 81 (5): 963-982.
- Bukit, R. B., & Iskandar, T. M. (2014).Surplus free cash flow, earnings management, and audit committee. *International Journal of Economics and Management*, 3(1), 204-223.
- Chen, Xin, Yong Sun, Xiaodong XU.(2015). Free Cash Flow, Over-Investment and Corporate Governance in China. *Pacific-Basin Finance Journal*. DOI: doi: 10.1016/j.pacfin.2015.06.003
- Clark, B.(2013).The Impact of Financial Flexibility on Capital Structure Decisions: 3th ed.
- Giriati.(2016). Free Cash Flow, Dividend Policy, Investment Opportunity Set, Opportunistic Behavior and Firm's Value: (A Study About Agency Theory). *Procedia - Social and Behavioral Sciences* Volume 219, 31 May 2016, Pages 248-254
- Lehn Kenneth, and Annete Poulsen.(1989). Free Cash Flow and Stock Holder Gains in Gohng Private Transactions, *The Journal of Finance* 44 (3) Juli: 771-787
- Lischewski, J., Voronkova. (2012) .Size, value and liquidity. Do They Really Matter on an Emerging Stock Market. *Emerging Markets Review*, No 13 , pp8-25.
- Lj do, T., Hamman. S & Hannam. E.(2010).Keeping Teachers happy: job satisfaction among primaryschool teachers in rural Northwest chind. *Comparatives education review*, 49. 204.
- Matjaž, Črnigoja, Miroslav, Verbiča.(2014).Financial constraints and corporate investments during the current financial and economic crisis: The credit crunch and investment decisions of Slovenian firms. *Economic Systems*, Volume 38, Issue 4, December 2014, Pages 502-517
- Md Nor, Norhasimah, Norhabibi Aishah Shaiful Bahari, Nor Amiera Adnan, Sheh Muhammad Qamarul Ariffin Sheh Kamal, Inaliah Mohd Alia.(2017).The Effects of Environmental Disclosure on Financial Performance in Malaysia. 7th International Economics & Business Management Conference, 5th & 6th October 2015. *Procedia Economics and Finance* 35.
- YEO, Hee-Jung.(2018).Role of Free Cash Flows in Making Investment and Dividend Decisions: The Case of the Shipping Industry. *The Asian Journal of Shipping and Logistics* 34(2) (2018) 113-118