

فصلنامه علمی پژوهشی  
دانش مالی تحلیل اوراق بهادار  
سال دهم، شماره سی و پنجم  
پائیز ۱۳۹۶

## تأثیر جریان نقد آزاد و رشد شرکت بر همزمانی بازده سهام

آذر یعقوبی خانخواجه<sup>۱</sup>  
آزیتا جهانشاد<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۶/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۲/۲۳

### چکیده

هدف از این تحقیق، بررسی میزان اثرگذاری تأثیر جریان نقد آزاد و رشد شرکت بر همزمانی بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران است. فرضیه اصلی این تحقیق این است که شرکت های با رشد پایین و جریان نقد بالا همزمانی بازده سهام بالاتری دارند. برای آزمون فرضیه و رسیدن به اهداف تحقیق، ۱۰۱ نمونه از شرکت ها (۵۰۵ سال - شرکت) که در سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته و به روش نمونه گیری حذف سیستماتیک انتخاب شده اند. روش آماری برای فرضیه اصلی مطرح شده در این تحقیق، برازش مدل داده های ترکیبی به روش رگرسیون پانل با اثرات تصادفی است. یافته های تحقیق نشان می دهد که بین جریان نقد آزاد و رشد شرکت با همزمانی بازده سهام ارتباط معنی داری وجود داشته و در حدود ۴۹ درصد از تغییرات متغیر همزمانی بازده سهام توسط این متغیرها بیان می شود.

**واژه های کلیدی:** همزمانی بازده سهام، جریان نقد آزاد، رشد شرکت، اندازه شرکت.

۱- کارشناسی ارشد حسابداری mahsa.yaghoubi@yahoo.com

۲- دانشیار، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی، تهران، ایران (نویسنده مسئول) az\_jahanshad@yahoo.com

## ۱- مقدمه

توانایی کافی شرکتها برای ایجاد جریانهای نقدی، نشان می‌دهد که این شرکتها سودآور هستند و می‌توانند وجوه نقد ضروری برای پرداخت نیازهای عملیاتی را تامین نمایند. شواهد نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای جریان نقد عملیاتی مثبت، فرصت‌های بیشتری برای تامین مالی بطریق بدهی (تامین مالی خارج از شرکت) دارند. زیرا که این شرکتها، در خصوص امکان بازپرداخت تعهداتشان اطمینان بیشتری دارند. بنابراین، شرکت‌هایی که وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی آنها بالاست؛ با احتمال کمتری پروژه‌های سرمایه‌گذاری را به دلیل نبود منابع مالی از دست می‌دهند. بنابراین، به لحاظ نظری، شرکت‌های دارای جریان نقد عملیاتی بالا، باید تمایل کمتری برای نگهداشت ذخایر نقدی داشته باشند. چنانچه این شرکتها، وجوه نقد اضافی را بدون دلیل، ذخیره کنند، جریانهای نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، باعث ایجاد جریان نقد آزاد شده و تعارضات نمایندگی را افزایش می‌دهد (راسموس و واور ۲۰۱۰، ۱). در حالت مطلوب و در یک روند رو به رشد برای شرکت، جریان وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، باید منفی باشد. زیرا که ورود جریانهای نقدی حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها، نشان‌دهنده فروش دارایی‌های ثابت یا فروش سایر سرمایه‌گذاری‌هاست و خروج جریان نقد سرمایه‌گذاری نشان‌دهنده ایجاد پروژه‌های سرمایه‌گذاری و توسعه فعالیت‌های شرکت است. بطور کلی، شرکت‌ها عواید حاصل از فروش دارایی‌ها را جهت تسویه و بازپرداخت تعهدات و غلبه بر درماندگی مالی به کار می‌برند (لی و لین ۲۰۰۸، ۲). لی و لین (۲۰۰۸) اعتقاد دارند شرکت‌هایی که دارایی‌ها و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت خود را برای کاهش بدهی‌ها، به فروش می‌رسانند؛ دچار یک بحران مالی پایدار در بلندمدت می‌شوند.

تعامل بین جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد شرکت یکی از مهمترین معیارها در خصوص

سنجش هزینه‌های نمایندگی می‌باشد. این معیار از نظریه جنسن پیرامون جریان‌های نقد آزاد نشأت می‌گیرد. وی عنوان می‌کند که مدیران به جای توزیع جریان‌های نقد آزاد بین مالکان، تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد آن در شرکت دارند، زیرا پرداخت وجه نقد به سهامداران موجب کاهش منابع تحت کنترل مدیران و در نتیجه کاهش قدرت آنها می‌گردد. همچنین توزیع وجوه نقد آزاد بین سهامداران سبب می‌شود چنانچه شرکت نیاز به سرمایه جدید داشته باشد به بازار سرمایه رجوع کند که این خود باعث افزایش نظارت بازار سرمایه بر روی شرکت می‌شود. بنابراین انباشت جریان‌های نقدی توان نظارت بازار بر تصمیم‌های مدیریت را کاهش می‌دهد. (امید پورحیدری، سروستانی و هوشمند، ۱۳۹۱)

والکر و یاست<sup>۳</sup> (۲۰۰۸) فهمیدند، زمانی که شرکت‌ها از منابع مالی حاصل از جریانهای نقد عملیاتی برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید استفاده می‌کنند؛ بطور بالقوه با واکنش مطلوب بازار سرمایه مواجه می‌شوند و ارزش بازار شرکت افزایش می‌یابد. همچنین، برخی از شواهد نشان می‌دهند که شرکت‌ها تمایل دارند که عواید حاصل از انتشار سهام را به صورت ذخایر نقدی در شرکت انباشت نمایند. مک‌لین<sup>۴</sup> (۲۰۱۱) دریافت که شرکت‌ها در دوره‌های رونق اقتصادی انگیزه بیشتری برای انباشت منابع مالی حاصل از انتشار سهام دارند؛ زیرا که در دوره‌های رونق، هزینه تامین مالی پایین است و شرکت‌ها با انگیزه‌های احتیاطی دست به ذخیره منابع می‌زنند. همچنین، یافته‌های مک‌لین (۲۰۱۱) نشان داد زمانی که شرکت‌ها از وجوه حاصل از تامین مالی به طریق بدهی را، برای انجام سرمایه‌گذاری بکار می‌برند؛ با واکنش مثبت بازار سرمایه مواجه می‌شوند. زیرا که تامین مالی به طریق بدهی، نشان‌دهنده اطمینان مدیران برای رشد آتی شرکت است و مکانیسم‌های نظارتی را بر رفتار مدیران، تشدید می‌نماید (مک‌لین، ۲۰۱۱). بنابراین احتمال می‌رود که استفاده شرکت‌ها از منابع مالی خارجی، نشانه‌ای

جریان نقد آزاد و رشد شرکت بر همزمانی بازده مازاد سهام تاثیرگذار می باشد؟

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

از نظر سهامداران واحد تجاری، جریان های نقد آزاد می تواند به عنوان معیاری به منظور ایجاد ارزش برای آنان تلقی شود. زیرا واحدهای تجاری که جریان های نقد آزاد مثبت بالایی داشته باشند، انتظار می رود که بتوانند با سرمایه گذاری وجوه مذکور در طرح های سرمایه گذاری جدید برای سهامداران خود ایجاد ارزش نمایند. بنابراین هدف از این تحقیق، بررسی وجود و یا عدم وجود رابطه میان جریان های نقدی آزاد و ارزش ایجاد شده برای سهامداران است. از دیدگاه اقتصادی با فرض منطقی بودن رفتار افراد، فرض بر این است که همه در وهله اول به دنبال حداکثر کردن منافع خویش هستند. مدیران نیز از این قاعده مستثنی نمی باشند. با در نظر گرفتن نظریه تضاد منافع میان مدیران و مالکان، مدیران واحدهای تجاری از انگیزه لازم برای دستکاری سود به منظور حداکثر کردن منافع خود برخوردار می باشند. عمل دستکاری در سود، روش عادی و معمولی در بین شرکتها است که از مشکلات نمایندگی نشات می گیرد به خصوص زمانی که جریان های نقدی آزاد بالا و فرصت های سرمایه گذاری پایین باشد. فعالیت های مدیران ممکن است در جهت تامین منافع خود و ضرر سهامداران باشد و منجر به هزینه ها و مخارجی گردد که باعث کاهش ثروت سهامداران شود. مدیران ممکن است فرایند های حسابداری را برای افزایش سود منتشر شده و به منظور پنهان کردن اثرات منفی پروژه ها به کار گیرند. مدیران این شرکت ها به شکل فرصت طلبانه ای به منظور اهداف شخصی عمل می کنند و قصد دارند تا با سرمایه گذاری در پروژه های زیان ده و فاقد بازده و عدم افشای مناسب در رابطه با وجوه نقد سرمایه گذاری شده به منظور جلوگیری از تجزیه و تحلیل محدودیت های پروژه توسط سرمایه گذاران

از سودآوری آتی آنها باشد و تمایل آنها را به ذخیره وجوه نقد در شرکت کاهش دهد. بر این اساس، بنظر می رسد که واکنش بازار سرمایه به ذخایر وجوه نقد، متأثر از منابع تحصیل این وجوه می باشد. در این راستا، چن و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۲) معتقدند که سرمایه گذاران و فعالان بازار سرمایه با تحلیل اطلاعات مالی شرکت، منابع مختلف تحصیل وجوه نقد را تفکیک نموده و ذخایر نقدی شرکت را مبتنی بر این منابع ارزش گذاری می کنند (چن و همکاران، ۲۰۱۲). از طرف دیگر منظور از بازده سهام، کل مجموعه مزایایی است که در طول یک دوره به سهم تعلق می گیرد. این دوره می تواند روزانه، هفتگی، ماهانه، سالانه و یا هر دوره زمانی دیگر متناسب با نوع مطالعه و تحقیق باشد. مجموعه این مزایا برای محاسبه بازده شامل موارد زیر است:

- ۱) افزایش قیمت سهام در پایان مالی نسبت به ابتدای سال مالی مورد محاسبه؛
  - ۲) سود نقدی ناخالص هر سهم که بعد از کسر مالیات پرداخت می گردد؛
  - ۳) مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام که قابل تقویم به ارزش ریالی است؛
  - ۴) مزایا ناشی از سود سهمی یا سهام جایزه.
- سرمایه گذار باید هر دو عامل مهم ریسک و بازدهی را محاسبه و با سایر فرصت های سرمایه گذاری مقایسه کند. ریسک و بازدهی دارای رابطه ای مستقیم هستند و هر چه ریسک یک ورقه بهادار بیشتر باشد، باید بازدهی بیشتری داشته باشد تا سرمایه گذار برای سرمایه گذاری بر روی آن متقاعد شود. از آن جا که میزان ریسک و بازدهی سرمایه گذاری بر روی اوراق بهادار متأثر از عوامل متعددی است، سرمایه گذار به منظور محاسبه و پیش بینی ریسک و بازدهی ناگزیر از گردآوری اطلاعات عوامل تاثیر گذار و تجربه و تحلیل آنها است بنابراین این پژوهش به دنبال پاسخ برای این سوال است که به چه میزان

فرصت رشد پایین، مانند شرکتهایی که دارای سرمایه گذاری های زیان آور هستند، بسیار نگران کننده است.

در یک بازار کارا، میزان و نوع استقراض از اعتباردهندگان واحدهای تجاری، مستقل از ساختار مالی و میزان نقدینگی آنها است. بازار کارا با تأمین مالی به موقع و کافی پروژه های دارای چشم انداز مثبت باعث می شود که مدیران شرکت ها تا هنگامی که نرخ بازده نهایی سرمایه گذاری صفر شود، به انجام سرمایه گذاری مبادرت ورزند. در اینجا این مسئله بوجود می آید که اگر مدیران بتوانند از اطلاعات محرمانه سوءاستفاده نمایند، اعتباردهندگان از اعطای اعتبار خودداری می کنند که این امر بخاطر حساسیت آنها نسبت به جریان های نقدی آزاد می باشد و در نهایت تأمین مالی را برای پروژه های دارای چشم انداز روشن با مشکل مواجه می کند. بنابراین رابطه ی منفی بین ریسک جریان های نقد آزاد و بدهی وجود دارد، بدین صورت که هر چه خطر مزبور به جریان های نقد آزاد بیشتر باشند، اعتباردهندگان نسبت به اعطای اعتبار به شرکت مبادرت نمی ورزند. از سوی دیگر اعتباردهندگان به منظور اعطای اعتبار با قرار دادن محدودیتهایی در قرارداد بدهی از رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت جلوگیری می کنند، مثل محدودیت در توزیع سود سهام و وثیقه گذاری در قبال اعطای اعتبار. بنابراین هر چقدر میزان بدهی ها افزایش یابد به احتمال زیاد اعتباردهندگان با اعمال محدودیت هایی مانعی را در برابر سوءاستفاده مدیران از جریان های نقد آزاد ایجاد می کنند، در نتیجه یک رابطه تعاملی بین میزان بدهی ها و ریسک جریان های نقد آزاد وجود دارد.

ویلیام مینگن و جیانگ (۲۰۱۴) نقش جریان نقد آزاد را در توضیح تفاوت در همزمانی بازده سهام میان واحد های تجاری مورد بررسی قرارداد و به این نتیجه رسید که جریان نقد آزاد منجر به همزمانی بازده میشود و تمایل افراد داخل شرکت به داشتن

بر مشکلات نمایندگی بیفزایند (جنسن ، ۱۹۸۶؛ جاگی و گول ، ۲۰۰۰؛ چانگ و دیگران، ۲۰۰۵؛ مهرانی و باقری ، ۱۳۸۸).

شرکت هایی که دارای جریان های نقدی آزاد مثبت هستند از عملکرد بالایی برخوردارند ، بنابراین مدیریت تمایل دارد تا سود را به طور کاهشی به دلیل هزینه های سیاسی کاهش دهد. چون عملکرد بالای شرکت توجه نهادهای عمومی (اداره مالیاتی) را جذب می کند، به همین دلیل با استفاده از مدیریت سود سعی در کاهش و یا پنهان کردن عملکرد بالایی خود هستند. اما شرکت های دارای جریان های نقدی آزاد منفی از حمایت کردن رشد سود و درآمد ناتوان هستند. جریان نقدی آزاد ناکافی، می تواند شرکت را به افزایش سطح بدهی های خود مجبور کند. بنابراین مدیریت با افزایش مدیریت سود تمایل دارد عملکرد بهتری از خود نشان دهد (یودیاتی، ۲۰۰۸).

خلاصه این که یافته های برخی از پژوهش های انجام شده در سایر کشورها، نشان می دهد که مدیران با استفاده از مدیریت سود به دنبال حد اکثر کردن ثروت سهامداران هستند. انگیزه مدیران از مدیریت سود، به دست آوردن جایگاهی مناسب در میان رقبا و افزایش ارزش سهام در بازار سرمایه می باشد که باعث می شود سرمایه گذاران و اعتباردهندگان نسبت به شرکت نظر مساعدتری داشته باشند. بنابراین هدف از این تحقیق، بررسی تاثیر جریان نقد آزاد و رشد بر همزمانی بازده سهام می باشد. (به نقل از رحیمیان، آخوند زاده و همکاران، ۱۳۸۹).

جریان های نقدی آزاد، جریان نقدی مازاد وجوه موردنیاز برای پروژه هایی که خالص ارزش فعلی مثبت دارند، می باشد. مدیران، جریان نقدی آزاد را به جای بازگشت این وجوه به سهامداران (به عنوان مثال سود سهام) ممکن است در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه گذاری کنند. این مشکل، مخصوصاً برای شرکت های تازه تأسیس و با

همزمانی قیمت سهام میان شرکت های مذکور در بازارهای در حال توسعه دست یافتند.

ریچاردسون (۲۰۰۶) در تحقیقی دریافت که سرمایه‌گذاری به میزانی بیش از حد بهینه، در شرکت‌های دارای سطوح بالای جریان‌های نقد آزاد بیشتر است. در میان نمونه مورد بررسی ایشان، شرکت‌های غیر مالی در طی دوره ۱۹۸۸ - ۲۰۰۲ به طور میانگین ۲۰٪ از جریان‌های نقد آزادشان را بیش از حد بهینه سرمایه‌گذاری می‌نمودند. همچنین وی طی بررسی رابطه ساختار نظام راهبردی شرکت و سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه جریان‌های نقد آزاد، دریافت که برخی از ساز و کارهای نظام راهبردی شرکت باعث کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه می‌گردد (هارفورد و همکاران، ۲۰۰۸).

هارفورد و همکاران (۲۰۰۸) با استفاده از نمونه‌ای شامل ۱۱۶۴۵ سال-شرکت، رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ساختار حاکمیت شرکتی را مورد آزمون قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد شرکت‌های با مالکیت داخلی بیشتر و درصد مالکیت نهادی بیشتر، نگهداشت وجه نقد بیشتری دارند، در حالی که شرکت‌های با کیفیت بالاتر حاکمیت شرکتی و هیأت مدیره بزرگتر و مستقل‌تر نگهداشت وجه نقد کمتری دارند (هارفورد و همکاران، ۲۰۰۸).

لی<sup>۸</sup> (۲۰۰۹) با انتخاب نمونه‌ای شامل ۱۰۶۱ شرکت در طول دوره سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۵ در پنج کشور آسیایی (مالزی، فیلیپین، هند، سنگاپور و تایلند) بیان داشت که اگر هیأت مدیره نقش حاکمیت شرکتی را در کشورها بازی کند، پیش‌بینی می‌شود که شرکت‌های با ساختارهای مدیریتی قویتر (درصد بیشتر اعضای غیرموظف هیأت مدیره و...)، پس از کنترل سایر عوامل، نگهداشت وجه نقد کمتری داشته باشند. تحلیل‌ها با آزمون ارتباط بین نگهداشت وجه نقد، ساختار هیأت مدیره و ساختار مالکیت مدیریتی آغاز شده است. بعد از کنترل سایر عوامل تعیین‌کننده نگهداشت وجه نقد، نتیجه‌گیری شد که شرکت‌هایی با سهم بیشتر مدیران غیر موظف در

جریان نقد آزاد غیر منتظره بر همزمانی بازده سهام تاثیر می‌گذارد و مسئله جریان نقد آزاد را به عنوان یک محرک مهم برای همزمانی بازده سهام معرفی می‌کند.

همزمانی قیمت سهام برای اولین بار توسط رول<sup>۶</sup> مطرح گردید. وی  $R^2$  (ضریب تعیین) را از مدل بازار به دست آورد. رول با استفاده از داده‌های آمریکایی CRSP از سال ۱۹۸۲ تا ۱۹۸۷،  $R^2$  را حدود ۳۵٪ برای داده‌های ماهانه و ۲۰٪ برای داده‌های روزانه به دست آورد. وی مواردی که توصیف‌کننده تغییرات قیمت سهام می‌باشند به این صورت بیان کرد:

(۱) حرکات غیرمنتظره در سطح اقتصاد کلان؛  
(۲) تغییرات غیرمنتظره در سطح محیط بازار شرکت (خصوصیات صنعت)؛

(۳) وقایع غیرقابل پیش‌بینی در آن شرکت.

با مشاهده و اندازه‌گیری این عوامل، تغییرات قیمت سهام را می‌توان با دقت زیادی پیش‌بینی کرد، به طوری که نزدیک به یک شود. بنابراین با  $R^2$  پایین نمی‌توان تغییرات قیمت سهام را پیش‌بینی کرد. بررسی‌های بیشتر رول نشان می‌دهد فاکتورهایی قابل اندازه‌گیری، کمترین مقدار  $R^2$  را پیش‌بینی خواهند کرد. رول به این نتیجه رسید که با اعلان اخبار عمومی میزان  $R^2$  تغییرات چندانی نمی‌کند بلکه  $R^2$  ناشی از وجود اطلاعات خصوصی یا هیجان‌های گاه به گاه<sup>۷</sup> دیگر، غیرمرتبط با اطلاعات واقعی می‌باشد.

فرناندس و فریرا به بررسی همزمانی قیمت سهام میان شرکت‌های غیر آمریکایی در بازارهای آمریکایی پرداختند. با بررسی یک نمونه شامل ۴۷ شرکت، از سال ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۳ آنها یافتند که شرکت‌های غیرآمریکایی در بازارهای آمریکایی نسبت به سایر شرکت‌های آمریکایی سطح پایینی از همزمانی قیمت سهام دارند. اما به یک رابطه مثبت بین این شرکت‌ها و سطح پایینی از همزمانی قیمت سهام در بازارهای توسعه یافته دست یافتند. در مقابل، آنها به یک رابطه منفی بین سطح پایینی از

محیط بیرونی شرکت (فرصت‌های رشد) مورد ارزیابی قرار گیرد.

چن و همکاران (۲۰۱۲) در تحقیقی با عنوان تاثیر وجه نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی، سرمایه گذاری و تامین مالی بر ارزش وجه نقد، به بررسی واکنش سرمایه گذاران به تغییرات ذخایر نقدی شرکتها مبتنی بر منابع آنها پرداختند. نتایج نشان داد که تعارضات نمایندگی در شرکتهای سودآور با انباشت وجوه نقد، افزایش می یابد. همچنین مطابق با یافته ها، تاثیر محدودیت های مالی بر ارزش ذخایر نقدی تنها زمانی معنادار است که وجوه نقد، ناشی از فعالیتهای عملیاتی نبوده باشد. این در حالی است که تاثیر حاکمیت شرکتی ضعیف بر ارزش ذخایر نقدی، در صورتی معنادار است که وجوه نقد از فعالیتهای عملیاتی تحصیل شده باشد.

محمد یوسفی (۱۳۹۴) با انتخاب نمونه ای شامل ۱۱۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ به بررسی اثر جریان نقد آزاد بر همزمانی بازده سهام پرداخت به عبارتی جریان های نقدی آزاد تا چه حدود تغییر رفتار قیمت سهام را توضیح می دهد یافته های تحقیق نشان می دهد که جریان نقد آزاد تاثیر معنی داری بر همزمانی بازده سهام شرکت ها مورد بررسی دارد این یافته نشان می دهد که جریان نقدی آزاد می تواند در حدود ۲۵ درصد از تغییر رفتار سهام را توضیح دهد.

کاشانی پور و نقی نژاد (۱۳۸۸) با انتخاب نمونه ای شامل ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ به بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد پرداختند. آنها با استفاده از معیارهای اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و گروه تجاری به عنوان نماینده ای از وجود محدودیت های مالی نشان دادند که جریان های نقدی تأثیر معنی داری بر سطوح نگهداری وجه نقد نداشته، همچنین تفاوت معنی داری بین حساسیت جریان های نقدی،

هیأت مدیره، موقعیت های جداگانه مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره و هیأت مدیره کوچکتر نگهداشت وجه نقد کمتری دارند.

لوویس و همکاران (۲۰۱۱) در تحقیقی با عنوان ارتباط بین ارزش وجه نقد نگهداری شده با محافظه کاری حسابداری، نشان دادند که ارزش بازار یک دلار وجه نقد، متناسب با افزایش سطح محافظه کاری حسابداری، بالا می رود. نتایج تحقیق آنها نشان داد که محافظه کاری حسابداری، کارایی استفاده از منابع نقدی را بهبود می بخشد و از این طریق، وجوه نقد شرکت را در یک سطح بهینه حفظ می نمایند. این نتایج، پیشنهاد می دهد که محافظه کاری حسابداری می تواند به عنوان یک ابزار نظارتی عمل کرده و تعارضات نمایندگی بین مدیران و مالکان را کاهش دهد.

سان و همکاران (۲۰۱۲) در تحقیقی با عنوان رابطه بین کیفیت سود و نگهداشت وجه نقد شرکتی، نشان دادند که کیفیت پایین سود بر ارزش وجه نقد نگهداری شده، تاثیر منفی دارد. این در حالی است که کیفیت سود بالاتر، تمایل مدیران واحدهای انتفاعی را برای نگهداشت وجه نقد، افزایش می دهد. نتایج این تحقیق نشان داد که کیفیت پایین سود، تاثیرات مثبت افزایش ذخایر نقدی بر ارزش بازار شرکت را خنثی نموده و یا از شدت آن می کاهد.

فاتما و همکاران (۲۰۱۱) به این نتیجه رسیدند که بر اساس تئوری جریان نقدی آزاد جنسن (۱۹۸۶)، سیاست بدهی به عنوان مکانیزم حاکمیتی اصلی می تواند خطر جریان نقدی را محدود می کند. همچنین نتایج نشان داد که مالکیت مدیریتی، سطح هزینه های نمایندگی جریان نقدی آزاد را کاهش می دهد. همچنین تمرکز مالکیت، خطر جریان نقدی آزاد را افزایش می دهد. هاتچینسون و گیول (۲۰۰۴) به یک رابطه منفی بین رشد و عملکرد شرکت دست یافتند و نتیجه گیری کردند که نقش متغیرهای حاکمیت شرکتی در عملکرد شرکت باید با توجه به

نسبت سرمایه گذاری در دارایی‌های ثابت بر خالص دارایی‌های ثابت اول دوره، تعداد سال‌هایی که شرکت به عملیات خود ادامه داده است و عضویت در گروه تجاری. در این راستا، اطلاعات ده ساله (۷۹-۸۸) صد و پنجاه شرکت، مورد بررسی قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌ها، از رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داده است که بین کیفیت سود و میزان نگهداری وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی و معنی دار وجود دارد. به طور کلی، نتایج پژوهش نشان داده است که تقریباً ۸۵ درصد از تغییرات در میزان نگهداری وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، با تغییرات متغیرهای مورد استفاده در مدل پژوهش، توضیح داده می‌شود.

قائمی و علوی (۱۳۹۱) تحقیقی با عنوان رابطه بین شفافیت اطلاعات حسابداری و موجودی نقد انجام دادند. آنها استدلال نمودند که موجودی نقد دارایی مهمی برای شرکتها است. میزان نگهداری وجه نقد کافی و یا مازاد با توجه به تصمیمات مدیریت و به منظور مواجه نشدن با مخاطرات عدم تقارن اطلاعاتی است. افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها به طور شفاف که از طریق صورت‌های مالی اساسی منتشر می‌شود، عامل مهمی در جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان است. عدم تقارن اطلاعاتی منجر به افزایش صرف ریسک و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران می‌شود. از این رو شرکت‌ها به منظور جلوگیری از افزایش هزینه‌های خود به اجبار وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. این پژوهشگران، تأثیر شفافیت اطلاعاتی را که به وسیله شفافیت سود حسابداری محاسبه شده بر میزان نگهداشت وجه نقد طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نمودند. یافته‌ها نشان می‌دهد، بین شفافیت اطلاعات و میزان نگهداری وجه نقد رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. به عبارت دیگر شرکت‌هایی که دارای شفافیت اطلاعاتی بالاتری هستند، وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند.

وجه نقد شرکت‌های با محدودیت مالی و شرکت‌های بدون محدودیت مالی وجود ندارد.

تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) به بررسی تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت تأمین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری در ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۵ پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و بیش سرمایه‌گذاری مستقیم و به لحاظ آماری معنی‌دار است. بین محدودیت در تأمین مالی و کم سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود ندارد.

مهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین کیفیت حسابداری و سطح انباشت وجوه نقد پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که سطح انباشت وجوه نقد در شرکت‌هایی که از کیفیت بالاتر حسابداری برخوردارند، نسبت به آنهایی که دارای کیفیت پایین‌تر حسابداری‌اند، کمتر می‌باشد. این یافته حاکی از آن است که کیفیت حسابداری، با کاهش اثرات نامساعد عدم تقارن اطلاعاتی، باعث کاهش سطح سرمایه‌گذاری در دارایی‌های غیرمولدی همچون موجودی نقد می‌گردد. به علاوه، بر اساس یافته‌های این تحقیق، از یک سو هنگامی که واحدهای تجاری، از فرصت‌های رشد بیشتری برخوردارند، سطح انباشت وجوه نقد افزایش می‌یابد و از سوی دیگر با افزایش قابلیت نقد شوندگی دارایی‌ها، نسبت اهرمی و توزیع سود، سطح انباشت وجوه نقد کاهش می‌یابد.

فروغی و همکاران (۱۳۹۰) در تحقیقی به بررسی رابطه کیفیت سود (متغیر مستقل) و میزان نگهداری وجه نقد (متغیر وابسته) در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. سایر متغیرهای کنترلی مورد استفاده در پژوهش حاضر، عبارتند از فرصت‌های رشد، اندازه شرکت، ساختار سررسید بدهیها، رابطه با مؤسسات مالی، هزینه فرصت سرمایه‌گذاری شده در داراییهای نقدی، اهرم شرکت، سایر داراییهای نقدی، ظرفیت تولید جریانهای نقدی، درصد تقسیم سود،



سازمان‌ها و شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، استفاده نمود.

روش تحقیق از نظر روش استنتاج: از نظر روش استنتاج این تحقیق از نوع توصیفی می باشد و جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در صنعت خودروسازی در طی سال های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار خواهند گرفت

روش تحقیق از نظر طرح تحقیق: از نظر طرح کلی تحقیق، این تحقیق از نوع پس رویدادی (استفاده از اطلاعات گذشته) بوده و اطلاعات مالی شرکت‌های مذکور از سال ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۳ مورد استفاده قرار خواهد گرفت.

روش تحقیق از نظر استدلال: از آنجایی که این تحقیق برای انجام از اطلاعات مالی شرکت ها در سالهای گذشته استفاده می کند و مستقیماً اطلاعات صورت های مالی شرکت ها را مشاهده می کند از نظر استدلال جز تحقیقات استقرایی می باشد.

روش تحقیق از نظر تئوریک: از آنجایی که این تحقیق برای استخراج اطلاعات از صورت های مالی از رویه های خاصی استفاده می کند از نظر تئوریک جز تحقیقات اثباتی می باشد.

در تحقیق حاضر، با توجه به موضوع و کاربرد آن، جامعه مورد پژوهش این تحقیق، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده بازار سرمایه ایران غیر از شرکت‌های سرمایه گذاری، بیمه ها و بانک‌ها است که بطور مستمر از سال ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۳ در بورس فعال بوده اند.

شرکت‌های مورد بررسی بر مبنای شرایط زیر انتخاب می شوند:

۱) تاریخ پذیرش آنها در بورس قبل از سال ۱۳۸۹، و تا پایان سال ۱۳۹۳ نیز در فهرست شرکت های بورسی باشند و در طول دوره اقدام به تجدید ارائه صورت های مالی خود نموده باشند.

۲) سال مالی به پایان اسفند منتهی باشد و در دوره مورد بررسی، تغییر سال مالی نداشته باشند.

تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) به بررسی برخی از جنبه های فرضیه بیش و کم سرمایه گذاری پرداختند. بر اساس فرضیه بیش و کم سرمایه گذاری، وجود جریان های نقدی آزاد به سبب نبود تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران، منجر به بیش سرمایه گذاری می شود. همچنین بر مبنای این فرضیه، وجود محدودیت در تأمین مالی، منتهی به کم سرمایه گذاری می گردد. آنها با استفاده از اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۵، نتایج نشان دادند که رابطه بین جریان های نقدی آزاد و بیش سرمایه گذاری مثبت و به لحاظ آماری معنادار می باشد.

### ۳- فرضیه های پژوهش

با توجه به مطالب ذکر شده فرضیه تحقیق بصورت زیر بیان می شوند:

شرکت های با رشد پایین و جریان نقد بالا همزمانی بازده سهام بالاتری دارند.

### ۴- روش شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی بوده و از نظر نحوه گردآوری داده ها جزء تحقیقات علمی پیمایشی است. با توجه به موضوع تحقیق و متغیرهای مورد بررسی در آن، اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیات از طریق مراجعه به بانکهای اطلاعاتی موجود در نرم افزار ره آورد نوین حاصل می شود. به عبارت دیگر داده های مورد استفاده در این تحقیق از نوع داده های دست دوم می باشد. بازه زمانی برای جمع آوری داده ها، سال مالی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ است. به عبارت دیگر نوع تحقیق را از ۵ وجه زیر مورد بررسی قرار می دهیم:

روش تحقیق از جهت هدف: این تحقیق از جنبه هدف کاربردی بوده و با استفاده از روش ها و مدل موجود می توان در راستای بهبود وضعیت سایر



صورت سریع تمام پروژه های با ارزش فعلی خالص مثبت مورد انتظار واحد تجاری را شناسایی نمود. علاوه بر این معمولا اطلاعات در خصوص تعیین نرخ هزینه سرمایه قابل اتکا در دسترس نیست. از این رو سعی شده است تا از مدل های دیگری که به نوعی مدل های جایگزین مدل جنسن هستند، برای محاسبه جریان های نقد آزاد واحد تجاری استفاده گردد. در این تحقیق از مدل لن و پلسن، (۱۹۸۹) برای اندازه گیری جریانهای نقدی آزاد واحد تجاری استفاده می شود (رحیمیان، آخوند زاده و همکاران، ۱۳۸۹).

بر اساس مدل مذکور، جریان های نقدی آزاد از طریق فرمول زیر محاسبه می گردد:

$$FCF_{it} = (INC_{it} - TAX_{it} - INTEP_{it} - PSDIV_{it} - CSDIV_{it}) / A_{i,t-1}$$

که در آن :

$FCF_{it}$ : جریان های نقدی آزاد شرکت  $i$  در سال  $t$   
 $INC_{it}$ : سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت  $i$  در سال  $t$   
 $TAX_{it}$ : کل مالیات پرداختی شرکت  $i$  در سال  $t$   
 $INTEP_{it}$ : هزینه بهره پرداختی شرکت  $i$  در سال  $t$   
 $PSDIV_{it}$ : سود سهامداران ممتاز پرداختی شرکت  $i$  در سال  $t$   
 $CSDIV_{it}$ : سود سهامداران عادی پرداختی شرکت  $i$  در سال  $t$   
 $A_{i,t-1}$ : کل ارزش دفتری دارایی های شرکت  $i$  در سال  $t-1$

#### متغیر وابسته

در این تحقیق متغیر وابسته همزمانی بازده سهام می باشد.

$$R_{it} = \alpha_0 + \beta_1 R_{mt} + \beta_2 R_{mt-1} + \gamma_1 R_{jt} + \gamma_2 R_{jt-1} + \epsilon_{it}$$

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ROA_{mt} + \beta_2 ROA_{mt-1} + \gamma_1 ROA_{jt} + \gamma_2 ROA_{jt-1} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

۳) اطلاعات مورد نیاز از جمله گزارش حسابرسی و یادداشت های توضیحی همراه صورت های مالی به منظور استخراج داده های مورد نیاز برای محاسبه ارقام تعهدی اختیاری، در دسترس باشد. ۴) با توجه به ماهیت و طبقه بندی متفاوت ارقام صورت های مالی شرکت های سرمایه گذاری، بیمه و واسطه گری مالی نسبت به شرکت های تولیدی، شرکت های جامعه آماری نباید جزو شرکت های سرمایه گذاری، بیمه و بانک ها باشند.

۵) در قلمرو زمانی تحقیق حداقل یک بار صورت های مالی سالانه تجدید ارائه شده، منتشر نموده باشند.

نمونه گیری پژوهش به صورت حذفی است بدین صورت که از کلیه شرکت های موجود، شرکت هایی که دارای شرایط فوق نباشند حذف شده و در نهایت کل شرکت های باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب خواهند شد. لذا روش نمونه گیری در تحقیق حاضر، قضاوتی (غربالگیری یا سیستماتیک حذفی) می باشد با این شرایط ۱۰۱ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند.

این تحقیق از حیث روش جمع آوری داده ها کتابخانه ای و اسناد کاوی است. در بخش نظری تحقیق از کتب و مقالات مختلف استفاده می شود. داده های مورد نظر تحقیق برای آزمون فرضیه از طریق مراجعه به صورت های مالی حسابرسی شده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین گزارش هیئت مدیره به مجمع عمومی صاحبان سهام (با مراجعه به سایت مدیریت تحقیق توسعه و مطالعات اسلامی) و نرم افزار ره آورد نوین گردآوری می شوند.

#### ۵- متغیر و مدل های پژوهش

##### متغیر مستقل

متغیر مستقل اصلی، عبارت است از: جریان نقد آزاد. محاسبه جریان های نقد آزاد بر اساس مدل جنسن بسیار مشکل می باشد زیرا که نمی توان به

وارزش حقوق صاحبان سهام خود را به نسبت دیگر شرکت ها بالاتر برده اند.

اهرم مالی: به عنوان نسبت بدهی بر دارایی در نظر می گیرند.

$$ROASYN_{it} = \log \left( \frac{R_{it,ROA}^2}{1 - R_{it,ROA}^2} \right)$$

که در آن  $R_{itd}$  بازده سهام  $i$  و  $R_{jtd}$  بازده صنعت  $z$  و  $R_{mtd}$  بازده بازار میباشد.

### روش آماری تجزیه و تحلیل داده‌ها

برای بررسی میزان اثر گذاری متغیرهای مستقل روی وابسته از رگرسیون پانل یا پول با توجه به سطح معنی داری آزمون لیمر(چاو) استفاده می کنیم در این آزمون زمانیکه سطح معنی داری کوچکتر از ۰,۰۵ باشد رگرسیون پانل (تابلویی) جهت برآزش مدل انتخاب می شود خود برآزش پانل به دو صورت اثر تصادفی و اثر ثابت می باشد. با توجه به آزمون هاسمن از برآزش تصادفی یا ثابت استفاده می شود در این آزمون هرگاه سطح معنی داری بزرگتر از ۰,۱ باشد از برآزش تصادفی استفاده می شود.

### مدل پژوهش

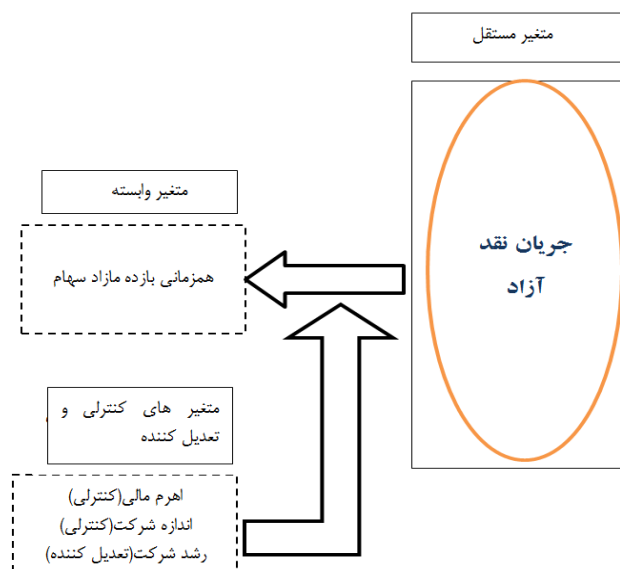
برای آزمون کردن فرضیه ها از مدل زیر استفاده می شود:

و  $ROA_i$  بازده دارایی شرکت  $i$  و  $ROA_z$  میانگین موزون بازده دارایی برای صنعت  $z$  و  $ROA_m$  میانگین موزون بازده دارایی بازار و  $Roasyn$  همزمانی بازده سهام می باشد.

### متغیر کنترلی و تعدیلگر

اندازه شرکت: به عنوان لگاریتم داراییهای کل شرکت در نظر گرفته می شود.

رشد شرکت (نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار): ارزش دفتری یک شرکت عبارتست از میزان حقوق صاحبان سهام تقسیم بر تعداد سهامداران، یعنی ارزش حقوق صاحبان سهام هر سهم. نسبت بدست آمده معیار محسوس تری از ارزش یک شرکت نسبت به سودآوری بیان می کند. کاربرد: با توجه به این نسبت در نمادهای مختلف یک صنعت بخصوص میتوان متوجه شد کدامیک شرایط بهتری ایجاد کرده



### مدل آزمون فرضیه

(منبع: ویلیام مینگین و همکاران، ۲۰۱۴)

## ۶- یافته های پژوهش

فرضیه: شرکت های با رشد پایین و جریان نقد بالا همزمانی بازده سهام بالاتری دارند.

پس از آزمون مفروضات رگرسیون و اطمینان از برقراری آنها، نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فوق در جدول ۱ ارائه شده است. مقدار آماره  $F(5/19)$  نیز حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون می باشد. همان طور که در قسمت پایین جدول ۱ مشخص شده است، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از ۴۹ درصد و ۳۹ درصد. بنابراین، می توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، تنها حدود ۴۹ درصد از تغییرات همزمانی بازده شرکت های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی و

تعدیل گر مزبور تبیین می شوند. در این جدول اعداد مثبت (منفی) در ستون مقدار ضریب نشان دهنده میزان تأثیر مستقیم (معکوس) هر یک از متغیرها بر همزمانی بازده شرکت های مورد بررسی است. مطابق با جدول ۱، سطح معنی داری (sig) متغیر برابر با ۰,۰۳۲ می باشد، که این مقدار کوچکتر از سطح معنی داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰,۰۵) است؛ همچنین قدرمطلق آماره  $t$  مربوط به این متغیر (۲,۹۸) بزرگتر از آماره  $t$  بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵٪، فرضیه صفر مبنی بر این که شرکت های با رشد پایین و جریان نقد بالا همزمانی بازده سهام بالاتری ندارند، رد می شود و فرضیه اصلی تایید می شود.

## نگاره ۱- نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون

$P(R_{it}^2) = \eta_i + \beta_1 FCF_{it-1} + \beta_2 LG_{it-1} + \beta_3 FCF_{it-1} \times LG_{it-1} + \gamma CONTROL_{it-1} + \epsilon_{it}$					
نام متغیر	ضریب متغیر	مقدار ضریب	آماره $t$	سطح معنی داری	تایید یا رد
FCF	$B_1$	15.55898	3.695364	0.0487	تأثیر گذار است
LG	$\beta_2$	0.312984	2.740633	0.0064	تأثیر گذار است
LGFCF	$\beta_3$	5.07۶۲۷	۲.984945	0.03251	تأثیر گذار است
LEV	$\beta_4$	-0.250351	-1.252516	0.2110	تأثیر گذار نیست
SIZE	$\beta_5$	0.197236	2.643515	0.0085	تأثیر گذار است
C	$B_0$	0.515018	1.073332	0.2836	تأثیر گذار نیست
ضریب تعیین	۰,۴۹	آماره F		۵,۱۹	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۳۹	معنی داری (P-Value)		۰,۰۰۰	
		آماره دوربین واتسون		۱,۹۹	

## ۷- نتیجه گیری و بحث

با توجه به یافته های تحقیق مبنی بر تایید این که شرکت های با رشد پایین و جریان نقد آزاد بالا همزمانی بازده سهام بیشتری دارند به نظر می رسد که شرکت های با رشد پایین و جریان نقد آزاد بالا همزمانی بازده سهام بالاتری دارند و گرایش کمتری به استفاده از منابع مالی خارجی دارند و منابع را با کارایی بیشتری اختصاص می دهند. تفسیر آنها این است که در شرکتی با نوسانات تجاری بیشتر

و در رابطه با نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی با توجه به این که سطح معناداری متغیر اندازه، با آماره  $T(2/64)$  کوچکتر از ۰,۰۵ می باشد. بنابراین اندازه بر همزمانی بازده تأثیر مستقیم دارد یعنی با افزایش (یا کاهش) این متغیر همزمانی بازده سهام افزایش (یا کاهش) می یابد و در رابطه با اهرم از آنجا که سطح معناداری بزرگتر از ۰,۰۵ می باشد بنابراین این متغیر تأثیری بر همزمانی بازده سهام ندارد.

هنجاری اقلام تعهدی و تاثیر جریان نقد آزاد بر همزمانی بازده سهام با تاکید بر نوع صنعت بررسی شود.

### فهرست منابع

- \* بایزیدی، ابراهیم، اولادی، بهنام، عباسی، نرگس، (۱۳۸۹)، تحلیل آماری با MINITAB 16، انتشارات عابد، تهران، چاپ دوم
- \* تهرانی، رضا و رضا حصارزاده، (۱۳۸۸) تأثیر جریان های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری، تحقیقات حسابداری، شماره ۳؛
- \* کاشانی پور، محمد و بیژن نقی نژاد (۱۳۸۸) بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد، تحقیقات حسابداری، شماره دوم.
- \* پور حیدری، امید و امیر سروستانی و رحمت اله هوشمند، (۱۳۹۱) تاثیر رقابتی بودن بازار محصول بر هزینه های نمایندگی، فصلنامه علمی و پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار شماره ۱۶
- \* مهرانی و حصارزاده، (۱۳۸۸). کیفیت حسابداری و سطح انباشت وجوه نقد. فصلنامه بورس اوراق بهادار. سال دوم، شماره ۵
- \* فروغی داریوش، سعیدی علی، رسائیان امیر، زارع سحر (۱۳۹۰). تأثیر کیفیت سود بر میزان نگهداری وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران. دو فصلنامه برنامه و بودجه. دوره ۱۶. شماره ۲
- \* قائمی، محمدحسین و سیدمصطفی علوی (۱۳۹۱). رابطه بین شفافیت اطلاعات حسابداری و موجودی نقد. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت. سال پنجم. شماره دوازدهم
- \* نوروش، ایرج و غلامرضا کرمی (۱۳۸۴). حسابداری میانه ۱. تهران، انتشارات کتاب نو
- \* محمد یوسفی (۱۳۹۴) بررسی تاثیر جریان نقدی آزاد بر همزمانی بازده سهام بر شرکت های

قضاوت های آگاهانه طوری تمرکز می یابند که قیمت های سهام، نزدیک به مبانی اقتصادی می باشند و این ویژگی به نوبه خود مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعات را کاهش می دهند و این عدم تقارن مانع از سرمایه گذاری خارجی و اخذ تصمیم درست در زمینه اختصاص منابع می شوند.

در مقایسه نتایج این پژوهش با پژوهش های پیشین می توان به پژوهش ویلیام مینگن و جیانگ (۲۰۱۴) اشاره کرد که نقش جریان نقد آزاد را در توضیح تفاوت در همزمانی بازده سهام میان واحد های تجاری مورد بررسی قرارداد به این نتیجه رسید که جریان نقد آزاد منجر به همزمانی بازده میشود و تمایل افراد داخل شرکت به داشتن جریان نقد آزاد غیر منتظره بر همزمانی بازده سهام تاثیر می گذارد و مسئله جریان نقد آزاد را به عنوان یک محرک مهم برای همزمانی بازده سهام معرفی می کند. و هم چنین به فرناندس و فریرا (۲۰۰۸) که به بررسی قیمت سهام همزمانی میان شرکت های غیر آمریکایی در بازارهای آمریکایی پرداختند. با بررسی یک نمونه شامل ۴۷ شرکت، از سال ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۳ آنها یافتند که شرکت های غیر آمریکایی در بازارهای آمریکایی نسبت به سایر شرکت های آمریکایی سطح پایینی از قیمت سهام همزمانی دارند. اما به یک رابطه مثبت بین این شرکت ها و سطح پایینی از قیمت سهام همزمانی در بازارهای توسعه یافته دست یافتند. در مقابل، آنها به یک رابطه منفی بین سطح پایینی از قیمت سهام همزمانی میان شرکت های مذکور در بازارهای در حال توسعه دست یافتند نتایج این تحقیق، در راستای تحقیق انجام شده در گذشته است.

با در نظر گرفتن نتایج پژوهش به سرمایه گذاران و شرکت های بورسی پیشنهاد می شود که نسبت به محاسبه شاخص همزمانی بازده در زمانی که شاخص بورس بالا و پایین می شود اقدام کنند، به خصوص شرکت های با رشد کم و جریان نقد آزاد بالا و در رابطه با پژوهش های آتی تاثیر جریان نقد آزاد بر نا

- copy available at:  
<http://ssrn.com/abstract=1585623>
- \* Sun.Q, Yung.K and Rahman(2012).Earnings quality and corporate cash holdings Accounting and Finance 52
- \* Walker, M. and K. Yost (2008). "Seasoned equity offerings: what firms say, do, and how the market reacts." Journal of Corporate Finance 14: 376-386

## یادداشت‌ها

- <sup>1</sup>. Rasmussen and Weaver
- <sup>2</sup>. Lee, E. and S. Lin
- <sup>3</sup>. Walker, M. and K. Yost
- <sup>4</sup>. Mclean, R. D
- <sup>5</sup>. Chen.Y, Cheng.C.S.A and Huang.Y.L
- <sup>6</sup>. Roll
- <sup>7</sup>. occasional Frenzy
- <sup>8</sup>. Lee, Cheng.Few

- پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران . اولین کنفرانس بین المللی حسابداری، مدیریت و نوآوری در کسب و کار در سال ۱۳۹۴
- \* William Mingyan Cheung • Li Jiang, Springer Science+Business Media New York (2014)
- \* Autukaite.R And Molay.E(2011).Cash Holdings, Working Capital And Firm Value:Evidence From France.University of Nice-Sophia Antipolis (IAE). Electronic copy available at:<http://ssrn.com/abstract=1836900>
- \* Chen.Y, Cheng.C.S.A and Huang.Y.L(2012). Value of Cash Holdings: the Impact of Cash from Operating,Investment and Financing Activities. [papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1985476](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1985476)
- \* Faulkender, M. and R. Wang (2006). "Corporate financial policy and the value of cash." Journal of Finance 61(4): 1957-1990.
- \* Jensen, M. C., 1986, Agency costs of free-cash-flow, corporate finance, and takeovers,American Economic Review 76, 323-329.
- \* Harford, J., Mansi, S., Maxwell, W., 2008. Corporate governance and firm cash holdings. Journal of Financial Economics 87, pp. 535-555
- \* Mclean, R. D. (2011). "Share issuance and cash savings." Journal of Financial Economics 99(3)693-715.
- \* Lee, E. and S. Lin. (2008) "Corporate sell-offs in the UK: Use of proceeds, financial distress and long-run impact on shareholder wealth." European Financial Management 14(2): 222-242.
- \* Louis.H, Sun.A and Urcan.O(2011). Value of cash holdings and accounting conservatism. Smeal College of Business, Pennsylvania State University, University Park, PA, 16802
- \* Lee, Cheng.Few, (2009). Cash Holdings, Corporate Governance Structure and Firm Valuation, Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, Vol. 12, No. 3, pp. 475-508
- \* Lee.A, Powell.R(2010), Excess cash holdings and shareholder value. University of New South Wales, Australia. Electronic