

بررسی تاثیر رشد جریانهای نقدی بر عملکرد شرکت با تاکید بر درماندگی مالی و اهرم مالی در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

حامد اژدرزاده ونستان

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران.
hamed.azhdarzadeh@yahoo.com

ترلان آقازاده

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران. (نویسنده مسئول).
mina.136392@gmail.com

چکیده

در ادبیات حسابداری، توجه خاصی به جریانهای نقد و عملکرد شده است، در پژوهش حاضر نیز سعی گشت تا به بررسی تاثیر رشد جریانهای نقدی بر عملکرد شرکت با تاکید بر درماندگی مالی و اهرم مالی در شرکتهای بورسی پرداخته شود. بدین منظور از داده های، نمونه ۱۰۱ شرکتی از شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران در بازه زمانی بین سال های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ استفاده گشت. روش نمونه برداری در این پژوهش مبتنی بر روش حذف سیستماتیک است و برای آزمون فرضیه های مدل از روش رگرسیون چند گانه مبتنی بر دادهای تلفیقی (panel data) استفاده می شود. همچنین برای تحلیل نتایج و پردازش دادها از نرم افزارهای E-views استفاده شد. نتایج این پژوهش نشان می دهد که متغیر رشد جریانهای نقدی دارای تاثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت می باشد. همچنین نتایج نشان داد درماندگی مالی و اهرم مالی به ترتیب دارای تاثیر معکوس و مستقیم بر رابطه بین رشد جریانهای نقد و عملکرد شرکتهای هستند.

واژگان کلیدی: رشد جریانهای نقدی، عملکرد شرکت، درماندگی مالی، اهرم مالی.

مقدمه

بقای یک شرکت با توانایی عملکرد سودآورانه و مدیریت زمان دریافت و پرداخت وجوه نقد بستگی دارد. اختلال در هر کدام از این موارد می تواند منجر به یک بحران مالی برای شرکت گردد که متعاقباً شرکت را از سرمایه گذاری در پروژه های جدید سودآور باز میدارد و زمینه های رکود بیشتر را پیش می آورد. در یک طبقه بندی، بحرانها از منظر منشأ ایجاد آن به دو بخش تقسیم میشود: الف) بحرانهای مالی درون شرکتی (درماندگی مالی) که عمدتاً ریشه ی ایجاد آن در سوء مدیریت منابع شرکت می باشد و در این پژوهش از آن به عنوان درماندگی مالی^۱ یاد خواهیم کرد؛ و ب) بحرانهای مالی فراشرکتی (سطح بازار) که منشأ آن در بیرون از شرکت و ریشه ی آن در عوامل متعدد خارج از کنترل شرکت بوده که امواج منفی آن به تمام شرکتهای و بنگاههای اقتصادی سرایت می کند. به منظور سنجش عملکرد یک شرکت، اصلی ترین شاخص در متن صورتهای مالی شرکت انتشار یافته و در قالب یک رقم سود یا مشتقی از آن همچون سود هر سهم خلاصه می گردد و در نگاه اول و عامیانه همیشه گفته می شود که: سود بیشتر یعنی عملکرد مطلوبتر؛ اما سرمایه گذاران در بازار به این رقم اکتفا نکرده و اطلاعاتی بیشتر و فراتر از اطلاعات مندرج در متن صورتهای مالی برای سنجش عملکرد و ارزشگذاری شرکت مورد استفاده قرار می دهند و عملاً با تعیین قیمت سهام به آن رسمیت میدهند. شاخص بازده سهام

¹ Financial Distress

شرکت که برآیند قیمت‌ها بوده، مصداق بارز ارزیابی سالانه عموم سرمایه گذاران و بازار از عملکرد هر شرکتی می‌باشد که پژوهش‌های زیادی با نتایج متضادی را متوجه خود نموده است. از جمله اینکه، پژوهش‌ها و پژوهش‌های اولیه ادعا می‌کنند که سودهای جاری، پیش‌بینی جریانهای نقدی آتی بوده و این سودها نسبت به جریانهای نقدی عملیاتی کنونی از نظر ارزشی مرتبط‌تر می‌باشند (بیور، دشو^۱، ۲۰۱۵). برای نمونه، دشو به این نتیجه دست یافت که ارتباط همزمان بین بازده سهام و سود از ارتباط بین بازده سهام و جریانهای نقدی قویتر است. جریانهای نقدی همواره یکی از موضوعات مورد تأکید در مدیریت شرکتها است. شرکتها جهت انجام سرمایه‌گذاری در راستای هدف اصلی هر واحد تجاری که سودآوری است، نیاز به جریانهای نقدی دارند (مجتهد زاده و احمدی، ۱۳۸۸).

مبانی نظری

مدیران در شرایط مختلف اقتصادی خرد و کلان تصمیماتی به منظور انجام این سرمایه‌گذاری‌ها اتخاذ می‌نمایند که به میزان اتکای آنها به منابع سرمایه‌گذاری، یعنی جریانهای نقدی وابسته است. بدیهی است هرگونه نوسانات جریانهای نقدی کمتر باشد، قابلیت پیش‌بینی آینده برنامه ریزی جهت پروژه‌های آتی نیز میسر می‌گردد (دنيس و سیبیلیکو^۲، ۲۰۱۰). همانطور که اشاره شد، جریان نقدی، معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکتها است و وجه نقدی را نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی، در اختیار دارد (تهرانی و حصارزاده، ۱۳۸۸). وضعیت جریانهای نقدی یک شرکت، به وسیله جریان نقدی ورودی و خروجی حاصل از فعالیتهای عملیاتی، تأمین مالی و سرمایه‌گذاری آن شرکت مشخص می‌شود (فریگو و گرازیانو^۳، ۲۰۰۳). جمله معروفی نیز در ادبیات مدیریت وجود دارد: هر چیزی که اندازه‌گیری نشود، مدیریت نمی‌شود (مونوز و کومار، ۲۰۰۴). اندازه‌گیری عملکرد به این دلیل که بقای شرکت را تحت الشعاع قرار می‌دهد، بسیار حیاتی است و بقا و موفقیت یک شرکت به عملکرد آن وابسته است (احمد و شفیق، ۲۰۱۴). عملکرد سازمانها به عنوان یکی از اصول اساسی در مدیریت در نظر گرفته می‌شود و بیشتر وظایف مدیریت براساس این مفهوم شکل می‌گیرد. چراکه موفقیت سازمانها در عملکرد آنها منعکس می‌شود (چمانی فرد و همکاران^۴، ۲۰۱۴). اما درماندگی مالی نقش مهمی در عملیات و سودآوری شرکت بازی میکند (حسینی، ۱۳۹۰) شرکت‌هایی که به علت استمرار در ضعف عملکردی خود دچار وخامت مالی می‌شوند، طبیعتاً به هر طریق ممکن سعی میکنند که از این وضعیت خارج شده و اوضاع مالی خود را سامان دهند و در صورت عدم توفیق در این امر، درماندگی، عاقبتی است که در انتظار آنان است (مشایخ و فرهادی، ۱۳۹۶). شرکت‌ها در مواجهه با درماندگی مالی احتمالاً سود حسابداری را به عنوان یکی از ارقام ارزیابی عملکرد، دستکاری می‌نمایند که در این صورت فلسفه درست بودن صورت‌های مالی خدشه دار میشود و قابلیت اتکای آنها از بین میرود (ایزدی نیا و همکاران، ۱۳۹۴). شرکت‌های ورشکسته ممکن است انگیزه داشته باشند در گزارشگری مالی خود، در خطر مالی بودن خود را پنهان کنند (وزنر^۵، ۲۰۰۳).

عموما عوامل درماندگی مالی، شامل برون‌سازمانی و درون‌سازمانی است. از جمله عوامل بیرونی که شرکت‌ها نیز نمی‌توانند آنها را کنترل کنند، می‌توان به تغییر در ساختارهای اقتصادی، نوسان‌ها، مشکلات مرتبط با تأمین مالی، رویدادها و بلاهای طبیعی و شدت رقابت اشاره کرد. عوامل درونی نیز شامل مواردی است که مدیران دچار اشتباه شده و یا برای انجام اقدامات ضروری در تصمیم‌های مدیریتی گذشته ناتوان بوده‌اند که می‌توان به نمونه‌هایی چون فروش نسیه

¹ Beior et al

² Denise et al

³ Frigo et al

⁴ Chemanifared et al

⁵ Wezner et al

بیش از حد، مدیریت ناکار، ناتوانی در مدیریت اثربخش سرمایه، خیانت و تقلب اشاره کرد. تشخیص درماندگی یکی از مهم ترین مسائل در تعیین وضعیت مالی شرکت ها می باشد. از این رو، همواره سرمایه گذاران در پی روش هایی برای تعیین دقیق درماندگی مالی شرکت ها برای اخذ تصمیمات صحیح مالی هستند (کردستانی و همکاران، ۱۳۹۸) در ادبیات مالی تعاریف مختلفی از درماندگی مالی ارائه گردیده است. گردون (۱۹۷۱) در یکی از نخستین مطالعات علمی بر تئوری درماندگی آن را به عنوان کاهش قدرت سودآوری شرکت معرفی می کند که احتمال عدم توانایی بازپرداخت بهره و اصل بدهی را افزایش می دهد. ویتاکر (۱۹۹۹) درماندگی مالی را وضعیتی در نظر می گیرد که در آن جریان های نقدی شرکت از مجموع هزینه های بهره مربوط به بدهی بلند مدت کمتر است (محسنی و همکاران، ۱۳۹۲) ملاک درماندگی شرکت ها در ایران، مشمول ماده ۱۴۱ قانون تجارت مصوب سال ۱۳۷۴ می باشد. بر اساس این ماده اگر بر اثر زیان های وارد شده حداقل نصف سرمایه شرکت از میان برود، هیأت مدیره مکلف است مجمع عمومی فوق العاده صاحبان سهام را دعوت کند تا موضوع انحلال یا بقای شرکت مورد شور و رأی واقع شود. در زمان درماندگی مالی، شرکت ها با دو مشکل اصلی مواجه می گردند: کمبود نقدینگی در ترازنامه و وجود تعهدات فراوان. به عبارت دیگر، در زمان درماندگی مالی، جریانهای نقدی پوشش لازم و برای ایفای تعهدات را تأمین نکرده و شرکت دچار ناتوانی موقت در پرداخت بدهی ها می شود. در این حالت، شرکت ها به فروش دارایی ها و دریافت وام رو می آورند که نتیجه آن، کاهش ظرفیت و عملکرد تولیدی و نیز افزایش اهرم می باشد. به همین دلیل، پیش بینی درماندگی مالی شرکت ها امری ضروری بوده و امکان ارائه راه حل های ممکن را قبل از بروز هرگونه بحرانی فراهم می آورد (منصور فر و همکاران، ۱۳۹۲). اهرم در ادبیات مالی مفهومی به معنای استقراض منابع مالی به منظور افزایش داراییها/اندازه یک شرکت است. تصور میشود که بازده حاصل از یک سرمایه گذاری (دارایی) که از طریق استقراض تأمین مالی شده و بخوبی از پیش مورد ارزیابی قرار گرفته عموماً از هزینه استقراض آن فزونی خواهد یافت. در اینصورت شرکت میتواند در ارتباط با تحصیل داراییها یک قدم روبه جلو بردارد. اما این احتمال همواره وجود دارد که بازده مورد انتظار سرمایه گذاری از هزینه آن (عامل ریسک) کمتر شود. شرکتها را میتوان بر اساس میزان بدهی استفاده شده در ساختار سرمایه به سه سطح پایین، متوسط و بالا طبقه بندی کرد. تحلیلگران مالی و سرمایه گذاری از طریق نسبتهای بدهی به سرمایه گذاران مشاوره های تأمین مالی و سرمایه گذاری می دهند. یکی از متداولترین نسبتهای اهرمی نسبت بدهی به سرمایه است که در آن سطح تأمین مالی از طریق بدهی به ازای هر واحد سرمایه را برای یک شرکت معین نشان می دهد. یکی از نسبتهای مفید مالی نسبت بدهی است که سطح بدهی برای تحصیل هر واحد دارایی یک شرکت را اندازه گیری می کند. یکی از سیگنالهای تشخیص سریع ورشکستگی مالی نسبت بدهی است. به همان شکل یک شرکت با چشم انداز مناسب از ثبات و عملکرد آتی دارای نسبت پرداخت بدهی بلندمدت می باشد. اهرم بالا نشانهای از درماندگی مالی است. به همین ترتیب، اهرم پایین نشاندهنده امکان تداوم فعالیت برای شرکت خواهد بود. بنابراین مطمئناً ساختار سرمایه از این زاویه به عنوان قطب نمای تصمیم گیری سرمایه گذاری عمل میکند.

مدیران برای تأمین مالی ابتدا از طریق وجوه عملیاتی سازمان اقدام می کنند. آنگاه به بازارهای خارجی روی می آورند و در این راه بدهی را بر ارزش ویژه ترجیح می دهند. بر اساس این منطق عموم مدیران مالی ابتدا به ظرفیت استقراض خود اقدام کرده و پس از انجام ملاحظات خاص تا سطح ظرفیت به دست آمده بدهی ایجاد می کند. عمده ترین خطر افزایش بدهی عدم توانایی اصل و فرع بدهی در سررسید مقرر است. لذا اینگونه پرداختهای ثابت بدون توجه به توانایی سودآوری واحد تجاری باید تسویه شود. هرگونه عدم پرداخت به موقع موجب ورشکستگی یا اقدامات حقوقی علیه واحد تجاری می شود. علاوه بر این حفظ انسجام مالی و موقعیت رقابتی واحد اقتصادی نیز از اهمیت زیادی برخوردار است. (رحیمیان و توکل نیا، ۱۳۹۲). واحد اقتصادی باید به گونه ای عمل کند که وجه کافی برای سرمایه گذاری راهبردی، پرداخت سود

سهام، هزینه های پژوهش و توسعه و نظایر آن در دسترس باشد. عدم توانایی در فراهم آوردن وجوه سلامت واحد اقتصادی را تهدید خواهد کرد. در تعیین ظرفیت استقراض مدیر مالی باید توازن بین جریان های نقدی داخلی و جریان های نقدی خارجی لازم را همواره مد نظر داشته باشد. برای این منظور باید آن مقدار جریانهای نقدی که می تواند در پرداخت تعهدات مالی مورد استفاده قرار گیرد، شناسایی شود. هدف اصلی از تصمیمات اهرم مالی، ایجاد ترکیبی مناسب از منابع نقدی بلند مدت، به منظور حداقل سازی هزینه سرمایه واحد اقتصادی و از آن طریق حداکثر کردن ارزش بازار واحد اقتصادی می باشد. که این ترکیب را اهرم مالی بهینه می نامند. (نوروش و یزدانی، ۱۳۸۹) در نتیجه با توجه موارد یاد شده بررسی و تحلیل تأثیری که رشد جریانهای نقدی از جوانب مختلف بر عملکرد شرکت دارد، مهمترین جنبه بحث این پژوهش است. در جهان پر تلاطم امروزی منابع مالی و استفاده از آنها باید به خوبی تعیین شود تا شرکت بتواند در مسیر پیشرفت و سودآوری گام بردارد. همچنین باید نگران باشند که مبدا تصمیمات امروز تامین مالی آینده و یا فرصتهای رشد و پیشرفت شرکت را به خطر اندازد. این نگرانی از این بابت است که مبدا در پرداخت اصل و فرع بدهیها ناتوان و با درماندگی مالی روبرو شوند، این موضوع نه تنها برای خودشان بلکه برای سایر ذینفعان شرکت، سرمایه گذاران بالقوه و همچنین اعتبار دهندگان سایر کشورها نیز اهمیت دارد، تا از این طریق بتوانند از وضعیت اعتباری شرکت آگاهی پیدا کنند (محمودآبادی و غیوری مقدم، ۱۳۹۳). با توجه به موارد فوق، تعیین عوامل موثر بر درماندگی مالی ارزیابی و صحت تأثیر آنها بر درماندگی مالی هم از دیدگاه سرمایه گذاران خرد، سرمایه گذاران خصوصی و شرکت و هم از دیدگاه کلان وضعیت اقتصادی و اجتماعی جامعه بسیار حائز اهمیت است. با این حال پژوهش های کمی در مورد درماندگی مالی و عوامل موثر بر آنها صورت گرفته است که شاید دلیل آن عدم وجود تعاریف مشخص و ملموس و جدایی کامل روشهای پیشینی آن از ورشکستگی می باشد.

پیشینه پژوهش

سانجای و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی رابطه تجربی بین اهرم مالی و عملکرد شرکت و ارزش شرکت های دارویی انتخاب شده در هند را مورد بررسی قرار گرفت: اهرم مالی بر ارزش شرکت های انتخاب شده تأثیر دارد است. نتیجه رگرسیون توضیح داد که اهرم مالی تأثیر منفی اما ناچیز بر توین دارد و اهرم مالی بر ارزش شرکت تأثیر دارد. تأثیر اهرم مالی بر ROA مثبت و ناچیز است. تأثیر اهرم مالی بر EVA منفی و ناچیز است. بنابراین نتیجه گیری می شود که اهرم مالی تأثیر ناچیزی بر عملکرد مالی و ارزیابی شرکت ها دارد.

کاریمان، (۲۰۱۷) در پژوهشی تحت عنوان تأثیر عوامل داخلی بر ارزش و عملکرد شرکتهای پرداخت. نتایج حاکی از این بود که بین عوامل حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت رابطه ای یافت نشد. اما بین عوامل ساختار سرمایه و عملکرد شرکتهای رابطه ی مثبت و معناداری وجود دارد.

یانگ و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی تحت عنوان سرمایه گذاری های مخاطره آمیز، اهرم مالی و عملکرد تشکیلات اقتصادی به این نتایج دست یافتند: هدف این مقاله مطالعه رابطه میان سرمایه گذاری های مخاطره آمیز، اهرم مالی و عملکرد تشکیلات اقتصادی بر اساس مطالعات تجربی و با استفاده از داده های حاصل از GEM بازار رشد تشکیلات اقتصادی شرکت های ثبت شده چین از سال ۲۰۱۰ لغایت ۲۰۱۴ میلادی می باشد. نتایج تجربی نشان می دهند که سرمایه گذاری های مخاطره آمیز ارتباط مثبتی با عملکرد تشکیلات اقتصادی دارند، و اهرم مالی نیز با همبستگی منفی با عملکرد شرکت ها دارد، افزون بر این، پژوهش های دیگر موید آن است که این رابطه منفی در شرکت های متکی به سرمایه گذاری های مخاطره آمیز با ورود اثر متقابل با ضربه سرمایه گذاری های مخاطره آمیز و اهرم مالی بزرگ تر و معنادارتر می گردد.

دیپتس و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی تأثیر بحران های مالی بر عملکرد مالی در صنایع بانکداری پرداختند و دریافتند در شرایط وجود بحران های مالی، عملکرد مالی تضعیف می گردد.

روزن فلد (۲۰۱۵) نشان دادند که اخذ وام های حمایتی در شش ماه قبل از آشفتگی مالی شرکت به طور معناداری احتمال خروج از آشفتگی را افزایش می دهد. بنابراین کاهش اثر این امر (عدم دریافت وام حمایتی)، شدت آشفتگی شرکت را افزایش می دهد.

ابراهیم و عثمان (۲۰۱۳) به پژوهشی تحت عنوان جریان نقد آزاد، فرصت رشد و عملکرد شرکت های نیجریه پرداختند. نتایج آزمون نشان داد که بین جریان نقد آزاد و بازدهی فعلی دارایی ها رابطه منفی معنی دار وجود دارد. آزمون نشان می دهد که تأثیر جریان نقد آزاد بر عملکرد فعلی و آتی به طور قابل ملاحظه ای متفاوت نیست، این در حالی است که هم فرصت های رشد در نظر گرفته شده و هم فرصت های رشد نادیده گرفته شده اند.

اختر و همکاران (۲۰۱۲) در بررسی رابطه بین اهرم مالی و عملکرد مالی: شواهد از بخش سوخت و انرژی پاکستان به این نتایج دست یافتند: شرکت هایی با سودآوری بالاتر می توانند با استفاده از ابزارهای آماری مختلف، اهرم های بالایی را انتخاب کنند. یافته های این مطالعه نشان می دهد که رابطه ی مثبتی بین اهرم مالی و عملکرد مالی شرکت ها وجود دارد.

لی و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی آزمون موضوع درماندگی مالی در صنعت رستوران های آمریکا پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر تأثیر اصلاح کننده مثبتی از تمرکز سرمایه بر رابطه بین اهرم مالی و آشفتگی مالی است.

چارالامبا کیس و اسپنوب (۲۰۰۸) به این نتیجه رسیدند که یک رابطه مثبتی بین اهرم مالی و احتمال درماندگی وجود دارد.

زنگنه و کارگر (۱۳۹۹) در بررسی تأثیر سطوح مختلف اهرم مالی بر ارتباط بین مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و عملکرد شرکت به این نتایج دست یافتند. نتایج پژوهش نشان می دهد که بین مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنادار به لحاظ آماری وجود دارد. سطوح بالای اهرم مالی بر ارتباط بین مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و عملکرد شرکت تأثیر معکوس و معنادار دارد. ولی سطوح پایین اهرم مالی بر ارتباط بین مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و عملکرد شرکت تأثیر مستقیم و معنادار دارد.

دالوند و طباطبایی (۱۳۹۷) در تحقیقی تحت عنوان بررسی نقش شدت بازاریابی بر رابطه اهرم مالی و عملکرد شرکت به این نتایج دست یافتند هدف این تحقیق بررسی نقش شدت بازاریابی در رابطه اهرم مالی و عملکرد شرکت است. این تحقیق بین بازه زمانی ۱۳۹۵-۱۳۹۰ اجرا گردید. در این تحقیق ۱۰۳ شرکت مورد بررسی قرار گرفت. برای بررسی متغیرهای پژوهش نیز از نرم افزار Eviews و مورد استفاده قرار گرفت. یافته های پژوهش نشان داد بین اهرم مالی و عملکرد شرکت، رابطه U شکلی وجود ندارد و شدت بازاریابی نیز، تعدیلگر رابطه بین این دو متغیر نمی باشد.

علی زاده (۱۳۹۵) در بررسی رابطه ی بین اهرم مالی، نقدینگی عملیاتی و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتایج دست یافت: هدف اصلی این پژوهش ۱- بررسی رابطه ی بین اهرم مالی و نقدینگی عملیاتی و ۲- بررسی رابطه ی بین نقدینگی عملیاتی و عملکرد مالی و ۳- بررسی رابطه ی بین اهرم مالی و عملکرد مالی می باشد. بدین منظور نمونه ای متشکل از ۱۱۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره ی زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ مورد مطالعه قرار گرفته است نتایج نشان دهنده رد فرضیه چهارم مبنی بر وجود رابطه معنادار بین چرخه تبدیل وجه نقد و بازده داراییها می باشد. نتایج نشان دهنده تایید فرضیه پنجم مبنی بر وجود رابطه معنادار و مثبت بین نسیت جاری و بازده داراییها می باشد. نتایج نشان دهنده رد فرضیه ششم مبنی بر وجود رابطه معنادار

بین حاشیه گردش جریان وجه نقد ناشی از عملیات و بازده دارایی ها می باشد و جهت بررسی هدف سوم، نتایج فرضیه هفتم نشان دهنده تایید این فرضیه، مینی بر وجود رابطه معنادار و منفی بین اهرم مالی و بازده دارایی ها می باشد. گرد و همکاران، (۱۳۹۳) به پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه بین معیارهای اهرم و معیارهای ارزیابی عملکرد پرداختند. نتایج نشان داد بین متغیرهای نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام، تسبیت کل بدهی بلندمدت به کل دارایی و نسبت کل بدهی به کل سرمایه با معیار ارزیابی عملکرد بازدهی دارایی ها رابطه معنادار وجود داشته ولی ارتباط هیچ یک از متغیرهای مستقل با متغیر کیوتوین معنادار نیست.

پورعلی و صمدی (۱۳۹۲) پژوهش بررسی ارتباط اهرم مالی با درجه درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را انجام دادند. یافته های پژوهش بیانگر رابطه معنی دار منفی بین اهرم مالی و درجه درماندگی است. نتایج این پژوهش همچنین نشان می دهد که روند حرکت قیمت سهام (مومنتوم) تنها در مورد پرتفو سهام شرکتهای دچار آشفتگی مالی معنی دار است. به بیان دیگر واکنش کمتر از اندازه به ریسک آشفتگی مالی علت ایجاد پدیده مومنتوم است.

در پژوهش یزدانی (۱۳۹۱) نتایج آزمون فرضیه ها حاکی از رابطه مستقیم و معنی دار بین رشد بیش از حد و درماندگی مالی و همچنین رشد بیش از حد و ورشکستگی است. همچنین مشخص شده با افزایش درماندگی مالی، ورشکستگی افزایش می یابد. ضمن آنکه اثر همزمان رشد بیش از حد و جریان وجه نقد آزاد بر شدت این رابطه می افزاید. نتیجه دیگر اینکه در شرکت هایی که رشد بیش از حد و جریان وجه نقد آزاد کمتری دارند ارتباط قوی تری بین درماندگی مالی و ورشکستگی وجود دارد.

قاسمی و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی تحت عنوان اثر ترکیبی اهرم مالی و نقدینگی عملیاتی بر عملکرد شرکت ها به این نتایج دست یافتند. براساس نتایج پژوهش و آزمون های آماری در سطح خطای ۵ درصد می توان گفت که بین اهرم مالی با چرخه ی تبدیل وجه نقد و نیز اثر ترکیبی این دو با عملکرد شرکت ها رابطه ی معناداری وجود دارد. اما بین اثر ترکیبی اهرم مالی با نسیت جاری و حاشیه ی وجه نقد عملیاتی با عملکرد شرکت ها رابطه ی معناداری وجود ندارد.

فرضیه های پژوهش

در این پژوهش رابطه ی بین رشد جریانهای نقد و عملکرد شرکتهای مورد بررسی قرار گرفته است؛ همچنین از متغیرهای درماندگی مالی و اهرم مالی به عنوان متغیرهای تعدیلگر استفاده شده است، بنابراین، فرضیه های پژوهش به شرح زیر است:

فرضیه اول: بین رشد جریانهای نقدی و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین رشد جریانهای نقدی و عملکرد شرکت با تاکید بر درماندگی مالی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین رشد جریانهای نقدی و عملکرد شرکت با تاکید بر اهرم مالی رابطه معناداری وجود دارد.

جامعه آماری، نمونه ی آماری و بازه زمانی پژوهش

مبنای یک مطالعه آماری را جامعه آماری تشکیل می دهد. جامعه آماری عبارتست از کلیه عناصر و افرادی که در یک مقیاس جغرافیایی مشخص دارای یک یا چند صفت مشترک باشند. جامعه آماری مورد بررسی در این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است بازه زمانی این پژوهش بین سال های ۱۳۹۲ تا پایان سال ۱۴۰۰ را در بر می گیرد. نمونه آماری عبارتست از تعدادی از اعضای جامعه آماری که بیانگر ویژگی اصلی جامعه باشد که در این

- پژوهش تعداد نمونه ۱۰۱ شرکت از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. روش نمونه برداری در این پژوهش مبتنی بر روش حذف سیستماتیک بوده و از بین شرکت های دارای شرایط زیر نمونه انتخاب شده است:
- اطلاعات مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای پژوهش در مورد آن شرکت ها، در طول دوره پژوهش در دسترس باشد.
- سال مالی شرکت ها منتهی به ۲۹ اسفند هر سال باشد و شرکت در دوره مورد مطالعه سال مالی خود را تغییر نداده اشد.
- وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشد و سهام شرکت طی سال های مورد بررسی مورد معامله قرار گرفته باشد.
- تا پایان سال ۱۴۰۰ از لیست شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران خارج نشده باشند.
- جزء شرکتهای بیمه، موسسات مالی و سرمایه گذاری نباشد.

ابزار جمع آوری دادههای پژوهش

داده های بدست آمده از این پژوهش بر اساس اطلاعات و ارقام واقعی بورس اوراق بهادار تهران و صورت های مالی شرکت های پذیرفته در آن می باشد و اطلاعات با روش کتابخانه ای و میدانی جمع آوری می شود. برای آزمون فرضیه های مدل از روش رگرسیون چند گانه مبتنی بر دادهای تلفیقی (panel data) استفاده می شود. همچنین برای تحلیل نتایج و پردازش دادهها از نرم افزارهای Excel، E-views استفاده می شود. نمونه آماری پژوهش به میزان کافی و به روش حذفی انتخاب و آزمون فرضیه ها و تجزیه و تحلیل آماری انجام شده است تا در نهایت نتایج آن به صورت علمی به جامعه آماری تعمیم داده شود.

روش و مدل پژوهش

این پژوهش از لحاظ طرح پژوهشی آن از نوع نیمه تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی است. همچنین تحقیق حاضر از نوع تحقیقات شبه تجربی در زمره تحقیقات توصیفی حسابداری است که از حیث هدف کاربردی است. از لحاظ ماهیت و روش از نوع توصیفی است، پژوهش توصیفی شامل مجموعه روش هایی است که هدف آن ها توصیف وضعیت یا پدیده های مورد بررسی است. این پژوهش از لحاظ استدلال از نوع پژوهش های استقرایی است که با مشاهده اجزایی از جامعه (نمونه) نسبت به ارائه الگویی برای کل جامعه اقدام نماید؛ هم چنین، جهت آزمون فرضیه ها از داده های ترکیبی استفاده گردیده است به منظور تعیین روش تخمین مدلها (روش تلفیقی یا تابلویی) از آزمون F لیمر، و در صورت انتخاب روش تابلویی، از آزمون هاسمن برای انتخاب یکی از روشهای اثرات ثابت یا اثرات تصادفی استفاده گردیده است، تجزیه و تحلیل نتایج از طریق آزمون های t و F و ضریب تعیین انجام شده است. در این پژوهش، جهت آزمون فرضیه های پژوهشبه ترتیب از مدل های زیر استفاده شده است:

مدل (۱):

$$\varepsilon_{it} + GO_{it} + \beta_3 \beta_{it} \beta_2 SIZE + = \alpha_{it} + \beta_1 CFG_{it} Pe_{it}$$

مدل (۲):

$$\varepsilon_{it} + SIZE_{it} \beta_5 + GO_{it} \beta_4 + \beta_3 (FD * CFG) + \beta_2 FD_{it} + = \alpha_{it} + \beta_1 CFG_{it} Pe_{it}$$

مدل (۳):

$$\varepsilon_{it} + SIZE_{it} \beta_5 + GO_{it} \beta_4 + \beta_3 (Lev * CFG) + \beta_2 Lev_{it} + = \alpha_{it} + \beta_1 CFG_{it} Pe_{it}$$

که در مدل های فوق الذکر به ترتیب، Pe: نشانگر عملکرد شرکت، CFG: نشانگر رشد جریانهای نقدی، FD: نشانگر درماندگی مالی، Lev: نشانگر اهرم مالی، SIZE: نشانگر اندازه شرکت، GO: نشانگر فرصت رشد، α : ضریب ثابت، β_1 تا β_5 : ضرایب متغیرها و ε : خطای مدل رگرسیون می باشند.

متغیر وابسته:

متغیر وابسته در این پژوهش عملکرد شرکت (company performance) است که برای اندازه گیری عملکرد شرکت از معیار بازده دارایی های شرکت استفاده می کنیم و عبارت است از نسبت سود خالص به کل دارایی ها (حسینی و همکاران، ۱۳۹۲).

متغیر مستقل:

از آنجایی که جریان نقدی با نرخ ثابتی در حال رشد است، جریان نقدی در هر دوره فقط جریان نقدی دوره قبل ضرب در نرخ رشد جریان نقدی است. بنابراین:
تابع (۱):

$$E_t(R_{r,t+1}) = E_t\left(\frac{G * CF_{t+1}}{CF_{t+1}}\right)$$

با فرض نرخ رشد مستمر، بازده مورد انتظار سهام برابر با ارزش تولید شده برای سهامداران یا رشد جریان های نقدی است. این مورد دارای اهمیت زیادی است زیرا نشان می دهد که بازده مورد انتظار سهام توسط ارزش تولید شده توسط شرکت که به عنوان رشد جریان نقدی اندازه گیری می شود، هدایت می گردد. بنابراین با پیروی از نیلسون و همکاران (۲۰۱۴)، به طور تجربی مقدار مورد نظر FCF برابر است با FCF شرکت i در زمان t . سپس ECFG (رشد جریان های نقدی) به صورت زیر اندازه گیری می شود:
تابع (۲):

$$E(CFG_{i,t}) = \frac{E(FCF_{i,t}) - FCF_{i,t-1}}{FCF_{i,t-1}}$$

متغیرهای تعدیلگر:

اهرم مالی: یکی از متغیرهای تعدیلگر در پژوهش حاضر، اهرم مالی (Lev) می باشد که برای اندازه گیری اهرم مالی شرکت از نسبت کل بدهی به کل دارایی استفاده می شود (دیدار و همکاران، ۱۳۹۵).

درماندگی مالی: یکی دیگر از متغیرهای تعدیلگر در این پژوهش درماندگی مالی (Financial Distress) می باشد که برای اندازه گیری آن از معیار Z آلتمن در پژوهش بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۳)، استفاده می شود که به شرح زیر می باشد:

$$Z = 0.908X1 + 0.678X2 + 0.782X3 + 0.884X4 + 0.919X5 + 0.656X6 + 0.616X7$$

X1 = نسبت سود قبل از بهره و مالیات به دارایی ها، X2 = نسبت سود خالص به دارایی ها، X3 = نسبت دارایی های جاری به بدهی های جاری، X4 = نسبت وجوه نقد عملیاتی به بدهی ها، X5 = نسبت مجموع حقوق صاحبان سهام به

بدهی ها، $X6 =$ نسبت مجموع حقوق صاحبان سهام به سرمایه، $X7 =$ لگاریتم دارایی ها. در این مدل هرچه مقدار Z کمتر باشد درجه بحران مالی شرکت بیشتر است.

متغیرهای کنترلی؛ اندازه‌ی شرکت: به عنوان یک متغیر کنترلی است و همانند پژوهش‌هایی از قبیل جورکوس و همکاران (۲۰۱۰)، نونهال نهر و همکاران (۱۳۹۲) و مرادی و همکاران (۱۳۹۲)، اندازه‌ی شرکت‌ها (Size) از لگاریتم طبیعی فروش‌های کل شرکت به دست می‌آید.

فرصت رشد: فرصت رشد شرکت (Company growth opportunities) از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت در هر دوره بدست می‌آید (خدادادی و همکاران، ۱۳۹۲).

تجزیه و تحلیل نتایج

توصیف آماری داده‌ها، گامی در جهت تشخیص الگوی حاکم بر آنها و پایه‌ای برای تبیین روابط بین متغیرهایی است که در پژوهش به کار می‌رود (خورشیدی و قریشی ۱۳۸۱). آمار توصیفی بخشی از تجزیه و تحلیل یک پژوهشگر را تشکیل می‌دهد که این آمار در نماگر شماره ۱ ارائه شده است. میانگین به عنوان یکی از پارامترهای مرکزی، نشان دهنده مرکز ثقل جامعه بوده و به عبارتی مبین این امر است که اگر به جای تمامی مشاهدات جامعه، میانگین آن قرار داده شود هیچ تغییری در جمع کل داده‌های جامعه ایجاد نمی‌گردد، مقدار این آماره برای متغیر عملکرد شرکت عدد ۰/۱۳۷ می‌باشد. انحراف معیار نیز عددی است که نشان دهنده نحوه پراکندگی داده‌های اطراف مقدار میانگین همان داده‌ها می‌باشد. در بین متغیرهای پژوهش نیز درماندگی مالی شرکت بیشترین انحراف حول میانگین را با مقدار ۵/۱۲ دارد. ضریب تغییرات به عنوان یکی از معیارهای پراکندگی، عاملی است که از تقسیم انحراف معیار بر میانگین داده‌های بدست آمده و برای بیان ثبات و پایداری داده‌ها بکار می‌رود. با توجه به مقادیر بدست آمده می‌توان گفت که متغیر اندازه شرکت (۰/۱۱) دارای کمترین ضریب تغییرات بوده است لذا بیشترین پایداری و ثبات را طی دوره ۹ ساله پژوهش داشته و هم چنین متغیر رشد جریانهای نقدی (۱/۱۵) دارای بیشترین ضریب تغییرات بوده و در نتیجه کمترین پایداری و ثبات را در بین متغیرهای پژوهش دارد. بی‌شک یکی دیگر از مهم‌ترین استفاده‌ای که از نماگر آمار توصیفی داشت، قضاوت در مورد نرمال یا غیر نرمال بودن داده‌هاست. با استفاده از مقادیر ارائه شده برای چولگی و کشیدگی متغیرها می‌توان به نرمال بودن یا نرمال نبودن توزیع داده‌ها پی برد، اما تست جاک برا آزمونی است که برای این بررسی بیشتر عمومیت دارد. همان طور که در نماگر شماره ۱ مشاهده می‌شود سطح معناداری در هر کدام از متغیرها همگی کمتر از ۵ درصد می‌باشند. پس با اطمینان بیش از ۹۵ درصد می‌توان گفت این متغیرها دارای توزیع نرمال نیستند.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش و نتایج آزمون جاک برا

نام متغیر	Lev	FD	Pe	CFG	GO	Size
میانگین	۲/۴۸۵	۱۲/۶۹	۰/۱۳۷	۰/۱۴۲	۰/۶۶۵	۵/۸۲۳
میانه	۱/۸۳۰	۱۱/۹۰	۰/۱۲۱	۰/۱۲۷	۰/۵۶۰	۵/۷۸۹
بیشترین	۳۳/۶۸	۱۱۷/۲	۰/۶۳۱	۰/۸۱۲	۱/۸۴۲	۸/۲۲۳
کمترین	۰/۰۲۷	۶/۰۹۷	۰/۳۱۲	۰/۶۶۳	۰/۷۳۵	۳/۹۷۶
انحراف معیار	۲/۲۹۸	۵/۱۲۳	۰/۱۳۱	۰/۱۶۳	۰/۴۹۱	۰/۶۶۳
ضریب تغییرات	۰/۹۲۴	۰/۴۰۳۴	۰/۹۵۱۳	۱/۱۵۰	۰/۷۳۹	۰/۱۱۳
چولگی	۴/۵۶۶	۱۳/۱۱	۰/۶۶۱	۰/۴۵۱	۰/۶۵۲	۰/۴۴۸
کشیدگی	۴۷/۲۹	۲۴۰/۷	۴/۴۶۲	۵/۶۶۹	۳/۳۶۶	۳/۵۵۴

۴۲/۰۸۱	۶۹/۶۰	۳۰۰/۳	۱۴۷/۱	۲۱۶۴۹۹۸	۷۷۳۷۷	جاک برا
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	سطح معناداری
۹۰۹	۹۰۹	۹۰۹	۹۰۹	۹۰۹	۹۰۹	تعداد مشاهدات

نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

برای آزمون فرضیه های پژوهش از رگرسیون های چندگانه در قالب داده های پانلی با خلاصه فرآیندهای زیر استفاده شده است:

الف) بررسی ایستایی متغیرهای پژوهش

پایای متغیرها به معنی ثابت بودن میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال های مختلف است. اگر متغیرهای الگو ناپایا دارای ریشه واحد باشند، در این صورت آزمون های t و F معمولاً از اعتبار لازم برخوردار نخواهند بود. برای بررسی پایای متغیرها، از آزمون ریشه واحد از نوع آزمون های لوین، لین، چاو، دیکی فولر تعمیم یافته و فیلیپس پرون استفاده شده است. با توجه به سطح معناداری هر یک از این آزمون ها در سطح ۹۵ درصد می توان گفت همه متغیرها طی دوره پژوهش پایا هستند.

جدول (۲): آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نتیجه	آزمون فیلیپس پرون		آزمون دیکی فولر تعمیم یافته		آزمون لوین، لین و چاو		نام متغیر
	احتمال	آماره F	احتمال	آماره F	احتمال	آماره F	
ماناست	۰/۰۰۰	۱۰۰۳	۰/۰۰۰	۵۰۹/۳	۰/۰۰۰	۷۱/۸۸-	اهرم مالی
ماناست	۰/۰۰۰	۷۸۸/۱	۰/۰۰۰	۴۶۰/۷	۰/۰۰۰	۱۰۶/۲-	درماندگی مالی
ماناست	۰/۰۰۰	۶۵۰/۱	۰/۰۰۰	۴۵۸/۸	۰/۰۰۰	۳۴/۴۸-	عملکرد شرکت
ماناست	۰/۰۰۰	۷۲۴/۶	۰/۰۰۰	۴۶۵/۰	۰/۰۰۰	۳۱/۹۴-	رشد جریانهای نقدی
ماناست	۰/۰۰۰	۶۸۱/۵	۰/۰۰۰	۴۱۸/۶	۰/۰۰۰	۴۱۰/۵-	فرصت رشد
ماناست	۰/۰۰۰	۱۲۷/۲	۰/۰۰۰	۷۴۰/۲	۰/۰۰۰	۷۵/۵۲-	اندازه شرکت

ب) بررسی نوع الگو دادهای ترکیبی

در این مرحله نوع داده ها (از جهت پانلی یا تلفیقی بودن) مشخص می گردد که برای این منظور از آزمون F لیمر استفاده شده است. اگر داده ها از نوع پانلی (اثرات ثابت یا تصادفی) بکار گرفته شده که برای این منظور نیز از آزمون هاسمن استفاده شده است. نماگر ۳ نتایج آزمون های F لیمر و هاسمن را نشان می دهد. همان طور که در نماگر نشان داده شده است نوع داده سه فرضیه پانلی بوده و در نتیجه بایستی با استفاده از آزمون هاسمن نوع داده های تابلویی تعیین شود. در آزمون هاسمن نیز با توجه به فرض صفر این آزمون، اگر آماره احتمال بدست آمده کمتر از ۵ درصد باشد، نوع مدل دادهای تابلویی، مدل اثرات ثابت و در غیر این صورت نوع مدل داده های تابلویی، مدل اثرات تصادفی خواهد بود.

جدول (۳): نتایج آزمون های F لیمر و هاسمن

نتایج آزمون هاسمن	آزمون هاسمن		نتایج آزمون F لیمر	احتمال	آماره	شماره فرضیه
	احتمال	آماره				
اثرات ثابت	۰/۰۴۲	۸/۱۷۸	پنل	۰/۰۰۰	۶۸۷/۹	فرضیه اول

اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۲۸/۹۱۱	پنل	۰/۰۰۰	۴۱۴/۹	فرضیه دوم
اثرات ثابت	۰/۰۲۲	۱۳/۰۹۴	پنل	۰/۰۰۰	۶۱۷/۲	فرضیه سوم

ج) نتایج آزمون فرضیه اول

این فرضیه بیان میکند که بین رشد جریانهای نقدی و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد. برای آزمون این فرضیه از مدل رگرسیونی فرضیات مربوط استفاده گردیده است، نتایج برآورد مدل رگرسیونی، در نگاره شماره زیر منعکس شده است:

جدول (۴): نتایج آزمون نهایی فرضیه اول

نام متغیر	ضرایب	آماره t	احتمال آماره t
رشد جریانهای نقدی	۰/۰۲۶	۵/۱۴	۰/۰۳۱
فرصت رشد	۰/۰۳۵-	۶/۴۵۱-	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۸۶	۸/۷۳۸	۰/۰۰۰
C	۰/۳۳۰-	۵/۸۷۴-	۰/۰۰۰
AR(1)	۰/۱۳۱	۵/۲۱۳	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۴۲۳		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۰۷		
آماره دوربین واتسون	۱/۸۴۸		
آماره F	۳۱/۵۵		
احتمال آماره f	۰/۰۰۰		

نتایج مربوط به احتمال آماره F (۰.۰۰۰۰) نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنادار بوده و با توجه به آماره دوربین واتسون (۱.۸۴)، مشکل خود همبستگی آن با اضافه کردن پارامتر AR(1) حل شده است. علاوه بر آن نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در دوره‌ی پژوهش ۰.۴۰ از تغییرات متغیر وابسته تحت تأثیر متغیرهای مستقل و کنترل این آزمون بوده است. نتایج نشان می‌دهد که متغیر رشد جریانهای نقدی بر اساس ضریب رگرسیونی ۰/۰۲۶ و احتمال ۰.۰۳۱ تاثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت دارد و متغیرهای کنترلی نیز با توجه به احتمال آنها که زیر ۵ درصد می باشد در نتیجه تاثیر معناداری بر عملکرد شرکت دارند به صورتی که متغیر فرصت رشد که ضریب آن منفی می باشد در نتیجه تاثیر معکوسی بر میزان عملکرد شرکت دارد یعنی هرچه فرصت رشد شرکت بیشتر باشد عملکرد شرکت کاهش پیدا خواهد کرد اما متغیر اندازه شرکت چون ضریب آن مثبت می باشد در نتیجه تاثیر مثبتی بر عملکرد شرکت می گذارد به نحوی که با افزایش اندازه شرکت سطح عملکرد شرکت نیز افزایش پیدا خواهد کرد.

د) آزمون نهایی فرضیه دوم

این فرضیه بیان می‌کند که بین رشد جریانهای نقدی و عملکرد شرکت با تاکید بر درماندگی مالی رابطه معناداری وجود دارد. برای آزمون این فرضیه از مدل رگرسیونی فرضیات مربوط استفاده گردیده است، نتایج برآورد مدل رگرسیونی، در نگاره شماره زیر منعکس شده است:

جدول (۵): نتایج آزمون نهایی فرضیه دوم

نام متغیر	ضرایب	آماره t	احتمال آماره t
رشد جریانهای نقدی	۰/۵۷۷	۸/۷۹۷	۰/۰۰۰
درماندگی مالی	۰/۰۲۱-	۱۰/۱۷-	۰/۰۰۰
(رشد جریانهای نقدی * درماندگی مالی)	۰/۰۴۸-	۹/۴۸۱-	۰/۰۰۰
فرصت رشد	۰/۰۱۷	۵/۵۹۰	۰/۰۱۲

اندازه شرکت	-/۰۰۷-	۱/۲۷۵-	۰/۲۰۲
C	۰/۰۷۹	۲/۴۲۳	۰/۰۱۵
ضریب تعیین	۰/۴۵۴		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۳۲		
آماره دوربین واتسون	۱/۵۴۰		
آماره F	۲۳/۵۲		
احتمال آماره f	۰/۰۰۰		

نتایج مربوط به احتمال آماره F (۰.۰۰۰) نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنادار بوده و با توجه به آماره دوربین واتسون (۱.۵۴)، مشکل خود همبستگی ندارد. علاوه بر آن نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در دوره‌ی پژوهش ۰.۴۳ از تغییرات متغیر وابسته تحت تأثیر متغیرهای مستقل و کنترل این آزمون بوده است. نتایج نشان می‌دهد که متغیرهای رشد جریانهای نقدی و درماندگی مالی به ترتیب بر اساس ضریب رگرسیونی ۰.۵۷۷ و ۰.۰۲۱- و همچنین احتمال ۰.۰۰۰ و ۰.۰۰۰ تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت می‌گذارند. همچنین از میان متغیرهای کنترلی نیز چون سطح معناداری متغیر فرصت رشد شرکت زیر ۵ درصد می‌باشد در نتیجه تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت می‌گذارد اما متغیر اندازه شرکت چون سطح معناداری آن بالای ۵ درصد می‌باشد در نتیجه تأثیر معناداری از لحاظ آماری بر متغیر وابسته ندارد.

ه) آزمون نهایی فرضیه سوم

این فرضیه بیان می‌کند که بین رشد جریانهای نقدی و عملکرد شرکت با تأکید بر اهرم مالی رابطه معناداری وجود دارد. برای آزمون این فرضیه از مدل رگرسیونی فرضیات مربوط استفاده گردیده است، نتایج برآورد مدل رگرسیونی، در نگاره شماره زیر منعکس شده است:

جدول (۶): نتایج آزمون نهایی فرضیه سوم

نام متغیر	ضرایب	آماره t	احتمال آماره t
رشد جریانهای نقدی	۰/۰۳۴	۴/۶۰۳	۰/۰۲۹
اهرم مالی	-/۰۱۶-	۷/۶۵۷-	۰/۰۰۰
(رشد جریانهای نقدی * اهرم مالی)	۰/۰۲۴	۵/۸۸۸	۰/۰۱۴
فرصت رشد	-/۰۳۶-	۶/۷۶۱-	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۱۲۰	۱۱/۴۳	۰/۰۰۰
عرض از مبدا	-/۴۸۸-	۸/۳۴۲-	۰/۰۰۰
AR(1)	۰/۱۱۳	۴/۸۱۲	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۴۴۷		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۲۱		
آماره دوربین واتسون	۱/۵۹۸		
آماره F	۳۱/۷۲		
احتمال آماره f	۰/۰۰۰		

نتایج مربوط به احتمال آماره F (۰.۰۰۰) نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنادار بوده و با توجه به آماره دوربین واتسون (۱.۵۹)، مشکل خود همبستگی آن با اضافه کردن پارامتر AR(1) رفع شده است. علاوه بر آن نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در دوره‌ی پژوهش ۰.۴۲ از تغییرات متغیر وابسته تحت تأثیر متغیرهای مستقل و کنترل این آزمون بوده است. نتایج نشان می‌دهد که متغیرهای رشد جریانهای نقدی و اهرم مالی به ترتیب بر اساس ضریب رگرسیونی ۰/۰۳۴۳۳۴ و ۰/۰۱۶۰۷۶- و همچنین احتمال ۰.۰۰۰ و ۰.۰۲۹۲- و همچنین تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت می‌گذارند همچنین متغیرهای کنترلی نیز (اندازه شرکت و فرصت رشد)، با توجه به اینکه سطح معناداری آنها زیر

۵ درصد می باشد در نتیجه تاثیر معناداری بر عملکرد شرکت دارند به صورتی که متغیر فرصت رشد شرکت که ضریب آن منفی می باشد در نتیجه تاثیر معکوسی بر میزان عملکرد شرکت دارد اما متغیر اندازه شرکت چون ضریب آن مثبت می باشد در نتیجه تاثیر مثبتی بر عملکرد شرکت می گذارد.

نتیجه گیری

در پژوهش حاضر به بررسی تاثیر رشد جریانهای نقدی بر عملکرد شرکت با تاکید بر درماندگی مالی و اهرم مالی در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. بدین منظور از داده های استخراج شده مالی متغیرهای پژوهش استفاده گردید. در راستای هدف پژوهش سه فرضیه تدوین شد و ۱۰۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی و تجزیه و تحلیل گرفت. در این پژوهش سه فرضیه مورد آزمون قرار گرفت. آزمون فرضیه های مطرح شده در این پژوهش در سطح داده های ترکیبی پانل دتا مورد بررسی قرار گرفت و نتایج بدست آمده مورد تحلیل قرار گرفت. نتایج نشان می دهد که متغیر رشد جریانهای نقدی بر اساس ضریب رگرسیونی ۰/۰۲۶ و احتمال ۰۰۰۳۱ تاثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت دارد. یعنی هر چه میزان جریانهای نقدی شرکت افزایش یابد سطح عملکرد شرکت نیز افزایش پیدا خواهد کرد. در نتیجه می توان گفت که با سطح اطمینان ۹۵ درصد متغیر رشد جریانهای نقدی بر متغیر وابسته تاثیر می گذارد و شرکت ها با برنامه ریزی مناسب در نگهداری و استفاده از وجوه نقد خواهد توانست به ضریب عملکردی بالایی دست یابد. همچنین نتایج نشان می دهد که متغیرهای رشد جریانهای نقدی و درماندگی مالی به ترتیب بر اساس ضریب رگرسیونی ۰۰۵۷۷ و ۰۰۰۲۱- و همچنین احتمال ۰۰۰۰۰ و ۰۰۰۰۰ تاثیر معناداری بر عملکرد شرکت می گذارند البته با توجه به ضرایب آنها تاثیر رشد جریانهای نقدی مثبت و تاثیر درماندگی مالی منفی می باشد یعنی هرچه رشد جریانهای نقدی افزایش و میزان درماندگی مالی کاهش یابد عملکرد شرکت افزایش پیدا خواهد کرد و در نهایت متغیر درماندگی مالی رابطه بین رشد جریانهای نقدی و عملکرد شرکت را نیز تعدیل می کند. در نتیجه فرضیه نهایی نیز اهرم مالی به دارای تاثیر ۰/۱۶۰۷۶- و معنادار بر عملکرد شرکت می باشد یعنی هر چه اهرم مالی کاهش یابد میزان عملکرد شرکت افزایش پیدا خواهد کرد. در نتیجه می توان گفت که با سطح اطمینان ۹۵ درصد شرکت های بورسی در صورت کنترل منابع مالی و کاهش نسبت اهرمی خود خواهد توانست از درماندگی مالی فاصله گرفته و عملکرد مناسبی داشته باشد. نتایج بدست آمده این پژوهش با نتیجه پژوهش های یانگ و همکاران (۲۰۱۶) و اختر و همکاران (۲۰۱۲) مشابه می باشد. بر اساس یافته های پژوهش حاضر، استفاده از موقعیت های اهرمی برای شرکت ها از اهمیت خاصی برخوردار خواهد بود، در نتیجه به سهامداران و صاحبان ثروت پیشنهاد می شود به نسبت های اهرمی و جریانهای نقد شرکتهای توجه نمایند و همچنین پیشنهاد می شود سهامداران بازارهای مالی در ایجاد سبد های سرمایه گذاری خود به شرکتهای دارای توان نقدینگی بالا توجه نمایند. استفاده از نمونه شرکتهای بورسی و محدودیت در بدست آوردن داده تمامی شرکتهای، در تامین نتایج این پژوهش به دیگر شرکتهای، از محدودیت های این پژوهش به شمار می روند.

منابع

✓ اسدی، مرتضی، صدری نیا، مصطفی، (۱۳۹۴)، تأثیر اندازه شرکت، اهرم مالی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار (به تفکیک گروههای صنعتی)، فصلنامه تحقیقات مدل سازی اقتصادی، سال پنجم، شماره ۱۹، صص ۱۴۹-۱۷۴.

- ✓ ایزدی نیا، ناصر، منصورفر، غلامرضا، رشیدی خزایی، موسی، (۱۳۹۴)، درماندگی مالی به عنوان عاملی برای وقوع مدیریت سود، راهبرد مدیریت مالی، دوره ۳، شماره ۱۰، صص ۲۵-۴۷.
- ✓ پورعلی، محمدرضا، صمدی، محمود، کرکانی، انسیه، (۱۳۹۲)، بررسی ارتباط اهرم مالی با درجه درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین همایش ملی علوم مدیریت نوین، گرگان.
- ✓ حسینی، زهرا، (۱۳۹۰)، بررسی تأثیر شدت سرمایه بر رابطه اهرم مالی و درماندگی مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه سیستان و بلوچستان.
- ✓ دلوند، خسرو، طباطبایی، مهتاب، (۱۳۹۷)، بررسی نقش شدت بازاریابی بر رابطه اهرم مالی و عملکرد شرکت، کنفرانس بین المللی یافته های نوین در علوم انسانی و اجتماعی.
- ✓ راعی رضا، تلنگی، احمد، (۱۳۸۷)، مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته، سمت، صص ۳۰-۳۵.
- ✓ رحمانی پاکباده، سیدفاضل، خریدار، سینا، (۱۳۹۸). بررسی تأثیر ساختار داوطلبانه حاکمیت شرکتی بر وضعیت آشفتهگی مالی شرکت، دومین کنفرانس بین المللی مدیریت و حسابداری تهران، موسسه آموزش عالی صالحان.
- ✓ رستمی، محمد رضا، فلاح شمس، میر فیض، اسکندری، فرزانه، (۱۳۹۰)، ارزیابی درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران: مطالعه مقایسه ای پوششی داده ها و رگرسیون لجستیک، پژوهش های مدیریت ایران، دوره پانزدهم، شماره ۳، صص ۱۲۹-۱۴۷.
- ✓ سعیدی علی، آقایی آرزو، (۱۳۸۸)، پیش بینی درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از شبکه های بیز، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۹، صص ۵۶-۷۶.
- ✓ عباسی، زهره، (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین محتوای اطلاعاتی اجزای سود حسابداری با درماندگی مالی و عدم تقارن اطلاعاتی پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه سمنان.
- ✓ علی پور، مسعود، (۱۳۹۱)، بررسی تأثیر درماندگی مالی بر محتوای اطلاعاتی نسبی و فزاینده سود تقسیمی و سود انباشته، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت، دانشکده علوم انسانی.
- ✓ قاسمی، قاسم، (۱۳۹۰)، اثر ترکیبی اهرم مالی و نقدینگی عملیاتی بر عملکرد شرکت ها، اولین کنفرانس ملی پژوهش های نوین ایران و جهان در مدیریت، اقتصاد و حسابداری و علوم.
- ✓ کردستانی، حمید، (۱۳۹۸)، تعیین وضعیت مالی شرکت ها شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۵ صص ۱۹۱-۲۴۱.
- ✓ گرد، عزیز، وقفی، سیدحسام، فکوری، محسن، (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین معیارهای اهرم مالی (ساختار سرمایه) و معیارهای ارزیابی عملکرد، پژوهش حسابداری، دوره ۴، شماره ۳، صص ۱-۱۸.
- ✓ مشایخ، شهناز، فرهادی، زهرا، (۱۳۹۶)، اثر وضعیت مالی در پایداری، قابلیت پیشبینی و هموارسازی سود، مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۵، شماره ۴، صص ۸۹-۹۸.
- ✓ مهرانی، ساسان، مهرانی، کاوه، کرمی، غلامرضا، یاشار، منصفی، (۱۳۸۴)، بررسی کاربرد الگوهای پیش بینی ورشکستگی زیمسکی و شیراتا در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۲، شماره ۴۱، صص ۱۰۵-۱۳۱.
- ✓ جبارزاده، سعید، یگانه، سعید، سلطان احمدی، رضا، (۱۳۸۸)، بررسی ارتباط بین هموارسازی سود و درماندگی مالی شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه حسابداری مالی، دوره ۱، شماره ۲، صص ۶۰-۸۰.
- ✓ هاشمی، سید عباس، میرکی، فواد، (۱۳۹۴)، تأثیر ریسک آشفتهگی مالی بر اثر اندازه و اثر ارزش، فصلنامه راهبرد مدیریت مالی، دوره ۳، شماره ۱، صص ۷۱-۸۸.

✓ یزدانی، فاطمه، (۱۳۹۱)، بررسی ارتباط بین ورشکستگی، درماندگی مالی، مدیریت رشد و جریان وجه نقد آزاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت، دانشکده علوم تربیتی و روانشناسی.

- ✓ Altman, E. I. (1968). Financial Ratios Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*. 23(4), 589-609.
- ✓ Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (2006). *Corporate Financial Distress & Bankruptcy*. 3rd edition. New Jersey, Hoboken: J. Wiley & Sons.
- ✓ Beltratti, A., & Stulz, R. M. (2012). Why Did Some Banking Institutions Perform Better During the Credit Crisis? *Journal of Financial Economics*. 105(1), 1-17.
- ✓ Berger, A. N., Bouwman, C. H. S., Kick, T. K., & Schaeck, K. (2014). Bank Risk Taking and Liquidity Creation Following Regulatory Interventions and Capital Support', SSRN eLibrary .
- ✓ Charalambakis, E., Espenlaub, S., & Garrett I. (2008). Leverage Dynamics, Theendogeneityof Corporate Tax Status and Financial Distress Costs, and Capitalstructure. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1102168>.
- ✓ Dahiya, S., Saunders, A., & Srunivasani, A.) 2003(. Financial distress and bank lending relationships. *Journal of Finance*. 58(1), 375–399.
- ✓ Denis, D.J., Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *Review of Financial Studies*, 23(1), 247-269.
- ✓ Fama , Eugena F . and Kenneth R . French, (2002), “Testing Tradeoff and pecking order predictions about Dividends and Debt“ ,*Review of Financial Studies* 15, pages: 1-33 .
- ✓ Frigo, M.L., Graziano, R. (2003). Strategic decisions and cash flow. *Strategic Finance*, 85(1), 8-11.
- ✓ Fukuda, S. I., Kasuya, M., & Akashi, K. (2009). Impaired Bank Health and Default Risk. *Pacific-Basin Finance Journal*. 17(2), 145–162.
- ✓ Garcia, N., Grifoni, A., Lopez, J. C., & Mejía, D. (2013). Financial Education in Latin America and the Caribbean: Rationale, Overview and Way Forward, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions. No.33, OECD Publishing.
- ✓ Giddy lan H .,(2001), “Capital Structure : How Much debt ? “ ,New York University, www.Stenn.nyn.edu/igiddy/copyfin/ibmcf6.pdf, pages: 16-20.
- ✓ Gitman, L. J. (1998). *Principle of Managerial Finance*. Working paper. New York. Harper Collins College .
- ✓ Gordon, M. J. (1971), "Towards a Theory of Financial Distress", the *Journal of Finance*", Vol.26. PP: 347-356.
- ✓ Gordon, M. J. (1971). Towards a Theory of Financial Distress. *The Journal of Finance*. 26(2), 347-356. Downloaded from jnbr.mbri.ac.ir at 22:10 +0330 on Thursday November 18th 2021.
- ✓ Höwer, D. (2016). The role of bank relationships when firms are financially distressed. *Journal of Banking & Finance*. Vol 65, 59–75.
- ✓ Jing, D. (2005). Cash flow volatility and dividend policy. Thesis for Master of Science, University of Singapore.
- ✓ Karima.T (2016). "The Influence of Internal Factor on Financial Performance and Firm Value: Evidence from Property and Real Estate Companies Listed in Indonesia Stock Exchange." Available at <http://www.ssrn.com/link/OIDA-Intl-Journal-Sustainable->
- ✓ Lee, S., & Xiao, Q. (2011). An examination of the curvilinear relationship between capital intensity and firm performance for publicly traded US hotels and restaurants. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*. Vol. 23, No. 6, 862-880.

- ✓ Lee, S., Koh, Y., & kang, K. H. (2011). Moderating effect of capital intensity on the relationship between leverage and financial distress in the U.S.
- ✓ Mojtahed Zade, V., Ahmadi, F. (2009). Accounting Informations and capital expenditures. *Journal of Accounting Advances*, 1(2), 147-169 [In Persian].
- ✓ Newton, G. W. (1998). *Bankruptcy insolvency accounting practice and procedure*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc .
- ✓ restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*. 30, 429–438.
- ✓ Rosenfeld, C. M. (2014). The Effect of Banking Relationships on the Future of Financially Distressed Firms. *Journal of Corporate Finance*. 25, 403-418.
- ✓ Ross , Westerfield , Jaffe and Jordan, (2008) , “ Modern financial management“ , Mc-Graw.hill , pages: 358.
- ✓ Sensarma, R., & Jayadev, M. (2009) Are Bank Stocks Sensitive to Risk Management? *The Journal of Risk Finance*. Vol. 10, 7-22.
- ✓ Shimizu, K. (2012). Bankruptcies of Small Firms and Lending Relationship. *Journal of Banking & Finance*. 36(3), 857–870.
- ✓ Tehrani, R., Hesarzadeh, R. (2009). The impact of free cash flows & financial constraint on overinvestment & underinvestment. *Accounting Research*, 3(2), 50- 67 [In Persian].
- ✓ Weinstein, D. E., & Yafeh, Y. (1998). On the costs of a bank- centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan. *The journal of Finance*, 53(2), 635-672.
- ✓ Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Cambridge, MA: MIT Press.