

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

محسن پیکانی

کارشناس ارشد 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 پیشتر تحقیقات داخلی روابط بین متغیرهای اقتصادی، بازار و حسابداری از قبیل REVA، EVA، Q و ROA... 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 (۱۳۸۴-۱۳۸۸) 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 (به عنوان معیارهای نقدی) با سود هر سهم (به عنوان معیار بازار) رابطه خطی معنادار وجود دارد، اما در مدل اول که از جریان وجود نقد آزاد هر سهم استفاده شد مدل خطی معنادار می‌باشد. همچنین، در بررسی همبستگی پیروson بین متغیرها مشخص گردید بین جریان وجود نقد آزاد هر سهم با نسبت نقدینگی رابطه همبستگی مثبت و قوی وجود دارد.

طبقه‌بندی JEL: G39.

واژه‌های کلیدی: سود هر سهم، جریان نقد آزاد 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، نوع تصمیم‌ها و امکان دستکاری اقلام ترازنامه توسط مدیران جهت نشان دادن عملکرد بهتر از خود و دریافت پاداش اکنون یافته از روش‌های نوین که تا حد امکان دستکاری داده‌ها وجود نداشته باشد، استفاده می‌شود.

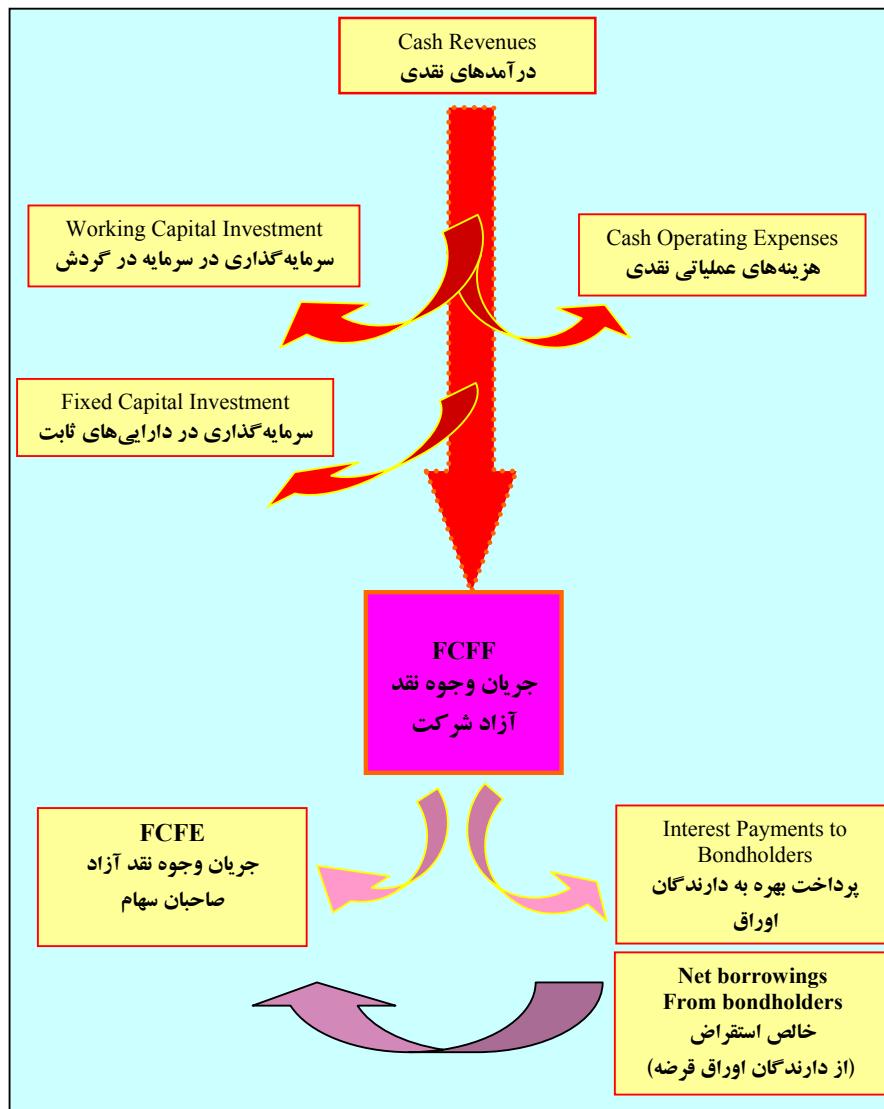
از جمله معیارهایی که در تحقیقات داخلی کشورمان کمتر استفاده شده است جریان وجوه نقد آزاد شرکت (FCFF)^۱ می‌باشد. جریان نقد آزاد معیاری برای اندازه‌گیری ارزش و عملکرد شرکت‌ها می‌باشد و نشان‌دهنده وجوه نقدی است که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها در اختیار دارد و قابل توزیع بین سرمایه‌گذاران می‌باشد. منظور از آزاد به این معنا نیست که شرکت حتی باقیمانده وجه نقد را بین سرمایه‌گذاران توزیع خواهد کرد، بلکه نحوه استفاده از آن به نظر هیأت مدیره و سیاست‌های شرکت بستگی دارد. در استفاده از این معیار می‌بایست به این نکته توجه داشت که در پاره‌های از موارد به‌ویژه در شرکت‌های جدید التأسیس 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 به صورت سود به سرمایه‌گذاران پرداخت نکنند و این وجوه را در پروژه‌هایی حتی با NPV^۲ 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 منتشر شده 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. به عنوان مثال، زمانی که 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)^۳ نیز نشانه وجه نقدی است که از فعالیت‌های مستمر شرکت حاصل شده و این وجوه در موارد گوناگونی طبق نظر هیأت مدیره مورد مصرف قرار می‌گیرد. با تقسیم این معیار به تعداد سهام جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی برای هر سهم مشخص می‌گردد. سود هر سهم (EPS)^۴ نیز از معیارهای ارزیابی عملکرد است که مورد توجه بسیاری از تصمیم‌گیرندگان مالی می‌باشد، اما همانطور که 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

حال این پرسش مطرح است که با توجه به استفاده از مفروضات و برآوردها در معیارهای غیرنقدی کدام معیار نقدی (جریان نقد آزاد 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 وجوده نقد و جریان وجوده نقد آزاد

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 وجه نقد آزاد را مطرح نمود. معیارهای حسابداری مانند سود هر سهم به تنها ی جهت تصمیم‌گیری و ارزیابی عملکرد شرکت‌ها کافی نیستند و بهتر است از معیارهای نقدی همراه آنها استفاده شود (مارتین و پتی، ۲۰۰۰).

و گت (۱۹۹۳) اثرات قابل بین Q توبین و جریان وجه نقد را بررسی نمود و در نهایت با توجه به شواهد به حمایت از تئوری جریان وجه نقد آزاد پرداخت. نویسنده تئوری ایده‌آل در مورد ارزش نهایی بیان می‌دارد که درآمد و جریان وجه نقد آزاد تکنیک‌های در پیش‌بینی همارز هستند (پمن، ۱۹۹۷). رابک (۲۰۰۲) همارزی مدل‌های FCF با سرمایه وجه نقد (ICCF)^۱ و ارزش فعلی تعديل شده (APV)^۲ را مورد مطالعه قرار داد. کاپلند (۲۰۰۵) عقیده دارد که در متون مدرن برای ارزیابی عملکرد شرکت توجه به جریان وجه نقد آزاد بیشتر از معیار درآمد می‌باشد. ادی کری و دورا (۲۰۰۶) بیان می‌دارند که در جریان وجه نقد آزاد دو روش مهم وجود دارد، استفاده از تعديلات در وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، تعديلات در سود خالص، در نهایت با بررسی رابطه بین FCF با بازده فروش (ROS)^۳ و بازده دارایی (ROA)^۴ مشخص نمود که P-Value آنها به ترتیب ۰/۰۴ و ۰/۰۰۱ می‌باشد.

فرانسیس و همکارانش سه مدل ارزیابی یعنی تنزيل سود نقدی (CDD)^۵، تنزيل وجه نقد آزاد (DFCF)^۶ و تنزيل درآمد غیرنقدی (CDFCF)^۷ را از طریق خطی طی سال‌های (۱۹۸۹-۱۹۹۳) برای ۲۹۰۷ شرکت بررسی نمودند و به این نتیجه رسیدند که درآمد غیرعادی با ۲۷ درصد و تنزيل جریان وجه نقد آزاد ۵۷ درصد خطأ 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

جتري (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^۱ 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 به عنوان معیار ارزیابی عملکرد استفاده نمودند می‌توان به سانچز (۲۰۰۸)، پلت و همکارانش (۲۰۰۹)، پریجا و پیروز (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 یافتد 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 به عنوان 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 کفايت استفاده از نتایج آنها در تصمیم‌گیری‌ها مورد تردید قرار می‌گیرد که یکی از راه‌های پرهیز استفاده از اقلام برآورده تأکید بر استفاده از گزارش‌های نقدی است. در این تحقیق نیز دو معیار نقدی که یکی طبق استاندارهای 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

۴. اهداف تحقیق

از آنجایی که 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 وجه 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 CFO با EPS همبستگی قوی دارد یا با FCFF

۵. فرضیات تحقیق

- بین جریان وجه نقد آزاد شرکت با سود هر سهم رابطه معنادار وجود دارد.

- بین خالص ورود (خروج) جریان وجه نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی با سود هر سهم رابطه معنادار وجود دارد.

- بین جریان وجه نقد آزاد شرکت با رشد فروش رابطه معنادار وجود دارد.

- بین خالص ورود (خروج) جریان وجه نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی با رشد فروش رابطه معنادار وجود دارد.

- بین جریان وجه نقد آزاد شرکت با نسبت نقدینگی رابطه معنادار وجود دارد.

- بین خالص ورود (خروج) جریان وجه نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی با نسبت نقدینگی رابطه معنادار وجود دارد.

۶. متغیرهای تحقیق

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

$$\frac{FCFF}{N} = \alpha + \beta_1 EPS + \beta_2 Growth Sales + \beta_3 LQ \quad (1)$$

$$\frac{CFO}{N} = \alpha + \beta_1 EPS + \beta_2 Growth Sales + \beta_3 LQ \quad (2)$$

که در آن، FCFF جریان وجه 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 وجه نقد. در این تحقیق از EBIT برای محاسبه جریان وجه نقد آزاد شرکت استفاده گردیده است.

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

EBIT: سود قبل از بهره و مالیات

N: تعداد سهام

T: نرخ مالیات قانونی

^۱D و ^۲A: به ترتیب هزینه استهلاک دارایی‌های مشهود و هزینه استهلاک دارایی‌های نامشهود

^۳WC: سرمایه در گردش

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

FIN: خالص سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت

^۴OA: سایر دارایی‌ها

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

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: 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

رشد فروش^۱: برای محاسبه نرخ رشد شرکت از اقلام متفاوتی مانند دارایی‌ها، سرمایه‌گذاری، حقوق صاحبان سهام و... استفاده می‌شود. در تحقیق حاضر از رشد فروش برای محاسبه رشد شرکت استفاده گردیده است.

$$g = \frac{\text{Growth Sales}_t - \text{Growth Sales}_{t-1}}{\text{Growth Sales}_t} \quad (8)$$

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

$$LQ = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}} \quad (9)$$

۷. قلمرو تحقیق

تحقیق حاضر از لحاظ زمانی برای دوره (۱۳۸۴-۱۳۸۸) می‌باشد. با توجه 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 به عنوان 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 (F^2) و ضریب همبستگی (r) استفاده می‌کنیم.

۹. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

به منظور 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 $F < 5\%$ باشد نشانه وجود رابطه معنادار در مدل می‌باشد.

- آماره t جهت بررسی معنادار بودن ضرایب (β_i) در مدل می‌باشد.

1. Growth Sales

- آزمون دوربین واتسون (آماره DW)

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

$$\hat{e}_t = \varphi e_{t-1} + \text{error} \quad (10)$$

$$d \approx 2 - 2\varphi \quad (11)$$

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 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 پیروسون متغیرها (نمایش ماتریس همبستگی متغیرها)

		FCFF/N	CFO/N	EPS	GS	LQ
FCF/N	Pearson correlation		-0/562	0/139	0/136	0/736
	Sig		0/057	0/666	0/673	0/006
CFO/N	Pearson correlation		0/469	-0/338	-0/414	
	Sig		0/124	0/283	0/181	
EPS	Pearson correlation			0/046	0/301	
	Sig			0/887	0/342	
GS	Pearson correlation				0/618	
	Sig				0/032	
LQ	Pearson correlation					0

مأخذ: نتایج تحقیق.

جدول ۲. بررسی فرضیه اول، سوم و پنجم

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

مأخذ: نتایج تحقیق.

جدول ۳. بررسی فرضیه دوم، چهارم و ششم

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

مأخذ: نتایج تحقیق.

به منظور بررسی همبستگی بین متغیرهای مدل از همبستگی پیرسون استفاده شد. طبق این نتایج در بین متغیرهای 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 وجوده 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 وجوده نقد آزاد به دلیل اینکه Sig f کمتر از ۵ درصد (سطح اطمینان) می‌باشد بنابراین مدل (۱) معنادار می‌باشد. از سوی دیگر، t Sig در مرور د نسبت نقدینگی و رشد فروش با جریان وجوده نقد آزاد شرکت کمتر از $\alpha = 5\%$ است، بنابراین فرضیه سوم و پنجم تأیید می‌شود.

در فرضیه دوم، چهارم و ششم رابطه بین جریان وجوده نقد عملیاتی هر سهم با سود هر سهم، رشد فروش و نسبت نقدینگی مطرح گردیده است. همانطور که در جدول (۳) ملاحظه می‌گردد مقدار Sig 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 نمی‌باشد، 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

CFO/N و EPS رابطه معنادار وجود دارد. همچنین، همبستگی پرسون در جدول (۱) نشان می‌دهد که بین EPS 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 به عنوان 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 می‌باید. البته محققان می‌توانند روابط این متغیرها را به صورت 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 سود هر سهم با GS و LQ همبستگی منفی وجود دارد، به عبارتی با افزایش نسبت رشد سود و نسبت نقدینگی مقدار CFO/N کاهش می‌باید. 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 هیأت مدیره با توجه به تئوری نمایندگی
- بررسی رابطه بین جریان وجوه نقد آزاد با محتوا 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

منابع

- ایزدی‌نیا، ناصر (۱۳۸۴)، "نقدی بر معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد و پیشنهاد معیارهای ارزش افزوده اقتصادی و جریان‌های آزاد نقدی برای گزارشگری ارزش‌های واحد تجاری"، مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، شماره ۱، صص ۵۷-۷۹.
- 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 ۵۰-۶۷.
- 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", [, No. 31, PP. 85-103.](http://hbswk.hbs.edu.Ruback, J. D. (2002),)
- 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*.