

مجله دانش حسابداری / سال چهارم / ش 12 / بهار 1392 / ص 111 تا 130

بررسی تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و هزینه‌های نمایندگی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته
شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر حمید محمودآبادی*

دکتر غلامحسین مهدوی**

مرضیه فریدونی***

چکیده

این پژوهش، به بررسی نحوه اثرگذاری جریان‌های نقدی آزاد و هزینه‌های نمایندگی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. به‌طور خاص، هدف پژوهش حاضر بررسی فرضیه جریان‌های نقدی آزاد و آزمون تئوری نمایندگی است. در راستای تحقق این هدف، دو فرضیه اصلی و هشت فرضیه فرعی طراحی و با انتخاب 92 شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی 10 ساله، 1380 الی 1389، آزمون شده است. روش آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش، روش داده‌های ترکیبی است. در این پژوهش، برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت از دو معیار حسابداری بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام و

* استادیار حسابداری دانشگاه شیراز.

** دانشیار حسابداری دانشگاه شیراز

*** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه شیراز.

نویسنده مسئول مقاله: حمید محمودآبادی (Email: hamid_mahmoodabadi@yahoo.com)

تاریخ دریافت: 91/9/8 تاریخ پذیرش: 92/1/20

همچنین، از دو معیار بازار نسبت Q توپین و بازده سهام استفاده شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل آماری فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که جریان‌های نقدی آزاد با کلیه معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنادار دارد. بنابراین، پژوهش حاضر به شواهدی در زمینه نقض فرضیه جریان‌های نقدی آزاد دست یافت. با این وجود این، رابطه معناداری بین هزینه‌های نمایندگی و عملکرد به منظور تأیید تئوری نمایندگی در بورس اوراق بهادار تهران مشاهده نشد.

واژه‌های کلیدی: تئوری نمایندگی، جریان‌های نقدی آزاد، فرضیه جریان‌های نقدی آزاد، هزینه‌های نمایندگی، عملکرد شرکت.

مقدمه

روابط نمایندگی درون شرکت و هزینه‌های مرتبط با آن‌ها، به‌طور گسترده در ادبیات مالی شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. رابطه نمایندگی قراردادی است که به موجب آن یک یا چند نفر مالک، شخص دیگری را به عنوان نماینده از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم‌گیری را به وی تفویض می‌کنند (جنسن¹ و مک‌لینگ²، 1976: 309). در نتیجه، سهامداران باید مخارجی را متحمل شوند تا بتوانند منافع مدیران را با خود همسو کنند. از آن‌جا که چنین مخارجی به واسطه شکل‌گیری رابطه نمایندگی پدید می‌آید، هزینه‌های نمایندگی³ نامیده می‌شود (جنسن و مک‌لینگ، 1976: 311). شواهد تجربی بسیاری مبنی بر این که تصمیم‌های مالی، تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و از این رو، ارزش شرکت تحت تأثیر تضاد نمایندگی و میزان هزینه‌های نمایندگی قرار می‌گیرد، وجود دارد. از طرفی، مشکلات نمایندگی درون یک شرکت، اغلب مرتبط با جریان‌های نقدی آزاد⁴ و عدم تقارن اطلاعاتی است (فلوراکیس⁵، 2008: 37).

افزایش جریان‌های نقدی آزاد و به دنبال آن، تمایل مدیران برای مصارف غیر بهینه وجوه مزبور، می‌تواند مشکلات نمایندگی را افزایش دهد و به دنبال آن، مشکلات نمایندگی ناشی از جریان‌های نقدی آزاد نیز، بر مسیر تصمیم‌گیری‌های آتی تأثیر می‌گذارد (طالب‌نیا و همکاران، 2012: 120). بنابراین، هنگامی که مدیران واحد تجاری

با جریان‌های نقدی آزاد مواجه می‌شوند، در وهله اول، مهم این است که آن‌ها بتوانند وجوه مذکور را در پروژه‌های مناسب و پر بازده سرمایه‌گذاری کنند تا از این طریق موجب افزایش ثروت مالکان و همچنین، رشد واحد تجاری گردند (گول⁶ و تی‌سوی⁷، 1998: 221).

ساختار مقاله در ادامه بدین شکل است: در بخش‌های دوم و سوم، به ادبیات و پیشینه پژوهش پرداخته می‌شود. سپس، روش‌شناسی پژوهش که شامل جامعه و نمونه آماری، روش تجزیه و تحلیل داده‌ها، فرضیه‌ها و متغیرهای پژوهش است، در بخش چهارم مورد بحث قرار می‌گیرد و در نهایت، یافته‌های پژوهش، بحث و نتیجه‌گیری و پیشنهادها ارائه می‌شود.

مبانی نظری پژوهش

تئوری نمایندگی⁸ بیان می‌کند که هزینه‌های نمایندگی به دنبال جدایی مالکیت و مدیریت شرکت ایجاد شده است. در واقع، سهامداران اداره امور شرکت را به مدیریت واگذار می‌کنند و اگر مدیریت برخلاف هدف اصلی شرکت، یعنی حداکثر کردن ثروت سهامداران، تصمیم‌گیری و عمل کند، سهامداران متحمل هزینه‌های نمایندگی خواهند شد (سوادجانی و علامه‌حائری، 2011: 413). این در حالی است که شرکت‌ها با هدف حداکثرسازی ثروت سهامداران، تأسیس می‌شوند. زمانی که فعالیت‌های شرکت منجر به کسب سود شود، وجوه نقد آزاد حاصل می‌تواند به طرق مختلف و به منظور دستیابی به هدف شرکت، به کار گرفته شود. این بدان معناست که شرکت‌ها می‌توانند وجوه نقدی مازاد خود را در مسیر توسعه فعالیت‌ها و افزایش بازده آتی سهامداران یا پرداخت وجوه مزبور به عنوان سود سهام، به کار گیرند (سوادجانی و علامه‌حائری، 2011: 411).

به عقیده جنسن (1986)، مدیر به دنبال تأمین منافع شخصی خود می‌باشد. از این رو، میزان بیش از حد جریان‌های نقدی آزاد، نارسایی‌های داخلی و اتلاف منابع سازمانی را به دنبال دارد و در نتیجه، منجر به هزینه‌های نمایندگی می‌شود. وی در تئوری جریان‌های

نقدی آزاد بیان می‌کند که مدیران به جای توزیع جریان‌های نقدی آزاد بین مالکان، تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد آن در شرکت دارند؛ زیرا پرداخت وجه به سهامداران موجب کاهش منابع تحت کنترل مدیران و در نتیجه؛ کاهش قدرت آنان می‌شود. از طرفی، این امر احتمالاً به دلیل نیاز به جذب سرمایه جدید توسط شرکت، موجب افزایش نظارت بازار سرمایه خواهد شد. به عبارت دیگر، انباشت جریان‌های نقدی آزاد باعث کاهش توان نظارت بازار بر تصمیمات مدیریت می‌شود. همچنین، مدیران تمایل به رشد شرکت بیش از اندازه بهینه آن دارند؛ زیرا رشد شرکت با افزایش منابع تحت کنترل مدیران، قدرت و پاداش مدیران را افزایش می‌دهد.

با توجه به متفاوت بودن اهداف مدیران با اهداف مالکان، وجود جریان‌های نقدی مازاد ایجاد شده در داخل شرکت منجر به اتلاف این منابع، به‌طور مثال، از طریق سرمایه‌گذاری‌های غیربهینه، خواهد شد (جنسن، 1986: 328). اتلاف منابع در دسترس در جهت تأمین منافع شخصی مدیران، موجب کاهش سود شرکت می‌شود (دی‌ملو⁹ و میراندا¹⁰، 2010: 324). به تبع آن، مدیران به‌منظور پنهان کردن اثرات تصمیم‌های ناآگاهانه و اقدامات منفعت‌طلبانه خود، ممکن است از آن‌دسته از روش‌ها و رویه‌های حسابداری استفاده کنند که قادر به افزایش سود گزارش شده هستند (چانگ¹¹ و همکاران، 2005: 766). در این صورت، مشکل نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد بر مسیر سودهای حسابداری و تصمیم‌گیری‌های شرکت تأثیر می‌گذارد (طالب‌نیا و همکاران، 2012: 120). بنابراین، طبق فرضیه جریان‌های نقدی آزاد، دشواری نظارت سهامداران بر رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت، این انگیزه را در مدیران ایجاد می‌کند که از وجوه نقد اضافی، در جهت منافع شخصی خود استفاده کنند (هیونگ‌ها¹²، 2011: 10).

رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران در برخورد با جریان‌های نقدی آزاد، می‌تواند مشکلات نمایندگی و هزینه‌های نمایندگی را افزایش دهد و از طرف دیگر، منجر به کاهش سود و به تبع آن، کاهش قیمت سهام شرکت شود و ممکن است سهامداران درصدد جایگزینی مدیران برآیند (طالب‌نیا و همکاران، 2012: 119). از این رو، طبق نظریه جریان‌های

نقدی آزاد انتظار می‌رود که افزایش جریان‌های نقدی آزاد، موجب تضعیف عملکرد شرکت شود (وانگ¹³، 2010: 411).

پیشینه پژوهش

خوشدل‌نظامی (1385)، طی پژوهشی نشان داد که جریان‌های نقدی آزاد با بازده سهام، بازده حقوق صاحبان سهام و بازده مجموع دارایی‌ها، رابطه معناداری نداشته و تنها با رشد ارزش بازار خالص دارایی‌های عملیاتی رابطه معکوس و معناداری نشان می‌دهد. تقوی و همکاران (1389)، به تبیین رابطه هزینه‌های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت سود پرداختند. نتایج حاکی از آن بود که مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فرصت طلبانه می‌باشد و نه سودمند. افزون بر آن، نتایج پژوهش بیانگر وجود رابطه منفی و معنادار بین هزینه‌های نمایندگی و ارزش شرکت بود.

وانگ (2010)، در پژوهش خود ابتدا به آزمون تجربی ارتباط بین جریان‌های نقدی آزاد و هزینه‌های نمایندگی پرداخت و سپس، تأثیر هر دو را بر عملکرد شرکت‌های تایوانی مورد بررسی قرار داد. با در نظر گرفتن گردش کل دارایی‌ها و نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش، به عنوان معیارهای مناسب هزینه‌های نمایندگی و به استثنای سایر متغیرها، پژوهش وی به شواهدی مبنی بر تأیید نظریه نمایندگی دست یافت؛ بدین معنا که هزینه‌های نمایندگی دارای تأثیر منفی و معنادار بر عملکرد عملیاتی و بازده سهام شرکت است. در مقابل، نتایج پژوهش نشان داد که بین جریان‌های نقدی آزاد و معیارهای عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنادار وجود دارد؛ که این خود به معنی نبود شواهد کافی در تأیید فرض جریان نقدی آزاد است.

حیب¹⁴ (2011)، نشان داد که شرکت‌های با جریان‌های نقدی آزاد مثبت و فرصت‌های رشد قابل توجه، افزایش در ارزش را تجربه می‌کنند. افزون بر آن، نتایج بیانگر این بود که جریان نقدی آزاد، ارتباط مثبتی با بازده سهام دارد. طالب‌نیا و همکاران (2012)، به بررسی تأثیر مشکلات نمایندگی جریان نقدی آزاد بر رابطه بین سود هر سهم و ارزش دفتری قیمت هر سهم پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن بود که سود هر سهم

ارتباط مثبت و معناداری با ارزش دفتری قیمت هر سهم دارد و مشکلات نمایندگی جریان نقدی آزاد منجر به کاهش ارتباط میان سود هر سهم و ارزش دفتری قیمت هر سهم می‌شود.

روش اجرای پژوهش

روش پژوهش و گردآوری داده‌ها

پژوهش حاضر از لحاظ هدف، از نوع پژوهش‌های کاربردی است؛ زیرا با هدف بهره‌گیری از نتایج یافته‌ها برای حل مسایل موجود در سازمان‌ها صورت گرفته است. طرح این پژوهش نیز، از نوع پس رویدادی است. در پژوهش حاضر، برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. ابزار گردآوری داده‌ها و اطلاعات نیز عبارتند از: کتب و مجلات تخصصی فارسی و انگلیسی، صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و همچنین، نرم افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیرپرداز.

جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی 1380 الی 1389 است. شرکت‌های حایز شرایط زیر به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند:

- 1- در دوره زمانی مورد بررسی، در بورس فعالیت مستمر داشته و سهام آن‌ها بدون وقفه، مورد معامله قرار گرفته باشد.
- 2- سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
- 3- کلیه اطلاعات مورد نیاز آن برای انجام پژوهش، به طور کامل ارائه شده باشد.
- 4- طی دوره زمانی پژوهش، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشد.
- 5- جزء مؤسسه‌های مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها نباشد.

با لحاظ کردن شرایط بالا، تعداد 92 شرکت در دوره زمانی 1380 الی 1389 و به عبارتی، 920 (سال- شرکت) به عنوان نمونه آماری انتخاب شده است.

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در پژوهش حاضر، با توجه به نوع داده‌ها و روش‌های تجزیه و تحلیل موجود، از روش داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود. آزمون فرضیه‌های آماری با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه به روش حداقل مربعات معمولی (OLS) انجام شده است. زمانی که از داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود، به منظور تخمین الگوی رگرسیون، از یکی از روش‌های اثرات مشترک، اثرات ثابت و اثرات تصادفی استفاده می‌شود. برای تشخیص روش تخمین مناسب باید آزمون‌های مختلفی انجام داد. بدین ترتیب که ابتدا برای گزینش بین اثرات مشترک و اثرات ثابت از آزمون چاو استفاده می‌شود. اگر سطح معناداری به دست آمده کم‌تر از 0/05 باشد، روش اثرات ثابت انتخاب می‌شود. به‌طور موازی، جهت گزینش بین اثرات مشترک و اثرات تصادفی نیز، آزمون بروش- پاکان انجام می‌شود. اگر سطح معناداری به دست آمده کم‌تر از 0/05 باشد، روش اثرات تصادفی انتخاب می‌شود. در نهایت، جهت گزینش بین اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. اگر سطح معناداری به دست آمده کم‌تر از 0/05 باشد روش اثرات ثابت انتخاب می‌شود.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی اول: بین جریان‌های نقدی آزاد و عملکرد شرکت، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه‌های فرعی مربوط به فرضیه اصلی اول عبارتند از:

1- بین جریان‌های نقدی آزاد و بازده دارایی‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.

- 2- بین جریان‌های نقدی آزاد و بازده حقوق صاحبان سهام، رابطه معناداری وجود دارد.
- 3- بین جریان‌های نقدی آزاد و نسبت Q توبین، رابطه معناداری وجود دارد.
- 4- بین جریان‌های نقدی آزاد و بازده سهام، رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه اصلی دوم: بین هزینه‌های نمایندگی و عملکرد شرکت، رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه‌های فرعی مربوط به فرضیه اصلی دوم عبارتند از:
1. بین هزینه‌های نمایندگی و بازده دارایی‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.
 2. بین هزینه‌های نمایندگی و بازده حقوق صاحبان سهام، رابطه معناداری وجود دارد.
 3. بین هزینه‌های نمایندگی و نسبت Q توبین، رابطه معناداری وجود دارد.
 4. بین هزینه‌های نمایندگی و بازده سهام، رابطه معناداری وجود دارد.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش حاضر به سه گروه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی تقسیم می‌شود.

متغیرهای مستقل

در پژوهش حاضر، جریان‌های نقدی آزاد و هزینه‌های نمایندگی به عنوان متغیرهای مستقل مورد بررسی قرار می‌گیرند. به منظور محاسبه جریان‌های نقدی آزاد، همانند چانگ و همکاران (2005) و وانگ (2010)، از الگوی لن¹⁵ و پولسن¹⁶ (1989) به شرح زیر استفاده می‌شود.

$$FCF_t = \frac{INC_t - Tax_t - IExp_t - Div_t}{Asset_t} \quad (1)$$

که در آن؛ FCF ، جریان‌های نقدی آزاد؛ $IExp$ ، هزینه مالی؛ INC ، سود عملیاتی قبل از کسر هزینه استهلاک؛ Div ، سود پرداختی به سهامداران؛ Tax ، مالیات بر درآمد؛ و $Asset$ ، جمع مبلغ دفتری دارایی‌ها است.

در این پژوهش، برای محاسبه هزینه‌های نمایندگی، همانند پژوهش وانگ (2010)، از معیارهای زیر استفاده شده است:

نسبت گردش دارایی‌ها: این نسبت، چگونگی استفاده و بهره‌وری از دارایی‌های شرکت توسط مدیران، برای ایجاد فروش بیش‌تر در قبال استفاده از منابع در اختیار مدیر را اندازه‌گیری کرده و به عنوان معیار معکوسی برای هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود. این نسبت، از تقسیم فروش سالانه به مجموع دارایی‌ها به دست می‌آید.

نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش: این نسبت، معیاری از افراط‌گرایی مدیریت در انجام مخارج اختیاری است و از تقسیم هزینه‌های عملیاتی به فروش سالانه به دست می‌آید.

نسبت هزینه‌های عمومی و اداری به فروش: این نسبت، یکی دیگر از نسبت‌های هزینه است که اختیار مدیریت را در مصرف منابع شرکت منعکس می‌کند و از تقسیم هزینه‌های عمومی و اداری به فروش سالانه به دست می‌آید.

نوسانات سود عملیاتی: که به صورت انحراف معیار نسبت سود عملیاتی به مجموع فروش، به شرح زیر، محاسبه می‌شود:

$$NOIVol_t = STD \left[\frac{NOI_t}{Sales_t} \right] \quad (2)$$

که در آن؛ $NOIVol$ ، نوسانات سود عملیاتی؛ و NOI ، سود عملیاتی است.

نوسانات سود خالص: که به صورت انحراف معیار نسبت سود خالص به مجموع فروش، به شرح زیر، محاسبه می‌شود:

$$NIVol_t = STD \left[\frac{NI_t}{Sales_t} \right] \quad (3)$$

که در آن؛ $NIVol$ ، نوسانات سود خالص؛ و NI ، سود خالص است.

متغیر وابسته

متغیر وابسته این پژوهش، عملکرد شرکت است. برای ارزیابی عملکرد، همانند وانگ (2010)، از معیارهای زیر استفاده شده است.

نسبت بازده دارایی‌ها

$$ROA_t = \frac{NI_t}{\frac{1}{2}(Asset_{t-1} + Asset_t)} \quad (4)$$

نسبت بازده حقوق صاحبان سهام

$$ROE_t = \frac{NI_t}{\frac{1}{2}(Equity_{t-1} + Equity_t)} \quad (5)$$

نسبت Q توین

$$Q_t = \frac{MVA_t + PS_t + Debt_t}{TAB_t} \quad (6)$$

که در آن؛ MVA ، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام عادی؛ $Debt$ ، مبلغ دفتری مجموع بدهی‌ها؛ PS ، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام ممتاز؛ و TAB ، مبلغ دفتری مجموع دارایی‌ها است. از آن‌جا که در ایران سهام ممتاز وجود ندارد، لذا، در محاسبه Q توین، تنها ارزش بازار حقوق صاحبان سهام عادی لحاظ می‌شود.

بازده سالانه سهام: منظور از بازده سالانه سهام، عبارت است از تغییرات قیمت اول دوره و آخر دوره سهام، به علاوه سایر عواید ناشی از خرید سهم، مانند: مزایای ناشی از حق تقدم، سهام جایزه و سود نقدی سهام، تقسیم بر قیمت سهام در اول دوره (کاشانی‌پور و رسائیان، 1386: 136). در پژوهش حاضر، همانند قالیباف‌اصل و رنجبر (1384) و کاشانی‌پور و رسائیان (1386)، برای محاسبه بازده سهام از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$R_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t + \frac{(P_t - P_{t-1}) * N_c}{N_t} + \frac{N_e * P_1}{N_t}}{P_{t-1}} \quad (7)$$

که در آن؛ R_{it} ، بازده سهام در زمان t ؛ N_c ، تعداد سهام افزایش یافته از طریق آورده نقدی؛ P_t ، قیمت سهام در زمان t ؛ N_e ، تعداد سهام افزایش یافته از طریق اندوخته یا سود انباشته؛ P_{t-1} ، قیمت سهام در زمان $t-1$ ؛ N_t ، تعداد سهام قبل از افزایش سرمایه؛ و D_t ، سود نقدی ناخالص هر سهم است.

متغیرهای کنترلی

به منظور کنترل دیگر عوامل احتمالی مؤثر بر عملکرد، همانند وانگ (2010)، اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی فروش خالص)، اهرم مالی (نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها) و بازده بازار (تفاوت شاخص ابتدا و انتهای دوره بازار تقسیم بر شاخص ابتدای دوره بازار) به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته می‌شود.

جدول شماره 1. آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
جریان‌های نقدی آزاد	0/0614	0/0512	0/5837	-0/3605	0/0921
نسبت گردش دارایی‌ها	0/8035	0/7748	11/5466	0/0018	0/5146
نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش	0/0814	0/0691	1/3709	0/0074	0/0781
نسبت هزینه‌های عمومی و اداری به فروش	0/0717	0/0625	0/0846	0/0006	0/0521
نوسانات سود عملیاتی	0/0935	0/0476	3/8142	0/0000	0/2070
نوسانات سود خالص	0/1094	0/0471	6/5551	0/0000	0/3042
نسبت بازده دارایی‌ها	0/1412	0/1133	1/2334	-0/3097	0/1456
نسبت بازده حقوق صاحبان سهام	0/3946	0/3433	6/6472	-5/3086	0/6531
نسبت Q توبین	1/6225	1/2865	11/8045	0/5646	1/1079
بازده سهام	0/3598	0/1427	5/4345	-0/7846	0/0257
اندازه	12/6116	12/4528	18/4075	5/6802	1/4418
اهرم مالی	0/6694	0/6709	1/3377	0/1185	0/1735
بازده بازار	0/2902	0/0583	1/2429	-0/2201	0/4452

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

جدول شماره 1، آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای مورد مطالعه را نشان می‌دهد.

آزمون فرضیه‌های پژوهش

آزمون انتخاب الگو

جدول شماره 2، نتایج مربوط به انتخاب الگو برای هر یک از فرضیه‌های فرعی مرتبط با فرضیه‌های اصلی اول و دوم را نشان می‌دهد. برای آزمون فرضیه‌های فرعی اول و دوم، از آنجا که سطح معناداری آزمون‌های چاو و هاسمن، هر دو کم‌تر از 0/05 است، الگوی اثرات ثابت و برای آزمون فرضیه‌های فرعی سوم و چهارم، از آنجا که سطح معناداری آزمون هاسمن بیش‌تر از 0/05 و سطح معناداری آزمون بروش - پاگان کم‌تر از 0/05 است، الگوی اثرات تصادفی انتخاب می‌شود.

جدول شماره 2. نتایج مربوط به انتخاب الگو برای آزمون هر یک از فرضیه‌ها

الگوی مناسب	فرضیه اصلی دوم		فرضیه اصلی اول		آزمون	
	معناداری	آماره آزمون	معناداری	آماره آزمون		
اثرات ثابت	0/0001	12/538305	0/0001	7/299315	چاو	فرضیه فرعی اول
	0/0001	98/383487	0/0001	53/238193	هاسمن	
	0/0001	562/53	0/0001	648/08	بروش - پاگان	
اثرات ثابت	0/0001	4/329619	0/0021	2/917493	چاو	فرضیه فرعی دوم
	0/0116	7/690454	0/0094	24/923067	هاسمن	
	0/9720	0/01	0/9358	0/01	بروش - پاگان	
اثرات تصادفی	0/2564	32/287335	0/0926	21/805347	هاسمن	فرضیه فرعی سوم
	0/0001	759/48	0/0001	814/09	بروش - پاگان	
اثرات تصادفی	0/7510	4/246512	0/4389	2/707830	هاسمن	فرضیه فرعی چهارم
	0/0295	4/74	0/0497	3/85	بروش - پاگان	

آزمون فرضیه اصلی اول

به منظور آزمون فرضیه اصلی اول، در هر یک از فرضیه‌های فرعی به آزمون رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و هر یک از معیارهای ارزیابی عملکرد (بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت Q توبین و بازده سهام)، به طور جداگانه، پرداخته شد. نتایج آزمون فرضیه اول در جدول شماره 3 آورده شده است.

جدول شماره 3. نتایج تخمین الگوهای رگرسیون مربوط به آزمون فرضیه اصلی اول

فرضیه فرعی اول		فرضیه فرعی دوم		متغیرها
آماره t	معناداری	آماره t	معناداری	
19/79542	0/0001	7/357745	0/0001	جریان‌های نقدی آزاد
6/720778	0/0001	3/673992	0/0003	اندازه شرکت
14/94915	0/0001	3/227302	0/0013	اهرم مالی
3/151050	0/0017	-4/978801	0/0001	مقدار ثابت
0/763165		0/107003		ضریب تعیین
0/761979		0/094949		ضریب تعیین تعدیل شده
2/210599		2/249005		دوربین واتسن
فرضیه فرعی سوم		فرضیه فرعی چهارم		متغیرها
آماره t	معناداری	آماره t	معناداری	
8/139766	0/0001	8/250311	0/0001	جریان‌های نقدی آزاد
-0/424722	0/6711	2/531163	0/0115	اندازه شرکت
-0/344473	0/7306	2/578158	0/0101	اهرم مالی
2/634759	0/0086	2/619695	0/0089	بازده بازار
4/417663	0/0001	-2/894810	0/0039	مقدار ثابت
0/710840		0/125985		ضریب تعیین
0/709028		0/120495		ضریب تعیین تعدیل شده
1/738489		1/987041		دوربین واتسن

همان‌طور که در جدول شماره 3 ملاحظه می‌شود، سطح معناداری آماره t مربوط به متغیر جریان‌های نقدی آزاد در کلیه فرضیه‌های فرعی، کم‌تر از 0/05 است و این بدان معناست که بین جریان‌های نقدی آزاد و کلیه معیارهای عملکرد شامل نسبت بازده دارایی-ها، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت Q تویین و بازده سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. افزون بر این، نتایج حاصل از بررسی خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دورین-واتسون نیز، با توجه به این که آماره دورین-واتسون در هر یک از الگوهای مربوط به فرضیه‌های فرعی بین 1/5 تا 2/5 است، بیانگر نبود خطاهای خودهمبستگی الگو می‌باشد. در نهایت، با توجه به وجود رابطه معنادار بین جریان‌های نقدی آزاد و بازده دارایی‌ها (فرضیه فرعی اول)، بازده حقوق صاحبان سهام (فرضیه فرعی دوم)، نسبت Q تویین (فرضیه فرعی سوم) و بازده سهام (فرضیه فرعی چهارم)، کلیه فرضیه‌های فرعی اول تا چهارم و در نتیجه، فرضیه اصلی اول پذیرفته می‌شود.

آزمون فرضیه اصلی دوم

به منظور آزمون فرضیه اصلی دوم، در هر یک از فرضیه‌های فرعی، به آزمون رابطه بین معیارهای معرف هزینه‌های نمایندگی (نسبت گردش دارایی‌ها، نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش، نسبت هزینه‌های عمومی و اداری به فروش، نوسانات سود عملیاتی و نوسانات سود خالص) و هر یک از معیارهای ارزیابی عملکرد (بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت Q تویین و بازده سهام)، به‌طور جداگانه، پرداخته شد. با توجه به نتایج حاصل از بررسی ضرایب متغیرها در جدول شماره 4، ملاحظه می‌شود که سطح معناداری آماره t (سطح معناداری) مربوط به معیارهای هزینه‌های نمایندگی، در کلیه فرضیه‌های فرعی مربوط به فرضیه اصلی دوم بیش‌تر از 0/05 است و این بدان معناست که بین هزینه‌های نمایندگی و هیچ یک از معیارهای عملکرد، رابطه معناداری وجود ندارد.

افزون بر این، نتایج حاصل از بررسی خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دورین- واتسون نیز، با توجه به این که آماره دورین- واتسون در هر یک از الگوهای مربوط به فرضیه‌های فرعی بین 1/5 تا 2/5 است، بیانگر نبود خطاهای خودهمبستگی الگو می‌باشد. در نهایت، با توجه به نبود رابطه معنادار بین هزینه‌های نمایندگی و بازده دارایی‌ها (فرضیه فرعی اول)، بازده حقوق صاحبان سهام (فرضیه فرعی دوم)، نسبت Q توبین (فرضیه فرعی سوم) و بازده سهام (فرضیه فرعی چهارم)، کلیه فرضیه‌های فرعی اول تا چهارم و در نتیجه، فرضیه اصلی دوم را نمی‌توان پذیرفت.

جدول شماره 4. نتایج تخمین الگوهای رگرسیون مربوط به آزمون فرضیه اصلی دوم

فرضیه فرعی دوم		فرضیه فرعی اول		متغیرها
سطح معناداری	آماره t	سطح معناداری	آماره t	
0/5821	0/550565	0/0628	3/062204	نسبت گردش دارایی‌ها
0/3190	0/997086	0/1819	-1/336236	نسبت هزینه عملیاتی به فروش
0/2847	-1/080804	0/1716	1/368274	نسبت هزینه عمومی و اداری به فروش
0/9388	0/076739	0/4761	0/712928	نوسانات سود عملیاتی
0/7184	0/360671	0/9818	-0/022872	نوسانات سود خالص
0/0001	3/816644	0/0001	6/180197	اندازه شرکت
0/0486	7/866143	0/0001	23/52007	اهرم مالی
0/0001	-3/892663	0/0001	5/093697	مقدار ثابت
0/062320		0/673356		ضریب تعیین
0/045368		0/668873		ضریب تعیین تعدیل شده
2/251584		2/160119		دورین واتسن

نتایج تخمین الگوهای رگرسیون مربوط به آزمون فرضیه اصلی دوم

فرضیه فرعی چهارم		فرضیه فرعی سوم		متغیرها
سطح معناداری	آماره t	سطح معناداری	آماره t	
0/0709	1/807973	0/3973	0/846851	نسبت گردش دارایی‌ها
0/0642	1/804391	0/0847	-1/884007	نسبت هزینه عملیاتی به فروش
0/0570	-1/937930	0/0728	1/905784	نسبت هزینه عمومی و اداری به فروش

0/4031	0/836533	0/8948	0/132244	نوسانات سود عملیاتی
0/7399	0/332154	0/8832	0/146950	نوسانات سود خالص
0/0011	3/284092	0/1407	-1/474600	اندازه شرکت
0/0032	2/951431	0/0621	-7/389012	اهرم مالی
0/0001	6/632695	0/0001	4/265348	بازده بازار
0/0364	-2/095604	0/0001	6/770365	مقدار ثابت
0/076676				ضریب تعیین
0/066184				ضریب تعیین تعدیل شده
1/974991				دوربین واتسن

بحث و نتیجه‌گیری

طبق نتایج حاصل از فرضیه اصلی اول، بین جریان‌های نقدی آزاد و معیارهای ارزیابی عملکرد، رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. تحلیل‌ها بیانگر این است که با افزایش جریان‌های نقدی آزاد، منابع بیش‌تری در اختیار مدیران قرار می‌گیرد و مدیران با استفاده مناسب و مؤثر از وجوه مزبور به رشد درآمدها و سودآوری شرکت کمک می‌کنند. در نتیجه، افزایش جریان‌های نقدی آزاد از یک طرف، توانایی مدیریت را در کسب بازده از منابع در اختیار وی افزایش داده و در واقع، افزایش بازده دارایی‌ها را که دارای ارتباط مستقیم با عملکرد مدیریت است، به دنبال خواهد داشت. از طرف دیگر، با افزایش جریان‌های نقدی آزاد، فرصت‌هایی فراهم می‌شود که مدیر می‌تواند با بهره‌گیری از منابع در دسترس، بازده سهامداران را افزایش دهد. بنابراین، افزایش جریان‌های نقدی آزاد، عاملی مؤثر در زمینه کمک به توانایی مدیریت در افزایش ارزش شرکت نیز محسوب می‌شود. طبق نتایج به دست آمده، افزایش جریان‌های نقدی آزاد که در ارتباط با کارآیی عملیات مدیران نیز هست، موجب رشد درآمدها و افزایش سودآوری شرکت می‌شود. افزایش سود نیز، به نوبه خود منجر به بالا رفتن قیمت سهام شرکت می‌شود. بنابراین، از یک طرف، بازده سهام و از طرف دیگر، ارزش شرکت (که متأثر از ارزش بازار سهام است) افزایش پیدا می‌کند. به‌طور کلی، تولید جریان‌های نقدی آزاد ناشی از کارایی عملیات داخلی، منجر به ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیش‌تری برای شرکت می‌شود و ارزش بیش‌تری را برای

شرکت رقم می‌زند و بهبود عملکرد شرکت را به دنبال خواهد داشت. در نتیجه، تحلیل‌ها حاکی از آن است که جریان‌های نقدی آزاد مقیاس مهمی برای سلامت شرکت و همچنین، نشانه‌ای از توانایی شرکت در کیفیت مدیریت دارایی‌ها، مدیریت صحیح هزینه‌ها، کارآیی عملیات داخلی و نیز تسریع رشد بوده که تماماً از نظر سرمایه‌گذاران، حایز اهمیت است.

پژوهش حاضر، همانند پژوهش‌های گریجوری¹⁷ (2005)، وانگ (2010) و حبیب (2011)، به شواهدی مبنی بر نقض فرضیه جریان‌های نقدی آزاد دست یافت؛ زیرا طبق نتایج فرضیه اصلی اول، جریان‌های نقدی آزاد رابطه مثبت و معناداری با کلیه معیارهای عملکرد شرکت دارد. با این حال، نتایج این پژوهش، مغایر با پژوهش‌های انجام شده به وسیله جنسن (1986) و چانگ و همکاران (2005) است که رابطه منفی بین جریان‌های نقدی آزاد و عملکرد شرکت را تأیید کردند و همچنین، مغایر با نتایج پژوهش خوشدل-نظامی (1385) است که وجود رابطه معنادار بین جریان‌های نقدی آزاد و معیارهای ارزیابی عملکرد را رد کرد.

طبق نتایج حاصل از فرضیه اصلی دوم، بین هزینه‌های نمایندگی و هیچ‌یک از معیارهای ارزیابی عملکرد، رابطه معناداری وجود ندارد. بنابراین، در پژوهش حاضر شواهدی مبنی بر تأیید تئوری نمایندگی در بورس اوراق بهادار تهران مشاهده نشد. یافته‌های این پژوهش مغایر با پژوهش لی¹⁹ و باک²⁰ (2011) است. علت وجود تفاوت بین نتیجه این پژوهش در مقایسه با پژوهش‌های خارجی ممکن است تفاوت در بافت سیاسی، اجتماعی و اقتصادی کشورها نسبت به یکدیگر باشد.

محدودیت‌های پژوهش

1. عدم سابقه زیاد شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران، منجر به محدودیت نمونه آماری شد.

2. داده‌هایی که از صورت‌های مالی استخراج شده، از بابت تورم تعدیل نشده است. با توجه به متفاوت بودن نرخ تورم در سال‌های مورد بررسی، در صورتی که داده‌های مورد استفاده از این بابت تعدیل می‌شود، ممکن بود نتایج متفاوت با نتایج فعلی باشد.

پیشنهاد‌های پژوهش

پیشنهاد‌های حاصل از یافته‌های پژوهش

1. به دنبال نتایج حاصل از فرضیه اصلی اول مبنی بر وجود رابطه مثبت بین جریان‌های نقدی آزاد و عملکرد، شرکت‌ها به جای تلاش در جهت کاهش جریان‌های نقدی آزاد، باید به دنبال اعمال راه‌کارهای مناسب به منظور کنترل رفتار مدیران باشند تا بتوانند از وجوه نقدی مازاد ایجاد شده در شرکت در راه‌های بهینه مانند توسعه محصولات جدید، انجام عملیات، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران، و بازپرداخت بدهی‌ها استفاده کنند. بنابراین، پیشنهاد می‌شود به نقش نظارت مؤثر و یا اقدامات انضباطی نیز، توجه ویژه داشت؛ زیرا در غیاب آن‌ها زمانی که مدیران با وجوه نقد مازاد مواجه می‌شوند، ممکن است به دنبال سوء استفاده از وجوه مزبور در راستای تأمین منافع خود باشند.

2. مطابق با نتایج حاصل از پژوهش، رشد جریان‌های نقدی آزاد، غالباً مقدمه‌ای بر افزایش درآمدها و سود است. بنابراین، پیشنهاد می‌شود با کنترل سایر عوامل مداخله‌گر که می‌تواند نقش مثبت و مؤثر جریان‌های نقدی آزاد را تحت تأثیر قرار دهد، شرکت‌ها به منظور باقی ماندن در عرصه کسب و کار به دنبال ایجاد جریان‌های نقدی آزاد مثبت باشند.

پیشنهاد‌هایی برای پژوهش‌های آینده

1. انجام این پژوهش به تفکیک نوع صنعت.
2. انجام این پژوهش با استفاده از الگوهای دیگر اندازه‌گیری جریان‌های نقدی آزاد مانند یوان و جیانگ (2008).

- | | |
|--------------------|-------------|
| 1- Jensen | 11- Chung |
| 2- Meckling | 12- Hyungha |
| 3- Agency Costs | 13- Wang |
| 4- Free Cash Flows | 14- Habib |
| 5- Florackis | 15- Lehn |
| 6- Gul | 16- Poulsen |
| 7- Tsui | 17- Gregory |
| 8- Agency Theory | 18- Brush |
| 9- D'Mello | 19- Le |
| 10- Miranda | 20- Buck |

منابع و مآخذ

- بزرگ‌اصل، موسی، (1385)، *حسابداری میانه- صورت‌های مالی*، چاپ دوم، تهران: سازمان حسابرسی- مدیریت تدوین استانداردها.
- تقوی، مهدی، جبارزاده کنگرلوئی، سعید و سعید خدایاریگانه، (1389)، تبیین رابطه هزینه‌های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی*، ش. 3، ص. 109-133.
- خوشدل نظامی، امین‌رضا، (1385)، بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و سود عملیاتی با بازده سهام و رشد ارزش بازار خالص دارایی‌های عملیاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *پایان‌نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مشهد.
- صالحی، عبدالعلی، (1380)، تأثیر وجود همبستگی بین Q ساده توپین و سایر نسخه‌های Q در ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *پایان‌نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه علامه طباطبائی.
- قالیباف اصل، حسن و فاتره رنجبر درگاه، (1384)، بررسی اثر نوع مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها (تجربه خصوصی سازی در ایران)، *تحقیقات مالی*، ش. 19، ص. 117-133.
- کاشانی‌پور، محمد و امیر رساییان، (1386)، بررسی رابطه بازده سهام و معیارهای ارزیابی عملکرد، *پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی*، ش. 25، ص. 121-138.
- نمازی، محمد و کاظم شمس‌الدینی، (1387)، بررسی سازه‌های مؤثر بر دقت پیش‌بینی سود توسط مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله توسعه و سرمایه*، ش. 1، ص. 1-25.
- Chung, R., Firth, M., and Kim, J.B. (2005). Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring, *Journal of Business Research*, Vol. 58, pp. 766-776.
- D'Mello, R. and Miranda, M. (2010). Long-Term Debt and Overinvestment Agency Problem, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 34, pp. 324-335.
- Florackis, C. (2008). Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firms, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 4, No. 1, pp. 37-59.
- George, R.A., Martin, D.R., and James, F.C. (2009). Do Markets React to Required and Voluntary Disclosures Associated with Auditor Realignments?, *Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting*, Vol. 25, pp. 1-12.

- Gregory, A. (2005). The Long Run Abnormal Performance of UK Acquirers and the Free Cash Flow Hypothesis, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 32, No. 5, pp. 777-814.
- Gul, F. A. and Tsui, J.S.L. (1998). A Test of the Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypotheses: Evidence from Audit Pricing, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 2, pp. 219-237.
- Habib, A. (2011). Growth Opportunities, Earnings Permanence and the Valuation of Free Cash Flow, *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, Vol. 5, No. 4, pp. 101-122.
- Hyung-Ha, J. (2011). Agency Costs of Free Cash Flow and Conditional Conservatism, *Ph.D Dissertation*, Oklahoma State University.
- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Le, T.V. and Buck, T. (2011). State Ownership and Listed Firm Performance: A Universally Negative Governance Relationship?, *Journal of Management and Governance*, Vol. 15, pp. 227-248.
- Lehn, K. and Poulsen, A. (1989). Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions, *Journal of Finance*, Vol. 44, No. 3, pp. 771-787.
- Levin, A., Lin, C.F., and Chu, J. (2002). Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties, *Journal of Econometrics*, Vol. 108, pp. 1-24.
- Lin, Z. J. and Ming, L. (2009). The Impact of Corporate Governance on Auditor Choice: Evidence from China, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, No. 18, pp. 44-59.
- McKnight, P. J. and Weir, C. (2009). Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies: A Panel Data Analysis, *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 49, pp. 139-158.
- Savadjany, H. K. and Allameh Haeri, F. (2011). Investigation the Effect of Dividend Policy in Creating Agency Costs in Tehran Stock Exchanges, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 3, No. 6, pp. 410-422.
- Talebnia, G.A., Valipour, H., and Askari, Z. (2012). Effect of Free Cash Flow Agency Problem on the Value Relevance of Earning per Share and Book Value per Share with Stock Price in the Chemical and Medical Industries: Evidence from Tehran Stock Exchange (TSE), *American Journal of Scientific Research*, Vol. 46, pp. 118-127.
- Wang, G.Y. (2010). The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance, *Journal of Service Science & Management*, No. 3, pp. 408-418.
- Yuan, J. and Jiang, Y. (2008). Accounting Information Quality, Free Cash Flow and Overinvestment: A Chinese Study, *The Business Review*, Vol. 11, No. 1, pp. 159-166.