

بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و جریان نقدی آزاد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار

مهدی خوشنود*، مهسا فرخنده**

چکیده

یکی از معیارهای انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری، عملکرد مالی شرکت‌ها است که تحت تأثیر عوامل مختلفی قرار می‌گیرد. یکی از این عوامل نقدشوندگی سهام است. هدف از این پژوهش، بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و جریان نقدی آزاد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار است. این پژوهش از نوع مطالعه کتابخانه‌ای و تحلیل علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) است. در این پژوهش اطلاعات مالی ۷۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ بررسی شده است (۴۵۰ شرکت-سال). برای تجزیه و تحلیل نتایج پژوهش از نرم‌افزار آماری EVIEWS7 استفاده شد. در این پژوهش، برای نقدشوندگی سهام از چهار معیار نقدشوندگی شامل: معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، معیار حجم معاملات، معیار گردش معاملات، درصد روزهای انجام معامله به کار گرفته شد. با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی تأثیرگذاری هر یک از متغیرهای مستقل و کنترلی بر جریان نقدی آزاد بررسی شد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بین نقدشوندگی سهام و جریان نقدی آزاد رابطه معناداری وجود دارد.

کلیدواژه‌ها: نقدشوندگی؛ جریان نقدی آزاد؛ اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش؛ درصد روزهای معاملاتی؛ حجم معاملات؛ گردش معاملات.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۳/۰۷/۱۱، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۳/۱۱/۲۶

* عضو هیات علمی گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد رودسر و املش.

** کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه گیلان (نویسنده مسئول).

E-mail: Mahsa.farkhondeh85@yahoo.com

۱. مقدمه

ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلندمدت از جمله مهم‌ترین اهداف شرکت‌ها به‌شمار می‌رود و افزایش ثروت تنها در نتیجه عملکرد مطلوب حاصل خواهد شد. سهام، اوراق بهاداری است که علاوه بر تأمین نقدینگی، دارای حق رای و اعمال نظارت نیز می‌باشد. معاملات این اوراق نقش اصلی در نظارت، ارزشیابی و عملکرد شرکت‌ها ایفا می‌کنند. برای ارزیابی عملکرد واحدهای تجاری تاکنون معیارهای مختلفی ارائه شده است که یکی از جدیدترین این معیارها، جریان‌های نقدی آزاد است. جریان نقدی آزاد، معیاری است که سودآوری شرکت را پس از همه هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها اندازه‌گیری می‌کند و یکی از معیارهایی است که برای مقایسه و تجزیه و تحلیل سلامت مالی شرکت‌ها استفاده می‌شود [۱۷].

دلیل اهمیت جریان نقدی آزاد به عنوان معیاری برای سنجش عملکرد مالی این است که به شرکت اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را پیگیری کند که ارزش سهامدار را افزایش می‌دهد؛ چرا که بدون وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهام‌داران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نمی‌باشد [۸].

از طرفی عوامل مختلفی بر عملکرد مالی شرکت تأثیر می‌گذارد از جمله این موارد می‌توان به بازده، ریسک بازار و نقدشوندگی سهام، نحوه مدیریت بنگاه اقتصادی و غیره اشاره کرد [۷]. نقدشوندگی سهام به معنای قابلیت خرید و فروش سهام در کمترین زمان و با کمترین هزینه می‌باشد. این معیار یکی از مهم‌ترین معیارهایی است که در زمان انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار می‌گیرد؛ بنابراین سرمایه‌گذاران شرکت‌هایی را انتخاب می‌کنند که دارای درجه نقدشوندگی بالایی باشند. توجه سرمایه‌گذاران به سهام‌هایی با قدرت نقدشوندگی بالا باعث جذب سرمایه‌های بیشتر به سمت این شرکت‌ها می‌شود [۹]. برای اندازه‌گیری درجه نقدشوندگی سهام، از معیارهای متعددی همچون، حجم معاملات شرکت، تعداد سهام معامله‌شده، تعداد روزهای معامله‌شده، تکرار معامله‌ها، تعداد خریدار و غیره به‌کار گرفته می‌شود؛ لذا هر چه قدر نقدشوندگی سهام در بازار بیشتر باشد، هزینه سرمایه برای شرکت‌ها کمتر خواهد بود که این امر، عملکرد شرکت‌ها را از نظر توان جذب فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب تحت تأثیر قرار می‌دهد [۱۰]. بر اساس تحلیل‌های نظری، نقدشوندگی به سهامداران خرد اجازه می‌دهد تا به سهامداران عمده تبدیل شوند، حقوق و مزایای مدیریت را بهبود بخشند و سرمایه‌گذاران آگاه را ترغیب به معامله کنند؛ بنابراین یک ارتباط مثبت بین نقدشوندگی و عملکرد شرکت دور از ذهن نخواهد بود [۱۶].

هدف از این پژوهش، بررسی رابطه بین معیارهای نقدشوندگی و جریان نقدی آزاد به‌عنوان یکی از شاخص‌های مهم عملکرد مالی است. جریان نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است که به شرکت اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جست‌وجو کند که ارزش سهامدار را افزایش می‌دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نمی‌باشد [۱۱]. از طرف دیگر، وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه نگهداری وجه نقد و هزینه وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود. مفهوم جریان نقدی آزاد مثبت نشان می‌دهد که واحد تجاری پس از پرداخت هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها، دارای وجوه نقد مازاد است [۲۲].

همچنین در این پژوهش برای سنجش نقدشوندگی سهام از چهار معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش، معیار حجم معاملات، معیار گردش معاملات، درصد روزهای انجام معامله به‌کار گرفته شده است. حجم معاملات سهام از دو دیدگاه در ایجاد بازده و فرصت‌های سرمایه‌گذاری مؤثر است، اول اینکه نقدشوندگی سهام یک ویژگی مطلوب برای سرمایه‌گذار است؛ بنابراین هرچه حجم معاملات سهام بیشتر باشد، قدرت نقدشوندگی سهام بالاتر و ریسک نقدشوندگی پایین‌تر ارزیابی می‌شود؛ همچنین نسبت گردش، فراوانی یا تعداد دفعات تکرار معاملات دارایی را اندازه‌گیری می‌کند و با نقدشوندگی بازار رابطه‌ای مثبت دارد. هر چه نسبت گردش معاملات تعداد سهام معامله‌شده به تعداد سهام منتشرشده و فروش‌رفته بزرگ‌تر باشد، نقدشوندگی بازار نیز بیشتر است و برعکس. بدین ترتیب، گردش معاملاتی سهام موجب می‌شود توزیع بازده سهام محدود شود، یعنی بازده سهام حول میانگین خواهد بود [۱۱]؛ همچنین در بازار سرمایه، بازارگردان‌ها و سرمایه‌گذاران خواستار حداکثر کردن سود ناشی از عملیات تجاری خویش هستند. یک متغیر متعارف در تصمیم‌گیری در مورد هر دو حوزه، اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش سهام می‌باشد. اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش بالاتر، موجب کاهش نقدشوندگی بازار سهام می‌شود و برعکس (بولن و همکاران، ۲۰۰۴)؛ بنابراین با توجه به اینکه قراردادهای بین مالک و مدیر اهمیت زیادی دارد، سرمایه‌گذاران همواره در پی راه‌کارهایی برای همسو کردن این منافع هستند؛ چرا که بهبود عملکرد واحد تجاری موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود و در نتیجه منافع مالک و مدیر به صورت توأم حداکثر خواهد شد. ارتباط بین نقدشوندگی سهام و عملکرد در علوم اقتصادی از دیدگاه‌های متفاوتی مورد توجه قرار گرفته است. در این پژوهش، به بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و جریان نقدی آزاد به‌عنوان یکی از مهم‌ترین معیارهای عملکرد مالی پرداخته شده است. با توجه به اینکه از نظر سهامداران واحد تجاری، جریان‌های نقد آزاد می‌تواند به عنوان معیاری به منظور ایجاد ارزش برای آنها تلقی شود، شناخت و بررسی رابطه بین شاخص‌های نقدشوندگی و جریان نقدی آزاد اهمیت بالایی داشته؛

زیرا انتظار می‌رود که با سرمایه‌گذاری وجوه و افزایش شاخص‌های نقدشوندگی مذکور در طرح‌های سرمایه‌گذاری جدید بتوان برای سهامداران خود ایجاد ارزش کرد.

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مفهوم جریان نقدی آزاد (FCF)^۱. جریان نقدی آزاد یکی از مفاهیم جدیدی است که اولین بار توسط جنسن^۲ مطرح شد و به تدریج توسعه یافت. زمانی که این مفهوم نظری در شرکت‌های واقعی به کار برده می‌شود، برخی مسائل پیچیده بروز می‌شود. مهمترین مسئله، ارائه تعریف دقیقی از مخارج سرمایه‌ای است. هر چند به کارگیری تمام مخارج سرمایه‌ای به کار گرفته شده به عنوان مخارج سرمایه‌ای مورد نیاز برای تداوم رشد شرکت توجیه ضعیفی دارد؛ اما این کار راهی عملی و ممکن جهت انجام محاسبه‌ای غیرعملی است. این فرض به پژوهشگر اجازه می‌دهد از صورت‌های مالی شرکت‌ها، برای برآورد جریان نقدی آزاد استفاده کند [۱۲].

جریان نقد آزاد، معیاری برای اندازه‌گیری ارزش و عملکرد شرکت‌ها است 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 است. 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 هیأت مدیره سیاست‌های شرکت بستگی دارد. در استفاده از این معیار باید به این نکته توجه داشت که در پاره‌ای از موارد به‌ویژه در شرکت‌های تازه تاسیس 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 بررسی و بیان کرد 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 خالص ارزش فعلی (NPV)^۳ منفی سرمایه‌گذاری کنند (پیکانی، ۱۳۹۱)؛ در صورتی که سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده بازده بالایی را در پی داشته باشد، راهبرد مزبور ظرفیت کسب نتیجه مطلوب در بلندمدت را دارد.

جریان نقدی آزاد می‌تواند در ارزیابی سلامت مالی یک شرکت مفید باشد؛ چرا که تمام فرضیه‌های حسابداری موجود در ساختار درآمد را کنار می‌گذارد. سود یک شرکت ممکن است رقم بالا و در حال رشد باشد؛ اما تا زمانی که وجوه نقد آزاد مورد توجه قرار نگرفته است، نمی‌توان به این نکته پی برد که آیا این سود، برابر نقدینگی حاصل شده برای یک شرکت در

1. Free Cash Flow (FCF)

2. Michael Jensen.

3. Net present Value(NPV)

یک سال معین می‌باشد یا خیر؟ صاحبان سرمایه در نهایت علاقه‌مند به وجوه نقدی آزاد می‌باشند. وجوه نقد آزاد، وجوه قابل برداشت را نشان می‌دهد، چیزی که سود آن را نشان نمی‌دهد [۱۲].

پیشینه خارجی. ارتباط میان نقدشوندگی سهام و عملکرد در علوم اقتصادی از دیدگاه‌های متفاوتی مورد توجه قرار گرفته است. در تحقیقات پیشین، اغلب پژوهش‌گران از دیدگاه نظری نمایندگی اثر نقدشوندگی بر عملکرد عملیاتی را مورد بررسی قرار داده‌اند. به‌عنوان نمونه، ماگ (۱۹۹۸) افزایش قیمت ایجادشده به‌واسطه نظارت‌های سرمایه‌گذاران بر فعالیت‌ها، این‌گونه نتیجه گرفت که شرکت‌های دارای سهام نقدشونده، از نظام راهبری قوی‌تری برخوردار هستند [۱۹]. وگت و ویو (۲۰۰۰) در پژوهشی به بررسی رابطه بین عملکرد بلندمدت قیمت و جریان نقدی آزاد مورد تجزیه و تحلیل پرداخت و این نتیجه به‌دست آمد که شرکت‌هایی که پول نقد اضافه بین سهامداران توزیع می‌کنند، در بلندمدت به بازده بالاتر از متوسط دست می‌یابند [۲۱]. شنگ شیان و همکاران (۲۰۰۰) در پژوهشی با عنوان «فرصت‌های سرمایه‌گذاری، جریان نقدی آزاد و واکنش بازار به سرمایه‌گذاری مشترک بین‌المللی»، به بررسی نقش فرصت‌های سرمایه‌گذاری و جریان نقدی آزاد در سرمایه‌گذاری مشترک پرداختند و به این نتیجه رسیدند که در این رابطه، فرصت‌های رشد مؤثر است و همچنین اثر جریان نقدی آزاد تأیید نمی‌شود [۲۰]. مورتال و لیسون (۲۰۰۷) به این نتیجه رسیدند که بین نقدشوندگی و تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه ارتباط قوی وجود دارد و همچنین افزایش نقدشوندگی باعث افزایش میزان انتشار سهام می‌شود. این نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های با نقدشوندگی بیشتر از مزایای هزینه‌های انتشار پایین‌تری بهره‌مند شده و در انتخاب‌های خود برای تأمین مالی به سراغ سهام می‌روند و شرکت‌هایی که سهام آنها نقدشوندگی بیشتری دارد، تمایل به استفاده از اهرم مالی پایین‌تر دارند [۱۸].

فانگ و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهشی به بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و عملکرد شرکت پرداختند. در این پژوهش کیوتوبین به‌عنوان شاخص عملکرد و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش به‌عنوان معیار نقدشوندگی سهام در نظر گرفته شد. نتایج پژوهش نشان داد که یک رابطه مثبت و قوی بین نقدشوندگی سهام و عملکرد شرکت وجود دارد [۱۶].

چانگ و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهشی با عنوان «نقدشوندگی و بازار سهام ژاپن» به بررسی رابطه بازده سهام شرکت‌ها قدرت نقدشوندگی آن پرداختند. آنها پژوهش خود را در دو بخش انجام دادند: در بخش اول نقش سطوح نقدشوندگی و عدم نقدشوندگی و تأثیر نوسانات آن را در قیمت‌گذاری سهام بررسی کردند. در بخش دوم نقش دو معیار نقدشوندگی شامل حجم

معاملات سهام و حجم مبادلات دلاری در بازار سهام توکیو مورد بررسی قرار گرفت. آنها همچنین با استفاده از معیار عدم نقدشوندگی آمیهود و لیو، عدم نقدشوندگی بازار سهام توکیو را اندازه‌گیری کردند و به این نتیجه رسیدند که یک ارتباط منفی قوی بین نقدشوندگی و بازده سهام وجود دارد [۱۵].

پیشینه داخلی. باقری مهمان‌دوستی (۱۳۸۶) تحقیقی با عنوان «بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام و تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۵ انجام داد. در این تحقیق ضمن تبیین مفهوم نقدشوندگی، ارتباط دو معیار نقدشوندگی سهام (نسبت گردش سهام و معیار آمیهود) و نسبت اهرمی با استفاده از روش اقتصادسنجی بررسی شد. نتیجه اینکه بین نقدشوندگی سهام و ساختار سرمایه ارتباط وجود دارد. ریسک عدم نقدشوندگی سهام، رابطه معنادار مثبتی با نسبت شرکت‌ها دارد و افزایش عدم نقدشوندگی سهام شرکت‌ها در طول سالیان گذشته باعث شده تا مدیران مالی شرکت‌ها برای تأمین مالی فعالیت‌های خود از بدهی بیشتری استفاده کنند [۲].

صلواتی و همکاران (۱۳۸۶) در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در ایران» به بررسی رابطه بین متغیرهای نقدشوندگی سهام اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات و سودآوری به عنوان متغیرهای مستقل و اهرم مالی به عنوان متغیر وابسته پرداختند. در این پژوهش، ۶۰ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. روش آزمون فرضیه‌های این پژوهش رگرسیون ترکیبی بود که نتایج آزمون فرضیه‌های آن نشانگر این مسئله است که بیش از ۷۵٪ تغییرات در اهرم مالی توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. بین ساختار سرمایه و متغیرهای مستقل نقدشوندگی سهام شرکت و درآمد قبل از سود تسهیلات دریافتی مالیات و استهلاک رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین، نتایج پژوهش نشان‌دهنده رابطه منفی بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه است. این متغیرهای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات و ساختار سرمایه رابطه مثبت و معناداری وجود دارد [۷].

ابراهیمی (۱۳۹۰) رابطه بین نقدشوندگی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار داد. در این پژوهش، از معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش به عنوان معیار Q توبین به عنوان معیار اندازه‌گیری عملکرد شرکت استفاده شد. نقدشوندگی از شاخص بررسی رابطه بین متغیرهای وابسته و مستقل در این پژوهش با استفاده از مدل رگرسیونی چند متغیره و بر مبنای داده‌های ترکیبی انجام شده است. نتایج پژوهش

نشان می‌دهند بین نقدشوندگی سهام و عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد [۱]. حسینی و همکارانش (۱۳۹۰) رابطه عملکرد و نقدشوندگی را بررسی کردند. در این پژوهش، نمونه ۱۵۴ از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان داد که میان معیارهای نقدشوندگی و عملکرد شرکت رابطه معنادار قوی وجود دارد. همچنین، با مقایسه دو معیار عملکرد بازده دارایی‌ها و شاخص کیو توبین مشاهده شد که به دلیل بهره‌گیری از ارزش‌های بازار، معیار مناسب‌تری برای مطالعه ارتباط عملکرد و نقدشوندگی سهام شرکت‌ها است [۳].

دستگیر و شریفی (۱۳۹۰) در پژوهشی ضمن بررسی رابطه بین جریان نقدی عملیاتی و جریان نقدی آزاد با بازده، به این نتیجه رسیدند که بین این متغیرها و بازده سهام رابطه معناداری وجود ندارد. در پژوهش دیگری این نتیجه به دست آمد که در حالت وجود فرصت‌های رشد، بین ساختار سرمایه و سود تقسیمی، رابطه منفی وجود دارد و در صورت نبود فرصت‌های رشد، رابطه مثبت و معناداری خواهد داشت. همچنین، بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت رابطه غیرخطی و معناداری وجود داشته و فرصت‌های رشد تأثیر معناداری بر این رابطه دارد [۴].

یحیی‌زاده‌فر و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی تأثیر فرصت‌های رشد در ارزش‌گذاری جریان نقدی آزاد پرداختند. آنها ضمن در نظر گرفتن داده‌های ۸۹ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۱ که به صورت فصلی جمع‌آوری شده بود، به این نتیجه رسیدند که بین جریان نقدی آزاد با بازده سهام با وجود فرصت‌های رشد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد [۱۳]. با وجود انجام پژوهش‌های متعدد در زمینه بهبود عملکرد شرکت‌ها، تاکنون مدلی جامع با توان توضیحی بسیار بالا به منظور بررسی رابطه بین شاخص‌های نقدشوندگی سهام و جریان نقدی آزاد به عنوان یکی از معیارهای مهم سنجش عملکرد مالی ارائه نشده است و پژوهش تا زمان تعیین مدل بهینه ادامه خواهد داشت. از این رو، در پژوهش حاضر تلاش شده است که بررسی شود آیا بین شاخص‌های نقدشوندگی سهام و جریان نقدی آزاد رابطه معناداری وجود دارد یا خیر؟

۳. مدل مفهومی پژوهش

با توجه به متغیرهای پژوهش، مدل‌های رگرسیون به صورت زیر مطرح می‌شوند:

$$FCF = \beta_0 + \beta_3 Volume + \beta_4 lev_{it-1} + \beta_5 size_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$FCF = \beta_0 + \beta_3 Turnover + \beta_4 lev_{it-1} + \beta_5 size_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$FCF = \beta_0 + \beta_3 BA + \beta_4 lev_{it-1} + \beta_5 size_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$FCF = \beta_0 + \beta_3 PDT + \beta_4 lev_{it-1} + \beta_5 size_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرهای وابسته. با توجه به اینکه هدف از این پژوهش بررسی رابطه بین شاخص‌های نقدینگی و جریان نقدی آزاد است. متغیر وابسته این پژوهش معیار جریان نقدی آزاد (FCF) است. با توجه به ادبیات موجود در این پژوهش، جریان نقد آزاد برای شرکت از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{تغییرات در سرمایه‌گذاری‌ها} - \text{تغییرات در خالص سرمایه در گردش} - \text{مالیات‌ها} - \text{هزینه‌ها} - \text{جریان نقد عملیاتی} = \text{جریان نقدی آزاد}$$

متغیرهای مستقل. در این پژوهش متغیرهای مستقل شامل: معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش، معیار حجم معاملات، معیار گردش معاملات، درصد روزهای انجام معامله می‌باشند. علاوه بر این، به منظور بررسی فرضیه‌ها دو متغیر کنترل شامل اندازه و اهرم شرکت در نظر گرفته شده است.

معیار حجم معاملات: از حاصل ضرب قیمت معامله سهم در حجم معاملات به دست می‌آید.

معیار گردش معاملات: شامل تعداد معاملات یک سهم در بازه سالانه. برای محاسبه معیار نسبت گردش^۱ رابطه به کار گرفته می‌شود:

$$\text{Turnover} = 1 / \text{Days}_t \sum_{d=1}^{\text{Days}_t} \frac{\text{Volume}_{i,d}}{\text{Share out standing}_{i,d}}$$

که در آن:

$\text{Volume}_{i,d}$: تعداد سهام i که در روز d در بازار معامله می‌شود.

$\text{Share out standing}_{i,d}$: تعداد سهامی که توسط شرکت منتشر شده و در بازار به فروش رسیده

است و در ترازنامه شرکت با عنوان سهام سرمایه^۲ نمایش داده می‌شود.

Days_t : تعداد روزهایی که در ماه t امکان معامله سهام i وجود دارد.

معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش (BA): برای محاسبه این معیار قیمت‌های پیشنهادی خریدوفروش روزانه سهام از نرم‌افزار رهاورد نوین استخراج و سپس با استفاده از نرم‌افزار اکسل میانگین قیمت پیشنهادی خریدوفروش برای هر شرکت به صورت جداگانه محاسبه شد. در مرحله بعد با استفاده از رابطه زیر، اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش

1. Turnover Ratio
2. Capital Stock

محاسبه شد:

$$BA_{it} = \frac{AP_{it} - BP_{it}}{\frac{AP_{it} + BP_{it}}{2}}$$

که در آن:

BA_{it} : اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی شرکت i در دوره t .

AP_{it} : بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t .

BP_{it} : بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t .

درصد روزهای انجام معامله (PDT): به تعداد روزهایی اطلاق می‌شود که در یک بازه زمانی مشخص در آن مبادله سهم رخ داده است.

متغیرهای کنترلی. در این پژوهش بعد اندازه شرکت (SIZE) به‌عنوان متغیر کنترل در نظر گرفته شد که از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت محاسبه شده است. همچنین اهرم مالی نیز از جمله متغیرهای کنترل در این پژوهش می‌باشند. مودیلیانی و میلر^۱ (۱۹۵۸) ابتدا معتقد بودند که اهرم مالی نباید در عملکرد شرکت تأثیرگذار باشد؛ اما بعد از آن در سال ۱۹۶۳ پذیرفتند که صرفه‌جویی‌های مالیاتی ناشی از بهره‌دهی‌ها باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود. پژوهش‌های انجام‌شده در ایران در مورد تأثیر اهرم مالی بر جنبه‌های مختلف عملکرد شرکت‌ها نشان‌دهنده شواهد مختلف در این زمینه می‌باشند؛ بنابراین به‌عنوان متغیر کنترل در نظر گرفته شد که از تقسیم مجموع بدهی‌های شرکت بر جمع کل دارایی‌های شرکت به‌دست می‌آید.

۴. روش‌شناسی

این پژوهش از لحاظ جهت‌گیری‌های پژوهش، کاربردی است. در مطالعات کاربردی نتایج مطالعه در رفع نیازها و حل مشکلات به‌کار می‌آید؛ بنابراین هدف این نوع پژوهش به‌کارگیری آنها در حل مسائل و مشکلات خاص در جامعه است [۵]. همچنین از لحاظ هدف، از نوع علی است که درصدد تحلیل روابط بین متغیرها با استفاده از آزمون‌های آماری است. در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها در بخش مبانی نظری و پیشینه پژوهش، از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. همچنین، برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها از روش اسناد کاوی استفاده شده است و داده‌های مورد نیاز به‌صورت سالانه از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و بانک‌های اطلاعاتی موجود در این زمینه، از قبیل نرم‌افزار «ره‌آورد نوین» و سایت اینترنتی «مدیریت پژوهش»، توسعه و مطالعات

1. Modigliani & Miller

اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار» جمع‌آوری شده است. همچنین، به منظور محاسبه متغیرها و تجزیه و تحلیل مدل آماری داده‌ها از نرم‌افزار Eviews7 استفاده شده است.

جامعه و نمونه آماری. جامعه مورد مطالعه در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که سال مالی آنها به پایان اسفندماه ختم شده و اطلاعات مربوط به آنها در دسترس باشد. جهت تعیین نمونه‌های مورد نظر در این پژوهش، با توجه به تعدد شرکت‌های بورسی، نوع فعالیت آنها، اندازه‌های متفاوت آنها و غیره از روش نمونه‌گیری هدفمند استفاده می‌شود. بدین معنی که شروطنی جهت همگن کردن نمونه آماری، تعریف شده و شرکت‌هایی جز نمونه پژوهش در نظر گرفته می‌شوند که شرایط مذکور را داشته باشند، جامعه آماری در این پژوهش کلیه شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران که در طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ که دارای شرایط زیر باشند، مورد بررسی قرار می‌گیرند:

۱. حداقل از ابتدای سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 ۲. اطلاعات مورد نیاز جهت متغیرهای پژوهش در مورد آن شرکت‌ها، در طول دوره پژوهش در دسترس باشد.
 ۳. معاملات سهام شرکت‌های طی سال‌های مورد مطالعه وقفه معاملاتی سه‌ماهه نداشته باشد.
 ۴. جزو شرکت‌های خدماتی، تأمین مالی و سرمایه‌گذاری نباشد؛ زیرا این شرکت‌ها دارای ساختار سرمایه متفاوتی از سایر شرکت‌های تولیدی هستند.
 ۵. سال مالی شرکت مختوم به ۲۹ اسفندماه باشد و شرکت در دوره مورد مطالعه سال خود را تغییر نداده باشد.
 ۶. شرکت‌هایی که زیان ده نباشند.
- بنابراین با توجه به شرایط فوق، ۷۵ شرکت به‌عنوان نمونه مطالعاتی این پژوهش در نظر گرفته شدند. تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون‌های چند متغیره و داده‌های ترکیبی انجام شده است.

۵. تحلیل داده‌ها

آمار توصیفی. نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ آورده شده است که نشان‌دهنده پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. به طور عمده این پارامترها شامل: اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی، نظیر مقدار حداقل، حداکثر، میانگین، میانه و همچنین، اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی، نظیر انحراف معیار است. مهمترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای

نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. داده‌های این بخش شامل: اطلاعات مربوط به سود هر سهم به قیمت هر سهم (FCF)، حجم معاملات ($Volume$)، گردش معاملات ($Turnover$)، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش (BA)، درصد روزهای معاملاتی (PDT)، اندازه شرکت ($SIZE$)، اهرم مالی در اول دوره (LEV) در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در فصول قبلی، متغیرهای مربوط به پژوهش معرفی شده است که خلاصه‌ای از آن و اطلاعات نامگذاری متغیرهای مدل در جدول ۱ منعکس می‌باشد. در این قسمت برای ورود به مرحله تجزیه و تحلیل اطلاعات، آماره توصیفی داده‌ها شامل شاخص‌های مرکزی، شاخص‌های پراکندگی و انحراف از قرینگی و همچنین آزمون جارک برا که توزیع نرمال پسماندها نشان می‌دهد که همه احتمالات صفر می‌باشند؛ بنابراین فرض صفر در مورد همه داده‌ها رد شده و توزیع داده‌های متغیرها نرمال نمی‌باشند؛ اما با توجه به تعداد زیاد مشاهدات و با استناد به قضیه حد مرکزی می‌توان متغیرها را نرمال تلقی کرد. در قضیه حد مرکزی هرگاه مجموع و یا متوسط مورد استفاده و اندازه نمونه به قدر کافی بزرگ باشد انتظار می‌رود که تخمین‌زننده دارای یک توزیع نرمال (البته به‌طور تقریبی) در نمونه‌گیری‌های مکرر باشد. همان‌طور که مشاهده می‌شود متوسط جریان نقدی آزاد (FCF) به‌عنوان یکی از شاخص‌های نشان‌دهنده عملکرد مالی $0/196$ می‌باشد.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرها

LEV	SIZE	PDT	BA	TURNOVER	VOLUME	FCF	نماد متغیر
۱/۸۲۰	۵/۸۰۹	۰/۶۱۵	۰/۰۱۶	۰/۰۰۱	۴۲۹۳۶۹۷/۴	۰/۱۹۶	میانگین
۱۰/۵۵۵	۵/۱۷۴۶	۰/۳۹	۰/۰۱۶۳	۰/۰۰۰۵	۶۰۶۴۲/۵	۰/۱۷۷	میانه
۱۰/۳۷۱	۷/۱۸۶	۰/۶۷	۰/۰۸۸۸	۰/۰۳۰۹	۲۰۷۸۰۱۴۸	۱/۳۶۹	بیشینه
۰/۹۴۹	۶/۶۵۵	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۶۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	کمینه
۰/۸۴۲	۰/۵۷۱	۳/۸۶۰	۰/۰۰۹	۰/۰۰۲	۱۲۱۹۳۴۶	۰/۱۱۴	انحراف معیار
۴/۰۲۲	۲/۷۶۰	۱۵/۶۴۹	۱/۶۲۷	۸/۰۷۴۹	۱۲/۹۷۵	۲/۵۳۹	چولگی
۲۹۸۱۹	۱۴/۰۹۲	۲۵۰/۱۰	۱۲/۰۱۹	۸/۰۷۴۹	۱۲/۹۷۵	۳۰/۱۱	کشیدگی
۱۵۵۸۱	۰/۰۰۰۸	۱۲۳۳۰۸	۱۸۲۷/۵۵	۱۱۸۵۹۸/۶	۷۷۶۹۹۶/۵	۱۵۶۰۳/۱	آماره جارک-برا
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	احتمال آماره
۴۵۰							تعداد مشاهدات

نتایج رگرسیون. برای آزمون فرضیه‌های این پژوهش، در نمونه شرکت‌های مورد بررسی از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است؛ بنابراین ابتدا جهت تشخیص نوع داده‌های ترکیبی (تلفیقی و تابلویی) از آزمون F لیمر استفاده و پس از آن نیز در صورت انتخاب روش تابلویی از آزمون هاسمن جهت انتخاب اثرات ثابت یا اثرات تصادفی استفاده شده است. به کمک

آزمون‌های انجام شده مشخص شد که برای هر دو رابطه باید از روش داده‌های تابلویی و اثرات ثابت استفاده شود؛ بنابراین نتایج تخمین دو مدل به کمک روش تابلویی با اثرات ثابت در جدول ۲ ارائه شده است. سپس در این نمونه، آزمون ناهمسانی واریانس برای رابطه مورد نظر به کمک آزمون وایت انجام شده است. مقدار احتمال آماره F در آزمون وایت برای هر دو مدل کمتر از ۰/۰۵ است که نشان دهنده عدم وجود ناهمسانی واریانس است. درنهایت، برای بررسی عدم خودهمبستگی در نتایج مدل رگرسیونی، از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. مقدار دوربین واتسون محاسبه شده در جدول ۲، برای رگرسیون مورد بررسی برآورد شده، بین مقادیر ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد؛ بنابراین بین باقیمانده‌ها مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده شد. با توجه به جدول ۲ سطح معناداری آماره برای هر چهار مدل کمتر از ۰/۰۵ بوده و لذا کل مدل‌های برآورد شده معنادار است؛ بنابراین پس از اطمینان از صحت فروض رگرسیون و معنادار بودن مدل به بررسی فرضیه پرداخته شد. نتایج تجزیه و تحلیل رگرسیون در جدول ۲ گزارش شده است.

فرضیه اول: بین جریان نقدی آزاد (FCF) و حجم معاملات رابطه معناداری وجود دارد.

$$E/P = \beta_0 + \beta_1 \text{Volume} + \beta_2 \text{lev}_{it-1} + \beta_3 \text{size}_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۲. نتایج تخمین به دست آمده از آزمون فرضیه اول

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری
β_0	-۰/۱۹۵۵۷۶۸	۰/۰۵۹۸۲۱	۳/۲۷۲۵۶۴	۰/۰۰۱۲
volume	-۰/۰۰۰۳۳۳	۰/۰۰۰۲۸۱	۰/۲۷۴۳	۰/۰۰۳۹
SIZE	-۰/۰۰۰۴۷۸	۰/۰۰۱۰۳۴۶	۰/۰۴۶۱۹۹	۰/۰۰۳۲
LEV	۰/۰۰۲۰۷۶	۰/۰۰۵۰۷۲	۰/۴۰۹۱۹۹	۰/۰۰۲۶
ضریب تعیین		۰/۵۹		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۹		
آماره دوربین-واتسون		۱/۷۵		
آماره F		۳/۸۱۳		
سطح معناداری F		-۰/۰۰۰		

در ارتباط با نتیجه آزمون فرضیه اول و بر اساس جدول ۲ می‌توان نتیجه گرفت، با توجه به سطح معناداری مدل (احتمال آماره F) که مقدار آن کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، مشاهده می‌شود که بین حجم معاملات و جریان نقدی آزاد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ بنابراین مدل رگرسیون فوق معنادار بوده و فرضیه اول تأیید می‌شود. از طرفی آماره دوربین واتسون برابر است

با ۱/۷۵ است که بیان‌کننده عدم خودهمبستگی بین پسماندهای معادله رگرسیون برآورد شده است. ضریب تعیین تعدیل‌شده ۰/۴۹ است. یعنی متغیر حجم معاملات، ۴۹ درصد جریان نقدی آزاد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار را پیش‌بینی می‌کند. با توجه به سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ متغیرهای کنترل از جمله اندازه شرکت اهرم مالی می‌توان گفت که رابطه معنادار این متغیرهای را با جریان نقدی آزاد مورد تأیید است.

فرضیه دوم: بین جریان نقدی آزاد (FCF) و گردش معاملات به جریان نقدی رابطه معناداری وجود دارد.

$$E/P = \beta_0 + \beta_1 \text{Tornover} + \beta_2 \text{lev}_{it-1} + \beta_3 \text{size}_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۳. نتایج تخمین به‌دست‌آمده از آزمون فرضیه دوم

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری
β_0	۰/۲۲۴۷۲۶	۰/۰۶۰۰۳	۳/۷۴۵۲۵۷	۰/۰۰۰۲
TORNOVER	۱/۷۴۲۱۰۵	۰/۸۷۱۹۲۲	۱/۹۹۸۰۰۵	۰/۰۴۶۴
SIZE	۰/۰۰۴۷۲۵	۰/۰۱۰۳۳۵	۰/۴۵۷۱۷۸	۰/۰۴۷۸
LEV	۰/۰۰۰۲۸۶	۰/۰۰۵۰۵۰	۰/۰۵۶۶۰۶	۰/۰۴۴۹
ضریب تعیین		۰/۶۵		
ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۵۵		
آماره دوربین-واتسون		۱/۷۹		
آماره F		۲/۷۸۰		
سطح معنی‌داری F		۰/۰۰۰		

براساس جدول ۳، بین گردش معاملات و جریان نقدی آزاد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، این فرضیه نیز تأیید می‌شود. از طرفی آماره دوربین برابر با ۱/۷۹ است که بیان‌کننده عدم خودهمبستگی بین پسماندهای معادله رگرسیون برآورد شده است. ضریب تعیین تعدیل‌شده ۰/۵۵ است. یعنی متغیر گردش معاملات، ۵۵ تغییرات جریان نقدی آزاد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار را پیش‌بینی می‌کند. با توجه به سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ در این فرضیه نیز رابطه بین متغیرهای کنترل و جریان نقدی آزاد مورد تأیید است.

فرضیه سوم: بین جریان نقدی آزاد (FCF) و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش رابطه معناداری وجود دارد.

$$E/P = \beta_0 + \beta_1 BA + \beta_2 \text{lev}_{it-1} + \beta_3 \text{size}_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۴. نتایج تخمین به دست آمده از آزمون فرضیه چهارم

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری
β_1	۰/۲۱۴۵۹۳	۰/۰۵۸۹۳۵	۳/۶۴۱۱۶۳	۰/۰۰۰۳
BA	-۰/۸۳۳۲۱۳	۰/۳۰۵۶۶۵	-۲/۷۲۵۹۰۰	۰/۰۰۶۷
SIZE	۰/۰۰۱۱۶۰	۰/۰۱۰۱۷۹	۰/۱۱۳۹۸۸	۰/۰۰۹۳
LEV	۰/۰۰۱۰۴۹	۰/۰۰۵۰۸۶	۰/۲۰۶۲۲۸	۰/۰۳۶۷
ضریب تعیین		۰/۵۲		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۲		
آماره دوربین-واتسون		۱/۷۱		
آماره F		۴/۲۲۴		
سطح معناداری F		۰/۰۰۰		

در جدول ۴ ملاحظه می‌شود که بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و جریان نقدی آزاد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. وجود رابطه منفی و معنادار به این دلیل است که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش پایین‌تر، موجب افزایش نقدشوندگی بازار سهام و به تبع افزایش جریان نقدی آزاد می‌شود؛ بنابراین مدل رگرسیون فوق معنادار بوده و فرضیه سوم تأیید می‌شود. همچنین، آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۷۱ است که نشانگر عدم خودهمبستگی بین پسماندهای معادله رگرسیون برآورد شده است. ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۴۲ است. این گونه تفسیر می‌شود که متغیر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، ۴۲ درصد تغییرات جریان نقدی آزاد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را پیش‌بینی می‌کند. در این فرضیه نیز بین اندازه و اهرم مالی و جریان نقدی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین جریان نقدی آزاد (FCF) و درصد روزهای معاملاتی رابطه معناداری وجود دارد.

$$E/P = \beta_0 + \beta_1 PDT + \beta_2 lev_{it-1} + \beta_3 size_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۵. نتایج تخمین به دست آمده از آزمون فرضیه چهارم

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری
β_1	۰/۲۰۶۱۲۳	۰/۰۶۰۰۸۲	۳/۴۳۰۶۸۹	۰/۰۰۰۷
PDT	۰/۰۰۳۲۲۱	۰/۰۰۱۲۹۵	۲/۴۱۰۸۴۰	۰/۰۱۶۴
SIZE	۰/۰۰۱۵۱۶	۰/۰۱۰۳۷۹	-۱/۴۶۱۱۳	۰/۰۰۳۹
LEV	۰/۰۰۰۲۶۳	۰/۰۰۵۰۶۳	-۰/۵۲۰۴۴	۰/۰۴۸۵
ضریب تعیین		۰/۵۹		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۱		
آماره دوربین-واتسون		۱/۷۶		
آماره F		۳/۸۳۵		
سطح معناداری F		۰/۰۰۰		

بر اساس جدول ۵، بین درصد روزهای معاملاتی و جریان نقدی آزاد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ بنابراین مدل رگرسیون فوق معنادار بوده و فرضیه مذکور تأیید می‌شود. آماره دوربین واتسون برای این فرضیه ۱/۷۶ است که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی بین پسماندهای معادله رگرسیون برآورد شده است. ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۵۱ است که نشان دهنده این امر است که متغیر درصد روزهای معاملاتی، ۵۱ تغییرات جریان نقدی آزاد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را پیش‌بینی می‌کند. در فرضیه چهارم نیز وجود رابطه بین متغیرهای کنترل و متغیر وابسته مورد تأیید قرار گرفته است.

۶. بحث و نتیجه‌گیری

هدف از این پژوهش، بررسی رابطه بین معیارهای نقدشوندگی سهام و جریان نقدی آزاد به‌عنوان یکی از شاخص‌های مهم عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ است. چهار معیار حجم معاملات، گردش معاملات، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، درصد روزهای معاملاتی برای اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام در نظر گرفته شد. نتایج حاکی از آن است که بین جریان نقدی آزاد و معیارهای نقدشوندگی مذکور رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نتایج این پژوهش با یافته‌های مطالعات فانگ و همکاران (۲۰۰۹) و ابراهیمی (۱۳۹۰) که استدلال کرده بودند که بین عملکرد مالی و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و قوی وجود دارد، مطابقت دارد. این نتیجه نشان دهنده این امر است که رشد قابل دوام در بهبود عملکرد مالی می‌تواند از طریق افزایش نقدشوندگی نفع سهامداران امکان‌پذیر شود. از این رو، به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی از جمله سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که قبل از اتخاذ هرگونه تصمیمی مبنی بر اینکه در چه شرکتی سرمایه‌گذاری

کنند، عملکرد مالی شرکت‌ها را از طریق معیارهای نقدشوندگی بررسی شده در این پژوهش مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند و شرکت‌هایی را انتخاب کنند که دارای معیارهای نقدشوندگی بهتری باشند و بدین ترتیب مبنای مناسبی برای تصمیم‌گیری در آینده فراهم می‌آید. همچنین به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که با سرمایه‌گذاری وجوه و افزایش شاخص‌های نقدشوندگی در طرح‌های سرمایه‌گذاری جدید افزایش ارزش برای سهامداران خود را فراهم آورند؛ بنابراین، درک و اندازه‌گیری عوامل تعیین‌کننده بهبود در نقدشوندگی سهام و به تبع افزایش ارزش از طریق جریان نقدی آزاد می‌تواند در ارزیابی تناسب محصولات و ساختارهای مختلف بازار سرمایه نقش ارزنده‌ای ایفا کند. از جمله محدودیت‌های این پژوهش می‌توان به این مورد اشاره کرد که با توجه به اینکه داده‌های مربوط به نمونه مورد بررسی در این پژوهش از شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران بدون توجه به صنعت در فاصله سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ انجام شده است برای تعمیم نتایج این پژوهش به دوره‌های زمانی و صنایع دیگر و نیز به شرکت‌های غیر بورسی باید با احتیاط عمل کرد. به محققان پیشنهاد می‌شود که به بررسی رابطه سایر عوامل مؤثر در ارزش‌گذاری جریان نقدی آزاد به عنوان یک معیار مهم عملکرد مالی بپردازند.

منابع

۱. ابراهیمی، محمود. (۱۳۹۰). رابطه بین نقد شونددگی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بورس اوراق بهادار. ۱۵، ۱۲۵-۱۴۳.
۲. باقری مهمان دوستی، بابک. (۱۳۸۶). بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام و تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. (پایان‌نامه کارشناسی ارشد)، تهران: دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی، ایران.
۳. حسینی، سیدعلی،، کرمی، غلامرضا، شفیع پور، سید مجتبی. (۱۳۸۹). بررسی ارتباط عملکرد شرکت ها و نقد شونددگی بازار سهام. فصلنامه بورس اوراق بهادار. ۳(۱۱)، ۲۵-۴۲.
۴. دستگیر، محسن،، شریفی مبارکه، رسول. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین جریان نقدی آزاد و جریان نقدی عملیاتی با بازده سهام. حسابرس، ۲(۵۲)، ۱-۵.
۵. دوستار، محمد،، اکبری، محسن. (۱۳۹۲). نگارش پژوهش علمی (طرح پژوهش، پایان‌نامه، مقاله و جلسه دفاعیه)، رشت: انتشارات دهسرا.
۶. سعیدی، علی،، دادار، ام البنین. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام با شاخص نقدشوندگی دروه‌های پیشین در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مطالعات مدیریت، ۱۶، ۷۵-۹۸.
۷. صلواتی، شاپور،، رسائیان، امیر. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در ایران. فصلنامه اقتصادی مفید، ۱۶(۱۳)، ۱۴۳-۱۶۳.
۸. غلامزاده لداری، مسعود. (۱۳۸۸). جریان نقدی آزاد: معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها. روزنامه دنیای اقتصاد، ۱، ۱۷۶۹-۱۰.
۹. قائمی، محمدحسین،، سعید طوسی. (۱۳۸۴). بررسی عوامل موثر بر بازده سهام، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیام مدیریت، ۱۷ و ۱۸، ۱۵۹-۱۷۴.
۱۰. گرد، عزیز،، سیدجراحی، حمید،، کامران راد، صدیقه. (۱۳۹۱). رابطه میزان سهام شناور آزاد ریسک سهام، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، ۴(۱۳)، ۱۶۹-۱۹۲.
۱۱. مرادزاده فرد، مهدی،، قیطاسی، روح‌الله،، مسجد موسوی، سجاد. (۱۳۸۹). بررسی میزان ارتباط جریان نقد آزاد شرکت و جریان نقد آزاد سهامدار با ارزش بازار سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و پژوهشات تهران.
۱۲. مهام، کیهان،، فرج‌زاده، علی اصغر،، حسینی، جواد. (۱۳۸۷). جریان نقدی آزاد. دانش و تحقیق حسابداری، ۱۳، ۳۰-۸۰.
۱۳. یحیی‌زاده‌فر، محمود،، شمس، شهاب‌الدین،، پاکدین امیری، مجتبی. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر فرصت های رشد در ارزش گذاری جریان نقدی آزاد، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۰(۱)، ۱۱۳-۱۳۲.
14. Ben. M. R. (2006). Liquidity and Stock Returns: Evidence from a Pure Order Market using New Liquidity Proxy. *International Review of Financial Analysis*, 15, 21-38.
15. Chang, Y.Y, Faff, R, Hwang C-Y. (2010). Liquidity and Stock Returns in Japan: New evidence. Pacific-Basin, *Finance Journal*, 18, 90-11
16. Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, S. (2009). Stock Market Liquidity and Firm

- Value. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 150-169.
17. Jensen, Michael C.(1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American economic review*, 76(2), 323-329.
18. Lipson, M. L. Mortal, S. (2009). Liquidity and Capital Structure. *Journal of Financial Markets*, 12, 611-644.
19. Maug, E. (1998). Large Shareholders as Monitors: Is there a trade off between liquidity and control. *Journal of Finance*, 65-98.
20. Sheng-Syan, C., Kim W. H., Cheng-few L., and Gillian H.H. (2000). Investment Opportunities Free Cash Flow and Market Reaction to International Joint Ventures. *Journal of Banking & Finance*, 24(11), 1747-1765.
21. Vogt, S. C., & Vu, J. D. (2000). Free Cash flow and Long Run Firm Value: Evidence from the Value Line Investment Survey. *Journal of Managerial Issues*, 7(2), 188-207.
22. Yudianti, Ninik, (2008). The Effect of Investment Opportunity Set and Earnings Management to the Relationship between Free Cash Flow and Shareholder Value, *Journal of Business Research*, 193-228.