

جریان‌های نقد آزاد: اهمیت، کاربرد و نقش آن در مدیریت سود

دکتر محمد جواد شیخ

استادیار دانشگاه شاهد

سعید لازمی چلک

عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد گرمی

سعید محمد نژاد

مدرس دانشگاه آزاد اسلامی واحد نقده

چکیده

یکی از معیارهای ارزیابی عملکرد و ارزیابی سلامت مالی واحدهای تجاری جریان‌های نقد آزاد (FCF) است که برای اولین بار توسط جنسن مطرح شد. جریان‌های نقد آزاد می‌تواند کاربردهای مهم و مفیدی برای سهامداران و مدیران واحدهای تجاری داشته باشد. مسأله‌ی مهمی که در مورد جریان‌های نقد آزاد مطرح است مشکلات نمایندگی و جوه مذکور است. طبق تحقیقات جنسن مدیران در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد زیاد و رشد کم به احتمال زیاد برای حفظ منافع خود دست به مدیریت سود می‌زنند. تحقیقات مختلفی که بعد از تحقیق جنسن در این زمینه انجام گرفت نیز مؤید مدیریت سود در چنین شرکت‌هایی است. در این مقاله به تعاریفی که توسط افراد مختلف از جریان‌های نقد آزاد صورت گرفته است اشاره شده سپس اهمیت و کاربرد و جوه مذکور برای سهامداران، سرمایه‌گذاران و همچنین مدیران واحدهای تجاری مورد بررسی قرار می‌گیرد و در ادامه چندین نسبت که مربوط به جریان‌های نقد آزاد است بیان می‌شود. در آخر نیز نقش جریان‌های نقد آزاد به عنوان محرکی برای مدیریت سود در واحدهای تجاری و عواملی که بنا به تحقیقات انجام یافته می‌توانند این انگیزه را تعدیل کنند مورد بررسی قرار می‌گیرد.

واژه‌های کلیدی: جریان‌های نقد آزاد، اهمیت جریان‌های نقد آزاد، کاربرد جریان‌های

نقد آزاد، مدیریت سود

مقدمه

جریانهای نقدی در بسیاری از تصمیمات مالی، مدل‌های ارزش گذاری اوراق بهادار، روش‌های ارزیابی طرحهای سرمایه‌ای و غیره، نقش محوری دارند. اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی همچنین از لحاظ درون سازمانی نیز اداره امور را در کاراترین شکل خود امکان‌پذیر می‌سازد و منجر به اتخاذ تصمیمات بهینه در زمینه‌های عملیاتی، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی می‌شود.

در چارچوب نظری حسابداری مالی که تأمین‌کننده‌ی هدف‌های گزارشگری مالی است توجه خاصی به جریان‌های نقدی و امکان پیش‌بینی آن مبذول شده است. شرکت باید بتواند وجوه نقد کافی برای ایفای تعهداتش به هنگام سررسید و سایر عملیات نقدی و از جمله سود نقدی سهام ایجاد نماید.

جریان نقد عملیاتی¹ (CFO)، وجه نقدی است که از فعالیت‌های عملیاتی واحد تجاری حاصل می‌شود. اما جریان‌های نقد آزاد² (FCF) وجوهی است که بعد از تعدیلاتی بر روی جریان نقد عملیاتی به دست می‌آید. نظریه‌ی جریانهای نقد آزاد که در سال ۱۹۸۶ برای اولین بار توسط جنسن³ مطرح شد و به تدریج توسعه یافت یکی از مباحث جدید در ادبیات مالی است که رفتار شرکت‌هایی را توصیف می‌کند که با نظریه‌های قبلی اقتصادی قابل توجیه نبود.

جریان‌های نقد آزاد یکی از معیارهای اندازه‌گیری عملکرد واحد تجاری است و وجه نقدی را نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها در اختیار دارد. جریانهای نقد آزاد می‌تواند کاربردهای مهمی برای سهامداران در

1 - Cash From Operation

2 - Free Cash Flows

3 - Jensen

ارزیابی سلامت مالی واحد تجاری داشته باشد. همچنین مدیران نیز می‌توانند با استفاده کارآمد از منابع تحت مالکیت خود جریان‌های نقد آزاد را در طرحهایی با ارزش فعلی خالص (NPV)^۱ مثبت سرمایه‌گذاری کرده و باعث افزایش ارزش شرکت گردند.

اما نکته‌ای که در اینجا باید به آن توجه داشت این است که ممکن است در برخی موارد الزاماً افزایش ثروت مدیران در جهت افزایش ثروت سایر گروهها از جمله سهامداران نباشد. در این راستا ممکن است مدیران وجوه مذکور را در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که برای سهامداران ایجاد ارزش نکند و به منظور از بین بردن آثار چنین سرمایه‌گذاری‌هایی دست به مدیریت سود^۲ بزنند.

باید توجه داشت که همه افراد به طور طبیعی به دنبال افزایش منافع شخصی خود هستند. از اینرو مدیران نیز ممکن است بنا به دلایلی نظیر ابقا در شرکت، دریافت پاداش و سایر عوامل، خواسته یا ناخواسته وضعیت شرکت را مطلوب جلوه دهند. تضاد منافع^۳ بین مدیران و مالکان (سهامداران)، احتمال خطر ارائه اطلاعات غیر قابل اتکا را افزایش می‌دهد.

یکی از عواملی که نقش مهمی در ایجاد تضاد بین سهامداران و مالکان دارد پرداخت وجه نقد به سهامداران تحت عنوان سود سهام است. پرداخت سود سهام به طور نقد که کمتر هم مورد توجه قرار گرفته است باعث کاهش منابع تحت کنترل مدیران می‌شود و به این ترتیب مدیران کنترل خود را بر بازارهای سرمایه از دست داده و در مواقع لازم نمی‌توانند سرمایه‌های جدیدی برای شرکت جذب کنند [۸].

مدیران شرکتهای غالباً بدون در نظر گرفتن اندازه مطلوب شرکت تحت مدیریت خود، به دنبال رشد آن هستند. زیرا رشد شرکت دو مزیت عمده برای مدیران می‌تواند به همراه داشته باشد. از این لحاظ که هم می‌تواند منابع تحت کنترل مدیران را افزایش داده و قدرت آنها را در شرکت و در بازارهای سرمایه افزایش دهد و هم توأم با پاداش برای

1 - Net Present Value

2 - Earning Management

3 - Conflict of Interests

مدیران باشد. به این دلیل که غالباً بین پاداش مدیران و رشد فروش شرکت رابطه‌ی مستقیمی وجود دارد. تمایل شرکت‌ها در دادن پاداش به مدیران سطح میانی بر اساس ایجاد رشد در شرکت در مقابل اعطای پاداش به صورت سالیانه باعث بوجود آمدن انحرافات مهم در خصوص نحوه‌ی ترفیع آن‌ها در شرکت می‌شود به این خاطر که مدیران علاقه‌مندند با نشان دادن رشد بخش‌های تحت مسئولیت خود به هر نحو ممکن، موقعیت جدیدی برای خود به وجود آورند [۸].

طبق نظریه‌ی جنسن اگر مدیران شرکتها که به هر طریق ممکن به دنبال رشد شرکت خویش هستند، به جای سرمایه‌گذاری جریانهای نقد آزاد در طرح‌های با ارزش فعلی خالص منفی و به دنبال آن مدیریت سود برای از بین بردن زیان‌های ناشی از سرمایه‌گذاری در چنین طرح‌هایی، وجوه مذکور را بین سهامداران توزیع کنند، به نفع سهامداران بوده و همچنین وضعیت شرکت نیز بهبود می‌یابد [۸].

تا کنون در ایران تحقیقات کمی در مورد جریان‌های نقد آزاد انجام گرفته و تقریباً تمامی تحقیقات انجام شده در ایران بر نقش جریان‌های نقد آزاد به عنوان عاملی در مدیریت سود تأکید کرده‌اند، ولی به عواملی که می‌تواند این انگیزه را تعدیل کند اشاره نشده است و اهمیت و کاربرد وجوه مذکور نیز مورد بحث قرار نگرفته است. در این تحقیق ابتدا تعاریف متعددی که توسط محققان از جریانهای نقد آزاد صورت گرفته و همچنین به روش‌ها و مدل‌های محاسبه جریان‌های نقد آزاد و ماهیت و مفهوم این وجوه اشاره می‌شود. همچنین به بحث اهمیت و کاربرد وجوه مذکور برای سهامداران و سرمایه‌گذاران و همچنین مدیران واحد تجاری پرداخته می‌شود و چند نسبت مالی که مربوط به جریان‌های نقد آزاد است و می‌تواند کاربردهایی برای سهامداران و سرمایه‌گذاران داشته باشد معرفی می‌شود و بعلاوه بحث جریان‌های نقد آزاد به عنوان محرک و انگیزه‌ای برای مدیریت سود که برای اولین بار توسط جنسن مطرح شد، و عواملی که می‌تواند این انگیزه را تعدیل کنند مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

در ادامه این مقاله به تعاریفی که توسط محققان از جریانهای نقد آزاد صورت گرفته و همچنین به روش‌ها و مدل‌های محاسبه جریان‌های نقد آزاد اشاره می‌شود. به بحث

اهمیت و کاربرد وجوه مذکور برای سهامداران و سرمایه گذاران و همچنین مدیران واحد تجاری پرداخته می شود و چند نسبت مالی که مربوط به جریان های نقد آزاد است و می تواند کاربردهایی برای سهامداران و سرمایه گذاران داشته باشد معرفی می شود و در نهایت بحث جریان های نقد آزاد به عنوان محرک و انگیزه ای برای مدیریت سود که برای اولین بار توسط جنسن مطرح شد، و عواملی که می تواند این انگیزه را تعدیل کنند مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

تعریف و محاسبه جریانهای نقد آزاد

جریان نقد آزاد برای شرکت معیاری است که سودآوری شرکت را پس از همه ی هزینه ها و سرمایه گذاری ها اندازه گیری می کند. معیار مزبور یکی از معیارهای متعددی است که برای مقایسه و تجزیه و تحلیل سلامتی مالی شرکت ها استفاده می شود. تا کنون تعریف واحدی از جریانهای نقد آزاد ارائه نشده است. اما تعاریف متعددی توسط افراد مختلفی به منظور محاسبه ی جریانهای نقد آزاد ارائه شده است که در اینجا به چند مورد اشاره می شود.

تئوری جریانهای نقد آزاد برای اولین بار توسط جنسن توسعه یافت. افزون بر این، تحلیل نظری هزینه های نمایندگی^۱ نیز به وسیله ی او در خصوص جریان نقدی آزاد انجام گرفت. در این نظریه، جریان های نقدی آزاد عبارتست از باقیمانده جریانهای نقدی پس از کسر وجوه نقد لازم برای سرمایه گذاری در پروژه هایی که خالص ارزش فعلی آنها مثبت ارزیابی می شود. این پروژه ها، طرحهای سرمایه گذاری بلندمدتی هستند که ارزش فعلی جریانهای نقدی ورودی مورد انتظار از آنها بیش از ارزش فعلی جریانهای نقدی خروجی مورد انتظار از آنها است. بدیهی است در محاسبه ارزش فعلی از نرخ هزینه ی سرمایه جهت تنزیل استفاده می شود [۶].

طبق تعریف جنسن جریانهای نقد آزاد از طریق فرمول زیر تعیین می شود [۸]:

¹ - Agency Cost

$$FCF_t = CFO_t - investment_t^+$$

که در آن:

$$FCF_t = \text{جریانهای نقد آزاد واحد تجاری در دوره } t$$

$$CFO_t = \text{وجه نقد حاصل از عملیات واحد تجاری در دوره } t$$

$$investment_t^+ = \text{جریانهای نقد آزاد مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری در}$$

پروژه‌هایی با NPV مثبت مورد انتظار واحد در دوره t

بعد از جنسن نیز تحقیقات مختلفی انجام شد و تعاریف متعددی از جریانهای نقد آزاد ارائه گردید. طبق تعریف **لن و پلسن**¹ از جریانهای نقد آزاد، وجوه مذکور عبارت است از سود عملیاتی قبل از کسر هزینه استهلاک و پس از کسر مالیات پرداختنی، بهره، سود سهامداران ممتاز و عادی. طبق تعریف لن و پلسن جریانهای نقد آزاد به صورت زیر تعیین می‌شود [۱۰]:

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

که در آن:

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

$$INC_{i,t}: \text{سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$TAX_{i,t}: \text{کل مالیات پرداختنی شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$INTEXP_{i,t}: \text{هزینه بهره پرداختنی شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$PSDIV_{i,t}: \text{سود سهامداران ممتاز پرداختنی شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$CSDIV_{i,t}: \text{سود سهامداران عادی پرداختنی شرکت } i \text{ در سال } t$$

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

¹ -Lehn and Poulsen

کاپلند^۱ نیز تعریف زیر را از جریانهای نقد آزاد ارائه کرده است [۷]:

جریانهای نقد آزاد واحد تجاری عبارت است از سود عملیاتی پس از کسر مالیات به اضافه هزینه‌های غیر نقدی پس از کسر سرمایه‌گذاری، اموال، ماشین‌آلات، تجهیزات و سایر دارایی‌ها.

$$FCF_t = E_t + NCC_t - \Delta WC_t - \Delta FA_t$$

که در آن:

E_t : سود عملیاتی پس از کسر مالیات واحد تجاری در دوره t

NCC_t : هزینه‌های غیر نقدی از قبیل هزینه استهلاک، هزینه مطالبات مشکوک‌الوصول... واحد تجاری در دوره t

ΔWC_t : افزایش در سرمایه در گردش واحد تجاری در دوره t

ΔFA_t : افزایش در ناخالص ارزش دفتری مجموع دارایی‌های ثابت واحد تجاری در دوره t

پائول گریفن، دیوید لانت و یوان سان نیز تعریف زیر را برای جریانهای نقد آزاد ارائه نمودند [۱۱]:

وجوه مازاد بر نیاز برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت که به سهامداران پرداخت نشده است.

در روش دیگر، جریان نقد آزاد از طریق کسر کردن مخارج سرمایه‌ای از جریان نقد عملیاتی محاسبه می‌شود. گفتنی است، بورس اوراق بهادار تهران به‌منظور قابلیت مقایسه شرکت‌هایی که سهام آنها در بورس پذیرفته می‌شود، برای محاسبه جریان نقد آزاد و افشای آن در امیدنامه پذیرش و درج شرکت‌ها، از این روش محاسباتی استفاده می‌کند. جریان نقد عملیاتی در صدر صورت جریان وجه نقد می‌آید و خالص مخارج سرمایه‌ای انجام شده هم از بخش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری صورت مزبور اخذ و از تفاضل آنها

1 - Copeland

جریان نقد آزاد برای ۳ سال گذشته (و ۳ سال آینده در صورت وجود اطلاعات) محاسبه می‌شود.

ماهیت و مفهوم جریان نقد آزاد

جریان نقد آزاد نشان دهنده‌ی پول نقدی است که مدیران بوسیله‌ی تقویت آن می‌توانند بر ارزش شرکت خود بیفزایند. برای ارزیابی عملکرد شرکت از طریق معیار جریان نقد آزاد ابتدا بایستی عوامل مؤثر بر این معیار مثل سود خالص، هزینه‌ی استهلاک دارایی‌های مشهود و نامشهود، مخارج سرمایه‌ای، سود تقسیمی، هزینه‌ی تأمین مالی، مالیات بر درآمد و سایر موارد مشابه دیگر را شناسایی و مورد تجزیه و تحلیل قرار داد. شرکتی که دارای جریان‌های نقد آزاد بالایی باشد از مطلوبیت و محبوبیت بیشتری نزد سرمایه‌گذاران و بستانکاران برخوردار است. این مطلوبیت زمانی قابل قبول است که شرکت مرحله رشد را گذرانده و دیگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور بالایی نداشته باشد. 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 گیرد. 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 مسائل و مشکلات عملیاتی روبرو شده است. اما چنانچه منفی شدن جریان وجوه نقد آزاد ناشی از سرمایه‌گذاری وجوه در فرصت‌های سودآور موجود و بکارگیری منابع زیاد در اقلام سرمایه‌عملیاتی 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 وجوه نقد آزاد منجر می‌گردد [۳].

اهمیت جریان‌های نقد آزاد

یکی از گزارش‌های مالی که در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد، صورت جریان نقدی است. صورت جریان نقدی ابزار انتقال اطلاعات برای ارزیابی توان بازپرداخت

بدهی، نقدینگی و انعطاف پذیری مالی است [۲]. وجه نقد از منابع مهم و حیاتی در هر واحد سودآوری است و ایجاد توازن وجوه نقد در دسترس و نیازهای نقدی، مهم‌ترین عامل سلامت اقتصادی هر واحد سودآور است. وجه نقد از طریق عملیات عادی و سایر منابع تأمین مالی، به واحد سودآور وارد می‌شود و برای اجرای عملیات، پرداخت سود، بازپرداخت بدهی‌ها، و گسترش واحد سودآوری به مصرف می‌رسد. روند ورود و خروج وجه نقد، در هر واحد سودآور بازتاب تصمیم‌گیری‌های مدیریت در مورد برنامه‌های کوتاه و بلند مدت عملیاتی و طرح‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی است [۱].

در صورت جریان وجوه نقد معمولاً وجوه نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی بیانگر توانایی شرکت برای ایجاد جریانهای نقدی است. با وجود این بسیاری از تحلیلگران مالی معتقدند وجوه نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی وجوهی است که نه تنها باید در دارایی‌های ثابت جدیدی سرمایه‌گذاری شده تا شرکت بتواند سطح جاری فعالیتهای خود را حفظ نماید بلکه بخشی از این وجوه نیز باید به منظور رضایت سهامداران تحت عنوان سود سهام و یا بازخرید آن بین آنها توزیع شود. لذا وجوه نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی به تنهایی نمی‌تواند به عنوان توانایی واحد تجاری برای ایجاد جریانهای نقدی تلقی گردد.

جریان نقد عملیاتی، وجه نقد ایجاد شده در نتیجه عملیات شرکت است که معمولاً با کسر شدن همه هزینه‌های عملیاتی از درآمدها به دست می‌آید. از این رو لازم است به منظور ارزیابی توانایی واحد تجاری در کنار وجوه نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی جریانهای نقد آزاد آن نیز محاسبه و مورد ارزیابی قرار گیرد [۹]. مفهوم مهمی که در صورت جریان وجوه نقد وجود دارد، جریان نقد آزاد است که معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها می‌باشد که بر روی قیمت بازار سهام شرکت نیز می‌تواند اثر داشته باشد [۴]. همچنین باید توجه داشت که معیارهای حسابداری قدیمی از قبیل سود هر سهم و بازده دارایی‌ها به تنهایی نمی‌توانند بیانگر عملکرد واحد تجاری باشند بلکه این معیارها باید در کنار معیارهایی از قبیل جریانهای نقد آزاد واحد تجاری به کار برده شوند. چرا که کتمان و دستکاری FCF بسیار دشوار بوده در حالی که سود مکرراً توسط مدیران واحدهای تجاری دستکاری می‌گردد [۵].

از جمله مهمترین مواردی که بر سیاستهای تأمین مالی تأثیر دارد، می‌توان به جریان نقد آزاد اشاره کرد. زیرا، جریان‌های ورود و خروج وجه نقد یک واحد تجاری جزء اساسی‌ترین رویدادهایی است که شالوده‌ی بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در باره‌ی آن واحد می‌باشد. در تئوری جریان نقد آزاد از وجوه مازاد به عنوان معیار ارزیابی قدرت باز پرداخت بدهی یاد شده است. زیرا پرداخت بدهی در سر رسید به وجوهی بستگی دارد که به صورت مازاد نگهداری می‌شوند. از آنجا که بستنکاران و اعتباردهندگان هر شرکتی انتظار دارند که مطالباتشان در سر رسید تعیین شده باز پرداخت شوند، لذا جهت سرمایه‌گذاری و اعتباردهی به شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد بالایی دارند علاقه و تمایل بیشتری از خود نشان می‌دهند. جریان نقد آزاد، مبلغ نقد در اختیار شرکت است که می‌تواند برای انجام سرمایه‌گذاری‌های مورد نظر، پرداخت سود سهام، باز پرداخت بدهی یا برای افزایش نقدینگی مورد استفاده قرار می‌گیرد [۲].

جریان نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است که به مدیران اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جست‌وجو کنند که ارزش سهام شرکت را افزایش می‌دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نیست. از طرف دیگر، وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه‌ی نگهداری وجه نقد و هزینه‌ی وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود. مقدار مثبت جریان نقد آزاد برای شرکت نشان می‌دهد که شرکت پس از پرداخت هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها دارای وجوه نقد مازاد است. از طرف دیگر، مقدار منفی نشان می‌دهد که شرکت درآمد کافی به منظور پوشش هزینه‌ها و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری‌اش ایجاد نکرده است. به همین دلیل، سرمایه‌گذاران باید در ارزیابی دلایل این رویداد کاوش‌های عمیق‌تری به عمل آورند. این امر می‌تواند علامتی از مشکلات حاد شرکت مورد رسیدگی باشد.

کاربرد جریانهای نقد آزاد

جریان نقدی آزاد می‌تواند در ارزیابی سلامت مالی یک شرکت مفید باشد، چرا که تمام مفروضات حسابداری موجود در ساختار سود را کنار می‌گذارد. از نظر سهامداران

واحد تجاری جریانهای نقد آزاد می‌تواند به عنوان معیاری به منظور ایجاد ارزش برای آنان تلقی شود. زیرا واحدهای تجاری که جریانهای نقد آزاد مثبت بالایی داشته باشند، انتظار می‌رود که با سرمایه‌گذاری وجوه مذکور در طرح‌های سرمایه‌گذاری جدید بتواند برای سهامداران خود ایجاد ارزش نماید [۶].

همچنین جریانهای نقد آزاد می‌تواند به عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد مدیران باشد. با توجه به اینکه سود خالص توسط مدیران واحد تجاری عموماً مدیریت می‌شود، نمی‌تواند معیار مناسبی برای ارزیابی واحد تجاری قلمداد شود. اما با توجه به اینکه دستکاری جریانهای نقد آزاد امری دشوار است می‌تواند معیار مناسبی برای ارزیابی عملکرد باشد.

البته باید توجه داشت که جریانهای نقد آزاد کم یا منفی لزوماً نشانگر عملکرد ضعیف واحد تجاری نمی‌باشد. زیرا واحدهای تجاری در حال رشد به دلیل سرمایه‌گذاری زیاد، معمولاً از وجه نقد آزاد منفی یا پایینی برخوردار هستند که این امر در شرکت‌های پویا امری طبیعی است و به تنهایی نمی‌تواند نشانگر وضعیت نامطلوب واحد تجاری باشد. در صورتی که این سرمایه‌گذاری‌ها بازده بالایی داشته باشد می‌تواند در بلند مدت نتایج مطلوبی همراه داشته باشد. در حالی که شرکت‌هایی که از نظر رشد در حال نزول می‌باشند ممکن است به دلیل عدم سرمایه‌گذاری دارای وجه نقد آزاد بالایی باشند.

جریاهای نقد آزاد از دیدگاه مدیران واحد تجاری می‌تواند کاربردهای مهمی در تقسیمات نقدی سود، بازخرید سهام، بازپرداخت بدهی‌ها و تأدیه تعهدات واحد تجاری، تحصیل شرکتهای دیگر توسط واحد تجاری و سرمایه‌گذاری مجدد در پروژه‌های سرمایه‌ای واحد تجاری داشته باشد. اگر جریانهای نقد آزاد برای تحصیل شرکت‌های دیگر یا سرمایه‌گذاری مجدد در پروژه‌های سرمایه‌ای به طور مؤثری سرمایه‌گذاری گردد می‌تواند جریانهای نقدی مازادی برای واحد تجاری ایجاد نماید.

جریان نقد آزاد هر سهم^۱

جریان نقد آزاد هر سهم نیز که از طریق تقسیم جریان‌های نقد آزاد بر تعداد سهام منتشره بدست می‌آید، معرف سودآوری مالی شرکت است و شاخصی برای اندازه‌گیری تغییر در سود هر سهم است. جریان نقد آزاد هر سهم از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{جریان نقد آزاد هر سهم} = \frac{\text{جریان نقد آزاد}}{\text{تعداد سهام منتشره}}$$

جریان نقد آزاد هر سهم توانایی شرکت برای پرداخت بدهی‌ها، سود نقدی، بازخرید سهام و تسهیلات رشد کسب و کار را علامت می‌دهد. همچنین، معیار مزبور یک پیش‌بینی اولیه در رابطه با قیمت آتی سهام را ارائه می‌کند. برای مثال، وقتی قیمت سهام پایین است و جریان نقد آزاد در حال افزایش است، این احتمال مناسب است که سود خالص و ارزش سهام به‌زودی افزایش خواهد یافت، زیرا مقدار بالای جریان نقد آزاد هر سهم بدین معناست که سود هر سهم احتمالاً نیز باید افزایش یابد.

بازده جریان نقد آزاد^۲

نسبت مذکور ارزیابی بازده کلی یک سهم است. این نسبت جریان نقد آزاد هر سهم را که انتظار می‌رود یک شرکت در برابر قیمت بازار هر سهم خود کسب کند، اندازه‌گیری می‌کند. نسبت مزبور از تقسیم جریان نقد آزاد هر سهم بر قیمت آن سهم بدست می‌آید، یعنی:

$$\text{بازده جریان نقد آزاد} = \frac{\text{جریان نقد آزاد هر سهم}}{\text{قیمت بازار جاری هر سهم}}$$

1 - Free Cash Flow Per Share

2 - Free Cash Flow Yield

بازده جریان نقد آزاد به لحاظ ماهیت مشابه بازده سهام است که معمولاً از تقسیم کردن سود نقدی هر سهم بر قیمت هر سهم محاسبه می‌شود. معمولاً پایین بودن نسبت مذکور منجر به جذابیت کمتر برای سرمایه‌گذاران می‌شود. منطق ادعای مذکور هم این است که سرمایه‌گذاران تمایل دارند با حداقل قیمت، حداکثر سود ممکن را کسب کنند. برخی از سرمایه‌گذاران جریان‌های نقد آزاد (که با لحاظ کردن مخارج سرمایه‌ای و سایر مخارج مورد نیاز برای استمرار فعالیت به دست می‌آید) را شاخص دقیق‌تری برای بازده دریافتی خود می‌دانند، در نتیجه بازده جریان نقد آزاد را به بازده سهام ترجیح می‌دهند.

نسبت قیمت به جریان نقد آزاد^۱

این نسبت قیمت بازار شرکت را با سطح جریان نقد آزاد سالانه‌اش مقایسه می‌کند. نسبت قیمت به جریان نقد آزاد مشابه نسبت قیمت به جریان نقد است، اما در اینجا مخارج سرمایه‌ای از جریان نقد عملیاتی کسر شده است بنابراین جریان نقد آزاد را سختگیرانه‌تر اندازه‌گیری می‌کند.

$$\text{نسبت قیمت به جریان نقد آزاد} = \frac{\text{مجموع قیمت بازار سهام شرکت}}{\text{جریان نقد آزاد}}$$

به‌طور کلی، هر چه نسبت فوق بیشتر باشد، شرکت گران‌تر خواهد بود. مقایسه‌ی سطوح قیمت در گذشته با جریان نقد آزاد، به همراه مقایسه با مقدار متوسط این نسبت در صنعت مربوطه سودمند است. برای مثال، اگر شرکتی ۲۰۰ میلیون ریال جریان نقد عملیاتی ایجاد کند و ۵۰ میلیون ریال آن را صرف مخارج سرمایه‌ای کند، آنگاه جریان نقد آزاد آن ۱۵۰ میلیون ریال است. در صورتی که ارزش بازار فعلی شرکت ۵ میلیارد ریال باشد، شرکت با قیمت ۳۳/۳۳ برابر جریان نقد آزاد معامله می‌شود (۵ میلیارد ریال تقسیم بر ۱۵۰ میلیون ریال).

¹ - Price to Free Cash Flow

جریان‌های نقد آزاد محرکی برای مدیریت سود

مدیریت سود یکی از مباحث مطرح در ادبیات مالی است که هر یک از تحقیقات از ابعاد خاصی و با عبارات متفاوتی نظیر دست کاری سود، هموارسازی سود و در نهایت مدیریت سود به موضوع پرداخته‌اند.

از مهم‌ترین ویژگی‌های شرکت‌های سهامی تفکیک مالکیت از مدیریت آن‌ها است. براین اساس برای مدیران امکان دسترسی انحصاری به بخشی از اطلاعات و نیز تهیه و ارائه‌ی اطلاعاتی همچون اطلاعات مالی بوجود آمده است. این ویژگی و نیز ویژگی حسابداری تعهدی^۱ به خاطر وجود معوقات^۲ (مابه‌التفاوت سود نقدی و سود تعهدی) و انگیزه‌هایی هم‌چون انگیزه‌های پاداش، هموارسازی سود^۳ و مقررات گریزی، این امکان و انگیزه را برای مدیران به وجود می‌آورد تا در جهت منافع خود و در تضاد با منافع سایر گروه‌ها اطلاعات را دستکاری کنند و یا به عبارت کامل‌تر دست به اعمال مدیریت سود بزنند.

یکی از تئوری‌هایی که به تجزیه و تحلیل چنین تضادهایی می‌پردازد تئوری نمایندگی^۴ است. تئوری نمایندگی بیان می‌کند وقتی اهداف مدیران متفاوت از اهداف سهامداران باشد و همچنین مکانیزم نظارتی شرکت کارایی لازم را نداشته باشد، مدیران در راستای اهداف خویش به اعمالی دست می‌زنند که لزوماً در راستای اهداف سهامداران نمی‌باشد [۱۱].

تمایل ذاتی افراد به افزایش ثروت خود بنا به دلایلی مانند ایجاد امنیت، رفاه اجتماعی و... باعث شده است تا افراد جامعه به دنبال فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب باشند تا با ایجاد منابع جدید ثروت خود را افزایش دهند. در برخی موارد ممکن است الزاماً افزایش ثروت مدیران در جهت افزایش ثروت سایر گروه‌ها از جمله سهامداران نباشد [۵]. تضاد منافع بین مدیران و مالکان (سهامداران)، احتمال خطر ارائه اطلاعات غیر قابل اتکا را

1 - Accrual Accounting

2 - Deferrals

3 - Earn Smoothing

4 - Agency Theory

افزایش می‌دهد. سود به عنوان منبع اطلاعاتی در دسترس استفاده کنندگان می‌تواند توسط مدیریت به منظور حداکثر کردن منافع خود مورد دستکاری واقع شود.

در رابطه با افزایش ثروت سهامداران جریان‌های نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است که به مدیران اجازه می‌دهد تا فرصت‌های رشدی را جست و جو کنند که ارزش سهام شرکت را افزایش می‌دهد. مدیران می‌توانند جریان‌های نقد آزاد را در طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کنند و از این طریق ثروت سهامداران را افزایش دهند.

جنسن در سال ۱۹۸۶ ادعا نمود که جریان‌های نقد آزاد به خاطر افزایش احتمال سرمایه‌گذاری این وجوه در پروژه‌هایی که برای شرکت ایجاد ارزش نمی‌کند، مشکلات نمایندگی^۱ ایجاد می‌کند. وی همچنین اظهار داشت که تضاد منافع بین سهامداران و مدیران احتمالاً در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد بالا و رشد کم بیشتر باشد. جنسن فرضیه‌ای را به این صورت مطرح نمود که در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد بالا و رشد کم اغلب مدیران ترغیب می‌شوند که وجوه مذکور را در فعالیت‌هایی به کار گیرند که لزوماً به حداکثرسازی ارزش سهامداران منتج نمی‌شود [۸].

طبق نظریه‌ی جنسن که برای اولین بار در سال ۱۹۸۶ ارائه شد با توجه به تئوری تضاد منافع بین مدیران و مالکان، نه تنها ممکن است مدیران جریان‌های نقد آزاد را در طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری نکنند بلکه حتی ممکن است مدیران در جهت تأمین منافع شخصی خود در کوتاه مدت وجوه مذکور را در طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی نیز سرمایه‌گذاری کنند و برای پوشاندن و از بین بردن آثار اینگونه سرمایه‌گذاری‌ها دست به مدیریت سود بزنند.

به دنبال نظریه‌ی جنسن تحقیقات زیادی به بررسی نقش جریان‌های نقدی آزاد در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی پرداخته‌اند. بیشتر این تحقیقات از فرضیه‌ی جنسن

1 - Agency Problems

حمایت کرده و مشکلات نمایندگی را در شرکت‌هایی با جریان‌های نقدی آزاد بالا و فرصت‌های سرمایه‌گذاری کم را تأیید کردند.

روبن^۱ (۱۹۹۰) نیز اظهار می‌دارد که مدیران در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد بالا ترجیح می‌دهند که وجوه مذکور را به جای پرداخت به عنوان سود سهام به سهامداران، در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی سرمایه‌گذاری کنند.

جاگی و گول نیز در تحقیق مشابهی به شواهدی در خصوص مدیریت سود در شرکت‌هایی با جریان‌های نقدی آزاد بالا دست یافتند. طبق نظریه‌ی جنسن در چنین شرکت‌هایی، مدیران به جای توزیع جریان‌های نقد آزاد به سهامداران، وجوه مذکور را در طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی سرمایه‌گذاری کرده و باعث پایین آمدن ارزش بازار شرکت می‌شوند [۵].

پائول گریفین^۲، دیوید لانت^۳ و یوان سان^۴ در تحقیقات خود به شواهدی دست یافتند که نشان داد شرکت‌های با جریان‌های نقد آزاد بالا و رشد کم، حق‌الزحمه‌ی حسابرسی بالایی می‌پردازند که این امر بیانگر این است که حسابرسان در چنین شرکت‌هایی مشکلات نمایندگی جریان‌های نقد آزاد را تشخیص داده‌اند. به عنوان مثال امکان دستکاری صورت‌های مالی توسط مدیران که بر حق‌الزحمه‌ی حسابرسی تأثیر دارد. اما بر خلاف گول^۵ و تسویی^۶ (۱۹۹۸، ۲۰۰۱) و فرگوسن^۷ و تیلور^۸ (۲۰۰۷) تحقیقات آنان نشان داد که شرکت‌های با جریان‌های نقد آزاد بالا و رشد بالا نیز حق‌الزحمه‌ی حسابرسی بالایی دارند [۱۱].

جنسن در ادامه به عواملی اشاره می‌کند که می‌تواند مشکلات نمایندگی جریان‌های نقد آزاد را تعدیل کند. جنسن در این راستا بر نقش انتشاردهی، بازخرید سهام

1 - Robin

2 - Paul Griffin

3 - David Lont

4 - Yuan sun

5 - Gul

6 - Tsui

7 - Ferguson

8 - Taylor

و پرداخت سود سهام به سهامداران اشاره می‌کند. به زعم جنسن، شرکت‌های مولد جریان نقدی آزاد باید وجوه خود را به جای سرمایه‌گذاری در طرح‌های کم بازده (غیر سودآور) تسلیم مالکان کنند. برای مثال، آنها می‌توانند مازاد جریان نقدی خود را به صورت پرداخت سود سهام، بازخرید سهام و یا انتشار بدهی به جای سهام به مالکان تسلیم کنند [۸].

بر اساس مطالعات جنسن، صنعت نفت آمریکا، مثالی از موارد ائتلاف منابع را نشان می‌دهد. جریان‌های نقدی ایجاد شده در دهه ۱۹۸۰ روی طرح‌های اکتشافی کم بازده صرف شده بود. به باور او، اگر این شرکت‌ها مازاد وجوه نقد خود را از طریق بازخرید سهام یا معاوضه با بدهی به سهامداران پرداخت می‌کردند؛ وضعیت مطلوبتری داشتند. وی بیان می‌کند که پرداخت سود سهام به صورت نقد و بدهی در سطح مطلوب می‌تواند با کاهش وجوه نقد در دسترس جهت انجام مخارج اختیاری مشکلات نمایندگی FCF را کاهش دهد. [۸].

مطابق با فرضیه‌ی تعدیل‌کنندگی بدهی جنسن، مطالعه پائول گریفن، دیوید لانت و یوان سان نشان داد که بدهی بالا هزینه‌های نمایندگی جریان‌های نقد آزاد را تعدیل می‌کند. و به خاطر این امر در شرکت‌هایی که بدهی بالایی دارند به خاطر نقش تعدیلی بدهی در رابطه با مشکلات نمایندگی جریان‌های نقد آزاد، حق‌الزحمه‌ی حسابرسی شرکت پایین می‌آید. اما آن‌ها شواهدی مبنی بر نقش تعدیلی پرداخت سود سهام و یا بازخرید سهام پیدا نکردند [۱۱].

تحقیقات ژانگ ییلی^۱ نشان داد که تعهدات بدهی با کاهش سطح سرمایه‌گذاری شرکت، مشکلات نمایندگی جریان‌های نقد آزاد را کاهش می‌دهد. او همچنین به شواهدی دال بر نقش تعدیلی پاداش جبرانی مدیران در رابطه با مشکلات نمایندگی جریان‌های نقد آزاد دست یافت. بنا به یافته‌های او پاداش‌های جبرانی مدیران با کاهش

¹ - Zhang Yilei

حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی، باعث کاهش مشکلات نمایندگی جریان‌های نقد آزاد می‌شود [۱۲].

بنابراین می‌توان گفت که جریان‌های نقد آزاد می‌تواند محرکی برای مدیریت سود توسط مدیران واحدهای تجاری به شمار آید و با توجه به تحقیقات انجام شده بدهی می‌تواند با کاهش سطح سرمایه‌گذاری و کاهش وجوه نقد در دسترس جهت انجام مخارج اختیاری، این انگیزه را تعدیل کند. از این رو لازم است که سرمایه‌گذاران و سهامداران به وجوه مذکور توجه خاصی داشته باشند بویژه شرکت‌هایی که دارای جریان‌های نقد آزاد زیاد و رشد کم بوده که احتمال مدیریت سود در چنین شرکت‌هایی بیشتر است.

نتیجه‌گیری

جریان‌های نقد آزاد در کنار سایر معیارهای ارزیابی عملکرد معیار مناسبی جهت ارزیابی سلامت مالی واحد تجاری و عملکرد مدیران در اختیار سهامداران و سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد. زیرا برخی معیارهای قدیمی به تنهایی نمی‌توانند به نحوی مطلوب عملکرد یک واحد تجاری را توصیف کنند. تا کنون تعریف واحدی برای جریان‌های نقد آزاد ارائه نشده اما افراد مختلفی از دیدگاه‌های متفاوت تعاریف متعددی برای جریان‌های نقد آزاد واحد تجاری مطرح کرده‌اند. جریان نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است که به مدیران اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جست‌وجو کنند که ارزش سهام شرکت را افزایش می‌دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نیست. جریان نقد آزاد هر سهم نیز که از طریق تقسیم جریان‌های نقد آزاد بر تعداد سهام منتشره بدست می‌آید، معرف سودآوری مالی شرکت است و شاخصی برای اندازه‌گیری تغییر در سود هر سهم است. جریان نقد آزاد هر سهم توانایی شرکت برای پرداخت بدهی‌ها، سود نقدی، بازخرید سهام و تسهیلات رشد کسب و کار را نشان می‌دهد. مسأله مهمی که در مورد جریان‌های نقد آزاد مطرح می‌باشد موضوع مدیریت سود در شرکت‌هایی است که از جریان‌های نقد آزاد زیاد و رشد کم برخوردار هستند. این مسأله نیز برای بار اول توسط

جنسن مطرح شد. تحقیقات جنسن نشان داد که مدیران در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد بالا و رشد کم برای حفظ موقعیت شغلی خود، پاداش و ... وجوه مذکور را در طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی سرمایه‌گذاری کرده و برای از بین بردن زیان‌های ناشی از چنین سرمایه‌گذاری‌هایی سود را مدیریت می‌کنند. وی هزینه‌های ناشی از جریان‌های نقد آزاد را هزینه‌هایی دانست که در طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی سرمایه‌گذاری می‌شوند. تحقیقات بعدی نیز درستی نظریه‌ی جنسن را تأیید کردند. بنابراین می‌توان جریان‌های نقد آزاد را به عنوان محرکی برای مدیریت سود تلقی کرد. در ادامه تحقیقات نشان داد که عواملی مانند تعهدات بدهی و پرداخت سود سهام به صورت نقد می‌تواند مشکلات نمایندگی ناشی از جریان‌های نقد آزاد را کاهش دهد.

منابع و مآخذ

۱- دستگیر، محسن و خدابنده، رامین، (۱۳۸۲)، "بررسی ارتباط بین محتوای اطلاعاتی اجزای اصلی صورت گردش وجه نقد با بازده سهام"، **مجله علوم اجتماعی و انسانی (ویژه نامه حسابداری) دانشگاه شیراز**، دوره نوزدهم، شماره ۲.

۲- رضوانی راز، کریم و حقیقت، حمید، (۱۳۸۴)، "بررسی رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و میزان بدهی با در نظر گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله پژوهشگر**، شماره ۵، صص ۵۰-۵۷.

۳- رضوانی راز، کریم و رکابدار، قاسم و احمدی، محمدرمضان، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه حسابداری مالی**، سال اول، شماره ۴، صص ۹۲-۱۰۷.

۴-مرادزاده فرد، مهدی و قیطاسی، روح الله و مسجد موسوی، سجاد، (۱۳۸۹)، "بررسی میزان ارتباط جریان نقد آزاد شرکت و جریان نقد آزاد سهامدار با ارزش بازار سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه مطالعات مالی**، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران.

۵-مهرانی، ساسان و باقری، بهروز، (۱۳۸۸)، "بررسی اثر جریانهای نقد آزاد و سهامداران نهادی بر مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، سال اول، شماره ۲، صص ۵۲-۵۸

۶- مهام، کیهان، حسینی، جواد و فرج زاده، علی اصغر، (۱۳۸۴)، "جریانهای نقد آزاد"، **فصل نامه دانش و پژوهش حسابداری**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۱۲

7- Copland R., (1989), "Income Smoothing", **Journal of Accounting Research**, pp 101-116.

8. Jensen, M. C., (1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", **The Accounting Review**, Volume 76, Issue2, pp: 323-329.

9. Kimmel, P. D., Weygand, J. J. and Kieso D. E., (2004), **Financial Accounting: Tools for Business Decision making**, Third Edition, John Wiley and Sons Inc.

10. Lehn, K. and A. Poulsen, (1989), "Free cash flow and stockholder Gains in going Private Transactions", **Journal of Finance**, PP. 771-787.

11. Paul, A. G. David, H. L. and Yuan, S., (2009), "Agency Problems and Audit Fees: Further Test of the Free Cash Flow Hypothesis", **Journal of Accounting and finance**, volume 50, Issue2, PP. 321-350.

12. Zhang, Yilei, (2006), "Are Debt and Incentive Compensation Substitutes in Controlling the Free Cash Flow Agency Problem?", **Financial management association**, autumn, 2009.

Free cash flows:
**Importance, application and its role in earning
management**

Mohammad Javad Sheikh.PHD
Saeed Lazemi Chalak
Saeed Mohammadnezhad

Abstract

One of the criteria for evaluating performance and assessing the financial health of the business units is free cash flow (FCF), that for first introduced by Jensen. Free cash flow can be having important and useful applications for business managers and shareholders. An important issue about the free cash flow is the agency problems of free cash flow. According to Jensen research managers in firms with high free cash flows and low growth likely to maintain their interest turn to earning management .Several studies that performed after Jensen research in this field also confirmed earning management in such firms .In this paper, mentioned the definition of free cash flows have been made by the individuals. And the importance and application of free cash flows to shareholders, investors and business executives are examined. And continually several portion about the free cash flows to be expressed. Finally, the role of free cash flow as a stimulus for earnings management in business and the factors that according to research findings can be considered to offset this incentive are examined.

**Keywords: Free cash flow, importance of free cash flow,
application of free cash flow, earning management**