



## اثر تصمیمات تامین مالی مدیریت بر جریانهای نقدی

قدرت‌اله طالب نیا<sup>۱</sup>

مهدی دسینه<sup>۲</sup>

فاطمه مریدی<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۰۱/۲۸ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۰۳/۲۹

### چکیده

تصمیمات مختلف مدیریت از جمله تصمیمات تامین مالی، روی عملکرد آتی شرکت تاثیرگذار است. لیکن معیارهای تعهدی قابل دستکاری بوده و معیارهای نقدی واجد عینیت بیشتری هستند. بنابراین تحقیق حاضر به بررسی اثر تصمیمات تامین مالی مدیریت بر جریانهای نقدی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. در این تحقیق، داده‌های مربوط به ۱۳۷ شرکت منتخب در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه و بررسی قرار گرفته‌اند. نسبت‌های مختلف بدهی به عنوان شاخص تصمیمات تامین مالی (ساختار سرمایه) و طبقات پنج‌گانه صورت جریان وجه نقد، با رویکردی متفاوت از سایر تحقیقات مشابه (سه طبقه‌ای)، به عنوان شاخص جریانهای نقدی مورد استفاده قرار گرفته‌اند. فرضیات با استفاده از آزمون‌های رگرسیونی چندگانه مورد آزمون قرار گرفت. بر مبنای نمونه انتخابی، ارتباط معناداری میان متغیرهای تصمیمات تامین مالی مدیریت و جریانهای نقدی سال بعد مشاهده گردید.

**واژه‌های کلیدی:** تصمیمات تامین مالی مدیریت، جریانهای نقدی، ساختار سرمایه.

۱- دانشیار، گروه آموزشی حسابداری، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

۲- مربی، گروه آموزشی حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بوشهر، ایران، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات.  
Md.acc.un@gmail.com

۳- مربی، گروه آموزشی حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بوشهر، ایران.

## ۱- مقدمه

شرکتها برای سرمایه گذاری به منابع مالی احتیاج دارند، اما منابع سرمایه و استفاده از آنها باید به خوبی تعیین شود تا شرکت بتواند سودآور بوده و با مشکلات نقدینگی مواجه نشود. و این وظیفه یک مدیر مالی است که منابع تامین مالی و نحوه استفاده از آنها را تعیین کند. تصمیمات تامین مالی و ترکیب بهینه ساختار سرمایه و همچنین ایجاد جریانهای نقدی، استفاده ی مطلوب از منابع مالی بدست آمده و توان بازپرداخت بدهی از جمله مسائلی است که برای تصمیم گیری مدیریت حائز اهمیت می باشد. از جمله ابزارهایی که مدیریت را در این امر یاری می نماید، صورت جریان وجوه نقد است که توانایی شرکت در ایجاد جریانهای نقدی، توانایی برای پرداختن تعهدات و همچنین نیاز شرکت برای تامین مالی را نشان می دهد.

گروه گسترده ای از استفاده کنندگان جهت تصمیم گیری های سرمایه گذاری، تامین مالی، مدیریتی و... نیازمند پیش بینی وجوه نقد موسسه می باشند. عده ای که خواستار رابطه کوتاه مدت با موسسه می باشند؛ کلیت ایجاد وجوه نقد را مدنظر قرار می دهند. و کسانی که به رابطه بلندمدت با موسسه فکر می کنند؛ نشانه های مثبت مانند وجوه نقد مصرفی در فعالیت های سرمایه گذاری و ایجاد وجوه نقد در روال عادی موسسه بر تصمیماتشان تاثیرگذار خواهد بود.

یکی از اهداف گزارشگری حسابداری مالی، ارائه اطلاعات به استفاده کنندگان از صورتهای مالی جهت ارزیابی هزینه، زمان و ابهام پیرامون جریانهای نقدی آتی است. به نظر می رسد که اطلاعات مرتبط با جریانهای نقدی اطلاعات مربوط تری جهت ارزیابی جریانهای نقدی آتی فراهم می آورد. از طرفی، روشهای تامین مالی به عنوان ابزار تعیین کننده منابع مالی بالقوه و ساختار سرمایه بهینه یکی از عوامل اصلی در توسعه آتی شرکتها می باشد. تصمیمات تامین مالی مدیریت در تعیین نوع منابع مالی مناسب نقش به سزایی دارد. بنابراین روش های تامین مالی مختلف و اثراتشان بر جریانهای نقدی شرکتها باید شناسایی و تعیین گردند.

نوع صنعت، استراتژیهای سازمانی، ضرورتهای اقتصادی، رقابت، متغیرهای کلان اقتصادی (همچون نرخ بهره، تورم) و شاخصهای مالی (همچون شیوه های تامین مالی، ریسک تجاری، ریسک مالی، ریسک اعتباری، ریسک سیاسی و...) از جمله مهمترین عواملی هستند که مدیران شرکتها را در اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری پیرامون تخصیص منابع بین انواع داراییها و در نتیجه نوع جریانهای نقدی یاری می رسانند. در این تحقیق، ضمن آگاهی از وجود عوامل گوناگون تلاش شده تاثیر شیوه های تامین مالی به عنوان یک عامل مجزا از سایر عوامل، بر ساختار و ترکیب جریانهای نقدی شرکتها مورد کنکاش قرار گیرد.

## ۲- مبانی نظری تحقیق

مهم ترین هدف از سیاست های تعیین ساختار سرمایه، مشخص کردن ترکیب منابع مالی به منظور به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است، گرچه این امر به عوامل متعددی بستگی دارد که ساختار سرمایه یکی از آنهاست. به عنوان مثال اگر یک شرکت، اوراق قرضه بیشتری منتشر نماید، نقطه سربه سر مالی و درجه

اهرم مالی آن افزایش می‌یابد. اگر نرخ بازده بیشتر از نرخ بهره باشد، سود هر سهم به شدت افزایش خواهد یافت (اثر اهرم مالی). سیاست‌های تعیین ساختار سرمایه به مدیران مالی کمک می‌کند تا در مورد هر یک از برنامه‌های تأمین مالی مورد نظر، مبلغ سود قبل از بهره و مالیات لازم را برای جلوگیری از کاهش سود هر سهم تعیین کنند. همچنین، با محاسبه ریسک مالی متعلق به هر یک از برنامه‌های تأمین مالی می‌توان روشی را انتخاب کرد که به مطلوبترین ترکیب ریسک و بازده منجر شود (نعیم پور، ۱۳۹۱: ۱۴۵).

بسیاری از بررسی‌های مالی مستلزم فرض بازار کامل اند. در صورت کامل بودن بازار، قراردادهای فاقد هزینه خواهند بود و این بدان معناست که در صورت تخصیص مجدد ایجادکننده ارزش، بدون هیچگونه هزینه‌ای می‌توان به این منابع دسترسی داشت. در چنین بازاری، یک شرکت در هر نقطه‌ای از دنیا قادر است سرمایه عرضه شده توسط ارائه دهندگان منابع را دریافت دارد و در اینصورت ارزش شرکت از دیدگاه ارائه دهندگان سرمایه برابر است با ارزش فعلی جریانهای نقدی شرکت که به آنان پرداخت می‌شود. در شرایط وجود بازار کامل کلیه سرمایه‌گذاران، یک پروژه خاص را به نحوی مشابه ارزیابی می‌نمایند و هزینه سرمایه در کشورهای مختلف یکسان می‌باشد.

در بازار کامل، یک شرکت می‌تواند پروژه ارزشمند خود را به سادگی تأمین مالی نماید. لیکن در عمل به دو دلیل اصلی فرض وجود بازار کامل نقص می‌گردد. اول اینکه سرمایه‌گذاران قادر به مشاهده کلیه فعالیت‌های انجام شده توسط مدیران نیستند و دوم اینکه مدیران دارای اطلاعاتی هستند که سرمایه‌گذاران از دسترسی به آنها محرومند. آروو<sup>۱</sup> دلیل یا مساله اول را مسئله فعالیت‌های پنهان<sup>۲</sup> و دلیل یا مسئله دوم را مسئله اطلاعات پنهان نامیده است<sup>۳</sup>. که این مسائل خود مشکل نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران را ایجاد می‌نماید (احدی سرکانی، ۱۳۸۵: ۷۸).

محصول نهایی حسابداری و گزارشگری مالی، صورت‌های مالی اساسی است. در میان صورت‌های مالی، صورت جریان وجوه نقد به دلیل پرهیز از جهت‌گیری‌های ذاتی و عمومی موجود در اقلام ترازنامه و صورت سود و زیان که بر مبنای تعهدی اندازه‌گیری می‌شوند، نسبت به سایر صورتهای مالی ارجحیت دارد. علاوه بر آن زمانی که بحث تجزیه و تحلیل نقدینگی مطرح می‌شود، اطلاعات صورت جریان وجوه نقد به مراتب قابل اتکاتر از اطلاعات ترازنامه است، زیرا داده‌های ترازنامه وضعیت بنگاه اقتصادی را در یک مقطع زمانی اندازه‌گیری می‌کند، در حالی که صورت جریان وجوه نقد تغییرات در سایر صورت‌های مالی را گزارش می‌کند و اصولاً تخصیص‌های اختیاری را می‌زداید.

هدف اصلی از تهیه صورت جریان وجوه نقد، ارائه اطلاعات مربوط به دریافتها و پرداختهای نقدی در طی یک دوره زمانی است. اطلاعات ارائه شده در صورت جریان وجوه نقد اگر با اطلاعات منتشره در سایر صورتهای مالی مورد استفاده قرار گیرد، می‌تواند به سرمایه‌گذاران، بستانکاران و سایر استفاده‌کنندگان در ارزیابی توانایی واحد تجاری جهت ایجاد جریانهای نقدی، توانایی پرداخت تعهداتشان، توانایی پرداخت سود سهام و نیازهای آنان برای تأمین مالی شرکتها کمک نماید. برخلاف بیانیه شماره ۹۵ هیات استانداردهای حسابداری مالی که تهیه صورت جریان وجوه نقد ۳ طبقه‌ای را پیشنهاد می‌نماید (فعالیت‌های

عملیاتی، فعالیتهای سرمایه گذاری، فعالیتهای تامین مالی)، بیانیه شماره ۲ استانداردهای حسابداری ایران، تهیه صورت جریان وجوه نقد ۵ طبقه ای را پیشنهاد می نماید. (فعالیتهای عملیاتی، بازده سرمایه گذاری و کارمزد تامین مالی، مالیات بر درآمد، فعالیتهای سرمایه گذاری، فعالیتهای تامین مالی). در این مقاله نیز ارتباط شاخصهای ساختار سرمایه با مدل ۵ بخشی صورت جریان وجوه نقد مورد بررسی قرار گرفته است.

محیطی که شرکتهای ما اکنون در آن فعالیت می کنند محیطی در حال رشد و بسیار رقابتی است، و شرکتهای برای ادامه حیات مجبور به رقابت با عوامل متعددی در سطح ملی و بین المللی و بسط فعالیتهای جدید می باشند. در این راستا نیازمند انتشار اوراق بهادار و منابع مالی جدید هستند. در نظریات نوین مالی، وظایف یک مدیر مالی در یک واحد تجاری تصمیمات مربوط به سرمایه گذاری، تامین مالی و تصمیمات تقسیم سود می باشد. هدف مدیر مالی از اتخاذ چنین تصمیماتی حداکثر کردن ارزش شرکت و همچنین ایجاد جریانهای نقدی مثبت آتی است. بنابراین یک شرکت در راستای به حداکثر رساندن ارزش شرکت باید تعیین کند که از چه منابعی تامین مالی نموده و کجاها سرمایه گذاری انجام دهد. در واقع سرمایه گذاری یک عامل حیاتی در توسعه اقتصادی هر شرکتی محسوب می شود. منابع هر سرمایه گذاری بوسیله انتشار اوراق بدهی یا اوراق سرمایه ای فراهم شده و همچنین با استفاده از بدهی در ساختار سرمایه مفهوم اهرم مالی تداعی می شود. اهرم مالی یکی از مهمترین مفاهیم در حوزه مالی بوده و دارای اهمیت و موقعیت خاصی در ساختار سرمایه شرکتهای محسوب می گردد. شرکت بدون هیچ گونه بدهی یک شرکت کاملاً سرمایه ای است. در عالم واقع این گونه شرکتهای کم یافت می شوند. اگرچه انتشار اوراق سهام و اوراق بدهی هر کدام دارای مزایا و معایبی برای شرکتهای هستند. در حوزه مدیریت مالی، استفاده از تکنیکها، روشها و مدل های علمی، عموماً در جهت کمک به اتخاذ تصمیمات معقول در حیطه امور مالی شرکتهای و سایر زمینه ها، به شدت رواج پیدا کرده و در این رابطه روشهای مختلف در زمینه تامین مالی، چگونگی سرمایه گذاری و بکارگیری وجوه، سیاست تقسیم سود، برنامه ریزی مالی و نقدینگی شرکت، ایجاد جریانهای نقدی و پیش بینی اثرات تامین مالی در هر یک از موارد ذکر شده ابداع شده است. علل ورود و خروج وجوه نقد در واقع انعکاس تصمیم گیریهای مدیریت در برنامه ریزی های کوتاه مدت و بلندمدت عملیاتی، طرح های سرمایه گذاری و نحوه تامین مالی است. در واقع سرمایه گذاران، اعتباردهندگان، فروشندگان و کارکنان، جریان نقدی را به عنوان منبع تامین مطالبات خود از جهت پرداخت سود سهام، بازپرداخت تعهدات مالی، خدمات ارایه شده، حقوق و دستمزد در نظر می گیرند. بدین ترتیب افراد مذکور علاقه مند به آگاهی از توانایی واحد تجاری در ایجاد جریانهای نقدی مثبت هستند، از طرف دیگر برای استفاده کنندگان مهم است که بدانند نحوه تامین مالی چه اثری بر نقدینگی و جریانهای نقدی خواهد داشت. بنابراین تحلیل مالی، سرمایه گذاران را در تصمیم گیری و پیش بینی عملکرد آتی واحد تجاری کمک بسزایی می نماید و درباره شرایط مالی آن اطلاعاتی با ارزشی را در اختیار سرمایه گذار و تامین کننده منابع مالی قرار می دهد. به همین منظور جهت مشخص نمودن جریان نقد تحصیل یا مصرف شده در واحد تجاری، صورت جریان وجوه نقد توسط نهادهای تدوین

کننده استانداردهای حسابداری، تحلیلگران مالی و حسابداران رسمی، به عنوان یکی از صورت مالی اساسی شناخته شده است (لشکری، ۱۳۸۸: ۴۳).

با توجه به تئوری علامت دهی<sup>۴</sup> مدیران شرکت‌ها که به اطلاعات دست اول دسترسی دارند؛ سعی می‌کنند از طریق ارقام مالی نشانه‌هایی از عملکرد اتی شرکت‌ها در اختیار استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی قرار دهند. این علامت دهی می‌تواند از طریق رابطه بین اهرم و جریان‌های نقدی صورت پذیرد. از طرف دیگر مطابق با تئوری سلسله مراتبی<sup>۵</sup>، به دلیل ریسک بالای اهرم، استفاده از آن به آخرین مرحله و در صورت عدم امکان استفاده از سایر روش‌های تامین مالی موکول می‌گردد. این امر موید اثر معکوس جریان‌های نقدی بر اهرم است. (وهیودی<sup>۶</sup>، ۲۰۱۱)

بنابراین این تحقیق به دنبال یافتن اثرات تصمیمات تامین مالی مدیریت بر جریان‌های نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در واقع رفع ابهام پیرامون این موضوع کانون توجهات این تحقیق را تشکیل می‌دهد.

### ۳- پیشینه تحقیق

جمالی (۱۳۸۲) در تحقیقی به این نتیجه رسید که در شرکت‌های صنایع غذایی بورس اوراق بهادار تهران با افزایش اهرم مالی، جریان‌های نقدی عملیاتی و تامین مالی نیز افزایش یافته اما بین افزایش اهرم و جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری ارتباطی مشاهده نگردید.

تحقیق دیگری توسط لطفی (۱۳۸۳) تحت عنوان "بررسی تاثیر ساختار مالی بر هزینه سرمایه و قیمت سهام در شرکت‌های خودرو و سیمان پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۸۱-۷۴" صورت گرفته که نتایج آن حاکی از ارتباط مستقیم بین نسبت بدهی در ساختار مالی با قیمت بازار سهام و ارزش بازار شرکت و همچنین ارتباط معکوس بین هزینه سرمایه و نسبت بدهی می‌باشد.

تحقیقی توسط لشکری و همکاران (۱۳۸۸) درباره ارتباط بین جریان‌های نقدی (مدل سه طبقه ای) و نسبت‌های بدهی طی دوره زمانی ۸۲ تا ۸۶ انجام شده است که نتایج این تحقیق حاکی از وجود ارتباط مثبت معنی دار بین نسبت بدهی بلندمدت به حقوق صاحبان سهام با اجزای مدل سه بخشی صورت جریان‌های نقدی دارد.

رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۸۸) در بررسی ارتباط بین وجوه نقد ناشی از فعالیتهای تامین مالی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیده‌اند که بین وجوه نقد ناشی از فعالیتهای تامین مالی و بازده سهام رابطه معنی داری وجود ندارد.

آقایی و همکاران (۱۳۸۹) در تحقیقی تحت عنوان "بررسی تاثیر تکانه‌های جریان وجوه نقد عملیاتی بر ساختار دارایی و سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" بر اساس یک نمونه متشکل از ۳۰۶ سال-شرکت، از میان شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۸۶ تا ۸۸ به این نتیجه رسیدند که بین تغییرات وجوه نقد عملیاتی (ناشی از تکانه‌های جریان وجوه نقد) و

تغییرات ساختار دارایی و سرمایه شرکت ها رابطه معنی داری وجود دارد. همچنین نتایج پژوهش مذکور حاکی از آن است که شرکت ها در کوتاه مدت به افزایش پس انداز ( افزایش در وجوه نقد نگهداری شده) و کاهش تامین مالی خارجی (کاهش استقراض یا فروش سهام سرمایه مالکانه) و در بلندمدت به افزایش سرمایه گذاری منطقی و تامین مالی خارجی مبادرت می ورزند.

نصیرزاده و رستمی (۱۳۹۱) به بررسی رابطه بین شاخص های نقدینگی نوین و مبتنی بر صورت جریان با سودآوری شرکت ها پرداخته اند. نتایج موید همبستگی بین نسبت های نقدینگی نوین و مبتنی بر جریان نقد علی رغم محتوای اطلاعاتی متفاوت آنهاست. به علاوه بین شاخص های نقدینگی و سودآوری نیز رابطه معناداری مشاهده شده است.

مارتانی<sup>۷</sup> (۲۰۰۹) در تحقیقی مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری در جریانهای نقدی و بازده سهام را مورد بررسی قرار داد. در این تحقیق از شاخص های سودآوری، نقدینگی، اهرم مالی، اندازه و جریانهای نقدی شرکت به عنوان متغیرهای اطلاعات حسابداری و بازده نرمال تجمعی و بازده تعدیل شده بازار به عنوان متغیرهای تحقیق بازده سهام استفاده شده است. جامعه آماری تحقیق مذکور شرکتهای تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اندونزی طی سالهای ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۶ بوده اند. نتایج این تحقیق حاکی از تاثیر اندازه شرکت، جریانهای نقدی عملیاتی و نسبتهای مالی بر بازده نرمال تجمعی و بازده تعدیل شده بازار می باشد.

هوانگ و سانگ<sup>۸</sup> (۲۰۰۹) در تحقیقی تحت عنوان مالکیت شرکتهای، ویژگی های ریسک و ساختار سرمایه در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین به این نتیجه رسیدند که اهرم مالی با اندازه شرکت و دارایی های ثابت، رابطه مستقیم و با سودآوری، منافع مالیاتی بدهی، فرصت های رشد و نگهداری سهام توسط مدیران، رابطه منفی دارد. ضمناً اهرم مالی به نوع صنعت نیز بستگی دارد. شرکت های چینی اثرات مالیاتی را بیشتر در تامین مالی بلندمدت مدنظر قرار میدهند، درحالیکه در سایر کشورها تمایل بسیار کمی به تامین مالی بلندمدت دارند.

گوردون ولی<sup>۹</sup> (۲۰۱۰)، در تحقیق خود تحت عنوان اثر مالیات بر رویه های تامین مالی از طریق بدهی شرکتهای آمریکایی نشان دادند که مالیات رابطه قوی ومعنی داری با سطح بدهی شرکت دارد، به ویژه تفاوت نرخ مالیاتی شرکت های بزرگ و نرخ مالیاتی شرکت های کوچک ۳۴ درصد در برابر ۱۵ درصد باعث می شود که شرکت های بزرگ دارای نرخ مایات بیشتر نسبت به شرکت های کوچک دارای نرخ مالیات کمتر، برای تأمین مالی خود از ابزار ایجادبدهی بیشتر استفاده کنند.

ویودی (۲۰۱۱) به تحلیل اثر جریانهای نقدی بر اهرم و رابطه اش با عملکرد آتی شرکت های اندونزی پرداخته است. نتایج موید این است که ورود همزمان اهرم و وجه نقد به مدل به رابطه منفی یعنی تایید تئوری سلسله مراتبی می انجامد. درمقابل با اعمال یک وقفه زمانی یکساله این رابطه مثبت شده و با تئوری علامت دهی همخوانی خواهد داشت.

هاشمی و کاشانی زاده (۲۰۱۲) به بررسی اثر اهرم، وجوه نقد عملیاتی و اندازه شرکت بر سیاست های تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سالهای ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۰ پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که سیاست های تقسیم سود با اهرم رابطه معکوس و با جرین های نقدی عملیاتی و سائز شرکت ها رابطه مستقیم دارد.

پرو (۲۰۱۳) به بررسی سطح و افزایش اهرم روی توانایی دستکاری وجه نقد شرکت های نیجریه طی سال های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۰ پرداخته است. نتایج بیانگر اثر معنی دار و منفی اهرم روی توانایی دستکاری جریانان نقدی بوده است.

مومتاز و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۳) در تحقیقی با عنوان ساختار سرمایه و عملکرد مالی در شرکتهای پاکستانی به این نتیجه رسیده اند که عملکرد مالی شرکتهای پاکستانی ارتباط معکوس معنی داری با ساختار سرمایه آنها دارد. همچنین ارتباط معکوس معنی دار بین ساختار سرمایه و ارزش بازار وجود دارد. بعلاوه زمانیکه سهم بدهی ها در ترکیب ساختار سرمایه افزایش یابد سطح ریسک نیز بیشتر می گردد.

طی بررسی انجام شده مشخص گردید، در تحقیقات داخلی صرفا از داده های مربوط به صورت جریان وجوه نقد سه طبقه ای مطابق استانداردهای بین المللی استفاده شده است، حال آنکه استفاده کنندگان به داده های مربوط به استانداردهای ایران (پنج طبقه ای) دسترسی دارند که تبدیل آن به صورت جریان وجوه نقد سه طبقه امری تخصصی و زمان بر می باشد. لذا تحقیق حاضر تاثیرات داده های خام موجود در پنج طبقه صورت جریان وجوه نقد هر سال از ساختار سرمایه سال قبل را مورد بررسی قرار داده است.

#### ۴- فرضیه‌های تحقیق

باتوجه به مدل پنج طبقه ای صورت جریان وجوه نقد طبق استانداردهای ایران، شش فرضیه به شرح ذیل برای تحقیق حاضر تدوین و مورد آزمون قرار گرفت.

۱) بین نسبتهای بدهی و وجه نقد حاصل (مصرف شده) از فعالیتهای عملیاتی سال مالی بعد رابطه وجود دارد.

۲) بین نسبتهای بدهی و وجه نقد حاصل (مصرف شده) از بازده سرمایه گذاری و کارمزدتامین مالی سال مالی بعد رابطه وجود دارد.

۳) بین نسبتهای بدهی و مالیات بر درآمد پرداختی سال مالی بعد رابطه وجود دارد.

۴) بین نسبتهای بدهی و وجه نقد حاصل (مصرف شده) از فعالیتهای سرمایه گذاری سال مالی بعد رابطه وجود دارد.

۵) بین نسبتهای بدهی و وجه نقد حاصل (مصرف شده) از فعالیتهای تأمین مالی سال مالی بعد رابطه وجود دارد.

۶) بین نسبتهای بدهی و خالص جریانهای نقدی حاصل (مصرف شده) سال مالی بعد رابطه وجود دارد.

## ۵- داده ها و متغیرهای تحقیق

ترکیبات مختلفی از ساختار بدهی شرکتها در قالب برخی نسبتهای مالی به عنوان متغیرهای مستقل و اجزا مختلف صورت جریانهای نقدی شرکتها، به عنوان متغیرهای وابسته به شرح جدول ۱ مجموعه متغیرهای تحقیق را تشکیل می دهند. همانطور که جدول نشان میدهد، با توجه به تفکیک بدهی های بلندمدت و کوتاه مدت و یا در نظر گرفتن جمع بدهی ها، برای هر فرضیه دو رابطه تدوین و سپس آزمون گردید.

جدول ۱- تعریف و نماد متغیرهای مستقل و وابسته در هر رابطه

فرضیه	رابطه	متغیر وابسته	متغیرهای مستقل
اول	۱	جریانهای نقدی عملیاتی ( $CF_{0A}$ )	بدهی جاری/جمع دارایی ها (SDA) بدهی بلندمدت/جمع دارایی ها (LDA) بدهی جاری/جمع حقوق صاحبان سهام (SDC) بدهی بلند مدت/جمع حقوق صاحبان سهام (LDC)
	۲	جریانهای نقدی عملیاتی ( $CF_{0A}$ )	جمع بدهی ها/جمع دارایی ها (TDA) جمع بدهی ها/جمع حقوق صاحبان سهام (TDC)
دوم	۳	بازده سرمایه گذاری و کارمزد تامین مالی ( $CF_{RSA}$ )	بدهی جاری/جمع دارایی ها (SDA) بدهی بلندمدت/جمع دارایی ها (LDA) بدهی جاری/جمع حقوق صاحبان سهام (SDC) بدهی بلند مدت/جمع حقوق صاحبان سهام (LDC)
	۴	بازده سرمایه گذاری و کارمزد تامین مالی ( $CF_{RSA}$ )	جمع بدهی ها/جمع دارایی ها (TDA) جمع بدهی ها/جمع حقوق صاحبان سهام (TDC)
سوم	۵	مالیات بر درآمد ( $CF_{ITA}$ )	بدهی جاری/جمع دارایی ها (SDA) بدهی بلندمدت/جمع دارایی ها (LDA) بدهی جاری/جمع حقوق صاحبان سهام (SDC) بدهی بلند مدت/جمع حقوق صاحبان سهام (LDC)
	۶	مالیات بر درآمد ( $CF_{ITA}$ )	جمع بدهی ها/جمع دارایی ها (TDA) جمع بدهی ها/جمع حقوق صاحبان سهام (TDC)
چهارم	۷	جریانهای نقدی سرمایه گذاری ( $CF_{IA}$ )	بدهی جاری/جمع دارایی ها (SDA) بدهی بلندمدت/جمع دارایی ها (LDA) بدهی جاری/جمع حقوق صاحبان سهام (SDC) بدهی بلند مدت/جمع حقوق صاحبان سهام (LDC)
	۸	جریانهای نقدی سرمایه گذاری ( $CF_{IA}$ )	جمع بدهی ها/جمع دارایی ها (TDA) جمع بدهی ها/جمع حقوق صاحبان سهام (TDC)



متغیرهای مستقل	متغیر وابسته	رابطه	فرضیه
بدهی جاری/جمع دارایی‌ها (SDA) بدهی بلندمدت/جمع دارایی‌ها (LDA) بدهی جاری/جمع حقوق صاحبان سهام (SDC) بدهی بلند مدت/جمع حقوق صاحبان سهام (LDC)	جریانهای نقدی تامین مالی (CF <sub>FA</sub> )	۹	پنجم
جمع بدهی‌ها/جمع دارایی‌ها (TDA) جمع بدهی‌ها/جمع حقوق صاحبان سهام (TDC)	جریانهای نقدی تامین مالی (CF <sub>FA</sub> )	۱۰	
بدهی جاری/جمع دارایی‌ها (SDA) بدهی بلندمدت/جمع دارایی‌ها (LDA) بدهی جاری/جمع حقوق صاحبان سهام (SDC) بدهی بلند مدت/جمع حقوق صاحبان سهام (LDC)	خالص جریانهای نقدی (CF)	۱۱	ششم
جمع بدهی‌ها/جمع دارایی‌ها (TDA) جمع بدهی‌ها/جمع حقوق صاحبان سهام (TDC)	خالص جریانهای نقدی (CF)	۱۲	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۶- قلمرو تحقیق

ارزیابی ارتباط بین تصمیمات تامین مالی مدیریت و جریانهای نقدی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تعیین معنی دار بودن رابطه بین آنها برای دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ (۶ سال) قلمرو موضوعی، مکانی و زمانی تحقیق حاضر را تشکیل می‌دهند.

جامعه آماری مورد مطالعه در این تحقیق شامل شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۹۰-۱۳۸۵ (۶ سال) می‌باشند. از بین مجموعه شرکتهای یادشده اطلاعات اولیه مربوط به آن دسته از شرکتهایی گردآوری شده است که قبل از سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد و طی سالهای ۱۳۹۰-۱۳۸۴ تغییر سال مالی نداشته باشند. همچنین شرکت از نوع سرمایه گذاری یا با فعالیت خاص (مثل تامین مالی) نباشند. این امر به دلیل کنترل اثرات کلیه متغیرها در مقاطع زمانی یکسان و اثر مشابه آنها بر نمونه می‌باشد. همچنین ارزش ویژه (حقوق صاحبان سهام) آنها طی سالهای مذکور منفی نباشد. زیرا اینگونه شرکتهای دارای نسبت بدهی بزرگتر از یک بوده و احتمالاً در نمونه در نقاط پراکنده قرار گرفته و نتایج را مخدوش می‌نمایند. تعداد کل شرکتهای باقیمانده پس از در نظر گرفتن محدودیتهای فوق به ۱۳۷ شرکت رسید.

#### ۷- روش تحقیق

روش تحقیق قیاسی، استقرایی می‌باشد. این تحقیق یک تحقیق توصیفی از نوع همبستگی است. هدف این روش تعیین میزان ارتباط بین متغیرهاست. در این مورد اثر تصمیمات تامین مالی مدیریت بر جریانهای

نقدی سال بعد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. (وقفه زمانی یک ساله لحاظ شده است.) برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. خطای آزمون در سطح ۵٪ مورد پذیرش می باشد. ( $\alpha = 5\%$ ) برای بررسی معنی دار بودن معادله رگرسیون از آماره F، آزمون خودهمبستگی خطای رگرسیون از آزمون دوربین واتسون، و از ضریب تعدیل شده جهت تبیین قدرت رگرسیون استفاده شده است. داده ها به صورت تابلویی (پانل) و تلفیق نشده مورد بررسی قرار گرفتند. اطلاعات مورد نیاز تحقیق با استفاده از روش کتابخانه ای و مراجعه به کتب، مجلات هفتگی و ماهنامه، فصلنامه ها، انتشارات مراکز تحقیقاتی، سازمانها و نهادهای آموزشی و اجرائی، پایان نامه های تحصیلی و رساله های تحقیقاتی مرتبط، جستجو در پایگاههای الکترونیکی اطلاعات از قبیل اینترنت و روز نت و ...، گردآوری گردید. به منظور جمع آوری داده ها از لوح فشرده سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار ره آورد نوین و همچنین به منظور استخراج متغیرهای مورد نظر و بکارگیری آنها در مدل های تحقیق و انجام سایر محاسبات ضمن استفاده از نرم افزار EXCEL، از نرم افزار EViews 6 به عنوان ابزار تحلیل داده ها استفاده شده است.

#### ۸- آزمون فرضیه ها

##### آزمون فرضیه اول تحقیق

فرضیه اول تحقیق مبنی بر ارتباط بین نسبتهای بدهی و وجه نقد حاصل (مصرف شده) از فعالیتهای عملیاتی سال مالی بعد مورد آزمون قرار گرفت. نتایج تجزیه و تحلیل روابط فرضیه اول تحقیق به شرح جدول شماره ۲ بوده است.

جدول ۲: نتایج آزمون فرضیه اول (جریانهای نقدی عملیاتی متغیر وابسته رابطه)

سطح معناداری	ضریب همبستگی	متغیر مستقل	رابطه			
			دوربین واتسون	ضریب تعیین	سطح معناداری	ردیف
۰/۰۰۰۰	۱۷۳,۴۶۲	$\beta_0$	۲/۲۳۷۶۸۹	۰/۶۵۶۳۴۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۱
۰/۰۰۰۰	-۲۳۶,۰۸۸	SDA				
۰/۰۰۰۸	-۵۰۳,۸۰۶	LDA				
۰/۰۰۰۰	۲۰,۲۲۴	SDC				
۰/۰۲۸۹	۵۳,۴۸۲	LDC				
۰/۰۰۰۰	۱۸۶,۱۱۱	$\beta_0$	۲/۰۹۹۴۱۳	۰/۶۵۰۰۹۳	۰/۰۰۰۰۰۰	۲
۰/۰۰۰۰	-۳۰۱,۳۹۰	TDA				
۰/۰۰۰۰	۲۷,۸۳۴	TDC				

منبع: یافته های پژوهشگر

پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی  
شماره ۲۶ / تابستان ۱۳۹۴

با توجه به نتایج جدول ، روابط شماره ۱ و ۲ برازش می گردد.

$$CF_{(t+1)OA} = 173,462 - 236,088 SDA - 503,806 LDA + 20,224 SDC + 53,482 LDC + \varepsilon \quad (1)$$

$$CF_{(t+1)OA} = 186,111 - 301,390TDA + 27,834 TDC + \varepsilon \quad (2)$$

جدول شماره ۲ نشان می دهد مدل و ضرایب با توجه به سطح خطای قابل قبول ۵٪ برای هر دو رابطه معنادار است. به علاوه، نتایج آزمون دوربین واتسون برای هر دو رابطه نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی بین باقیمانده ها می باشد. همچنین با توجه به ضریب تعیین در رابطه اول حدود ۶۶٪ و در رابطه دوم حدود ۶۵٪ از تغییرات متغیر وابسته بوسیله متغیرهای مستقل قابل پیش بینی می باشد.

### آزمون فرضیه دوم تحقیق

فرضیه دوم تحقیق مبنی بر ارتباط بین نسبتهای بدهی و وجه نقد حاصل (مصرف شده) از بازده سرمایه گذاری و کارمزد تامین مالی سال مالی بعد مورد آزمون قرار گرفت. نتایج تجزیه و تحلیل روابط فرضیه دوم تحقیق به شرح جدول شماره ۳ بوده است.

جدول ۳: نتایج آزمون فرضیه دوم (جریانهای نقدی بازده سرمایه گذاری و کارمزد تامین مالی متغیر وابسته رابطه)

سطح معناداری	ضریب همبستگی	متغیر مستقل	رابطه			
			دوربین واتسون	ضریب تعیین	سطح معناداری	ردیف
۰/۰۰۰۰	-۵۳,۷۲۵	$\beta_0$	۲/۲۸۳۱۸۰	۰/۸۷۷۷۸۵	۰/۰۰۰۰۰۰	۱
۰/۰۰۰۰	۱۸,۹۶۰	SDA				
۰/۰۰۰۱	۱۱۱,۱۴۳	LDA				
۰/۰۲۳۰	۱,۴۸۱	SDC				
۰/۰۱۲۹۹	-۱۶,۰۴۵	LDC				
۰/۰۰۱۳	-۷۲,۸۰۰	$\beta_0$	۲/۳۰۵۶۹۵	۰/۷۲۲۷۲۵	۰/۰۰۰۰۰۰	۲
۰/۰۴۹۷	۸۳,۴۰۳	TDA				
۰/۰۲۸۸	-۷,۵۷۷	TDC				

منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج جدول ، روابط شماره ۳ و ۴ برآزش می گردد.

$$CF_{(t+1)RSA} = -53,725 + 18,960 SDA + 111,143 LDA + 1,481SDC - 16,045 LDC + \varepsilon \quad (۳)$$

$$CF_{(t+1)RSA} = -72,800 + 83,403 TDA - 7,577 TDC + \varepsilon \quad (۴)$$

جدول شماره ۳ نشان می دهد مدل و ضرایب با توجه به سطح خطای قابل قبول ۵٪ برای هر دو رابطه معنادار است. به علاوه، نتایج آزمون دوربین واتسون برای هر دو رابطه نشاندهنده عدم وجود خودهمبستگی بین باقیمانده ها می باشد. همچنین با توجه به ضریب تعیین در رابطه اول حدود ۸۸٪ و در رابطه دوم حدود ۷۳٪ از تغییرات متغیر وابسته بوسیله متغیرهای مستقل قابل پیش بینی می باشد.

#### آزمون فرضیه سوم تحقیق

فرضیه سوم تحقیق مبنی بر ارتباط بین نسبتهای بدهی و وجه نقد حاصل (مصرف شده) از مالیات بردرآمد سال مالی بعد مورد آزمون قرار گرفت. نتایج تجزیه و تحلیل روابط فرضیه سوم تحقیق به شرح جدول شماره ۴ بوده است.

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه سوم (جریانهای نقدی مالیات بر درآمد متغیر وابسته رابطه)

سطح معناداری	ضریب همبستگی	متغیر مستقل	رابطه			
			دوربین واتسون	ضریب تعیین	سطح معناداری	ردیف
۰/۰۰۰۰	-۱۳,۹۱۴	$\beta_0$	۱/۷۹۹۷۷۰	۰/۷۶۱۹۰۶	۰/۰۰۰۰۰۰	۱
۰/۰۳۶۹	۴,۸۵۰	SDA				
۰/۰۴۶۵	۴۹,۶۰۱	LDA				
۰/۰۴۵۲	۶۷۸	SDC				
۰/۰۰۰۱	-۱۱,۴۳۵	LDC				
۰/۰۰۰۰	-۱۰,۸۹۴	$\beta_0$	۲/۴۱۳۶۲۵	۰/۶۳۰۵۹۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۲
۰/۰۳۵۳	۵,۵۹۲	TDA				
۰/۰۲۹۹	۷۳	TDC				

منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج جدول ، روابط شماره ۵ و ۶ برآزش می گردد.

$$CF_{(t+1)ITA} = -13,914 + 4,850 SDA + 49,601 LDA + 678 SDC - 11,435 LDC + \varepsilon \quad (۵)$$

$$CF_{(t+1)ITA} = -10,894 + 5,592 TDA + 73 TDC + \varepsilon \quad (۶)$$

جدول شماره ۴ نشان می‌دهد مدل و ضرایب با توجه به سطح خطای قابل قبول ۵٪ برای هر دو رابطه معنادار است. به علاوه، نتایج آزمون دوربین واتسون برای هر دو رابطه نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها می‌باشد. همچنین با توجه به ضریب تعیین در رابطه اول حدود ۷۶٪ و در رابطه دوم حدود ۶۳٪ از تغییرات متغیر وابسته بوسیله متغیرهای مستقل قابل پیش‌بینی می‌باشد.

#### آزمون فرضیه چهارم تحقیق

فرضیه چهارم تحقیق مبنی بر ارتباط بین نسبت‌های بدهی و وجه نقد حاصل (مصرف شده) از فعالیتهای سرمایه‌گذاری سال مالی بعد مورد آزمون قرار گرفت. نتایج تجزیه و تحلیل روابط فرضیه چهارم تحقیق به شرح جدول شماره ۵ بوده است.

جدول ۵: نتایج آزمون فرضیه چهارم (جریانهای نقدی سرمایه‌گذاری متغیر وابسته)

سطح معناداری	ضریب همبستگی	متغیر مستقل	رابطه			
			دوربین واتسون	ضریب تعیین	سطح معناداری	ردیف
۰/۰۰۰۰	-۴۷,۰۴۷	$\beta_0$	۲/۱۴۸۹۶۰	۰/۷۱۹۶۸۶	۰/۰۰۰۰۶۷	۱
۰/۰۳۶۹	۷۰,۵۸۰	SDA				
۰/۰۴۶۵	۱۵۳,۸۰۴	LDA				
۰/۰۴۵۲	-۷,۴۵۹	SDC				
۰/۰۰۰۱	-۲۰,۹۱۳	LDC				
۰/۰۰۰۰	-۳۴,۷۱۲	$\beta_0$	۲/۴۶۴۶۸۶	۰/۷۱۳۹۷۶	۰/۰۰۰۰۰۰	۲
۰/۰۳۵۳	۴۰,۸۱۲	TDA				
۰/۰۲۹۹	-۳,۰۳۷	TDC				

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج جدول، روابط شماره ۷ و ۸ برآزش می‌گردد.

$$CF_{(t+1)IA} = -47,047 + 70,580 SDA + 153,804 LDA - 7,459 SDC - 20,913 LDC + \varepsilon \quad (۷)$$

$$CF_{(t+1)IA} = -34,712 + 40,812 TDA - 3,037 TDC + \varepsilon \quad (۸)$$

جدول شماره ۵ نشان می دهد مدل و ضرایب با توجه به سطح خطای قابل قبول ۵٪ برای هر دو رابطه معنادار است. به علاوه، نتایج آزمون دوربین واتسون برای هر دو رابطه نشاندهنده عدم وجود خودهمبستگی بین باقیمانده ها می باشد. همچنین با توجه به ضریب تعیین در رابطه اول حدود ۷۲٪ و در رابطه دوم حدود ۷۱٪ از تغییرات متغیر وابسته بوسیله متغیرهای مستقل قابل پیش بینی می باشد.

### آزمون فرضیه پنجم تحقیق

فرضیه پنجم تحقیق مبنی بر ارتباط بین نسبتهای بدهی و وجه نقد حاصل (مصرف شده) از فعالیتهای تأمین مالی سال مالی بعد مورد آزمون قرار گرفت. نتایج تجزیه و تحلیل روابط فرضیه پنجم تحقیق به شرح جدول شماره ۶ بوده است.

جدول ۶: نتایج آزمون فرضیه پنجم (جریانهای نقدی تامین مالی متغیر وابسته)

سطح معناداری	ضریب همبستگی	متغیر مستقل	رابطه			
			دوربین واتسون	ضریب تعیین	سطح معناداری	ردیف
۰/۰۰۰۰	-۱۶,۱۹۷	$\beta_0$	۲/۴۴۱۳۹۳	۰/۷۵۶۰۲۶	۰/۰۰۰۰۱۲	۱
۰/۰۰۰۰	۵۳,۵۶۹	SDA				
۰/۰۰۰۰	۵۳,۷۳۹	LDA				
۰/۰۰۲۶	-۶,۲۷۵	SDC				
۰/۰۳۷۳	-۶,۴۳۹	LDC				
۰/۰۰۱۸	-۱۶,۸۸۷	$\beta_0$	۲/۴۴۲۴۱۷	۰/۸۶۰۴۸۸	۰/۰۰۰۰۰۳	۲
۰/۰۰۰۱	۵۵,۲۷۷	TDA				
۰/۰۰۰۳	-۶,۴۷۴	TDC				

منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج جدول، روابط شماره ۹ و ۱۰ برازش می گردد.

$$CF_{(t+1)FA} = -16,197 + 53,569 SDA + 53,739 LDA - 6,275 SDC - 6,439 LDC + \varepsilon \quad (9)$$

$$CF_{(t+1)FA} = -16,887 + 55,277 TDA - 6,474 TDC + \varepsilon \quad (10)$$

جدول شماره ۶ نشان می دهد مدل و ضرایب با توجه به سطح خطای قابل قبول ۵٪ برای هر دو رابطه معنادار است. به علاوه، نتایج آزمون دوربین واتسون برای هر دو رابطه نشاندهنده عدم وجود خودهمبستگی

قدرت‌اله طالب‌نیا، مهدی دسینه و فاطمه مریدی (۱۰)

بین باقیمانده ها می باشد. همچنین با توجه به ضریب تعیین در رابطه اول حدود ۷۶٪ و در رابطه دوم حدود ۸۶٪ از تغییرات متغیر وابسته بوسیله متغیرهای مستقل قابل پیش بینی می باشد.

#### آزمون فرضیه ششم تحقیق

فرضیه ششم تحقیق مبنی بر ارتباط بین نسبتهای بدهی و خالص جریانهای نقدی حاصل (مصرف شده) سال مالی بعد مورد آزمون قرار گرفت. نتایج تجزیه و تحلیل روابط فرضیه ششم تحقیق به شرح جدول شماره ۷ بوده است:

جدول ۷: نتایج آزمون فرضیه ششم (خالص جریانهای نقدی متغیر وابسته رابطه)

سطح معناداری	ضریب همبستگی	متغیر مستقل	رابطه			ردیف
			ضریب تعیین	دوربین واتسون	سطح معناداری	
۰/۰۲۵۱	۱۲۶	$\beta_0$	۲/۴۶۹۱۷۱	۰/۵۰۹۴۹۴	۰/۰۰۰۱۱۹	۱
۰/۰۱۲۴	-۸,۹۲۱	SDA				
۰/۰۳۷۵	۳۱,۳۳۶	LDA				
۰/۰۰۰۰	۵,۶۴۹	SDC				
۰/۰۰۰۱	-۲۰,۳۸۰	LDC	۲/۴۵۵۲۰۹	۰/۷۸۲۹۷۰	۰/۰۳۲۳۰۹	۲
۰/۰۰۱۳۲	-۲۸۲	$\beta_0$				
۰/۰۰۲۷۶	۳,۵۴۱	TDA				
۰/۰۱۵۷	-۴۰۰	TDC				

منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج جدول ، روابط شماره ۱۱ و ۱۲ برآش می گردد.

$$CF_{(t+1)} = 126 - 8,921 SDA + 31,336 LDA + 5,649 SDC - 20,380 LDC + \varepsilon \quad (11)$$

$$CF_{(t+1)} = -282 + 3,451 TDA - 400 TDC + \varepsilon \quad (12)$$

جدول شماره ۵ نشان می دهد مدل و ضرایب با توجه به سطح خطای قابل قبول ۵٪ برای هر دو رابطه معنادار است. به علاوه، نتایج آزمون دوربین واتسون برای هر دو رابطه نشاندهنده عدم وجود خودهمبستگی بین باقیمانده ها می باشد. همچنین با توجه به ضریب تعیین در رابطه اول حدود ۵۱٪ و در رابطه دوم حدود ۷۸٪ از تغییرات متغیر وابسته بوسیله متغیرهای مستقل قابل پیش بینی می باشد.

## ۹- بحث و نتیجه گیری

در این تحقیق اثر تصمیمات تامین مالی مدیریت بر جریانهای نقدی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. برخی دلایل احتمالی به شرح ذیل می تواند بیان شود. در فرضیه اول نتایج بیانگر ارتباط معکوس میان نسبتهای بدهی به دارایی با جریانهای نقدی عملیاتی است. در این نسبتها دارایی در مخرج کسر قرار دارد. فعالیتهای عملیاتی نیز فعالیتهای اساسی هر شرکت محسوب می گردند. وقتی شرکتی دارایی های بیشتر دارد می تواند جریانهای نقدی بیشتری از فعالیتهای اصلی اش کسب نماید. ارتباط مستقیم میان دارایی ها و جریانهای نقدی عملیاتی موجب ارتباط معکوس میان نسبت های بدهی به دارایی و جریانهای نقدی عملیاتی است. این روابط در راستای مبانی نظری موجود بوده و مشابه نتایج لشکری و همکاران (۱۳۸۸) می باشد؛ اما با نتایج حاصل از تحقیق جمالی (۱۳۸۲) همخوانی ندارد. نتایج متفاوت می تواند از دامنه زمانی و مکانی متفاوت ناشی شده باشد. از طرفی با توجه به تحقیق ویودی در مورد این متغیرها تئوری سلسله مراتبی کاربرد خواهد داشت.

ارتباط میان نسبتهای بدهی ها به سرمایه و جریانهای نقدی عملیاتی مستقیم است. می توان اینگونه تصور نمود که هر زمان نسبتهای بدهی به سرمایه افزایش می یابد ریسک بدهی بیشتر شده و نیازهای نقدی شرکت افزایش می یابد. به دلیل آثار روانی موجود شرکت وجه نقد بیشتری از عملیات اصلی خود تولید می نماید. این روابط در راستای مبانی نظری موجود و در تایید تحقیقات انجام شده توسط جمالی (۱۳۸۲) و همچنین لشکری و همکاران (۱۳۸۸) می باشد. باتوجه به تحقیق ویودی (۲۰۱۱) و تئوری علامت دهی، این موضوع می تواند حاوی اخبار خوبی در مورد عملکرد اتی باشد.

در فرضیه دوم نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم بر اساس دو رابطه فوق، نشان می دهد که ارتباط بین نسبتهای بدهی با جریانهای نقدی بازده سرمایه گذاری و کارمزد تامین مالی معنی دار است. با توجه به نتایج، ارتباط بین متغیر وابسته رابطه با نسبتهای بدهی جاری به دارایی، بدهی بلندمدت به دارایی، بدهی جاری به سرمایه و مجموع بدهی به دارایی مثبت و نسبتهای بدهی بلندمدت به سرمایه و مجموع بدهی ها به سرمایه منفی می باشد. در صورت بالا رفتن میزان بدهی های بلندمدت نسبت به بخش حقوق صاحبان سهام، رشد هزینه های تامین مالی از سود سرمایه گذاری پیشی گرفته و جمع مبلغ کاهش خواهد یافت. این امر نیز در راستای مبانی تئوریک موجود اتفاق افتاده است.

با توجه به معنی دار بودن نتایج و ضریب تعیین بالا (۸۸٪ و ۷۳٪) علی رغم مدنظر قرار نگرفتن این بخش از صورت جریان توسط سایر محققین، اطلاعات این بخش از تصمیمات تامین مالی مدیریت تاثیر می پذیرد.

در فرضیه سوم نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم بر اساس دو رابطه فوق، نشان می دهد که ارتباط بین نسبتهای بدهی با جریانهای نقدی مالیات بر درآمد معنی دار است با توجه به نتایج، به غیر از ارتباط بین متغیر نسبت بدهی بلندمدت به سرمایه با متغیر وابسته رابطه مابقی متغیرهای مستقل در هر دو رابطه با متغیر وابسته دارای ارتباط معنی دار مستقیم می باشند. این رابطه می تواند به دلیل اثر کاهش هزینه بهره



ناشی از بدهی‌های بلندمدت روی سود مآخذ محاسبه مالیات باشد که با توجه به مبانی نظری قابل درک است.

با توجه به معنی دار بودن نتایج و ضریب تعیین بالا (۰/۷۶ و ۰/۶۳) علی‌رغم مدنظر قرار نگرفتن این بخش از صورت جریان توسط سایر محققین، اطلاعات این بخش نیز تحت تاثیر تصمیمات تامین مالی مدیریت قرار می‌گیرد.

در فرضیه چهارم ارتباط مستقیم فعالیت‌های سرمایه‌گذاری با نسبت‌های بدهی به دارایی‌ها می‌تواند ناشی از این موضوع باشد که وقتی شرکتها دارایی‌هایشان را می‌فروشند جریان‌ات نقدی ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری تولید می‌کنند و به دلیل وجود دارایی‌ها در مخرج کسر، نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها تاثیر مستقیم بر این بخش دارد. ارتباط جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری با نسبت بدهی به سرمایه معکوس است یعنی اگر تامین مالی از طریق بدهی کاهش یابد شرکت دارایی‌هایش را فروخته و جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری بیشتری تولید می‌نماید.

جمالی (۱۳۸۲) در این بخش رابطه‌ای مشاهده نکرده است که می‌تواند ناشی از قلمرو زمانی و مکانی متفاوت باشد. اما طبق نتایج تحقیق لشکری و همکاران (۱۳۸۸)، نسبت‌های بدهی بلندمدت و جمع بدهی به دارایی و نسبت بدهی جاری به حقوق صاحبان سهام بر بخش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری صورت جریان تاثیر معکوس می‌گذارد. با توجه به نتایج ویودی (۲۰۱۱)، در زمان افزایش جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری به علت سلسله مراتب موجود نسبت بدهی به سرمایه کاهش یافته‌است. اما در مورد سایر نسبت‌ها می‌توان به تئوری علامت دهی توجه نمود.

در فرضیه پنجم نتایج بیانگر ارتباط مستقیم میان نسبت‌های بدهی به دارایی و جریان‌ات نقدی ناشی از فعالیت‌های تامین مالی هستند. زمانی که شرکت وجوهی بابت بدهی دریافت می‌نماید نسبت بدهی و وجوه دریافتی بابت بدهی افزایش می‌یابد. این امر در تایید نتایج ناشی از تحقیق جمالی (۱۳۸۲) است؛ لیکن هماهنگ نتایج کار لشکری و همکاران (۱۳۸۸) نمی‌باشد. در صورت در نظر گرفتن تئوری علامت دهی در تحقیق ویودی (۲۰۱۱) این امر می‌تواند بیانگر اخبار خوب در آینده باشد.

ارتباط میان نسبت‌های بدهی به سرمایه با جریان‌های نقدی تامین مالی معکوس می‌باشد. زمانی که سهم بدهی نسبت به حقوق صاحبان سهام کاهش می‌یابد، شرکتها سعی می‌کنند در آینده با یک وقفه زمانی باز هم اقدام به تامین مالی نمایند. این نتایج با نتایج جمالی (۱۳۸۲) همخوانی ندارد؛ اما در راستای نتایج لشکری و همکاران (۱۳۸۸) می‌باشد. با توجه به نتایج تحقیق ویودی (۲۰۱۱) این امر می‌تواند حاوی اخبار بد بوده و یا به دلیل سلسله مراتب اتفاق افتاده باشد.

در فرضیه ششم نتایج آزمون این رابطه بیانگر ارتباط مستقیم میان نسبت‌های بدهی کوتاه مدت به سرمایه و بدهی به دارایی به استثنای نسبت بدهی کوتاه مدت با خالص جریان‌های نقدی و همچنین ارتباط معکوس میان بقیه نسبتها با خالص جریان‌های نقدی است. این نتیجه جمع جبری تمام قسمت‌های صورت جریان وجه نقد با توجه به اثر بر خالص جریان‌ات نقدی است. حال آنکه جمالی (۱۳۸۲) تمام روابط را مثبت

ارزیابی نموده و در تحقیق لشکری و همکاران (۱۳۸۸) به استثنای نسبت بدهی بلندمدت به دارایی و بدهی جاری به حقوق صاحبان سهام بقیه روابط مثبت بوده است.

نتایج این تحقیق از لحاظ معنی دار بودن روابط بین متغیرها (ارتباط جریانهای نقدی عملیاتی، سرمایه گذاری، تامین مالی و خالص جریانهای نقدی با نسبتهای بدهی به عنوان شاخصهای ساختار سرمایه) با نتایج تحقیق جمالی (۱۳۸۲) و لشکری و همکاران (۱۳۸۸) همخوانی دارد. اما مستقیم یا معکوس بودن روابط متغیرها در برخی موارد با توجه به دوره های زمانی تحقیق، وقفه زمانی در نظر گرفته شده و همچنین مدل ۵ بخشی صورت جریانهای نقدی متفاوت است.

مهمترین پیشنهادات مبتنی بر نتایج این تحقیق با تکیه بر مبانی نظری موجود، عبارتند از: با توجه به وجود ارتباط بین نسبتهای بدهی با بخشهای مختلف صورت جریانهای نقدی به مدیران شرکتهای پیشنهاد می‌گردد؛ در این راستا از روشهای مناسب تامین مالی مرتبط با نوع سرمایه‌گذاری در انواع داراییها و همچنین توجه به امکان ایجاد جریانهای نقدی مثبت آتی، در کنار تصمیم‌گیری مبتنی بر تحلیل‌های خاص خود (همانند تجربیات گذشته، شرایط فعلی بازار سرمایه، بهره و...) استفاده نمایند. به مدیران شرکتهای پیشنهاد می‌گردد پیش از تامین مالی منابع، ابتدا فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب را در راستای حداکثر نمودن ارزش شرکت و توانایی ایجاد جریانهای نقدی جهت بازپرداخت تسهیلات، شناسایی و سپس مناسب‌ترین گزینه را انتخاب نمایند. از طرفی در مواقع نیاز به وجه نقد برای مقاصد گوناگون روشهای مختلف تامین مالی را بررسی و با توجه به نوع نیاز (کوتاه مدت یا بلندمدت، دوره بازگشت کوتاه یا طولانی، بازدهی بالا یا پایین) مناسب‌ترین روش تامین مالی یا تلفیقی از مناسب‌ترین روشها را انتخاب نمایند.

به سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل پیشنهاد می‌گردد، یکی از معیارهای ارزیابی و مقایسه شرکتهای (به منظور انتخاب بهترین گزینه سرمایه‌گذاری) را بررسی ساختار تامین مالی شرکتهای مدنظر قرار دادن اثر آن بخش‌های مختلف صورت جریان وجه نقد، جهت پیش‌بینی مشکلات احتمالی آینده و رشد یا رکورد آتی آن اختصاص دهند.

به اعتبار دهندگان پیشنهاد می‌گردد؛ ساختار سرمایه شرکت قبل و بعد از اعطای اعتبار را بررسی نموده و تاثیر آن بر جریانهای نقدی آتی را مدنظر قرار دهند. از این طریق می‌توانند از دریافت طلب خود اطمینان نسبی کسب نموده و ریسک اعطای اعتبار را کاهش دهند.

این تحقیق ضمن پاسخگویی به برخی سؤالات در حوزه ارتباط بین ساختار سرمایه و بخشهای مختلف جریانهای نقدی شرکتهای بورسی پاسخگویی به برخی سؤالات را به انجام تحقیقات آتی موکول نموده است که در چارچوب هر یک از موضوعات زیر قابل بررسی می‌باشند:

- دلیل اصلی تفاوت‌های موجود بین نتایج تحقیق حاضر با سایر تحقیقات تنها به صورت احتمالی قابل بیان است. لذا جهت تبیین تفاوت‌های تاثیر و تاثیر صورت جریان وجه نقد تهیه شده طبق استانداردهای ملی و بین‌المللی، پیشنهاد می‌شود ارتباط بین تصمیمات تامین مالی مدیریت با

مدل های ۳ بخشی و ۵ بخشی صورت جریانهای نقدی طی دوره های زمانی یکسان به صورت مقایسه ای بررسی گردد.

- صنایع مختلف موجود در بورس تفاوت های چشمگیر در مورد ساختار سرمایه و جریانهای نقدی دارند که ممکن است به نتایج تفکیکی متفاوت منجر گردد. جهت مشخص شدن موضوع مذکور و همچنین امکان استفاده از نتایج تحقیق در صنایع مختلف، و به صورت کارا و اثربخش بررسی مقایسه ای ارتباط ساختار سرمایه با بخشهای مختلف جریانهای نقدی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنایع مختلف پیشنهاد می گردد.
- در تحقیق حاضر ارتباط دامنه تغییرات کلی ساختار سرمایه با جریانهای نقدی بررسی گردید. لیکن ممکن است این ارتباطات تحت تاثیر میزان ریسک متفاوت در استفاده از بدهی های کمتر یا بیشتر قرار گیرد. جهت تبیین این اثرات پیشنهاد می گردد؛ تاثیر درصد های مختلف نسبت های بدهی بر جریانهای نقدی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به صورت مقایسه ای بررسی گردد.
- تحقیق حاضر به بررسی تاثیر تصمیمات تامین مالی مدیریت بر جریانهای نقدی پرداخته است. حال آنکه ممکن است این تاثیرات متقابل باشد. لذا بررسی همزمان ارتباط متقابل میان تصمیمات تامین مالی مدیریت و جریان های نقدی پیشنهاد می شود.
- تصمیمات تامین مالی مدیریت از طریق شاخص های مختلفی کمی می شود. لیکن محققان از متغیر نسبت بدهی استفاده کرده اند. می توان در تحقیقی متفاوت، ارتباط بین تصمیمات تامین مالی مدیریت و جریانهای نقدی را با استفاده از متغیرهای دیگری بررسی نمود.

#### فهرست منابع

- ۱) آقایی، محمدعلی، غلامرضا جمالی و حسن احمدی، (۱۳۸۹)، "بررسی تاثیر تکانه های جریان وجوه نقد عملیاتی بر ساختار دارایی و سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه حسابداری مالی، شماره ۸، سال دوم، صص ۳۹-۵۹.
- ۲) احدی سرکانی، سیدیوسف، (۱۳۸۵)، "ارزیابی روابط متقابل رشد اقتصادی با ساختار مالی و ساختار مالکیت" پایان نامه دکتری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران.
- ۳) جمالی، فاطمه، (۱۳۸۲)، "بررسی رابطه بین ساختار سرمایه با صورت جریان وجوه نقد گروه صنایع غذایی بورس اوراق بهادار تهران" پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.
- ۴) رهنمای رودپشتی، فریدون، قدرت اله طالب نیا و روح اله سلیمانی فر، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین وجوه نقد ناشی از فعالیتهای تامین مالی و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۸، سال دوم، صص ۶۸-۸۹.
- ۵) لشکری، زهرا، وحید اسکو و رضا داغانی، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین نسبتهای بدهی با اجزاء منتخب صورت جریان وجوه نقد، فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران"، شماره ۸، زمستان ۸۸، صص ۶۴-۳۹.

۶) لطفی، عفت، (۱۳۸۳)، "بررسی تاثیر ساختار مالی بر هزینه سرمایه و قیمت سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران.

۷) نصیرزاده، فرزانه و امین رستمی، (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه بین شاخص های نقدینگی نوین و مبتنی بر صورت جریان وجوه نقد با سودآوری شرکت"، دوفصلنامه اقتصاد پولی و مالی، شماره ۳۰، بهار و تابستان ۹۱، صص ۴۳-۱۹

۸) نعیم پور، رسول، علی نعمتی و معصومه علوی، (۱۳۹۱)، "علل ساختار متفاوت سرمایه در ایران در مقایسه با کشورهای جنوب شرقی آسیا"، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره سیزدهم، سال چهارم، صص ۱۶۸-۱۴۵.

- 9) Gordon, H. Roger & Young Lee, (2010), "Do Taxes Affect Corporate Debt Policy? Evidence from U.S. Corporate Tax Return Data", Journal of Public Economics, Elsevier, Vol 82(2), PP.195-224.
- 10) Hashemi, s.a., & Kashani Zadeh, f.z. (2012), "The Impact of Financial leverage, Operating Cash Flow and Size of Company on the Dividend Policy (Case Study of IRAN)", Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, 3(10), PP.264-270
- 11) Huang, G & F. M Song, (2009), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China", China Economic Review, Vol 17, PP 14-36.
- 12) Martani, Dwi, Mulyono & Rahfiani, Khairurizka, (2009), "The Effect of Financial Ratios, Firm Size, and Cash Flow from Operating Activities in the Interim Report to the Stock Return", Chinese Business Review, Vol 8, (6), PP. 44-55.
- 13) Mumtaz, Raheel, Rauf, Shahnaz, Ahmed, Bashi & Noreen, Umara, (2013), "Capital Structure and Financial Performance: Evidence from Pakistan", Journal of Basic and Applied Scientific Research, Vol.3(4), pp 113-119.
- 14) Wahyudi, I., (2011), Analysis of Effect of Leverage and Cash Flow Today on Future Financial Performance of Indonesian Public Company: Signaling Theory vs. The Pecking Order Theory. Available at SSRN.com
- 15) Yero, J.I., (2013), "Leverage Level, Leverage Increases and Real Cash Flow Manipulation: Evidence from Nigerian Listed Manufacturing Firms", Available at SSRN.com .

#### یادداشتها

1. Arrow
2. Hidden Action Problem
3. Hidden Information Problem
4. Signaling Theory
5. Pecking Order Theory
6. Wahyudi
7. Martani
8. Huang & Song
9. Gordon & Lee
10. Mumtaz et al.