مجله اقتصادی - دوماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی
شماره‌های ۱۱ و ۱۲، بهمن و اسفند ۱۳۹۱، صفحات ۱۲۲- ۱۱۱

رابطه بین جریان وجوه نقد آزاد و جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی با سود هر سهم در شرکت‌های خودروسازی

محسن پیکانی
کارشناس‌ارشد حسابداری
mohsen.peykani@gmail.com

ارزیابی عملکرد فعالیتی است که به سهامداران جهت تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری بهینه کمک می‌کند. تصمیم‌گیرندگان مالی با توجه به پیچیده شدن روابط تجاری و اتخاذ تصمیم صحیح از تکنیک‌های مختلف و نوین که دارای روابط همبستگی قوی هستند در کنار هم جهت ارزیابی عملکرد استفاده می‌کنند. در بیشتر تحقیقات داخلی روابط بین متغیرهای اقتصادی، بازار و حسابداری از قبیلEVA، REVA، Q توبین، ROA و... مورد بررسی قرار گرفته است. در این تحقیق نیز روابط بین EPS با معیارهای نقدی ۳ شرکت بزرگ خودروسازی (از نظر دارایی) بورس اوراق بهادار طی سال‌های (۱۳۸۸-۱۳۸٤) مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج تحقیق نشان داد که مدل (۲) در تحقیق معنادار نمی‌باشد و در این مدل تنها بین جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی هر سهم (به‌عنوان معیارهای نقدی) با سود هر سهم (به‌عنوان معیار بازار) رابطه خطی معنادار وجوددارد، اما در مدل اول که از جریان وجوه نقد آزاد هر سهم استفاده شد مدل خطی معنادار می‌باشد. همچنین، در بررسی همبستگی پیرسون بین متغیرها مشخص گردید بین جریان وجوه نقد آزاد هرسهم با نسبت نقدینگی رابطه همبستگی مثبت و قوی وجود دارد.

طبقه‌بندی JEL: G39.
واژه‌های کلیدی: سود هر سهم، جریان نقدآزاد شرکت، جریان نقد فعالیت‌های عملیاتی، نسبت نقدینگی.

۱. مقدمه

تحلیلگران و سرمایه‌گذاران با توجه به تئوری نمایندگی در پی استفاده از روش‌های نوین جهت ارزیابی عملکرد شرکت‌ها می‌باشند. در گذشته بیشتر تحقیقات با استفاده از اطلاعات تاریخی موجود در ترازنامه و روش‌های سنتی انجام می‌پذیرفت، اما با پیچیده شدن فعالیت‌های اقتصادی، تنوع تصمیم‌ها و امکان دستکاری اقلام ترازنامه توسط مدیران جهت نشان دادن عملکرد بهتر از خود و دریافت پاداش اکنون بیشتر از روش‌های نوین که تا حد امکان دستکاری داده‌ها وجود نداشته باشد، استفاده می‌شود.

* تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۲/۲٤ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۸/۱۲

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-02]

از جمله معیارهایی که در تحقیقات داخلی کشورمان کمتر استفاده شده است جریان وجوه نقد آزاد شرکت (FCFF)[1] می‌باشد. جریان نقد آزاد معیاری برای اندازه‌گیری ارزش و عملکرد شرکت‌ها می‌باشد و نشان‌دهنده وجوه نقدی است که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها در اختیار دارد و قابل توزیع بین سرمایه‌گذاران می‌باشد. منظور از آزاد به این معنا نیست که شرکت حتماً باقیمانده وجه نقد را بین سرمایه‌گذاران توزیع خواهد کرد، بلکه نحوه استفاده از آن به نظر هیأت‌مدیره و سیاست‌های شرکت بستگی دارد. در استفاده از این معیار می‌بایست به این نکته توجه داشت که در پاره‌ای از موارد به‌ویژه در شرکت‌های جدیدالتأسیس ممکن است جریان نقد آزاد منفی باشد که می‌تواند نشانه سرمایه‌گذاری زیاد شرکت در دارایی‌های آن طی سال‌های اولیه باشد. جنسن نخستین شخصی بود که با توجه به تضاد منافع بین مالکان و مدیران این معیار را مورد بررسی قرار داد و بیان نمود که مدیران امکان دارد برای حفظ قدرت کنترل، حفظ منابع تحت کنترل و حفظ منافع خود (پاداش) وجوه نقد مازاد را به‌صورت سود به سرمایه‌گذاران پرداخت نکنند و این وجوه را در پروژه هایی حتی با NPV[2] منفی سرمایه‌گذاری نمایند.

جریان نقد آزاد هر سهم معیاری است که سودآوری مالی شرکت مورد رسیدگی را از طریق تقسیم جریان نقد آزاد بر تعداد سهام منتشرشده نشان می‌دهد. معیار مزبور شاخصی برای اندازه‌گیری تغییر در سود هر سهم است و یک پیش‌بینی اولیه در رابطه با قیمت آتی سهام را ارائه می‌نماید. به‌عنوان مثال، زمانی‌که قیمت سهام پایین و جریان نقد آزاد در حال افزایش است این احتمال مناسب است که سود خالص و ارزش سهام به‌زودی افزایش خواهد یافت، زیرا مقدار بالای جریان نقد آزاد هر سهم به این معناست که احتمالاً سود هر سهم نیز می‌بایست افزایش یابد.

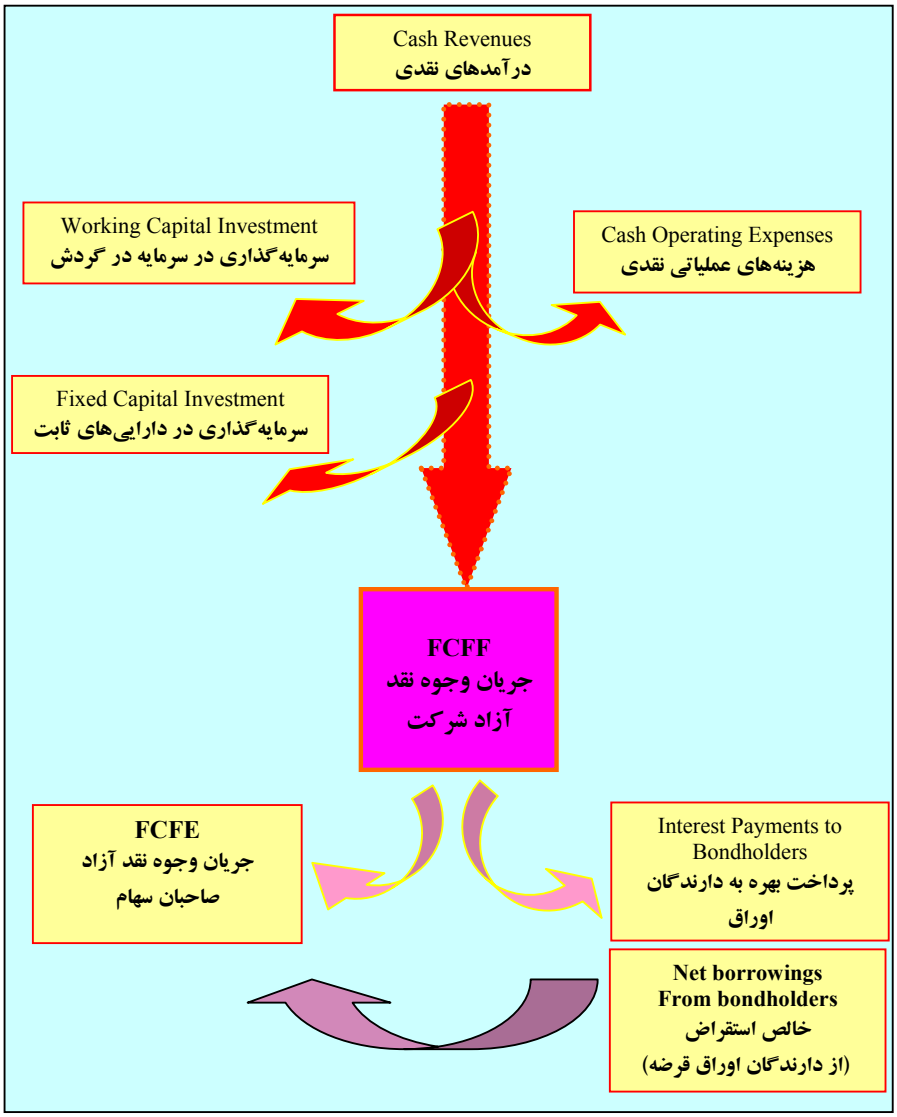
جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی (CFO)[3] نیز نشانه وجه نقدی است که از فعالیت‌های مستمر شرکت حاصل شده و این وجوه در موارد گوناگونی طبق نظر هیأت‌مدیره مورد مصرف قرار می‌گیرد. با تقسیم این معیار به تعداد سهام جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی برای هر سهم مشخص می‌گردد.

سود هرسهم (EPS)[4] نیز از معیارهای ارزیابی عملکرد است که مورد توجه بسیاری از تصمیم‌گیرندگان مالی می‌باشد، اما همانطورکه ذکر شد استفاده از برآوردهای حسابداری مانند استهلاک در محاسبه این معیارها کیفیت نتایج آنها را در تصمیم‌گیری دچار تردید می‌کند.

1. Free Cash Flow to the Firm
2. Net Present Value
3. Cash Flow Operating
4. Earning Per Share

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-02]

حال این پرسش مطرح است که با توجه به استفاده از مفروضات و برآوردها در معیارهای غیرنقدی کدام معیار نقدی (جریان نقدآزاد برای هر سهم و جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی برای هر سهم) جایگزین بهتری برای سود هر سهم در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌باشد، به عبارتی کدامیک دارای رابطه قوی‌تری با معیار سود هر سهم هستند تا در کنار هم مورد استفاده قرار گیرد.



نمودار ۱. روابط بین جریان وجوه نقد و جریان وجوه نقد آزاد

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-02]

۲. ادبیات تحقیق

با توجه به اینکه تحقیقات داخلی بسیاری در مورد سود هر سهم و جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی انجام گردیده، بنابراین در تحقیق حاضر بیشتر به پیشینه تحقیق جریان نقد آزاد پرداخته شده است.

جنسن (۱۹۸۶) نخستین شخصی بود که با توجه به وجود مشکلات تئوری نمایندگی موضوع جریان وجوه نقد آزاد را مطرح نمود. معیارهای حسابداری مانند سود هر سهم به تنهایی جهت تصمیم‌گیری و ارزیابی عملکرد شرکت‌ها کافی نیستند و بهتر است از معیارهای نقدی همراه آنها استفاده شود (مارتین و پتی، ۲۰۰۰).

وگت (۱۹۹۳) اثرات تقابل بین Q توبین و جریان وجوه نقد را بررسی نمود و در نهایت با توجه به شواهد به حمایت از تئوری جریان وجوه نقد آزاد پرداخت. نویسنده تئوری ایده‌آل در مورد ارزش نهایی بیان می‌دارد که درآمد و جریان وجوه نقد آزاد تکنیک‌های در پیش‌بینی هم‌ارز هستند (پنمن، ۱۹۹۷). رابک (۲۰۰۲) هم‌ارزی مدل‌های FCF با سرمایه وجوه نقد (ICCF)[1] و ارزش فعلی تعدیل‌شده (APV)[2] را مورد مطالعه قرار داد. کاپلند (۲۰۰۵) عقیده دارد که در متون مدرن برای ارزیابی عملکرد شرکت توجه به جریان وجوه نقد آزاد بیشتر از معیار درآمد می‌باشد.

ادی کری و دورا (۲۰۰۶) بیان می‌دارند که در جریان وجوه نقد آزاد دو روش مهم وجود دارد، استفاده از تعدیلات در وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، تعدیلات در سود خالص، در نهایت با بررسی رابطه بین FCF با بازده فروش (ROS)[3] و بازده دارایی (ROA)[4] مشخص نمود که P-Valu آنها به‌ترتیب ۰/۰۱ و ۰/۲۴ می‌باشد.

فرانسیس و همکارانش سه مدل ارزیابی یعنی تنزیل سود نقدی (CDD)[5]، تنزیل وجوه نقد آزاد (DFCF)[6] تنزیل درآمد غیرنقدی (CDFCF)[7] را از طریق خطی طی سال‌های (۱۹۹۳-۱۹۸۹) برای ۲۹۰۷ شرکت بررسی نمودند و به این نتیجه رسیدند که درآمد غیرعادی با ۲۷ درصد و تنزیل جریان وجوه نقد آزاد ۵۷ درصد خطا در پیش‌بینی دارند (فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۰).

1. Capital Cash Flow
2. Adjusted Present Value
3. Rate of Sales
4. Rate of Assets
5. Discounted Dividends
6. Discounted Free Cash Flow
7. Abnormal Earnings

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-02]

جنتری (۲۰۰۱) پس از تحقیق از طریق روش حسابداری (تنزیل سود) و روش مالی (تنزیل جریان نقد آزاد) ۱۰۳۴ شرکت آمریکایی طی سال‌های (۱۹۹۸-۱۹۸۱) و ۳۶۵ شرکت ژاپنی طی سال‌های (۱۹۹۸-۱۹۸۵) به این نتیجه رسید که رابطه روش مالی با اضافه ارزش سرمایه[1] در آمریکا مانند ژاپن نیست.

پنمن و سوگینس (۱۹۹۸) با مطالعه شرکت‌های آمریکایی به این نتیجه رسیدند که پیش‌بینی از طریق درآمد تعهدی خطای کمتری از جریان وجوه نقد دارد. از دیگر محققانی که از FCF به‌عنوان معیار ارزیابی عملکرد استفاده نمودند می‌توان به سانچز (۲۰۰۸) ، پلت و همکارانش (۲۰۰۹) ، پریجا و پیرز (۲۰۰۵)، رگری و وانگ (۲۰۰۹) و بیوکت (۲۰۰۹) اشاره نمود.

تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) با استفاده از اطلاعات سال‌های (۱۳۸۵-۱۳۷۹) شرکت‌های بورس رابطه بین جریان نقد آزاد و بیش‌سرمایه‌گذاری و همچنین رابطه بین محدودیت تأمین مالی و کم‌سرمایه‌گذاری را بررسی نمودند و به این نتیجه دست یافتند که بین جریان نقد آزاد و بیش‌سرمایه‌گذاری مستقیم به لحاظ آماری رابطه معناداری وجود دارد.

ایزدی‌نیا (۱۳۸۴) از طریق مطالعه توصیفی EVA و FCF را به‌عنوان معیارهای ارزیابی عملکرد و ارزش‌آفرین جدید و جایگزین معیارهای حسابداری مورد بررسی قرار داد.

۳. اهمیت تحقیق

توان و امکان دسترسی هر واحد انتفاعی به وجوه نقد مبنای بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها و قضاوت‌ها درباره آن واحد است. به عبارت دیگر، اطلاعات مربوط به جریان ورود و خروج وجه نقد در یک واحد انتفاعی شالوده بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها و قضاوت‌های استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی را تشکیل می‌دهد.

در محاسبه تعدادی از اقلام ترازنامه و صورت سود و زیان از مفروضات و برآوردها مانند استهلاک استفاده می‌شود، بنابراین کفایت استفاده از نتایج آنها در تصمیم‌گیری‌ها مورد تردید قرار می‌گیرد که یکی از راه‌های پرهیز استفاده از اقلام برآوردی تأکید بر استفاده از گزارش‌های نقدی است. در این تحقیق نیز دو معیار نقدی که یکی طبق استانداردهای حسابداری تهیه می‌شود (CFO) و دیگری معیاری نوین که استاندار خاصی برای آن وضع نشده است (FCFF) جهت جایگزینی معیاری که در محاسبه آن از برآوردها استفاده شده (EPS) مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد.

1. Capital Gains

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-02]

٤. اهداف تحقیق

از آنجایی‌که امکان دارد سرمایه‌گذاران نقدترین دارایی خود را به سهام تبدیل کنند می‌بایست عوامل زیادی را هنگام سرمایه‌گذاری مدنظر قرار دهند. هدف از انجام این تحقیق نیز عبارتند از:

- بکارگیری جریان وجوه نقد آزاد جهت تصمیم‌گیری با توجه به اینکه در تحقیقات داخلی از این معیار استفاده چندانی نگردیده است.
- بررسی رابطه دو معیار نقدی با معیار غیر نقدی
- بررسی رابطه معیارهای نقدی با رشد فروش و نسبت نقدینگی
- بررسی اینکه EPS با CFO همبستگی قوی دارد یا با FCFF

٥. فرضیات تحقیق

- بین جریان وجوه نقد آزاد شرکت با سود هر سهم رابطه معنادار وجود دارد.
- بین خالص ورود (خروج) جریان وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی با سود هر سهم رابطه معنادار وجود دارد.
- بین جریان وجوه نقد آزاد شرکت با رشد فروش رابطه معنادار وجود دارد.
- بین خالص ورود (خروج) جریان وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی با رشد فروش رابطه معنادار وجود دارد.
- بین جریان وجوه نقد آزاد شرکت با نسبت نقدینگی رابطه معنادار وجود دارد.
- بین خالص ورود (خروج) جریان وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی با نسبت نقدینگی رابطه معنادار وجود دارد.

٦. متغیرهای تحقیق

در تحقیق حاضر از سه متغیر مستقل (سود هر سهم، رشد فروش و نسبت نقدینگی) و دو متغیر وابسته (جریان وجوه نقد آزاد شرکت و خالص ورود (خروج) جریان وجه نقد عملیاتی) استفاده گردیده است که به‌صورت معادله خطی ذیل بررسی می‌گردد:

$$\frac{FCFF}{N} = \alpha + \beta_1 EPS + \beta_2 Growth\,Sales + \beta_3 LQ \qquad (۱)$$

$$\frac{CFO}{N} = \alpha + \beta_1 EPS + \beta_2 Growth\,Sales + \beta_3 LQ \qquad (۲)$$

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-02]

که در آن، FCFF جریان وجوه نقد آزاد شرکت می‌باشد. برای محاسبه این متغیر روش‌های متفاوتی وجود دارد از جمله استفاده از سود قبل از بهره و مالیات، سود خالص یا با استفاده از صورت جریان وجوه نقد. در این تحقیق از EBIT برای محاسبه جریان وجوه نقد آزاد شرکت استفاده گردیده است.

$$FCFF_t = \left[EBIT_t(1-T) + D_t + A_t\right] + \Delta WC_t + NIF_t + \Delta OA_t \quad (۳)$$

EBIT: سود قبل از بهره و مالیات

N: تعداد سهام

T: نرخ مالیات قانونی

D[1] و A[2]: به‌ترتیب هزینه استهلاک دارایی‌های مشهود و هزینه استهلاک دارایی‌های نامشهود

ΔWC: سرمایه در گردش[3]

$$\Delta WC = \text{Current assets} + \text{Current liabilities} \quad (۴)$$

FIN[4]: خالص سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت

OA[5]: سایر دارایی‌ها

$$FIN_t = \Delta\text{net fixd assets}_t + \text{depreciation expense}_t + \Delta\text{other assets}_t \quad (۵)$$

CFO: جریان خالص ورود (خروج) وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی که برابر است با:

$$CFO = NI + NCC + \Delta WC \quad (۶)$$

NI: سود خالص و NCC[6]: هزینه‌های غیرنقدی که می‌بایست به سود خالص اضافه گردد زیرا این نوع هزینه‌ها باعث کاهش سود خالص شده اما از بابت آن وجهی خارج نشده است مانند استهلاک.

EPS: سود هر سهم

$$EPS = \frac{NI}{N} \quad (۷)$$

1. Depreciation
2. Amortization
3. Working Capital
4. Fixed Investment Net
5. Other Assets
6. Non-Cash Cost

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-02]

رشد فروش[1]: برای محاسبه نرخ رشد شرکت ازاقلام متفاوتی مانند دارایی‌ها، سرمایه‌گذاری، حقوق صاحبان سهام و... استفاده می‌شود. در تحقیق حاضر از رشد فروش برای محاسبه رشد شرکت استفاده گردیده است.

$$g = \frac{\text{Growth Sales}_t - \text{Growth Sales}_{t-1}}{\text{Growth Sales}_t} \quad (۸)$$

نسبت نقدینگی: این نسبت قدرت نقدشوندگی در شرکت را نشان می‌دهد و برابر است با دارایی جاری به بدهی جاری.

$$LQ = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}} \quad (۹)$$

۷. قلمرو تحقیق

تحقیق حاضر از لحاظ زمانی برای دوره (۱۳۸۸-۱۳۸۴) می‌باشد. باتوجه به اینکه مقدار نقدینگی و سود در شرکت‌های بورس با هم تفاوت بسیاری دارند. در این تحقیق سه شرکت خودروسازی که دارای اندازه بزرگ (از نظر دارایی) نسبت به دیگر شرکت‌ها می‌باشند به‌عنوان نمونه انتخاب گردیده است.

۸. ابزار گردآوری و روش تحقیق

این مقاله بر اساس ماهیت و روش از نوع همبستگی و از نظر هدف از نوع کاربردی می‌باشد که برای محاسبه متغیرها و استخراج آنها از صورت‌های مالی از کتابخانه بورس و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استفاده گردیده است و در نهایت از طریق SPSS به بررسی مدل ارائه شده اقدام گردید.

برای تعیین معنادار بودن مدل و ضرایب از آماره F و t و برای تفسیر شدت همبستگی و مستقیم یا معکوس بودن روابط متغیرها از ضریب تعیین (r^2) و ضریب همبستگی (r) استفاده می‌کنیم.

۹. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

به‌منظور آزمون فرضیات در سطح ۹۵ درصد اطمینان این تحقیق از روش‌های آماری زیر استفاده شد:

- آزمون F جهت بررسی وجود رابطه معنادار در مدل رگرسیون چندگانه تحقیق (آماره F) اگر Sig F < 5% باشد نشانه وجود رابطه معنادار در مدل می‌باشد.
- آماره t جهت بررسی معنادار بودن ضرایب (β_i) در مدل می‌باشد.

1. Growth Sales

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-02]

- آزمون دوربین واتسون (آماره DW)

به‌منظور اتکاء بیشتر به نتایج آزمون آماری،آزمون خودهمبستگی را انجام می‌دهیم به این صورت که:

$$e_t = \hat{\varphi} e_{t-1} + \text{error} \quad (۱۰)$$

$$d \approx 2 - 2\hat{\varphi} \quad (۱۱)$$

φ: ضریب همبستگی e_t و e_{t-1}

دامنه d از صفر تا ۴ است. اگر d حدود ۲ باشد به این معناست که φ صفر است، اگر d به صفر یا ε نزدیک باشد φ از صفر دور می‌شود. اگر d از ۲ کوچکتر باشد این احتمال می‌رود که φ از صفر بزرگتر است و اگر d از ۲ بزرگتر باشد به این معناست که φ از صفر کوچکتر است. بنابراین، اگر آماره (DW) نزدیک ۲ باشد نشانه عدم وجود خودهمبستگی است.

جدول ۱. بررسی همبستگی پیرسون متغیرها (نمایش ماتریس همبستگی متغیرها)

		FCFF/N	CFO/N	EPS	GS	LQ
FCF/N	Pearson correlation	۱	-۰/۵۶۲	۰/۱۳۹	۰/۱۳۶	۰/۷۳۶
	Sig		۰/۰۵۷	۰/۶۶۶	۰/۶۷۳	۰/۰۰۶
CFO/N	Pearson correlation		۱	۰/۴۶۹	-۰/۳۳۸	-۰/۴۱۴
	Sig			۰/۱۲۴	۰/۲۸۳	۰/۱۸۱
EPS	Pearson correlation			۱	۰/۰۴۶	۰/۳۰۱
	Sig				۰/۸۸۷	۰/۳۴۲
GS	Pearson correlation				۱	۰/۶۱۸
	Sig					۰/۰۳۲
LQ	Pearson correlation					۱

مأخذ: نتایج تحقیق.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-02]

جدول۲. بررسی فرضیه اول، سوم و پنجم

متغیر وابسته جریان وجوه نقد آزاد شرکت (FCFF)						
صنعت	متغیر مستقل	R	R^2	SigF	Sigt	DW
		۰/۸۵۷	۰/۷۳۴	۰/۰۱۱		۲/۱۶۷
خودروسازی	EPS				۰/۳۹۳	
	GSales				۰/۰۴۶	
	LQ				۰/۰۰۲	

مأخذ: نتایج تحقیق.

جدول۳. بررسی فرضیه دوم، چهارم و ششم

متغیر وابسته جریان وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی (CFO)						
صنعت	متغیر مستقل	R	R^2	SigF	Sigt	DW
		۰/۷۴۷	۰/۵۵۸	۰/۰۷۵		۲/۴۰۴
خودروسازی	EPS				۰/۰۳۱	
	GSales				۰/۹۶۰	
	LQ				۰/۰۸۷	

مأخذ: نتایج تحقیق.

به‌منظور بررسی همبستگی بین متغیرهای مدل از همبستگی پیرسون استفاده شد. طبق این نتایج در بین متغییرهای مستقل رابطه بین GS و LQ همبستگی قوی، مثبت و معنادار وجود دارد، بنابراین با افزایش رشد فروش می‌توان انتظار داشت که نسبت نقدینگی نیز افزایش یابد.

فرضیه اول، سوم و پنجم وجود رابطه معنادار بین جریان وجوه نقد آزاد شرکت هر سهم را با سود هر سهم رشد فروش و نسبت نقدینگی را مورد سنجش قرار می‌دهد. طبق نتایج جدول (۲) مشخص گردید که در مدل رگرسیون خطی استفاده شده از جریان وجوه نقد آزاد به‌دلیل اینکه Sig f کمتر از ۵ درصد (سطح اطمینان) می‌باشد بنابراین مدل (۱) معنادار می‌باشد. از سوی دیگر، Sig t درمورد نسبت نقدینگی و رشد فروش با جریان وجوه نقد آزاد شرکت کمتر از $\alpha = 5\%$ است، بنابراین فرضیه سوم و پنجم تأیید می‌شود.

در فرضیه دوم، چهارم و ششم رابطه بین جریان وجوه نقد عملیاتی هر سهم با سود هرسهم، رشد فروش و نسبت نقدینگی مطرح گردیده است. همانطورکه در جدول (۳) ملاحظه می‌گردد مقدار Sig f بزرگتر از ۵ درصد می‌باشد، بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان بیان نمود که مدل (۲) رگرسیون تحقیق ارائه شده در ۳ شرکت خودروسازی معنادار نمی باشد، همچنین با ۹۵ درصد اطمینان در این مدل می‌توان بیان کرد با توجه به اینکه Sigt در مورد سود هر سهم (EPS) نیز کوچکتر از ۵ درصد می‌باشد، بنابراین بین

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-02]

CFO/N و EPS رابطه معنادار وجود دارد. همچنین، همبستگی پیرسون در جدول (۱) نشان می‌دهد که بین EPS, GS, LQ با جریان وجوه نقد آزاد هر سهم همبستگی مثبت وجود دارد، بنابراین می‌توان انتظار داشت با افزایش هر یک از متغیرهای مستقل، مقدار جریان وجوه نقد آزاد هر سهم نیز افزایش یابد.

۱۰. ارائه پیشنهادات

سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی پیوسته در پی استفاده از معیارهای نوین و مربوط جهت تجزیه و تحلیل ارزیابی عملکرد شرکت‌ها می‌باشند. از سوی دیگر، طبق تحقیقات گذشته و نظرات تحلیلگران مالی از جمله مارتین و پتی استفاده از چند معیار ارزیابی عملکرد در کنار یکدیگر باعث تصمیم‌گیری مطلوب و رضایت‌بخش می‌شود. در تحقیق حاضر نیز روابط بین معیار حسابداری با معیارهای نقدی سه شرکت بزرگ خودروسازی (از لحاظ دارایی) مورد بررسی قرار گرفت و نتایج نشان داد که بین جریان وجوه نقد آزاد هر سهم شرکت به‌عنوان معیار نقدی با نسبت نقدینگی و رشد فروش رابطه همبستگی معناداری وجود دارد. به عبارتی از این معیارها در کنار هم می‌توان استفاده نمود، اما در مدل اول بین جریان وجوه نقد آزاد شرکت با سود هر سهم رابطه معنادار وجود ندارد بنابراین تصمیم‌گیرندگان مالی نباید از معیارهای فوق در کنار هم استفاده نمایند. به عبارتی، با افزایش یا کاهش جریان وجوه نقد آزاد شرکت نمی‌توان بیان نمود که آیا سود هر سهم افزایش یا کاهش می‌یابد. البته محققان می‌توانند روابط این متغیرها را به‌صورت غیرخطی نیز جهت تصمیم‌گیری بررسی نمایند. از سوی دیگر، در مدل دوم بین جریان وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی هر سهم با سود هر سهم رابطه معنادار وجود دارد. همچنین، طبق جدول (۱) بین جریان وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی هر سهم با GS و LQ همبستگی منفی وجود دارد، به عبارتی با افزایش نسبت رشد سود و نسبت نقدینگی مقدار CFO/N کاهش می‌یابد. پیشنهاد تحقیقات آتی نیز عبارتند از:

- بررسی رابطه بین تغییرات قیمت سهام و تغییرات وجوه نقد آزاد
- بررسی رابطه بین جریان وجوه نقد آزاد و پاداش هیأت‌مدیره با توجه به تئوری نمایندگی
- بررسی رابطه بین جریان وجوه نقد آزاد با محتوای اطلاعاتی
- بررسی رابطه بین جریان وجوه نقد آزاد و ساختار سرمایه
- بررسی رابطه بین جریان وجوه نقد آزاد با ریسک
- بررسی رابطه غیرخطی معیارهای تحقیق حاضر

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-02]

منابع

ایزدی‌نیا، ناصر (۱۳۸۴)، " نقدی بر معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد و پیشنهاد معیارهای ارزش افزوده اقتصادی و جریان‌های آزاد نقدی برای گزارشگری ارزش های واحد تجاری"، *مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد*، دانشگاه اصفهان، شماره ۱، صص ۷۹-۵۷.

تهرانی، رضا و رضا حصارزاده (۱۳۸۸)، "تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش‌سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری"، *فصلنامه تحقیقات مالی*، دانشگاه تهران، شماره ۳، صص ۶۷-۵۰.

Adhikari, A. & A. Dura (2006), "Voluntary Disclosure of Free Cash Flow Information", *Accounting Horizons*, No. 4, PP. 311-332.

Bukit, R. B. & T. M. Iskandar (2009), "Surplus Free Cash Flow, Earnings Management and Audit Committee", *Journal of Economics and Management*, Vol. 3, No. 1, PP. 204-223.

Copeland, T. E. (2005), "Financial Theory and Capital Policy", Boston, M.A: Addison-Wesely.

Francis, J., Olsson, P. & D. Oswald (2000), "Comparing the Accuracy and Explain Ability of Dividend, Free Cash Flow and Abnormal Earning Equity Value Estimates", *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, No. 1.

Gentry, J., Whitford, D. & S. Aoki (2001), "Do Accounting Earning or Free Cash Flow Provide Better Estimate of Capital of Return on Stock", *Security Analysts Journal*, Vol. 39, No. 5, PP. 66-78.

Gregory, A. & Y. H. Wang (2009), "Cash Acquirers: Sources of Funding, Free Cash Flow and Shareholders Returns", http://center.uvt.nl/gs/chp/cash.pdf.

Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, PP. 323-329

Martin, J. D. & J. W. Petty (2000), "Value Based Management: the Corporate

Pareja, I. V. & A. B. Perez (2005), "A Practical Guide for Consistency in Valuation: Cash Flows, Terminal Value and Cost of Capital", http://ssrn.com/abstract-id=466721.

Penman, S. (1997), "A Synthesis of Equity Valuation Techniques and the Terminal Value Calculating for Dividend Discount Model", *Review Accounting Studies*, No. 2, PP. 303-323.

Penman, S. & T. Sougiannis (1998), "A Comparison of Dividend, Cash Flow and Earnings Approaches to Equity Valuation", Contemporary Accounting Research, No. 15, PP. 343-383.

Platt, H., Demirkan, S. & M. Platt (2009), "Free Cash Flow, Enterprise Value and Investor Cacution", http://ssrn.com/abstract =1397708.

Response to the Shareholders Revolution", http//hbswk.hbs. Edu.Ruback, J. D. (2002), "Capital Cash Flow: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flow", *Financial Management*, No. 31, PP. 85-103.

Sanchez, M. G. (2008), "Testing Forecast Cash Flows, Used in Firms Valuation", *International Research Journal of Finance and Economics,* No. 20, PP. 99-122.

Vogt, S. (1993), "Testing the Source of the Cash Flow/Investment Relationship: Evidence from a Panel U. S. Manufacturing Firms", *Mimeo, DePaul University September*.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-02]