



تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان های نقدی آزاد

محمدحسین ستایش^۱

محسن صالحی‌نیا^۲

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۱۲/۰۵

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۱۰/۰۳

چکیده

یکی از ابزارهای ارزیابی قدرت بازپرداخت بدهی و تعیین انعطاف پذیری مالی شرکت‌ها، شاخص جریان نقد آزاد می‌باشد. از این روی هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان‌های نقد آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش دو جنبه اساسی ساختار مالکیت شرکت‌ها یعنی ترکیب سهامداران و میزان تمرکز مالکیت مورد بررسی قرار گرفت. ترکیب سهامداران از طریق چهار متغیر مالکیت خارجی، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی اندازه گیری شده است. از تحلیل آماری رگرسیون خطی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است. نمونه آماری پژوهش شامل ۷۵ شرکت می‌باشد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد مالکیت شرکتی به صورت مستقیم و نسبت بدهی به صورت معکوس با جریان نقد آزاد شرکت‌ها رابطه معناداری دارند. ولی شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت با جریان نقد آزاد شرکت‌ها مشاهده نشد.

واژه‌های کلیدی: ساختار مالکیت، ساختار سرمایه، جریان‌های نقد آزاد، مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت.

۱- دانشیار حسابداری، دانشگاه شیراز، نویسنده اصلی. setayesh@shirazu.ac.ir

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شیراز، مسئول مکاتبات.

۱- مقدمه

جریان‌های ورود و خروج وجه نقد یک واحد تجاری جزء اساسی‌ترین رویدادهایی است که شالوده بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان درباره آن واحد می‌باشد. سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان تمایل دارند در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که جریان نقد آزاد^۱ بالایی داشته باشد. زیرا یکی از ابزارهای ارزیابی قدرت بازپرداخت بدهی و تعیین انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها، شاخص جریان نقد آزاد می‌باشد (رضوانی راز و حقیقت، ۱۳۸۴، ۵۰). این مطلوبیت جریان نقد آزاد بالا زمانی قابل قبول است که شرکت مرحله رشد را گذرانده و دیگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور بالایی نداشته باشد (بهرام‌فر و مهرانی، ۱۳۸۳، ۴۱). در مقابل برخی از شرکت‌ها ممکن است که با جریان‌های نقد آزاد منفی مواجه شوند. جریان نقد آزاد منفی همیشه بد و نامطلوب نیست. بلکه علل منفی شدن آن مهم بوده و بایستی مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرند. اگر بدان سبب منفی شده که سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات منفی باشد، بی شک این نوع منفی شدن پیام بدی را مخابره می‌کند، زیرا که شرکت احتمالاً با مسایل و مشکلات عملیاتی رو به رو شده است. اما چنانچه منفی شدن جریان وجه نقد آزاد ناشی از سرمایه‌گذاری وجوه در فرصت‌های سودآور موجود و بکارگیری منابع زیاد در اقلام سرمایه عملیاتی برای ادامه و تحقق رشد باشد، این نوع منفی شدن هیچ عیبی ندارد، مقطعی است و به دوره‌های کوتاه مدت زمان سرمایه‌گذاری مربوط می‌شود. مطلوبیت و سودآوری سرمایه‌گذاری در چنین فرصت‌هایی در بلندمدت ظاهر می‌شود و در درازمدت به مثبت شدن جریان‌های وجه نقد آزاد منجر می‌گردد (رشیدی، ۱۳۷۹؛ به نقل از رضوانی‌راز و همکاران، ۱۳۸۸، ۹۶). به طور کلی جریان نقد آزاد شاخصی است که می‌تواند به بستانکاران و سهامداران تصویر بهتری از انعطاف‌پذیری مالی شرکت ارائه نماید و از دید آن‌ها شرکتی دارای وضعیت مطلوب است که دارای جریان نقد آزاد بالایی باشد، زیرا شرکت می‌تواند این وجوه را برای اجرای عملیات، توزیع سود سهام، بازپرداخت بدهی و گسترش واحد انتفاعی بکار گیرد. مدیر محافظه‌کاری که در جهت افزایش منافع سهامداران تلاش می‌کند، می‌بایست در فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری کند. جدایی مالکیت و مدیریت ممکن است باعث اغوای مدیران شده و مبالغه‌جویی وجوه مازاد در راه‌هایی مصرف شود که موجب هدر دادن منابع شرکت شود. جنسن^۲ نظریه نابرابری اطلاعات و نمایندگی را با هم ترکیب کرده و فرضیه جریان نقد آزاد را مطرح کرد که بر اساس آن وجوه باقیمانده پس از تأمین مالی تمامی پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت، باعث به وجود آوردن تضاد میان منافع مدیران و سهامداران می‌شود (اعتمادی و چالاکي، ۱۳۸۲، ۳۷). جنسن و مک‌لینگ^۳ (۱۹۷۶) با شرح هزینه نمایندگی که به علت نابرابری اطلاعات میان مدیریت و سهامداران ایجاد می‌شود، یکی از مکانیزم‌های کاهش این هزینه را کاهش جریان نقد آزاد در دسترس مدیران عنوان کردند که از طریق پرداخت سود تقسیم حاصل می‌شود.

طبق تئوری نمایندگی، مدیران ممکن است تصمیماتی اتخاذ نمایند که هدف آن بهینه نمودن ثروت و یا حداقل نمودن ریسک و خطرپذیری خودشان به قیمت از دست رفتن سرمایه مالکان باشد. در راستای کنترل این وضعیت، ساز و کارهای متعددی برای محدود کردن تضادهای نمایندگی، تحت عنوان «حاکمیت

شرکتی» پیشنهاد شده است (گارسیا سانچز^۴، ۲۰۱۰، ۳۱۱). حاکمیت شرکتی عبارت است از مجموعه ساز و کارهایی که مدیران علاقه‌مند به نفع شخصی خویش را ترغیب به اتخاذ تصمیماتی می‌کند که عملکرد شرکت را برای سهامدارانش حداکثر می‌نماید (دنيس^۵ و مک کونل^۶، ۲۰۰۳، ۲). در این راستا، جنسن (۱۹۹۳) ساختار مالکیت را به عنوان یکی از ساز و کارهای درون سازمانی موثر می‌داند. در این پژوهش به دنبال پاسخ به این سوالات هستیم. آیا متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر جریان‌های نقد آزاد آن‌ها تأثیر دارد؟ یعنی، اگر مالکان شرکت را گروه‌های مختلف، مانند دولت، مؤسسات مالی، بانک‌ها، مدیران شرکت، سهامداران بزرگ و شرکت‌های دیگر تشکیل دهند، جریان نقد آزاد آن‌ها متفاوت خواهد بود؟ آیا جریان نقد آزاد شرکت‌های دارای سطوح بالای بدهی که تحت نظارت بیشتری از سوی اعتباردهندگان قرار دارند و مدیران این شرکت‌ها که از فرصت کمتری برای سرمایه گذاری در پروژه‌های غیر بهینه برخوردارند، با جریان نقد آزاد شرکت‌های دارای سطوح پایین بدهی متفاوت است؟

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سرمایه گذاران داخلی (از قبیل مدیران) با توجه به این موضوع، که در شرکت حضور دارند، مایلند سود سهام تقسیم نشود تا بدین طریق کنترل خود را بر وجوه نقد قابل توزیع، حفظ کنند (کرمی و اسکندری، ۱۳۸۸، ۵۶). جنسن (۱۹۸۶) معتقد است که افزایش سود تقسیمی، مشکلات نمایندگی و تضاد منافع ناشی از جریان‌های نقدی آزاد را کاهش می‌دهد؛ زیرا پرداخت به سهامداران، منابع تحت کنترل مدیران را کاهش می‌دهد و موجب کاهش قدرت مدیران می‌شود. مالکیت مدیریتی ممکن است در جهت همگرایی منافع بین مدیر و سهامداران و کاهش مشکلات جریان‌های نقدی آزاد موثر باشد (استراتیس^۷ و وو^۸، ۲۰۰۴، ۶).

سرمایه گذاران نهادی ترجیح می‌دهند تا جریان‌های نقدی آزاد در قالب سود تقسیمی توزیع شود تا هزینه‌های نمایندگی مربوط به جریان‌های نقد آزاد کاهش یابد (استراتیس و وو، ۲۰۰۴، ۵). مالکان نهادی ممکن است با تمایل مدیران مبنی بر انباشت بیشتر جریان‌های نقدی مخالف، و با توجه به قدرت رای خود، مدیران را به تقسیم سود وادار کنند (بیچرا^۹، ۲۰۰۸).

یافته‌های پژوهش‌های جنسن و همکاران (۱۹۹۲)، فارینها^{۱۰} (۲۰۰۳) و هارادا^{۱۱} و نگوین^{۱۲} (۲۰۰۶) موید این دیدگاه است که در شرکت‌های با تمرکز مالکیتی زیاد برای بهبود نظم مالی یا همگرایی منافع بین مدیران و سهامداران، ضرورتی برای توزیع سود بیشتر نیست؛ زیرا در غیاب تضادهای نمایندگی، سهامداران به اندازه کافی اطمینان دارند که جریان‌های نقدی شرکت به گونه‌ای صحیح استفاده می‌شود. از سوی دیگر سهامداران بزرگ (شرکت‌های متمرکز)، قدرت کافی برای وادار کردن شرکت‌ها به توزیع جریان‌های نقدی اضافی یا مزاد، به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی را دارند (هارادا و نگوین، ۲۰۰۶، ۶).

ریچاردسون^{۱۳} (۲۰۰۶) در تحقیقی دریافت که در شرکت‌های دارای سطوح بالای جریان‌های نقد آزاد، سرمایه‌گذاری به میزانی بیش از حد بهینه بیشتر است. همچنین وی طی بررسی رابطه ساختار نظام راهبری شرکت و سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه جریان‌های نقد آزاد، دریافت که برخی از سازوکارهای نظام راهبری شرکت باعث کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه جریان نقد آزاد می‌گردد.

جنسن (۱۹۸۶) معتقد است پرداخت سود نقدی به سهامداران، از یک سو موجب کاهش جریان‌های نقدی آزاد و کاهش احتمال سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سرمایه‌گذاری غیر بهینه می‌شود. کوالاسکی^{۱۴} (۲۰۰۷) نیز معتقد است که سود تقسیمی هزینه نمایندگی را به وسیله‌ی توزیع جریان نقد آزاد که در پروژه‌های بی‌ثمر توسط مدیریت سرمایه‌گذاری می‌شود، کاهش می‌دهد. اگر مدیران مقدار سود تقسیمی را افزایش دهند، مقدار جریان نقد آزاد کاهش می‌یابد. جنسن (۱۹۸۶) به این نتیجه رسیده است که یک شرکت با جریان‌های نقدی آزاد قابل توجه تمایلی ندارد تا پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص منفی اتخاذ کند. اگر مدیران میزان سود سهام را افزایش دهند، در صورتی که سایر شرایط همانند و یکسان باشد، آن‌ها میزان جریان‌های نقدی آزاد را کاهش می‌دهند که به موجب آن مشکل جریان نقدی آزاد رفع می‌شود. رضوانی راز و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران پرداختند. نتایج این بررسی نشان می‌دهد که هم در شرکت‌های بزرگ و هم در شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین بین وجوه نقد آزاد و تغییرات تقسیم سود رابطه مثبت معنی‌دار وجود دارد.

در پژوهشی که توسط کوکی^{۱۵} و گوئیزانی^{۱۶} (۲۰۰۹) تحت عنوان «ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود» انجام شد، تأثیر هویت سهامداران روی سیاست تقسیم سود در بخشی از شرکت‌های تونسی از سال ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۱ مورد بررسی قرار گرفت. این پژوهش به این نتیجه رسیده است که شرکت‌های تونسی با مالکیت متمرکز بالا، توزیع سود سهام بیشتری دارند. همچنین این پژوهش نشان داده است که رابطه‌ی بین مالکیت نهادی و سطح توزیع سود منفی و از طرف دیگر رابطه بین مالکیت دولتی و سطح توزیع سود سهام مثبت می‌باشد.

فارینها (۲۰۰۳) به این نتیجه دست یافت که مالکیت نهادی به صورت منفی با خط‌مشی پرداخت سود در ارتباط است. نتایج حاصل از پژوهش کومار^{۱۷} (۲۰۰۶) بیانگر آن بود که مالکیت نهادی دارای رابطه معنی‌دار و منفی با نسبت پرداخت سود است. یافته‌های پژوهش عبدالسلام^{۱۸} و همکاران (۲۰۰۸) نیز بیانگر این بود که بین مالکیت نهادی و پرداخت سود نقدی رابطه معنی‌دار مشاهده نشد.

نتایج حاصل از پژوهش انجار^{۱۹} و حسینی^{۲۰} (۲۰۰۹) بیانگر این است که ساختار دارایی‌ها، ریسک تجاری، اندازه شرکت، سودآوری و مالکیت شرکتی، بر نسبت تقسیم سود موثر هستند.

صادقی شریف و بهادری (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین ساختار مالکیتی و نسبت پرداخت سود شرکت‌ها پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که میزان مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار و هم‌چنین میزان مالکیت ۵ سهامدار بزرگ‌تر بر روی نسبت پرداخت سود شرکت تأثیر مثبت دارد. یعنی شرکت‌هایی که بیشتر

مالکیت آن‌ها در اختیار یک سهامدار است و یا این که بیشتر مالکیت در اختیار ۵ سهامدار بزرگ‌تر آن است نسبت به شرکت‌هایی که مالکیت آن‌ها پراکندگی بیشتری دارد، نسبت پرداخت سود بیشتری دارند و تمرکز در مالکیت باعث افزایش نسبت پرداخت سود شرکت می‌شود. تأثیر نهادی بودن سهامداران بر نسبت پرداخت سود شرکت تأیید گردید. یعنی هرچه مالکیت سهامداران نهادی در یک شرکت بیشتر باشد باعث می‌شود که نسبت پرداخت سود آن در طی زمان افزایش یابد. هرچه مالکیت سهامداران حقیقی در یک شرکت بیشتر باشد باعث می‌شود که نسبت پرداخت سود آن کاهش یابد. (صادقی شریف و بهادری، ۱۳۸۸، ۶۱)

فروغی و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی میزان و نحوه تأثیرگذاری سهامداران نهادی (نوع ساختار مالکیت) و نیز سهام مدیریتی (میزان مشارکت سهامداران در مدیریت شرکت) بر خطمشی تقسیم سود پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آن‌ها بیانگر این بود که میزان سهام مدیریتی شرکت دارای تأثیر معنی دار و مثبت بر خطمشی پرداخت سود است، در حالی که مالکیت سهامداران نهادی تأثیر معنی داری بر خطمشی پرداخت سود ندارد. نتایج حاصل از پژوهش ستایش و کاظم نژاد (۱۳۸۹) نیز بیانگر این بود که مالکیت شرکتی و استقلال هیأت مدیره به طور مثبت و مالکیت نهادی به طور منفی، نسبت سود پرداختی شرکت‌های مورد بررسی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. با این وجود، در پژوهش آن‌ها شواهدی دال بر وجود رابطه معنی دار بین مالکیت مدیریتی و میزان تمرکز مالکیت با خطمشی پرداخت سود یافت نشد.

غالباً تأمین مالی از طریق بدهی به دلیل صرفه جویی مالیاتی و نرخ پایین‌تر آن در مقایسه با نرخ بازده مورد انتظار سهامداران، برای مدیران از ارجحیت خاصی برخوردار است. تأمین مالی مدیران از دو جهت بر مسأله نمایندگی تأثیر می‌گذارد. اول آنکه بدهی ممکن است مشکلات نمایندگی ناشی از رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را کاهش دهد. بدین صورت که در صورت ایجاد بدهی، مدیر موظف است حواله پرداخت اقساط را تقبل کند، که در نهایت موجب محدود شدن رفتار مدیر روی جریان نقدی آزاد می‌شود. دوم آنکه بدهی‌ها به خاطر مخاطره شرکت در ناتوانی پرداخت اقساط، مشکلات نمایندگی سهامداران را تشدید می‌کند (فاتما^{۲۱} و همکاران، ۲۰۱۱). فاتما و همکاران (۲۰۱۱) به این نتیجه رسیدند که بر اساس تئوری جریان نقدی آزاد جنسن (۱۹۸۶)، سیاست بدهی به عنوان مکانیزم حاکمیتی اصلی می‌تواند خطر جریان نقدی را محدود می‌کند. فرضیه جریان نقد آزاد بیان می‌دارد از آن جایی که بدهی فرصت اتلاف منابع شرکت توسط مدیران را کاهش می‌دهد، روی آوردن از سهام به بدهی در تأمین منابع مالی، ارزش شرکت را افزایش خواهد داد (باقر زاده، ۱۳۸۲، ۳۱).

۳- فرضیه‌های پژوهش

به منظور بررسی اثر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان‌های نقد آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران فرضیه‌ها زیر طراحی و آزمون شده است.

فرضیه ۱: بین مالکیت نهادی و جریان نقد آزاد شرکت‌ها رابطه وجود دارد.

- فرضیه ۲:** بین مالکیت شرکتی و جریان نقد آزاد شرکتها رابطه وجود دارد.
- فرضیه ۳:** بین مالکیت مدیریتی و جریان نقد آزاد شرکتها رابطه وجود دارد.
- فرضیه ۴:** بین میزان تمرکز مالکیت و جریان نقد آزاد شرکتها رابطه وجود دارد.
- فرضیه ۵:** بین مالکیت خارجی و جریان نقد آزاد شرکتها رابطه وجود دارد.
- فرضیه ۶:** بین ساختار سرمایه (اهرم مالی) و جریان نقد آزاد شرکتها رابطه وجود دارد.

۴- متغیرهای پژوهش

در این پژوهش، ساختار مالکیت و ساختار سرمایه متغیرهای مستقل، جریان نقد آزاد شرکت متغیر وابسته و اندازه شرکت متغیر کنترلی است.

۱-۴- متغیر مستقل

۱-۱-۴- ساختار مالکیت

ترکیب سهامداران^{۲۲} و میزان تمرکز مالکیت^{۲۳}، دو جنبه اساسی ساختار مالکیت شرکتها به شمار می‌رود.

• ترکیب سهامداران

مشابه پژوهش کومار (۲۰۰۳) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۹)، ترکیب سهامداران از طریق چهار متغیر مالکیت خارجی^{۲۴}، مالکیت شرکتی^{۲۵}، مالکیت مدیریتی^{۲۶} و مالکیت نهادی^{۲۷} اندازه گیری می‌شود.

مالکیت خارجی: برابر درصد سهام نگهداری شده توسط خارجی‌ها از کل سهام سرمایه شرکت است که شامل شرکای خارجی، موسسه‌های مالی خارجی، ملیت‌های خارجی و غیر مقیم‌های ایران است. این متغیر در پژوهش‌های کومار (۲۰۰۳)، ارن هارت و لیزال^{۲۸} (۲۰۰۶) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) نیز با همین تعریف به کار رفته است.

مالکیت شرکتی: برابر درصد سهام نگهداری شده توسط اجزای شرکت‌های سهامی از کل سهام سرمایه می‌باشد و شامل تمام انواع شرکت‌های سهامی است، به جز آن‌ها که در مورد قبل بیان شد. این متغیر در پژوهش‌های کومار (۲۰۰۳)، ارن هارت و لیزال (۲۰۰۶) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) نیز با همین تعریف به کار رفته است.

مالکیت مدیریتی: بیانگر درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای خانواده هیئت مدیره است. این متغیر در پژوهش‌های کومار (۲۰۰۳)، رز^{۲۹} (۲۰۰۵) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) نیز با همین تعریف به کار رفته است.

مالکیت نهادی: برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه است که این شرکتها شامل شرکت‌های بیمه، موسسه‌های مالی، بانکها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت است. این متغیر در پژوهش‌های کومار (۲۰۰۳)، ارن هارت و لیزال (۲۰۰۶) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) نیز با همین تعریف به کار رفته است.

• میزان تمرکز مالکیت

تمرکز مالکیت: کنترل مطلق سهامداران عمده بر اداره امور شرکت را تمرکز مالکیت گویند. در این پژوهش، تمرکز مالکیت با استفاده از شاخص هرفیندال-هیرشمن و برای درصد مالکیت بزرگ‌تر و مساوی ۵ درصد اندازه گیری می‌شود. این شاخص در فرمول شماره ۱ نشان داده شده است.

$$HHI = \sum_{i=1}^{Nj} (SHARE_{i,j})^2 \quad (1)$$

در این رابطه $SHARE_{i,j}$ درصد سهام تحت تملک سهامدار i در شرکت j است. هر اندازه که این شاخص بیشتر باشد، بیانگر تمرکز بیشتر و حضور تعداد اندکی سهامدار عمده در ساختار مالکیت شرکت است و برعکس. دلیل انتخاب ۵ درصد نیز این است که برخی از شرکت‌های مورد بررسی، میزان مالکیت کمتر از ۵ درصد را در گزارش‌های مالی خود افشا نکرده‌اند. بنابراین، با توجه به کم‌اهمیت بودن درصدهای کمتر از ۵ درصد و در راستای همگن شدن نحوه اندازه‌گیری در خصوص همه شرکت‌ها، درصد مالکیت بزرگ‌تر و مساوی ۵ درصد در محاسبه فرمول‌ها لحاظ شدند (نمازی و ابراهیمی، ۱۳۹۲، ۴۴).

۴-۱-۲- ساختار سرمایه

از نسبت بدهی (کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها) به عنوان شاخص ساختار سرمایه استفاده شده است.

۴-۲- متغیر وابسته

با توجه به مطالعات انجام شده، دیدگاه‌های افراد در خصوص جریان نقد آزاد و روش محاسبه آن متفاوت بوده و تاکنون تعریف واحدی از جریان‌های نقدی آزاد واحد تجاری صورت نگرفته است. جنسن اولین کسی بود که در سال ۱۹۸۶ تئوری جریان‌های نقدی آزاد را تبیین و در آن تعریفی از جریان نقدی آزاد ارائه نمود. از نظر جنسن جریان‌های نقد آزاد واحد تجاری عبارت است از وجوه نقد در دسترس واحد تجاری (وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی) پس از کسر وجوه لازم به منظور سرمایه‌گذاری در پروژه‌های که دارای ارزش خالص فعلی مثبت، در حالی که جریان‌های نقد حاصل از چنین پروژه‌های بر مبنای نرخ هزینه سرمایه‌ای قابل اتکایی تنظیم شده است می‌باشد. بنابراین از نظر جنسن ابتدا لازم است پروژه‌ها از نظر ارزش خالص فعلی از طریق به کار بردن نرخ هزینه سرمایه‌ای قابل اتکایی، ارزیابی و در صورت مثبت بودن آن وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری در چنین پروژه‌های از جریان‌های نقد در دسترس واحد تجاری کسر گردد. آنچه که می‌ماند به عنوان جریان نقد آزاد تلقی خواهد شد. محاسبه جریان نقد آزاد بر اساس مدل جنسن بسیار مشکل می‌باشد به این دلیل که نمی‌توان به طور سریع تمام پروژه‌های با ارزش خالص فعلی مثبت مورد انتظار واحد تجاری را شناسایی نموده و همچنین معمولاً اطلاعات در خصوص تعیین نرخ هزینه سرمایه‌ای قابل اتکا به منظور محاسبه ارزش خالص فعلی پروژه‌های مذکور در دسترس نیست. از این رو سعی شده است تا از مدل‌های دیگری که به نوعی جایگزین مدل جنسن هستند، برای محاسبه جریان نقد آزاد واحد تجاری استفاده شود. از مهم‌ترین این مدل‌ها می‌توان به مدل لن^{۳۰} و پلسن^{۳۱} (۱۹۸۹) اشاره نمود.

از نظر لن و پلسن جریان نقد آزاد شرکت از سود عملیاتی قبل از هزینه استهلاک پس از کسر وجوه پرداختی بابت مالیات، هزینه بهره، سود سهامداران ممتاز و سود سهامداران عادی به دست می‌آید و با تقسیم بر مجموع دارایی‌ها استاندارد می‌شود. این مدل در فرمول شماره ۲ نشان داده شده است.

$$FCF_{i,t} = (INC_{i,t} - TAX_{i,t} - INTEXP_{i,t} - PSDIV_{i,t} - CSDIV_{i,t}) / A_{i,t-1} \quad (2)$$

که در آن:

$FCF_{i,t}$: جریان‌های نقد آزاد شرکت i در سال t

$INC_{i,t}$: سود عملیاتی قبل از استهلاک شرک i در سال t

$TAX_{i,t}$: کل مالیات پرداختی شرکت i در سال t

$INTEXP_{i,t}$: هزینه بهره‌ی پرداختی شرکت i در سال t

$PSDIV_{i,t}$: سود سهامداران ممتاز پرداختی شرکت i در سال t

$CSDIV_{i,t}$: سود سهامداران عادی پرداختی شرکت i در سال t

$A_{i,t-1}$: کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در سال t

۳-۴- متغیر کنترلی

به منظور کنترل سایر عوامل احتمالی موثر بر جریان‌های نقد آزاد شرکت‌ها، که با متغیرهای مستقل در نظر گرفته نشده، متغیر اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترلی انتخاب شده است. برای محاسبه متغیر اندازه شرکت از لگاریتم مجموع دارایی‌ها استفاده شده است.

۵- روش پژوهش

از آنجایی که این پژوهش در پی یافتن رابطه معناداری بین سه گروه اطلاعات (یعنی ساختار مالکیت و ساختار سرمایه و جریان‌های نقد آزاد) در یک جامعه می‌باشد، بنابراین پژوهش در زمره پژوهش‌های همبستگی قرار دارد. از طرف دیگر، پژوهش حاضر از نوع پس رویدادی است، یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته (صورت‌های مالی شرکت‌ها) انجام می‌گیرد.

۵-۱- دوره مورد آزمون، جامعه و نمونه آماری

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ جامعه آماری پژوهش حاضر را تشکیل می‌دهند. در این پژوهش از نمونه‌گیری آماری استفاده نمی‌شود؛ اما شرایط زیر برای انتخاب نمونه قرار داده شد و نمونه مطالعه به روش نمونه‌گیری حذفی انتخاب گردید:

(۱) سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه و در بازه زمانی مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته

باشند. تا شاخص‌های محاسبه شده در پایان سال مالی دارای تطابق زمانی لازم باشد.

(۲) به دلیل تفاوت نوع فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ، بانک و لیزینگ

این شرکت‌ها از نمونه خارج شده‌اند.

۳) اطلاعات مورد نیاز در دسترس باشند.

با در نظر گرفتن شرایط فوق در خصوص انتخاب شرکت‌های نمونه تعداد ۷۵ شرکت (۶۰۰ شرکت-سال) به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

۵-۲- روش گردآوری داده‌ها و اطلاعات

در این پژوهش برای جمع آوری داده‌ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. در بخش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری گردید و سپس داده‌های پژوهش با مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی شرکت‌ها منتخب و با استفاده از نرم افزار تدبیر پرداز جمع آوری گردید.

۵-۳- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش، به منظور بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان‌های نقد آزاد، متغیرهای مستقل و وابسته از دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار می‌گیرند. از یک سو، این متغیرها در میان شرکت‌های مختلف و از سوی دیگر، در دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۹۰ آزمون می‌شوند. بنابراین، در این بررسی، از تجزیه و تحلیل داده‌های ترکیبی استفاده شد. روش مزبور در عین افزایش قدرت آماری ضرایب، باعث می‌شود هم خطی بین متغیرها کاهش یافته و به واسطه افزایش درجه آزادی، برآوردی کاراتر انجام شود (محمدی، قالیباف اصل و مشکی، ۱۳۸۹، ۷۷). به منظور تلخیص داده‌ها، ابتدا متغیرها با استفاده از داده‌های جمع آوری شده برای هر یک از شرکت‌ها و هر یک از سال‌های مورد مطالعه محاسبه شدند. همه عملیات تلخیص با استفاده از نرم افزار Excel انجام شد؛ سپس با استفاده از نرم افزار Eviews اقدام به آزمون فرضیه‌ها گردید.

به منظور آزمون معناداری ضرایب جزئی رگرسیون در فرضیه‌ها از آزمون t و مقدار احتمال (p -value) استفاده شده است. فرضیه‌های آزمون به صورت زیر بیان شده است:
فرض صفر: نبودن رابطه معنادار بین متغیر مستقل و متغیر وابسته
فرض مقابل (فرض یک): بودن رابطه معنادار بین متغیر مستقل و متغیر وابسته

در صورتی که p -value بزرگ‌تر از سطح خطای مورد نظر α (۵ درصد) باشد، ضریب به دست آمده معنادار نیست و فرض صفر را نمی‌توان رد کرد. به صورت مشابه، اگر p -value از سطح خطای مورد نظر کوچک تر باشد، ضریب به دست آمده معنادار است و فرض صفر رد می‌شود. پس از آزمون t و به منظور آزمون معناداری معادله رگرسیون در فرضیه‌ها از آزمون F و مقدار احتمال (p -value) استفاده شده است. در معادله رگرسیون چندگانه، چنانچه رابطه ای بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل نباشد، باید تمام ضرایب متغیرهای مستقل در معادله، مساوی صفر باشد. با داشتن الگوی رگرسیون چندگانه، قاعده تصمیم گیری به صورت زیر است:

فرض صفر: تمام ضرایب الگوی رگرسیون برابر صفر است.
 فرض مقابل (فرض یک): حداقل یکی از ضرایب الگوی رگرسیون، غیر صفر است.
 اگر در سطح اطمینان ۹۵ درصد آماره F محاسبه شده از معادله رگرسیون از مقدار F به دست آمده از جدول توزیع فیشر بزرگتر باشد، فرض صفر رد می‌شود و در غیر این صورت فرض صفر پذیرفته خواهد شد. برای آزمون همبستگی پیاپی در جملات خطا از آزمون دوربین واتسون استفاده شد. آزمون دوربین واتسون بر مدل خطای خود همبسته مرتبه اول مبتنی است. مقدار آماره این آزمون در دامنه ۰ و ۴ قرار دارد. اگر دوربین واتسون ۲ باشد نشان می‌دهد که خطاها از یکدیگر مستقل‌اند (عدم خود همبستگی). چنانچه این آماره در بازه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار گیرد فرض صفر آزمون (عدم خود همبستگی خطاها) پذیرفته می‌شود و در غیر این صورت فرض صفر رد می‌شود.
 در ضرایب استاندارد نشده، مقایسه متغیرها با یکدیگر یکسان نیست. ولی در ضرایب استاندارد شده مقیاس متغیرها یکسان شده و امکان مقایسه متغیرها وجود دارد؛ به عبارت دیگر برای مقایسه اثر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته فقط از ضرایب استاندارد شده استفاده می‌شود (مؤمنی، ۱۳۸۶، ۱۳۹ و ۱۳۹). پس در این پژوهش از این گونه ضرایب در تحلیل و مقایسه تأثیر هر یک از متغیرها استفاده می‌شود.

۶- یافته‌های پژوهش

۶-۱- آمار توصیفی

اطلاعات مربوط به آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در جدول ۱ منعکس شده است. مقایسه میانگین مشاهدات با میانه آن‌ها و اختلاف اندک آن‌ها بیانگر عادی بودن توزیع مشاهدات است.

جدول شماره ۱. آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
جریان نقد آزاد	۰,۰۷۱۰۹۷	۰,۰۵۸۹۲۳	-۰,۳۶۲۷۹۲	۱,۰۶۶۶۴۱	۰,۱۲۶۸۸۹
مالکیت نهادی	۰,۴۴۲۷۸۵	۰,۴۱۰۳	۰	۰,۹۹۹۸۴	۰,۳۲۸۶۸۵
مالکیت شرکتی	۰,۵۸۰۲۵۳	۰,۶۸۹۸	۰	۰,۹۹	۰,۳۱۹۰۹
مالکیت مدیریتی	۰,۶۵۴۰۴۸	۰,۷	۰	۰,۹۹	۰,۲۳۸۵۹۸
تمرکز مالکیت	۰,۳۳۳۱۸۷	۰,۲۹۸۵۱۶	۰	۰,۹۷۸۷۱۴	۰,۲۲۲۵۲
اهرم مالی	۰,۶۵۶۸۱۱	۰,۶۵۲۱۸۹	۰,۱۱۸۵۵۲	۱,۹۳۷۷۵۷	۰,۱۹۷۵۲۷
اندازه شرکت	۱۳,۱۶۹۷۶	۱۳,۱۳۴۴۹	۹,۷۷۷۶۹۸	۱۶,۶۱۴۵۳	۱,۱۷۸۸۹۲

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۶-۲- نتایج آزمون فرضیه‌ها

فرضیه ۱: بین مالکیت نهادی و جریان نقد آزاد شرکت‌ها رابطه وجود دارد.

نتایج آزمون‌های آماری فرضیه اول در جدول شماره ۲ آورده شده است. همان گونه که این جدول نشان می‌دهد، متغیر اندازه شرکت با جریان نقد شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری دارد (البته این رابطه کم است)، ولی رابطه مالکیت نهادی و جریان نقد آزاد شرکت‌ها معنادار نیست. رضایی و تیموری (۱۳۹۱) نیز به این نتیجه رسیدند که رابطه معناداری بین مالکیت نهادی و ریسک جریان نقدی آزاد شرکت وجود ندارد. با توجه به مقدار آماره F، الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و مالکیت نهادی و اندازه شرکت با هم بر جریان نقد آزاد شرکت‌ها تأثیر معناداری دارند و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها حدود ۲۵ درصد از تغییرات جریان نقد آزاد شرکت‌ها را توضیح می‌دهد. آماره دوربین واتسون ۱,۸ است که نشان دهنده عدم خود همبستگی خطاها است.

جدول شماره ۲. نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه اول

نام متغیر	بتا	آماره t	سطح معنی داری	آماره F	سطح معنی داری	دوربین واتسون	ضریب تعیین	نتیجه فرضیه
مالکیت نهادی	۰,۰۳۲	۰,۱۸۷۷	۰,۸۵۱	۵۹,۵۹	۰,۰۰۰	۱,۸۰	۰,۲۵	رد فرضیه
اندازه شرکت	-۰,۰۱۹	-۲,۷۵۱	۰,۰۰۶					
مقدار ثابت	۰,۳۱۳	۳,۹۴۳	۰,۰۰۰					

منبع: یافته‌های پژوهشگر

فرضیه ۲: بین مالکیت شرکتی و جریان نقد آزاد شرکت‌ها رابطه وجود دارد.

نتایج آزمون‌های آماری فرضیه دوم در جدول شماره ۳ آورده شده است. همان گونه که این جدول نشان می‌دهد، متغیرهای مالکیت شرکتی و اندازه شرکت با جریان نقد شرکت‌ها رابطه معناداری دارد. مالکیت شرکتی رابطه مستقیم و متغیر کنترلی اندازه شرکت رابطه معکوسی با جریان نقد آزاد شرکت‌ها دارد (هرچه مالکیت شرکتی بیشتر شود جریان نقد آزاد شرکت‌های نیز بالاتر خواهد رفت). با توجه به مقدار آماره F، الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و مالکیت شرکتی و اندازه شرکت با هم بر جریان نقد آزاد شرکت‌ها تأثیر معناداری دارند و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها حدود ۲۵ درصد از تغییرات جریان نقد آزاد شرکت‌ها را توضیح می‌دهد. آماره دوربین واتسون ۱,۷۹ است که نشان دهنده عدم خود همبستگی خطاها است.

جدول شماره ۳. نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه دوم

نام متغیر	بتا	آماره t	سطح معنی داری	آماره F	سطح معنی داری	دوربین واتسون	ضریب تعیین	نتیجه فرضیه
مالکیت شرکتی	۰,۰۸۲	۳,۴۹۵	۰,۰۰۰	۶۱,۸۸	۰,۰۰۰	۱,۷۹	۰,۲۵	تایید فرضیه
اندازه شرکت	-۰,۰۲۳	-۳,۴۸۵	۰,۰۰۰					
مقدار ثابت	۰,۳۲۸	۴,۲۰۸	۰,۰۰۰					

منبع: یافته‌های پژوهشگر

فرضیه ۳: بین مالکیت مدیریتی و جریان نقد آزاد شرکت‌ها رابطه وجود دارد.

نتایج آزمون‌های آماری فرضیه سوم در جدول شماره ۴ آورده شده است. همان گونه که این جدول نشان می‌دهد، متغیر اندازه شرکت با جریان نقد شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری دارد (البته این رابطه کم است)، ولی رابطه مالکیت مدیریتی و جریان نقد آزاد شرکت‌ها معنادار نیست. با توجه به مقدار آماره F، الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و مالکیت مدیریتی و اندازه شرکت با هم بر جریان نقد آزاد شرکت‌ها تأثیر معناداری دارند و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها حدود ۲۴ درصد از تغییرات جریان نقد آزاد شرکت‌ها را توضیح می‌دهد. آماره دوربین واتسون ۱,۷۹ است که نشان دهنده عدم خود همبستگی خطاها است.

جدول شماره ۴. نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه سوم

نام متغیر	بتا	آماره t	سطح معنی داری	آماره F	سطح معنی داری	دوربین واتسون	ضریب تعیین	نتیجه فرضیه
مالکیت مدیریتی	۰,۰۰۶	-۰,۲۸۶	۰,۷۷۴	۵۹,۰۱	۰,۰۰۰	۱,۷۹	۰,۲۴	رد فرضیه
اندازه شرکت	-۰,۰۱۸	-۲,۶۴	۰,۰۰۸					
مقدار ثابت	۰,۳۱۶	۳,۹۶	۰,۰۰۰					

منبع: یافته‌های پژوهشگر

فرضیه ۴: بین میزان تمرکز مالکیت و جریان نقد آزاد شرکت‌ها رابطه وجود دارد.

نتایج آزمون‌های آماری فرضیه چهارم در جدول شماره ۵ آورده شده است. همان گونه که این جدول نشان می‌دهد، متغیر اندازه شرکت با جریان نقد شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری دارد (البته این رابطه کم است)، ولی رابطه تمرکز مالکیت و جریان نقد آزاد شرکت‌ها معنادار نیست. رضایی و تیموری (۱۳۹۱) نیز به این نتیجه رسیدند که رابطه معناداری بین تمرکز مالکیت و ریسک جریان نقدی آزاد شرکت وجود ندارد. با توجه به مقدار آماره F، الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و مالکیت نهادی و اندازه شرکت با هم بر جریان نقد آزاد شرکت‌ها تأثیر معناداری دارند و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها حدود ۲۴ درصد از

تغییرات جریان نقد آزاد شرکتها را توضیح می‌دهد. آماره دوربین واتسون ۱,۷۹ است که نشان دهنده عدم خود همبستگی خطاها است.

جدول شماره ۵. نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه چهارم

نام متغیر	بتا	آماره t	سطح معنی داری	آماره F	سطح معنی داری	دوربین واتسون	ضریب تعیین	نتیجه فرضیه
تمرکز مالکیت	۰,۰۱۹	۰,۱۴۸	۰,۸۸۱	۵۹,۰۹	۰,۰۰۰	۱,۷۹	۰,۲۴	رد فرضیه
اندازه شرکت	-۰,۰۱۸	-۲,۷۴	۰,۰۰۶					
مقدار ثابت	۰,۳۱۳	۳,۹۱	۰,۰۰۰					

منبع: یافته‌های پژوهشگر

فرضیه ۵: بین مالکیت خارجی و جریان نقد آزاد شرکتها رابطه وجود دارد.

به دلیل نبود مالکیت خارجی عمده در شرکت‌های مورد بررسی و در نتیجه عدم امکان یک الگوی معتبر، مشابه نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) در مورد این نوع مالکیت، آزمون انجام نشده است و نظری ارائه نمی‌شود.

فرضیه ۶: بین میزان اهرم مالی و جریان نقد آزاد شرکتها رابطه وجود دارد.

نتایج آزمون‌های آماری فرضیه ششم در جدول شماره ۶ آورده شده است. همان گونه که این جدول نشان می‌دهد، متغیرهای اهرم مالی و اندازه شرکت با جریان نقد شرکتها رابطه منفی و معناداری دارند (هرچه اهرم مالی (نسبت بدهی به دارایی) بیشتر شود جریان نقد آزاد شرکت‌های نیز کمتر خواهد بود). این نتیجه با یافته‌های فاتما و همکاران (۲۰۱۱) هماهنگ است. با توجه به مقدار آماره F، الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و اهرم مالی و اندازه شرکت با هم بر جریان نقد آزاد شرکتها تأثیر معناداری دارند و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها حدود ۳۱ درصد از تغییرات جریان نقد آزاد شرکتها را توضیح می‌دهد. آماره دوربین واتسون ۱,۸ است که نشان دهنده عدم خود همبستگی خطاها است.

جدول شماره ۶. نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه ششم

نام متغیر	بتا	آماره t	سطح معنی داری	آماره F	سطح معنی داری	دوربین واتسون	ضریب تعیین	نتیجه فرضیه
اهرم مالی	-۰,۲۳۷	-۷,۵۵	۰,۰۰۰	۷۹,۹۸	۰,۰۰۰	۱,۸	۰,۳۱	تایید فرضیه
اندازه شرکت	-۰,۰۱۷	-۲,۵۴	۰,۰۱۱					
مقدار ثابت	۰,۴۵۲	۵,۸۷	۰,۰۰۰					

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۷- بحث و نتیجه گیری

سرمایه گذاران و اعتباردهندگان تمایل دارند در شرکت‌هایی سرمایه گذاری نمایند که جریان نقد آزاد بالایی داشته باشد. زیرا یکی از ابزارهای ارزیابی قدرت بازپرداخت بدهی و تعیین انعطاف پذیری مالی شرکت‌ها، شاخص جریان نقد آزاد می‌باشد. این پژوهش به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان نقد آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. ساختار مالکیت از طریق پنج متغیر اندازه گیری شد. نتیجه حاصل از فرضیه سه نشان می‌دهد که بین مالکیت شرکتی و جریان نقد آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نتایج حاصل از فرضیه‌های دیگر ساختار مالکیت نشان می‌دهد که مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت با جریان نقد آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری ندارند. رضایی و تیموری (۱۳۹۱) نیز به این نتیجه رسیدند که بین متغیرهای حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی) با ریسک جریان نقدی آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد. نتیجه فرضیه ساختار سرمایه نیز نشان می‌دهد که بین نسبت بدهی و جریان نقد آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. فاتما و همکاران (۲۰۱۱) معتقدند در صورت ایجاد بدهی، مدیر موظف است حواله پرداخت اقساط را تقبل کند، که در نهایت موجب محدود شدن رفتار مدیر روی جریان‌های نقدی آزاد می‌شود. این نتیجه با یافته‌های فاتما و همکاران (۲۰۱۱) هماهنگ است. لذا با توجه به پیشینه نظری و تجربی و یافته‌های پژوهش به سهامداران، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، تحلیل‌گران مالی و کارگزاران پیشنهاد می‌شود در زمان سرمایه‌گذاری به رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه و جریان‌های نقد آزاد شرکت‌ها توجه نمایند. علاوه بر آن به سازمان بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نهاد ناظر بر شرکت‌ها و هیأت تدوین استانداردهای حسابداری و حسابرسی پیشنهاد می‌شود اطلاعات لازم در زمینه اجزاء حاکمیت شرکتی و جریان‌های نقد آزاد شرکت‌ها را جهت بهره برداری بهتر استفاده کنندگان صورت‌های مالی افشا نمایند. همچنین به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود بر پیامدهای جریان‌های نقد آزاد توجه بیشتری کنند. همچنین به منظور استفاده هر چه بیشتر از نتایج تحقیق و نیز کمک به روشن شدن تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان نقد آزاد شرکت‌ها در آینده می‌توان به موضوع‌های زیر توجه بیشتری نمود:

- ۱) تأثیر ساز و کارهای داخلی و خارجی نظام راهبری شرکتی بر جریان نقد آزاد شرکت‌ها.
- ۲) بررسی اثر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان نقد آزاد شرکت‌ها به تفکیک در صنایع مختلف.
- ۳) استفاده از سایر تعاریف متغیرهای مستقل و وابسته در تحقیقات آتی.
- ۴) تأثیر تورم و سایر متغیرهای کلان اقتصادی بر جریان نقد آزاد شرکت‌ها.

فهرست منابع

- ۱) اعتمادی، حسین و چالاکی، پری، (۱۳۸۲)، "رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۹، بهار، صص ۳۱-۴۷.
- ۲) باقر زاده، سعید، (۱۳۸۲)، "تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، شماره ۱۶، پاییز و زمستان، صص ۲۳-۴۷.
- ۳) بهرام‌فر، نقی و مهران، کاوه، (۱۳۸۳)، "رابطه بین سود هر سهم، تقسیم سود و سرمایه گذاری در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۶، تابستان، صص ۴۶-۲۷.
- ۴) رضایی، فرزین و تیموری، محمد، (۱۳۹۱)، "بررسی روابط تعاملی بین ریسک جریان‌های نقدی آزاد، ساختار حاکمیت شرکتی و سیاست بدهی شرکت‌ها"، پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، شماره ۵، پاییز، صص ۹۸-۱۱۵.
- ۵) رشیدی، مهدی (۱۳۷۹)، "مدیریت ریسک نوسانات نرخ ارز و بهره"، چاپ اول، تهران.
- ۶) رضوانی راز، کریم و حقیقت، حمید، (۱۳۸۴)، "بررسی رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و میزان بدهی با در نظر گرفتن فرصت‌های سرمایه گذاری و اندازه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی تخصصی مدیریت، زمستان، شماره ۵، صص ۵۰-۵۷.
- ۷) رضوانی راز، کریم، رکابدار، قاسم و احمدی، محمد رمضان، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۴، زمستان، صص ۱۰۷-۹۲.
- ۸) ستایش، محمد حسین و کاظم نژاد، مصطفی، (۱۳۸۹)، "بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانش حسابداری، شماره ۱، تابستان، صص ۲۹-۵۱.
- ۹) صادقی شریف، سید جلال و بهادری، حجت، (۱۳۸۸)، "بررسی تأثیر ساختار مالکیتی بر نسبت پرداخت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، شماره ۲۷، بهار و تابستان، صص ۸۸-۶۱.
- ۱۰) فروغی، داریوش، سعیدی، علی و اژدر، محسن، (۱۳۸۸)، "تأثیر سهامداران نهادی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری، شماره دوم، تابستان، ۱۱۴-۱۲۹.
- ۱۱) کرمی، غلامرضا و اسکندر، هدی، (۱۳۸۸)، "ترکیب سهامداران و سیاست تقسیم سود"، مجله حسابداری، شماره ۲۰۷، خرداد، صص ۵۷-۵۳.
- ۱۲) مؤمنی، منصور، (۱۳۸۶)، "تحلیل آماری با استفاده از SPSS"، چاپ ۷، تهران، انتشارات کتاب نو.

۱۳) محمدی، شاپور، قالیباف اصل، حسن و مشکئی، مهدی، (۱۳۸۸)، "بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، دوره ۱۱، پاییز و زمستان، صص ۶۹ تا ۸۸

۱۴) نمازی، محمد و احسان کرمانی، (۱۳۸۷)، "تأثیر مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، پاییز، ۱۰۰-۸۳

- 15) Abdelsalam. O, EL-Masry. A., and Elsegini. S, (2008) , "Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policies in an Emerging Market, Journal of Managerial Finance, Vol. 34, No. 12, PP. 953-964.
- 16) Al-Najjar. B, & K. Hussainey, (2009) , "The Association Between Dividend Payout and Outside Directorships", Journal of Applied Accounting Research, Vol. 10, No. 1, PP.4-19.
- 17) Babiak.W and Fama.E.,(1986) ,"An Empirical Analysis: Dividend Policy", Journal of the American Statistical Association, Vol 63, No 324, PP. 1161-1132.
- 18) Bichara. L, (2008) , "Institutional Ownership and Dividend Policy: A Framework Based on Tax Clientele", Information Signals and Agency Costs, Ph. D Dissertation. University of North Texas.
- 19) Denis. D. K, McConnell. J. J., (2003) , " International Corporate Governance", Finance Working Paper, Vol.38, No.1, PP.1- 62.
- 20) Earnhart. D, and Lizal. L., (2006) , "Effects of Ownership and Financial Performance on Corporate Environmental Performance", Journal of Comparative Economics. Vol. 34, PP. 111-129.
- 21) Fatma. BEN MOUSSA and Jameleddine Chichti ,(2011) , "Interactions between Free Cash Flow", Debt Policy and Structure of Governance: Three Stage Least Square Simultaneous Model Approach", Journal of Management Research, Vol. 3, No. 2: E9, PP. 1-35.
- 22) Farinha. J., (2003) , "Divided Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis", Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 30, PP. 1173-1209.
- 23) Garcia-Sanchez. I.M., (2010) , "The Effectiveness of Corporate Governance: Board Structure and Business Technical Efficiency in Spain", Central European Journal of Operations Research, Vol. 18, PP. 311-339.
- 24) Grinstein Yaniv and Roni Michaely,(2005) ,"Institutional Holdings and Payout Policy", The Journal of Finance, Vol. 60, PP. 1389-1426.
- 25) Gujarati. N. Damodar, (1995) , "Basic Econometrics", Fourth edition, McGraw-Hill International Editions: Economic Series.
- 26) Harada. K, and Nguyen. P., (2006) , "Ownership Concentration", Agency Conflicts, and Dividend Policy in Japan. Working Paper. [Online]. www.ssrn.com.
- 27) Jayesh Kumar, (2003) , "Ownership Structure and Dividend Payout Policy in India", Indira Gandhi Institute of Development Research, Vol. 5, No. 1, PP. 15-58,
- 28) Jensen, G; Solberg, D, and Zorn, T., (1992)," Simultaneous Determination of Insider Ownership", Debt, and Dividend Policies. Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 27, No. 2, PP. 247-263.
- 29) Jensen, M., (1993),"The Modern Industrial Revolution, Exit, and The Failure of Internal Control Systems", Journal of Finance, Vol.48, PP. 831-880.
- 30) Jensen, M.C. ,(1986)," Agency Costs of Free Cash Flow", Corporate Finance, and Takeovers, American Review, Vol.76, No.2, PP.323-329
- 31) Jensen, M., & Meckling, W. ,(1976) , "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics ,Vol. 3, No. 4, PP. 305-360. .

- 32) Kouki, M, and Guizani, M. ,(2009)," Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from the Tunisian Stock Market," European Journal of Scientific Research. Vol. 25, No.1, PP. 42-53.
- 33) Kowalewski Oskar. Talavera Oleksandr. Stetsyuk. Ivan ,(2007) , "Corporate Governance and Dividend Policy in Poland", Warsaw School of Economics, No. 07-09, PP.1-35
- 34) Kumar. J., (2003) , "Does Ownership Structure Influence Firm value? Evidence form India", Working paper, [Online]. www.ssrn.com.
- 35) Lehn.K, and Poulsen. A.,(1989) ,"Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions", Journal of Finance, Vol.4,4 No. 3,PP.771-787.
- 36) Lintner.J.,(1956) ,"Retained sd Earning and Taxes", Distribution of Incomes of Corporations Among Dividend", The American Economic Review, Vol. 46, No. 2, PP. 113-97..
- 37) McConnell. J. & Servaes. H., (1990) , "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", Journal of Financial Economics, Vol .27, PP. 595-612.
- 38) Ravi Jain, (2007) , "Institytional and Individual Investor Preferences for Dividends and Share Repurchases", Journal of Economics and Business,Vol 59, 406-429
- 39) Richardson. S., (2006) , "Over-investment of free cash flow, Review of Accounting Studies", Vol. 11,PP. 159-189.
- 40) Rose. C., (2005) , "Managerial Ownership and Firm Performance in Listed Danish Firms: In Search of the Missing Link", European Management Journal, Vol. 23, No. 5, PP. 542-553.
- 41) Stouraitis. A. and Wu. L., (2004) , "The Impact of Ownership Structure on the Dividend Policy of Japanese Firms with Free Cash Flow Problem", Working paper, [Online]. www.ssrn.com.
- 42) Truong. T and R.Heaney, (2007) ,"Largest Shareholder and Dividend Policy Around The World", Papers Presented at the 2007 Annual Meeting of the Midwest Finance, Vol. 47, PP 667-687.
- 43) Waud. R,(1966) ,"Models Adaptive Expectations Partial Adjustment smalls amp", Journal of The American Statistical Association, Vol. 61, No. 316, PP. 1152-1130.

یادداشت‌ها

1. Free cash flow
2. Jensen
3. Meckling
4. Garcia-Sanchez
5. Denis
6. Mc Connell
7. Stouraitis
8. Wu
9. Bichara
10. Farinha
11. Harada
12. Nguyen
13. Richardson
14. Kowalewski
15. Kouki
16. Guizani
17. Kumar
18. Abdelsalam

19. Al-Najjar
20. Hussainey
21. Fatma
22. Shareholders Composition
23. Ownership Concentration
24. Foreign Ownership
25. Corporate Ownership
26. Managerial Ownership
27. Institutional Ownership
28. Earnhart and Lizal
29. Rose
30. lehn
31. Poulsen

