

حساسیت تأمین مالی خارج از سازمان و جریان وجه نقد با تاکید بر نقش دارایی‌های مشهود و محدودیت مالی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

سعید جبارزاده کنگرلویی

دانشگاه آزاد اسلامی، واحد ارومیه، گروه حسابداری، ارومیه، ایران

مرتضی متوسل

دانشگاه آزاد اسلامی، واحد ارومیه، گروه حسابداری، ارومیه، ایران (مسئول مکاتبات)

یعقوب بهنمون

دانشگاه آزاد اسلامی، واحد ارومیه، گروه حسابداری، ارومیه، ایران

تاریخ پذیرش: ۹۴/۱۰/۱۴

تاریخ دریافت: ۹۴/۶/۳

چکیده

این پژوهش رابطه حساسیت تأمین مالی خارج از سازمان و جریان وجه نقد با تاکید بر نقش دارایی‌های مشهود و محدودیت مالی را در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می‌دهد. جامعه‌ی آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه پژوهش شامل ۷۱ شرکت می‌باشد که طی دوره ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۲ مورد بررسی قرار گرفته شده است. نتایج نشان می‌دهد نه تنها بین حساسیت تأمین مالی خارج از سازمان و جریان وجه نقد رابطه‌ای وجود ندارد بلکه دارایی‌های مشهود و محدودیت مالی بر این رابطه تأثیری ندارند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که رابطه منفی و معناداری بین دارایی‌های مشهود شرکت و تأمین مالی خارج از سازمان وجود دارد و با افزایش دارایی‌های مشهود، تأمین مالی خارج از سازمان شرکت نیز کاهش پیدا می‌کند و بالعکس. در نهایت نتایج حاکی از آن است که رابطه معنی‌دار مثبتی بین رشد شرکت و نیز اندازه شرکت با تأمین مالی خارج از سازمان در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: تأمین مالی خارج از سازمان، جریان وجه نقد، دارایی‌های مشهود و محدودیت مال.

وجه نقد یکی از اقلام صورت‌های مالی است که از اهمیت بسیاری برخوردار می‌باشد و از جمله دارایی‌هایی است که در معرض تحریف فراوانی قرار می‌گیرد. بنابراین استفاده بهینه از وجه نقد موجود در شرکت موجب کارایی سرمایه‌گذاری و در عین حال جلوگیری از محدودیت‌های مالی و ورشکستگی شرکت می‌شود. از آنجایی که جریان‌های نقد عملیاتی بعلاوه دارا بودن محتوای اطلاعاتی، همواره یکی از مهمترین اقلام صورت‌های مالی بوده است، توانایی اثرگذاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران را دارد، که در این صورت نوسانات کوتاه مدت و بلندمدت جریان‌های نقدی می‌تواند اطلاعات مهم و مربوطی را برای سرمایه‌گذاران به همراه داشته باشد. هر چه جریان وجوه نقد شرکتی از نوسان بیشتری برخوردار باشد، برنامه‌ریزی و تصمیم‌گیری‌های مرتبط با آن مشکل‌تر و ریسک آن نیز بیشتر خواهد بود. در این گونه موارد، شرکت‌ها موجودی‌های نقدی بیشتری را نگهداری می‌نمایند تا ریسک مواجهه با کمبود نقدینگی را کاهش دهند و با اطمینان بیشتری بتوانند برنامه‌های خود را دنبال نمایند، در واقع نوسانات جریان وجوه نقد باعث می‌شود که توانایی شرکت در استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور کاهش یابد (ارسلان و همکاران^۱، ۲۰۰۶). از طرف دیگر، سیاست تامین مالی آنها، به دو بخش "منابع مالی درونی" و "منابع مالی بیرونی" شرکت تقسیم می‌شود. در منابع مالی درونی، شرکت از محل سود کسب شده اقدام به تامین مالی می‌کند، یعنی به جای تقسیم سود بین سهامداران، سود را در فعالیت‌های عمدتاً عملیاتی شرکت برای کسب بازده بیشتر بکار می‌گیرد و در منابع مالی بیرونی از محل بدهی‌ها و سهام، اقدام به تامین مالی می‌کند. در انتخاب شیوه مناسب تامین مالی، این مساله مطرح می‌شود که شرکت‌ها چگونه اقدام به تامین منابع مالی نمایند تا بر سود شرکت و بازده سهامداران حداکثر تاثیر مثبت را بگذارند؟ تصمیمات تامین مالی اصلی‌ترین حوزه تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌های سهامی در راستای افزایش ثروت سهامداران به شمار می‌روند. تصمیمات تامین مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، تصمیماتی هستند که با آینده‌نگری اتخاذ می‌شوند. شرکت‌ها در تصمیمات تامین مالی، ریسک هر کدام از ابزارهای مالی را ارزیابی نموده و ابزارهایی را انتخاب می‌نمایند که بر سود و بازده سهامداران حداکثر تاثیر مثبت را داشته باشد. استفاده از بدهی‌ها با توجه به صرفه‌جویی‌های مالیاتی و ارزان بودن نسبت به اوراق بهادار سرمایه‌ای همواره مورد توجه تصمیم‌گیرندگان مالی بوده است (عرب صالحی و کریمی، ۱۳۸۸). باید توجه داشت که تامین منابع مالی توسط شرکت‌ها محدود است و

شرکت‌ها از این بابت دارای محدودیت‌های تامین منابع مالی هستند. محدودیت‌های مالی به دو دسته محدودیت‌های مالی داخلی و خارج از سازمان قابل تقسیم می‌باشند. اختصاص منابع مالی عمده به پروژه‌های سرمایه‌گذاری، مستلزم اتخاذ استراتژی‌های تامین مالی از سوی شرکت‌ها می‌باشد که بر روی ساختار مطلوب سرمایه موثر خواهد بود، به طور کلی دو رویکرد بر ساختار سرمایه حاکم است. رویکرد اول، رویکرد سنتی است و بر این فرض استوار است که ساختار مطلوب سرمایه وجود دارد و می‌توان ارزش شرکت را از طریق استفاده فزاینده از اهرم افزایش داد. رویکرد دیگر رویکرد نوین است و بر این فرض استوار است که عوامل زیادی بر تعیین میزان استفاده از بدهی و سهام توسط شرکت‌ها موثر هستند (کریمی و صادقی، ۱۳۸۸). همچنان که شرکت‌های دارای محدودیت مالی قادر به تامین مالی در آینده نخواهند بود مازاد جاری جریان نقدی اگر داشته باشند به جای پرداخت بدهی، نگهداری می‌کنند. در عوض، شرکت‌های فاقد محدودیت‌های مالی اگر جریان نقدی بیشتری از آنچه که نیاز دارند را ایجاد کنند، بدهی خود را تسویه می‌کنند. در نتیجه این رفتار، هر دو شرکت‌های دارای محدودیت مالی و فاقد محدودیت مالی رابطه‌ای منفی بین تامین مالی خارج از سازمان و جریان نقدی خواهند داشت و این یک اثر جانشینی است اگر چه این اثر ممکن برای شرکت‌های فاقد محدودیت مالی شدیدتر باشد (لوپز گارسیا و سوقروب میرا^۲، ۲۰۱۴).

هدف دیگر این مطالعه بررسی نقش مشهود بودن دارایی‌ها بر اثر جانشینی است. چون شرکت‌های دارای محدودیت مالی با هزینه‌های گزینش نادرست عمده‌ای مواجه می‌شوند، بستانکاران خواستار تضمین وام‌های برای حفاظت از قراردادهایشان خواهند شد. به خاطر این که انتظار بر این است که مشهود بودن دارایی‌ها وجوه خارج از سازمان را به خصوص در شرکت‌های دارای محدودیت مالی تسهیل کند اثر جریان نقدی بر تامین مالی خارج از سازمان ممکن است برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی منفی‌تر باشد در حالی که شرکت‌های فاقد محدودیت مالی بی تاثیر می‌مانند.

بنابراین با توجه به مطالب یاد شده در این پژوهش به سه سوال پاسخ داده می‌شود: اول اینکه: آیا بین حساسیت تامین مالی خارج از سازمان، چه به شکل بدهی و چه به شکل انتشار سهام، رابطه وجود دارد؟ دوم اینکه: محدودیت مالی چه تاثیری بر رابطه بین حساسیت تامین مالی خارج از سازمان و جریان وجوه نقد می‌گذارد؟ سوم اینکه: دارایی‌های مشهود چه تاثیری بر رابطه بین حساسیت تامین مالی خارج از سازمان و جریان وجوه نقد می‌گذارند؟ جواب این سوالات علاوه بر افزودن بر

انگای ادبیات موجود در مورد ساختار سرمایه و محدودیت مالی، موجب خواهد شد تا مشارکت کنندگان در بازار از رفتار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در این حوزه مطلع شده و با توجه به آن تصمیمات خود را اتخاذ کنند.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

در طی سال‌های اخیر نظریه‌های مختلفی راجع به ساختار سرمایه ارائه شده است که از جمله آن نظریه توازی ایستا^۳ و نظریه سلسله مراتبی^۴ است، که بر اساس نظریه توازی ایستا، شرکت‌ها در جستجوی یک ساختار سرمایه (نسبت بدهی) بهینه هستند که ارزش شرکت را حداکثر سازد. در این نظریه، شرکت‌ها خواستار ایجاد موازنه بین مزایا و هزینه‌های انتشار بدهی هستند. مزایای انتشار بدهی می‌تواند صرفه‌جویی مالیاتی بهره (سپر مالیاتی) و کاهش تضاد منافع بین سهامداران و مدیران باشد و هزینه انتشار بدهی می‌تواند در برگزیده هزینه‌های بالقوه ورشکستگی و تضاد منافع بین سهامداران و اعتبار دهندگان باشد (فاما و همکاران^۵، ۲۰۰۵). نظریه دیگری که در این حوزه، مطرح شده است نظریه سلسله مراتبی است، که در نظریه سلسله مراتبی، شرکت‌ها می‌توانند از محل وجوه داخلی یا خارج از سازمان، تامین مالی کنند، ضمن اینکه همواره تامین مالی از محل وجوه داخلی، در اولویت است و تنها در صورتی از وجوه خارج از شرکت استفاده می‌نمایند که وجوه داخلی کافی نباشند، در این صورت نیز انتشار بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند (ساندرز و میرز^۶، ۱۹۹۸). پژوهش‌های قبلی در مورد ساختار سرمایه، اثر مهم محدودیت‌های مالی را در زمان تامین مالی نشان داده است. برخی مطالعات نشان داده است که شرکت‌هایی با محدودیت مالی، وجوه کمی را با هزینه بالاتر تحصیل می‌کنند. طی دهه‌های گذشته نظریه سلسله مراتبی نشان‌گر این بوده است که وجود هزینه‌های اطلاعاتی، سلسله مراتب ترجیحات را در زمان انتخاب منابع ساختار سرمایه تعیین می‌کند. این مورد، شرکت‌ها را به انتخاب بدهی به جای سرمایه هدایت می‌کند. در نتیجه، نظریه سلسله مراتبی برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی بهتر از شرکت‌های فاقد محدودیت مالی می‌باشد چون عدم تقارن اطلاعاتی بر شرکت‌های فاقد محدودیت مالی موثر است. با این وجود، پژوهش‌های تجربی اخیر نشان داده است که هزینه‌های اطلاعات اگر چه تمام عوامل را شناسایی نمی‌کند اما نقش عمده‌ای را ایفا می‌کنند. عدم تقارن اطلاعاتی برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی مهم است اما برای شرکت‌های فاقد محدودیت مالی بی‌تاثیر می‌باشد. شرکت‌های فاقد محدودیت مالی جریان‌های نقدی را به عنوان اولویت اول خود انتخاب می‌کنند.

شرکت‌های دارای محدودیت مالی به شدت بر جریان‌های نقدی داخلی تکیه دارند و در مورد تصمیم برای سرمایه‌گذاری آزادانه عمل نمی‌کنند. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاری برای این نوع شرکت‌ها درون‌زا است و وقتی می‌تواند تصمیم‌گیری کنند که وجوه ایجاد شده به صورت داخلی شناسایی شود. در مقابل، شرکت‌های فاقد محدودیت مالی در مورد انتخاب سرمایه‌گذاری آزاد هستند چون با انتخاب نادرست و هزینه‌های نمایندگی کمتری مواجه می‌شوند. در نتیجه شرکت‌های دارای محدودیت مالی باید ابتدا شک‌های جریان نقدی را جذب نموده و سپس در مورد مقداری که آنها می‌توانند سرمایه‌گذاری انجام دهند تصمیم‌گیری نمایند. شرکت‌های سودآور به تناوب جریان نقدی عمده‌ای را ایجاد می‌کنند. طبق نظریه توازن^۷ این نوع از شرکت‌ها برای افزایش مزیت پس انداز مالیاتی، اهرم مالی خود را افزایش می‌دهند. با این وجود، نظریه سلسله مراتبی رابطه منفی بین اهرم و جریان نقدی به سبب وجود هزینه‌های عدم تقارن اطلاعاتی پیش بینی می‌کند که منجر به این امر می‌شود که شرکت‌ها وجوه داخلی را به جای بدهی و انتشار سهام در ابتدا انتخاب کنند (لوپز گارسیا و سوفروب میرا، ۲۰۱۴).

گوارینگلیا^۸ (۲۰۰۸) رابطه بین محدودیت‌های مالی داخلی و خارج از سازمان و اتخاذ سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار داد. وی به این نتیجه رسید که حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی، به درجات مختلف محدودیت‌های مالی داخلی و خارج از سازمان وابسته است. وی همچنین نشان داد هنگامی که محدودیت‌های مالی خارج از سازمان بالا است و محدودیت‌های مالی داخلی پایین است حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی بالاتر است. آلمندا و کامپلو^۹ (۲۰۱۰) رابطه بین اصطکاک تامین مالی و جانشینی وجوه داخل و خارج از سازمان را مورد بررسی قرار دادند. آنها نشان دادند که اثر منفی وجوه داخلی بر تقاضا برای تامین مالی خارج از سازمان در میان شرکت‌هایی که با هزینه‌های تامین مالی خارج از سازمان مواجه می‌شوند بیشتر است. آنها همچنین نشان دادند که برای شرکت‌هایی با تقسیم سود پایین و کوچک، تامین مالی خارج از سازمان به تامین مالی داخلی حساس نیست. اسکوبن و ون هول^{۱۰} (۲۰۱۱) شواهد تجربی در مورد انعطاف پذیری مالی برای شرکت‌های پذیرفته شده و شرکت‌های پذیرفته نشده در بورس سرمایه بلژیک ارائه نمودند. آنها نشان دادند که شرکت‌های پذیرفته شده (آنها شرکت‌های پذیرفته شده را فاقد محدودیت مالی و شرکت‌های پذیرفته نشده را دارای محدودیت مالی تلقی نموده‌اند) انعطاف پذیری بیشتری را برای تامین مالی از طریق بدهی دارند. آنها همچنین

کنند. سیاسی و ییلویی خمسلویی (۱۳۹۲) حساسیت نامتقارن سطح وجه نقد نگهداری شده نسبت به جریان‌های نقدی را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که حساسیت سطح وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌های مختلف نسبت به جریان‌های نقدی متفاوت، نامتقارن است. به این معنا که رابطه بین سطح نگهداشت وجه نقد و جریان‌های نقدی مثبت با رابطه میان سطح نگه داشت وجه نقد و جریان‌های نقد منفی، متفاوت است. به گفته دیگر نتایج پژوهش، حساسیت منفی سطح نگه داشت وجه نقد را برای شرکت‌های دارای جریان نقدی مثبت و حساسیت مثبت سطح نگهداشت وجه نقد را برای شرکت‌های دارای جریان نقدی منفی نشان می‌دهد. بادآورنهدی و درخور (۱۳۹۲) رابطه بین محدودیت‌های مالی، ارزش وجه نقد و محدودیت‌های مالی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها نشان می‌دهد که وجه نقد در مورد شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی هستند نسبت به شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی نیستند، بیشتر باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود. آنها همچنین نشان دادند که بین میزان وجه نقد و سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم وجود دارد. در نهایت نتایج آنها حاکی از این است که تغییرات وجوه نقد در شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی هستند نسبت به شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی نیستند، بیشتر باعث بازدهی مازاد می‌شود که در نهایت این فرضیه نیز مورد تایید قرار گرفت.

۳- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بین حساسیت تأمین مالی خارج از سازمان و جریان وجه نقد رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه دوم: میزان دارایی مشهود شرکت بر رابطه بین حساسیت تأمین مالی خارج از سازمان و جریان وجه نقد تأثیر می‌گذارد.

فرضیه سوم: محدودیت مالی شرکت بر رابطه بین حساسیت تأمین مالی خارج از سازمان و جریان وجه نقد تأثیر می‌گذارد.

۴- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از جمله پژوهش‌های توصیفی و در زمره پژوهش‌های مربوط به نظریه‌های اثباتی قرار می‌گیرد چون به دنبال اثبات یک رفتار در شرکت‌ها با توجه به نظریه‌های موجود دارد. به علاوه، این پژوهش از نوع پژوهش‌های همبستگی و علی است و مبتنی بر اطلاعات واقعی در صورت های مالی شرکت‌ها می‌باشد. از طرفی، این پژوهش از نوع علی پس رویدادی است چون اثر یک پدیده را بر پدیده دیگر بررسی

نشان دادند که تفاوت بین شرکت‌های پذیرفته شده و شرکت‌های پذیرفته نشده در زمانی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری تمایل به رسیدن به وضعیت جریان نقدی پایین دارد بیشتر است. کوکچوبوتیسا و همکاران^{۱۱} (۲۰۱۳) مکانیزم‌هایی که از طریق آن تأمین مالی بر سرمایه‌گذاری و انباشت سرمایه شرکت تأثیر می‌گذارد را مورد بررسی قرار داد. آنها نشان دادند که شرایط مالی بر تقاضا برای سرمایه‌گذاری و فرصت‌های رشد شرکت تأثیر می‌گذارد در حالی که توسعه مالی بر محدودیت‌های مالی خارج از سازمان شرکت موثر است. آنها همچنین نشان دادند که شرکت‌های بزرگ از شرایط مالی بهبود یافته منافع بیشتری می‌برند در حالی که شرکت‌های کوچک از توسعه مالی منافع بیشتری می‌برند. لوپز گارسیا و سوکروب میرا (۲۰۱۴) رابطه جریان نقدی و تأمین مالی خارج از سازمان در نظریه ساختار سرمایه را با مقایسه شرکت‌های پذیرفته شده و پذیرفته نشده در بورس اوراق بهادار مورد بررسی قرار دادند. آنها شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را فاقد محدودیت مالی و شرکت‌های پذیرفته نشده در بورس اوراق بهادار را دارای محدودیت مالی تلقی نمودند. نتایج آنها نشان داد که هر دو شرکت‌های پذیرفته شده و شرکت‌های پذیرفته نشده در بورس اوراق بهادار رابطه منفی بین جریان نقدی و تأمین مالی خارج از سازمان را دارا می‌باشند در حالی که این رابطه برای شرکت‌های پذیرفته شده شدیدتر است.

کریمی و صادقی (۱۳۸۸) در پژوهشی به بررسی محدودیت‌های مالی داخلی و خارج از سازمان و رابطه آن با سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج آنها حاکی از وجود رابطه معنی دار و مثبت بین اندازه شرکت و حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی است و بنابراین با افزایش محدودیت‌های مالی خارج از سازمان، حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی نیز در حال افزایش است و نتایج دیگر پژوهش نشان می‌دهد که بین جریان‌های نقدی عملیاتی و حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی رابطه معنی‌دار و منفی وجود دارد، بنابراین با کاهش محدودیت‌های مالی داخلی، حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی افزایش یافته است. کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۹) با بررسی رابطه بین محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که شرکت‌های با محدودیت مالی، نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی، از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی بالاتری برخوردارند و در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، بر جریان‌های نقدی داخلی، تأکید بالایی می‌-

توجه به محدودیت های فوق	آنها به طور کامل در دسترس نیست	و لیزینگ	پایان سال مالی آنها منتهی به ۱۳۹۰ نمی باشد	شده	۱۵۴	۵۷۶
۷۱	۱۰۶	۹۴	۱۵۱			

۵- مدل ها و متغیرهای پژوهش

به پیروی از لویز گارسیا و سوقروب میرا (۲۰۱۴)، در این پژوهش ۴ مدل به شرح زیر مورد استفاده قرار می گیرد:

$$EXTFIN_{it} = b_0 + b_1 SIZE_{it} + b_2 GROWTH_{it} + b_3 CASH_FLOW_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$EXTFIN_{it} = b_0 + b_1 SIZE_{it} + b_2 GROWTH_{it} + b_3 CASH_FLOW_{it} + b_4 CA_SH_{it} + b_5 COLLATERAL_{it} + b_6 LEVERAGE_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$EXTFIN_{it} = b_0 + b_1 SIZE_{it} + b_2 GROWTH_{it} + b_3 CASH_FLOW_{it} + b_4 TANG_{it} + b_5 TANG_CASH_FLOW_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

$$EXTFIN_{it} = b_0 + b_1 SIZE_{it} + b_2 GROWTH_{it} + b_3 CASH_FLOW_{it} + b_4 DFC_{it} + b_5 DFC_CASH_FLOW_{it} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

مدل اول مدل کلی پژوهش است. مدل دوم برای آزمون فرضیه اول، مدل سوم برای آزمون فرضیه دوم و مدل چهارم برای آزمون فرضیه سوم استفاده می شود. متغیرهای پژوهش در جدول زیر خلاصه شده است.

می کند و از آنجایی که می تواند در فرآیند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، لذا از نوع کاربردی است. در این پژوهش با اخذ اطلاعات مربوط به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجموعه داده های مورد نیاز برای آزمون فرضیات گردآوری خواهد شد. برای آزمون ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته از رگرسیون استفاده می شود.

جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به علت گستردگی حجم جامعه آماری و دشواری های خاص حاصل از آن و همچنین وجود برخی ناهماهنگی ها میان اعضای جامعه در ارتباط با داده های مورد نیاز پژوهش، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده و نمونه آماری پژوهش به روش حذف موردی شرایطی انتخاب شده است: ۱- سال مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد. ۲- طی دوره پژوهش در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد. ۳- کلیه اطلاعات مورد نیاز از شرکت ها برای پژوهش در دسترس باشد. ۴- جزو شرکت های مالی (سرمایه گذاری، هلدینگ، واسطه گری) نباشند. لذا شرکت هایی که حائز شرایط فوق نباشند و یا داده های آن در دسترس نباشد، از نمونه آماری حذف خواهند شد. با توجه به شرایط فوق الذکر نمونه پژوهش شامل ۷۱ شرکت می باشد که به شرح زیر بدست می آید.

شرکت های موجود	شرکت های حذف	تعداد شرکت های که	شرکت های سرمایه گذاری، بیمه، بانک ها	شرکت های که اطلاعات	نمونه تحقیق حاضر با
----------------	--------------	-------------------	--------------------------------------	---------------------	---------------------

متغیر وابسته	متغیر	علامت	نحوه اندازه گیری
متغیرهای مستقل	حساسیت منابع مالی خارج از سازمان	EXTFIN _{it}	نسبت تغییر در بدهی بهره دار بعلاوه تغییر در سهام سرمایه نسبت به کل فروش
	جریان وجوه نقد عملیاتی	CASH_FLOW _{it}	نسبت جریان وجوه نقد عملیاتی بعلاوه استهلاک به کل دارایی های شرکت
	دارایی مشهود	TANG _{it}	نسبت موجودی و دارایی های ثابت به کل دارایی شرکت را بدست آورده و سپس به شرکت هایی که نسبت بدست آمده آنها بیشتر از میانگین باشد، متغیر مصنوعی ۱ و در غیر این صورت ۰ داده می شود.
	محدودیت مالی	DFC _{it}	برای اندازه گیری محدودیت مالی از شاخص Z استفاده می شود و اگر Z < 0 شرکت ورشکسته در نظر گرفته می شود و عدد مصنوعی ۱ می گیرد و در غیر این صورت ۰ داده می شود. این شاخص به صورت زیر محاسبه می شود: $Z = 0.717x1 + 0.847x2 + 3.107x3 + 0.42x4 + 0.998x5$ در آن که از عبارتند متغیرها: x1: نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی ها x2: نسبت سود انباشته به کل دارایی ها x3: نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی ها

	متغیر	علامت	نحوه اندازه گیری
			x4: نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری بدهی x5: نسبت فروش به کل دارایی‌ها
متغیرهای کنترلی	اندازه شرکت	SIZE _{it}	لگاریتم طبیعی کل دارایی
	رشد شرکت	GROWTH _{it}	نسبت تغییر در فروش شرکت نسبت به سال قبل
	اهرم مالی	LEVERAGE _{it}	تقسیم مجموع بدهی شرکت به کل دارایی
	وجه نقد	CASH _{it}	وجه نقد و معادل وجه نقد نسبت به کل دارایی شرکت
	نسبت موجودی، حساب‌های دریافتی و دارایی ثابت	COLLATERAL _{it}	نسبت موجودی، حساب‌های دریافتی و دارایی ثابت به کل دارایی های شرکت.

یافته‌های پژوهش

نتایج آمار توصیفی

برای ارائه شمای کلی از نحوه توزیع متغیرهای پژوهش، در ابتدا آمار توصیفی از کلیه متغیرهای پژوهش ارائه می‌شود. جدول شماره ۱ نشان دهنده آمار توصیفی داده‌های مورد استفاده در پژوهش است.

نتایج تحلیل توصیفی داده‌ها حاکی از آن است که میانگین نسبت تغییر در بدهی بهره‌دار و تغییر در سرمایه به کل فروش شرکت‌های مورد بررسی ۰,۰۹ می‌باشد. حداقل نسبت تغییر در بدهی بهره‌دار و تغییر در سرمایه به کل فروش برابر با ۱,۲۱۲- و حداکثر نسبت تغییر در بدهی بهره‌دار و تغییر در سرمایه به کل فروش برابر با ۵,۱۶ می‌باشد. اهرم مالی شرکت نشان می‌دهد به طور متوسط ۷۳ درصد دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی از محل بدهی‌ها تامین مالی شده‌اند^{۱۲} و متوسط رشد شرکت‌ها نیز ۱۹ درصد می‌باشد.

توصیف همبستگی

جدول ۲ نتایج همبستگی بین متغیرهای پژوهش حاضر را نشان می‌دهد.

با توجه به جدول ۲ مشاهده می‌گردد که بیشترین همبستگی بین وجه نقد و اهرم مالی شرکت می‌باشد جهت رابطه مثبت می‌باشد و نشانگر این است که این دو متغیر با هم رابطه مستقیم دارند و افزایش هر کدام از این دو متغیر به افزایش دیگری منجر می‌شود و بالعکس. همچنین نتایج جدول ۲ نشان می‌دهد که کمترین همبستگی بین متغیرهای نسبت موجودی، حساب‌های دریافتی و دارایی ثابت و وجه نقد عملیاتی وجود دارد که جهت این رابطه عکس می‌باشد و با افزایش یکی از این دو متغیر دیگری کاهش پیدا می‌کند و بالعکس. همچنین ناچیز بودن همبستگی بین متغیرهای پژوهش نشان از عدم وجود هم خطی بین متغیرهای پژوهش و انتخاب صحیح متغیرهای مستقل در مدل دارد.

جدول ۱- نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میان	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
وجه نقد	۰,۰۵	۰,۰۳	۰,۱۲	-۰/۰۱۵	۱,۷۳
وجه نقد عملیاتی	۰,۱۹	۰,۱۱	۰,۸۳	-۰,۴۴	۱۸,۱۹
نسبت موجودی، حساب‌های دریافتی و دارایی ثابت	۰,۶۷	۰,۷۳	۰,۳۳	۰,۰۰۰۱	۶,۵۷
نسبت تغییر در بدهی بهره‌دار و تغییر در سرمایه به کل فروش	۰,۰۹	۰	۰,۴۶	-۱,۲۱۲	۵,۱۶
رشد شرکت	۰,۱۹	۰,۱۰۲	۰,۴۸	-۰,۸۷	۸,۲۳
اهرم مالی شرکت	۰,۷۳	۰,۶۸	۰,۴۷	۰,۰۹	۳,۶۴
اندازه شرکت	۱۲,۸۶۰	۱۲,۸۶۱	۱,۴۱	۹,۱۶	۱۶,۱۳

جدول ۲- نتایج همبستگی متغیرهای پژوهش

متغیر	وجه نقد	وجه نقد عملیاتی	نسبت موجودی، حساب های دریافتی و دارایی ثابت	نسبت تغییر در بدهی بهره دار و تغییر در سرمایه به کل فروش	رشد شرکت	اهرم مالی شرکت	اندازه شرکت
وجه نقد	۱						
وجه نقد عملیاتی	-۰,۰۱۲	۱					
نسبت موجودی، حساب های دریافتی و دارایی ثابت	۰,۰۲۸	۰,۰۰۴	۱				
نسبت تغییر در بدهی بهره دار و تغییر در سرمایه به کل فروش	-۰,۰۳۸	-۰,۰۲۴	-۰,۱۳۵	۱			
رشد شرکت	-۰,۰۳۹	-۰,۰۳۶	-۰,۱۲۶	۰,۱۲۵	۱		
اهرم مالی شرکت	۰,۳۹۲	-۰,۰۸۹	۰,۰۹۶	-۰,۰۵۵	-۰,۰۷۱	۱	
اندازه شرکت	-۰,۰۹۷	۰,۰۲۳	-۰,۰۱۶	-۰,۰۷۸	۰,۰۴۲	-۰,۰۰۷	۱

تعیین نمود. نتایج این آزمون در جدول ۳ نشان داده شده است.

جدول ۳- آزمون چاو و هاسمن برای تخمین نوع داده- های مدل ۱

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری
آزمون چاو	۰,۹۸	(۸,۶۲۶)	۰,۴۵
آزمون هاسمن	-	-	-

همانطور که در جدول ۳ مشاهده می شود با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده از آزمون چاو برابر ۰,۴۵ می باشد در نتیجه روش داده های تابلویی پذیرفته نمی شود. همچنین، برای آزمون استفاده از روش پانل (داده های تابلویی) با اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است که با توجه به رد روش پانلی دیگر نیازی به آزمون هاسمن نیست. نتایج آزمون این فرضیه در جدول ۴ نشان داده شده است.

با توجه به جدول ۴، نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش نشان می دهد که ضریب و آماره t متغیر جریان وجوه نقد عملیاتی به ترتیب برابر با $-۰,۰۲$ و $-۰,۲۶$ می باشد. در نتیجه، علی رغم ارتباط منفی بین جریان وجوه نقد عملیاتی و تأمین مالی خارج از سازمان، این رابطه در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نمی باشد و فرضیه اول پژوهش مبنی بر ارتباط منفی و معنادار بین جریان وجوه نقد عملیاتی و تأمین مالی خارج از

آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

قبل از آزمون فرضیه های پژوهش، لازم است ایستایی یا پایایی متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی پژوهش مورد بررسی قرار گیرد. به منظور اطمینان از نتایج پژوهش و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنی دار بودن متغیرها، اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای پژوهش گردید. برای آزمون مانایی متغیرهای پژوهش، روش های آزمون لوین، لین و چو^{۱۳}، آزمون ایم، پسران و شین^{۱۴} و آزمون ریشه واحد فیشر- دیکی فولر تعمیم یافته^{۱۵}، فیشر-فلیپس- پرون^{۱۶} مورد استفاده قرار می گیرند که در این پژوهش برای بررسی مانایی متغیرهای پژوهش آزمون روش- های آزمون لوین، لین و چو، آزمون ایم، پسران و شین پرون مورد استفاده قرار گرفته اند که بر اساس این آزمون ها کل متغیرهای پژوهش حاضر پایا می باشند^{۱۷}.

نتایج حاصل از آزمون های آماری فرضیه های پژوهش

آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش حاکی از این است که بین حساسیت تأمین مالی خارج از سازمان و جریان وجه نقد رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. با توجه به اینکه داده های مورد تحلیل از نوع داده های ترکیبی می باشند، ابتدا بایستی با استفاده از آزمون چاو (F لیمر) و آزمون هاسمن نوع تخمین مدل را

آزمون استفاده از روش پانل (داده‌های تابلویی) با اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است که با توجه به رد روش پانلی دیگر نیازی به آزمون هاسمن نیست. نتایج آزمون این فرضیه در جدول ۶ نشان داده شده است.

با توجه به جدول ۶، نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش نشان می‌دهد که ضریب و آماره t متغیر جریان وجوه نقد عملیاتی به ترتیب برابر با ۰.۵۹۹ و ۰.۵۳- می‌باشد. در نتیجه، علی‌رغم ارتباط منفی بین جریان وجوه نقد عملیاتی و تأمین مالی خارج از سازمان، این رابطه در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نمی‌باشد. همچنین ضریب و آماره t متغیر متغیر تعاملی (جریان وجوه نقد عملیاتی و دارایی مشهود) به ترتیب برابر با ۰.۵۶ و ۰.۵۷- می‌باشد و بین متغیر تعاملی (جریان وجوه نقد عملیاتی و دارایی مشهود) و تأمین مالی خارج از سازمان رابطه معناداری وجود ندارد. به بیان دیگر، در بورس اوراق بهادار تهران، میزان دارایی مشهود بر رابطه بین جریان وجوه نقد عملیاتی و تأمین مالی خارج از سازمان شرکت تأثیر ندارد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که رابطه منفی و معناداری بین دارایی مشهود شرکت و تأمین مالی خارج از سازمان وجود دارد و با افزایش دارایی مشهود، تأمین مالی خارج از سازمان شرکت نیز کاهش پیدا می‌کند و بالعکس. از طرفی رابطه معنی‌داری بین رشد شرکت و تأمین مالی خارج از سازمان و نیز بین اندازه شرکت و تأمین مالی خارج از سازمان در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد.

سازمان مورد تایید قرار نمی‌گیرد. به بیان دیگر، در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، جریان وجوه نقد عملیاتی تأثیری بر تأمین مالی خارج از سازمان شرکت ندارد. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که رابطه منفی و معناداری بین اندازه شرکت و تأمین مالی خارج از سازمان وجود دارد و با افزایش اندازه شرکت، تأمین مالی خارج از سازمان شرکت نیز کاهش پیدا می‌کند. از طرفی رابطه معنی‌داری بین رشد شرکت و تأمین مالی خارج از سازمان و نیز بین سازمان و تأمین مالی حساب‌های دریافتی و دارایی ثابت و تأمین مالی خارج از سازمان در سطح اطمینان ۹۰ درصد وجود دارد. همچنین نتایج حاکی از این است که بین اهرم مالی شرکت و وجه نقد شرکت با تأمین مالی خارج از سازمان شرکت رابطه معنادار وجود ندارد.

آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش حاکی از این است که میزان دارایی مشهود شرکت بر رابطه بین حساسیت تأمین مالی خارج از سازمان و جریان وجه نقد تأثیر می‌گذارد. قبل از آزمون این فرضیه، برای تصمیم‌گیری در مورد انتخاب مدل پژوهش آزمون‌های چاو و هاسمن انجام شده است که نتایج در جدول ۵ ارائه شده است.

همانطور که در جدول ۵ مشاهده می‌شود با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده از آزمون چاو برابر ۰.۹۵ می‌باشد روش داده‌های تابلویی پذیرفته نمی‌شود. همچنین، برای

جدول ۴- نتایج آزمون فرضیه اول

$b_2GROWTH_{it} + b_3CASH_FLOW_{it} + b_4CASH_{it} + b_5COLLATERAL_{it} + b_6LEVERAGE_{it} + \epsilon_{it} \quad b_1SIZE_{it} + EXTFIN_{it} = b_0 +$				
متغیر	علامت	ضریب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	C	۲,۴۵	۲,۹۰	۰,۰۰۴
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۱۶	-۲,۵۴	۰,۰۱۱
رشد شرکت	GROWTH	۰,۲۶	۱,۸۰	۰,۰۷۱
جریان وجوه نقد عملیاتی	CASH_FLOW	-۰,۰۲	-۰,۲۶	۰,۷۹۷
وجه نقد	CASH	-۰,۶۰	-۰,۹۲	۰,۳۵۹
نسبت موجودی، حساب‌های دریافتی و دارایی ثابت	COLLATERAL	-۰,۴۰	-۱,۸۸	۰,۰۶۱
اهرم مالی شرکت	LEVERAGE	۰,۰۷	۰,۴۱	۰,۶۸۳
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۰۱		آماره F	۲,۱۹
آماره دوربین واتسون	۱.۶۴		سطح معناداری	۰.۰۴

جدول ۵- آزمون چاو و هاسمن برای تخمین نوع داده‌های مدل ۲

سطح معناداری	درجه آزادی	مقدار آماره	آزمون
۰,۹۵	(۶,۶۲۶)	۰,۲۶	آزمون چاو
-	-	-	آزمون هاسمن

جدول ۶- نتایج آزمون فرضیه دوم

$$EXTFIN_{it} = b_0 + b_1 SIZE_{it} + b_2 GROWTH_{it} + b_3 CASH_FLOW_{it} + b_4 TANG_{it} + b_5 TANG_CASH_FLOW_{it} + \epsilon_{it}$$

متغیر	علامت	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	C	۲,۴۰	۲,۹۰	۰,۰۰۳
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۱۶	-۲,۶۰	۰,۰۰۹
رشد شرکت	GROWTH	۰,۲۹	۱,۹۷	۰,۰۴۸
جریان وجوه نقد عملیاتی	CASH_FLOW	-۰,۰۵	-۰,۵۳	۰,۵۹۹
دارایی مشهود	TANG	-۰,۳۴	-۲,۰۷۴	۰,۰۳۸
متغیر تعاملی	TANG_CASH_FLOW	۰,۳۱	۰,۵۶	۰,۵۷
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۰۱	آماره F		۲,۷۳
آماره دوربین واتسون	۱,۶۴	سطح معناداری		۰,۰۱۸

آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم پژوهش حاکی از این است که محدودیت مالی شرکت بر رابطه بین حساسیت تأمین مالی خارج از سازمان و جریان وجه نقد تأثیر می‌گذارد. قبل از آزمون این فرضیه، برای تصمیم‌گیری در مورد انتخاب مدل پژوهش آزمون های چاو و هاسمن انجام شده است که نتایج در جدول ۷ ارائه شده است.

همانطور که در جدول ۷ مشاهده می‌شود با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده از آزمون چاو برابر ۰,۴۵ می‌باشد روش داده‌های تابلویی پذیرفته نمی‌شود. همچنین، برای آزمون استفاده از روش پانل (داده‌های تابلویی) با اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است که با توجه به رد روش پانلی دیگر نیازی به آزمون هاسمن نیست. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه در جدول ۸ ارائه شده است.

جدول ۷- آزمون چاو و هاسمن برای تخمین نوع داده‌های مدل ۲

سطح معناداری	درجه آزادی	مقدار آماره	آزمون
۰,۶۷	(۱۲,۶۲۰)	۰,۶۷	آزمون چاو
-	-	-	آزمون هاسمن

جدول ۸- نتایج آزمون فرضیه سوم

$$b_2 GROWTH_{it} + b_3 CASH_FLOW_{it} + b_4 DFC_{it} + DFC_CASH_FLOW_{it} + \epsilon_{it} \quad b_1 SIZE_{it} + EXTFIN_{it} = b_0 +$$

متغیر	علامت	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	C	۱,۸۱	۲,۳۲	۰,۰۲۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۱۲	-۱,۹۴	۰,۰۵۳
رشد شرکت	GROWTH	۰,۳۱	۲,۱۵	۰,۰۳۱
جریان وجوه نقد عملیاتی	CASH_FLOW	-۰,۰۲	-۰,۲۵	۰,۸۰۲
محدودیت مالی	DFC	-۰,۲۹	-۱,۶۳	۰,۱۰۳
متغیر تعاملی	DFC_CASH_FLOW	-۰,۰۸	-۰,۱۶	۰,۸۷۵
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۰۱	آماره F		۲,۸۳
آماره دوربین واتسون	۱,۶۴	سطح معناداری		۰,۰۱۵

دارای محدودیت مالی با هزینه‌های گزینش نادرست عمده‌ای مواجه می‌شوند، بستانکاران خواستار تضمین وام‌های برای حفاظت از قراردادهایشان خواهند شد. به خاطر این که انتظار بر این است که مشهود بودن دارایی‌ها، وجوه خارج از سازمان را به خصوص در شرکت‌های دارای محدودیت مالی تسهیل کند. اثر جریان نقدی بر تأمین مالی خارج از سازمان ممکن است برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی منفی تر باشد در حالی که شرکت‌های فاقد محدودیت مالی بی‌تأثیر می‌مانند.

بنابراین، با توجه به مطالب یاد شده در این پژوهش به سه سوال پاسخ داده می‌شود: اول اینکه: آیا بین حساسیت تأمین مالی خارج از سازمان چه به شکل بدهی و چه به شکل انتشار سهام رابطه وجود دارد؟ دوم اینکه: محدودیت مالی چه تاثیری بر رابطه بین حساسیت تأمین مالی خارج از سازمان و جریان وجوه نقد می‌گذارد؟ سوم اینکه: دارایی‌های مشهود چه تاثیری بر رابطه بین حساسیت تأمین مالی خارج از سازمان و جریان وجوه نقد می‌گذارد؟ برای پاسخ به این سوالات ۷۱ شرکت از جامعه‌ی آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شد تا طی دوره ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۲ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد نه تنها بین حساسیت تأمین مالی خارج از سازمان و جریان وجوه نقد رابطه‌ای وجود ندارد بلکه دارایی‌های مشهود و محدودیت مالی بر این رابطه تاثیری ندارند. این نتایج با نتایج حاصل از پژوهش لویز گارسیا و سوکوروب میرا (۲۰۱۴) مخالف است. جواب احتمالی برای نتایج مخالف به این صورت ارائه می‌شود: در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأمین مالی از طریق بدهی در اولویت شرکت‌هاست زیرا با توجه به تورم بالا حتی وجوه داخل سازمان هم برای تأمین اقتصادی به نظر نمی‌رسد و بیشتر شرکت‌ها ترجیح می‌دهند تا با وام‌گیری در سرمایه‌گذاری‌های سودآور مشارکت داشته باشند که این فرضیه می‌تواند نظریه سلسه مراتبی را برای محیط سرمایه ایران در شرایط تورمی نقض کند. بنابراین به نظر می‌رسد شرایط اقتصادی و محیطی تأثیر بسزایی در رد یا قبول نظریه‌های حسابداری داشته باشد. نتایج فرعی پژوهش نشان می‌دهد که رابطه منفی و معناداری بین دارایی مشهود شرکت و تأمین مالی خارج از سازمان وجود دارد و با افزایش دارایی مشهود، تأمین مالی خارج از سازمان شرکت نیز کاهش پیدا می‌کند و بالعکس. از طرفی رابطه معنی‌داری بین رشد شرکت و تأمین مالی خارج از سازمان و نیز بین اندازه شرکت و تأمین مالی خارج از سازمان در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد.

این نتایج از دو نظر حایز اهمیت است اول اینکه نظریه‌ها برای اینکه اعتبار کسب کنند باید در مکان‌ها و زمان‌های

با توجه به جدول ۸، نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش نشان می‌دهد که ضریب و آماره t متغیر جریان وجوه نقد عملیاتی به ترتیب برابر با ۰,۸۰۲ و ۰,۲۵- می‌باشد. در نتیجه، علی‌رغم ارتباط منفی بین جریان وجوه نقد عملیاتی و تأمین مالی خارج از سازمان، این رابطه در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نمی‌باشد. همچنین ضریب و آماره t متغیر متغیر تعاملی (جریان وجوه نقد عملیاتی و محدودیت مالی) به ترتیب برابر با ۰,۰۸- و ۰,۱۶- می‌باشد و بین متغیر تعاملی (جریان وجوه نقد عملیاتی و محدودیت مالی) و تأمین مالی خارج از سازمان رابطه وجود دارد اما این ارتباط در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نمی‌باشد. به بیان دیگر، در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران محدودیت مالی بر رابطه بین جریان وجوه نقد عملیاتی و تأمین مالی خارج از سازمان شرکت تأثیر ندارد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که رابطه منفی و معناداری بین محدودیت مالی شرکت و تأمین مالی خارج از سازمان وجود ندارد. از طرفی رابطه معنی‌داری بین رشد شرکت و تأمین مالی خارج از سازمان در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد که این رابطه مثبت و معنی‌دار می‌باشد بدین معنی که با افزایش رشد شرکت، تأمین مالی خارج از سازمان شرکت افزایش پیدا می‌کند و بالعکس. همچنین بین اندازه شرکت و تأمین مالی خارج از سازمان رابطه منفی و معنی‌داری در سطح اطمینان ۹۰ درصد وجود دارد بدین معنی که، با افزایش اندازه شرکت، تأمین مالی خارج از سازمان شرکت کاهش پیدا می‌کند و بالعکس.

۷- نتیجه‌گیری و بحث

وجه نقد یکی از اقلام صورت‌های مالی است که از اهمیت بسیاری برخوردار می‌باشد و از جمله دارایی‌هایی است که در معرض تحریف فراوانی قرار می‌گیرد. بنابراین استفاده بهینه از وجه نقد موجود در شرکت موجب کارایی سرمایه‌گذاری و در عین حال جلوگیری از محدودیت‌های مالی و ورشکستگی شرکت می‌شود. از آنجا که شرکت‌های دارای محدودیت مالی قادر به تأمین مالی در آینده نخواهند بود، اگر جریان نقدی جاری مازاد داشته باشند به جای پرداخت بدهی، نگهداری می‌کنند. در عوض، شرکت‌های فاقد محدودیت‌های مالی اگر جریان نقدی بیشتری از آنچه مورد نیاز دارند را ایجاد کنند، بدهی خود را تسویه می‌کنند. در نتیجه این رفتار، هر دو شرکت‌های دارای محدودیت مالی و فاقد محدودیت مالی رابطه‌ای منفی بین تأمین مالی خارج از سازمان و جریان نقدی خواهند داشت و این اثر ممکن برای شرکت‌های فاقد محدودیت مالی شدیدتر باشد. از سوی دیگر چون شرکت‌های

Financial Constraints, *World Development* 57, 63–78.

- * Fama, E. F. Kenneth R. and French, (2005). Financing Decisions: who Issues Stock? *Journal of Financial Economics* 76, 549–582.
- * Lopez-Gracia, J. Sogorb-Mira, F. (2014). Sensitivity of external resources to cash flow under financial constraints, *International Business Review* 23, 920–930.
- * Schoubben, F., & Van Hulle, C. (2011). Stock listing and financial flexibility. *Journal of Business Research*, 64, 483–489.
- * Sunder, S. L., and Myers, S. C. (1998). Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 51, 219-244

یادداشت‌ها

¹ Arslan et al.

² Lopez-Gracia and Sogorb-Mira

³ Trade-Off Theory

⁴ Pecking Order Theory

⁵ Fama et al.

⁶ Sunder and Myers

⁷ Trade-off Theory

⁸ Guariglia

⁹ Almeida and Campello

¹⁰ Schoubben and Van Hulle

¹¹ Gochoco-Bautista

¹² حداقل این نسبت برای پذیرش شرکت های در تابلوی اصلی بازار اول ۰٫۷ است

¹³ Levin & Lin & Chu

¹⁴ Im & Pesaran & Shin

¹⁵ Augmented Dickey-Fuller

¹⁶ Phillips & Perron

¹⁷ به علت جلوگیری از طولانی شدن مقاله جداول مربوط به این آزمون ها گنجانده نشده است.

متفاوت و پژوهشگران مختلف مورد آزمون قرار گیرند و این پژوهش نتایجی متفاوت از آنچه انتظار می‌رفت را برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رقم زد. دوم اینکه راهی را برای پژوهش‌های آتی ترسیم می‌کند که در آن پژوهشگران جواب‌های سوالات احتمالی خود را با توجه به پاسخ‌های این پژوهش دریافت می‌کنند که این خود باعث اغای ادبیات موجود می‌شود.

فهرست منابع

- * بادآور نهنندی، یونس و درخور، سعید، (۱۳۹۲). بررسی رابطه بیم محدودیت‌های مالی، ارزش وجه نقد و خالص سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۸، صص ۱۶۷-۱۸۹.
- * سیاسی، سحر، ییلویی خمسلویی، مالک، (۱۳۹۲). حساسیت نامتقارن سطح وجه نقد نگهداری شده نسبت به جریان‌های نقدی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۴، صص ۶۱-۷۶
- * عربصالحی، مهدی و کریمی، سجاد، (۱۳۸۸). تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌ها. فصلنامه علمی دانشجویان حسابداری و مدیریت مالی.
- * کاشانی پور، محمد، راسخی، سعید، نقی نژاد، بیژن و رساییان، امیر، (۱۳۸۹). پیشرفت‌های حسابداری، محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران، دوره ۲، شماره ۲، ۵۱-۷۴.
- * کریمی، فرزاد و صادقی، محسن، (۱۳۸۸). محدودیت‌های مالی داخلی و خارج از سازمان و رابطه آن با سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال اول، شماره ۴.
- * Alessandra, G. (2008). Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: Evidence from a panel of UK firms, *Journal of Banking & Finance* 32, 1795-1809.
- * Almeida, H., & Campello, M. (2010). Financing frictions and the substitution between internal and external funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(3), 589–622.
- * Arslan, O., Florackis, C. & Ozkan, A. (2006). The Role of Cash Holdings in Reducing Investment-Cash Flow Sensitivity: Evidence from a Financial Crisis Period in an Emerging Market. *Emerging Markets Review*, 7, 320 -338.
- * Gochoco-Bautista, M. S., Sotocinal, N, R. Wang, J. (2013). Corporate Investments in Asian Markets: Financial Conditions, Financial Development, and