

بررسی تاثیر مدیریت جریان‌های نقدی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

دکتر یدالله تاروی وردی

استادیار گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.
tariverdi76ir@yahoo.com

رضا متولی

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).
reza.motavali2010@gmail.com

چکیده

در مورد مدیریت جریان‌های نقدی نظریه پرترفداری وجود دارد که مبین تبدیل مواد به پول نقد حاصل از فروش کالا و خدمات می باشد این مورد بازتابی از توانایی شرکت برای تولید و یکی از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی است، بنابراین این پژوهش به بررسی تاثیر مدیریت جریان‌های نقدی بر عملکرد شرکت در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. در این پژوهش تعداد ۱۳۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۲-۱۳۸۸ بررسی شده است. جهت آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیونی خطی چند گانه پولد (تلفیقی) استفاده شده است. یافته های پژوهش نشان می دهد، که در حالت کلی مدیریت جریان‌های نقدی بر شاخص های ارزیابی عملکرد از جمله بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی و نسبت کیوتوبین تاثیر مثبت و معناداری دارد.

واژگان کلیدی: مدیریت جریان‌های نقدی، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی و نسبت کیوتوبین.

مقدمه

وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است ایجاد توازن بین وجوه نقد موجود و نیازهای نقدی یکی از مهم ترین عوامل سلامت اقتصادی واحد تجاری و تداوم فعالیت آنها است. جریان‌های نقدی، در بسیاری از تصمیمات مالی، الگوهای ارزش گذاری اوراق بهادار، روش های ارزیابی طرح های سرمایه ای و... نقش محوری دارد (کاشانی پور، ۱۳۸۸). جریان‌های نقدی یکی از شاخص های مهم در ارزیابی واحد اقتصادی می باشد که در بسیاری از تصمیمات مالی، الگوهای ارزش گذاری اوراق بهادار، روش های ارزیابی طرح های سرمایه ای و... نقش محوری دارد. از طرفی دیگر عملکرد شرکت، فرآیندی است که هر نهادی می کوشد تا از طریق آن، بهتر از دیگری عمل کرده و از دیگر نهادها پیشی گیرد. در سطح بین المللی، شرکت ها به دلیل کمبود منابع مالی، فنی و تخصصی لازم، می بایستی برای رسیدن به ثروت و بهره مند ساختن آحاد جامعه خود از رفاه، از سطح عملکرد بالایی برخوردار باشند.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تحقیقات نشان می دهد که مدیران با انگیزه های از پیش تعیین شده وقتی اقدام به مدیریت جریان‌های نقدی می کنند این موضوع منجر به از بین رفتن ارزش سهام شرکت می شود (هارفورد و همکاران، ۲۰۰۸). تحقیقات در زمینه مدیریت جریان‌های نقدی نشان می دهد. که رقابت در بازار محصول، ارزش استراتژیک ذخایر نقدی را بالا می برد بنابراین مدیریت جریان‌های نقدی

کمتر صورت می گیرد زیرا این موضوع پتانسیل انحراف مدیریتی و درگیری های نمایندگی را کاهش می دهد (جیروود و مولر^۱، ۲۰۱۰، ۲۰۱۱ و گوادلوپ و پرز گونزالس^۲، ۲۰۱۰). به علاوه جریان وجوه نقد تبدیل به یک عنصر حیاتی در بسیاری از راهبردهای عملیاتی شرکت ها شده است (فیشر^۳، ۱۹۹۸؛ کوین، ۲۰۱۱). سیاست جریان نقدی شرکت، که در قالب مطالبات نقدی از مشتریان و پرداخت پول نقد به تأمین کنندگان مدیریت می شود، به طور گسترده ای با بهبود عملکرد مالی شرکت ها مرتبط است (ریچاردز و کلارنس^۴، ۱۹۸۰؛ استوارت^۵، ۱۹۹۵). به نظر ابن و جانسون (۲۰۱۱)؛ فارس و هاپینسون^۶ (۲۰۰۲) و هاس و استاین (۱۹۹۳) صنایع به طور گسترده جریان وجوه نقد و مدیریت آن را به طور گسترده ای مؤثر بر عملکرد شرکت می داند و مدیریت جریان نقدی را به عنوان یک مکانیزم چشم انداز مدیریتی میداند.

مطالعات نشان می دهند که مدیریت جریان نقدی، تسویه پذیری شرکت را بهبود می بخشد که این موضوع منجر به بهبود عملکرد مالی شرکت می شود. همچنین هنگامی که مطلوبیت عملکرد مرتبط با تسویه پذیری افزایش یافته، موقعیت پولی و اعتباری بهبود و ریسک ورشکستگی کاهش می یابد (جیمز و اندرو، ۲۰۱۴). توانایی یک شرکت در دریافت مطالبات مشتریان در قبال خدمات انجام شده یا کالا ارسال شده به آنها می تواند تسویه پذیری شرکت را افزایش بخشد. مشتریان تمایل به سرمایه گذاری در فعالیت های مبنی بر ترویج فروش های بیشتر را دارند. بنابراین، هرچه پرداختی ها سریع تر حاصل گردند، انتظار می رود شرکت نیز بتواند این چنین فعالیت ها را دنبال کنند. در مورد مدیریت جریان نقدی سه دیدگاه به شرح زیر وجود دارد: در دیدگاه اول به نظر زوموالد و ورت^۷ (۱۹۸۵) دریافتند هنگامی که یک شرکت جهت دستیابی سریع تر به پول نقد، درآمد کمتر را در تجارت طی برنامه های تشویق پرداختی می پذیرد، احتمال پرداختی ها افزایش پیدا کرده و ریسک شرکت پائین خواهد آمد (همان منبع).

در دیدگاه دوم شواهد حاکی از این است که دوره های نگهداری کوتاه تر کالا به طور کلی باعث بالا رفتن میزان تسویه های مالی و عملکرد مالی بهتر شرکت خواهد شد. بعلاوه این موضوع نشان داده شده است که سطوح زیادی صورت کالا منجر به عملکرد ضعیف مالی خواهد شد. و در دیدگاه سوم تمديد چرخه پرداختی ها مشخصا به شرکت این اجازه را میدهد تا سرمایه خود را برای مدت زمان بیشتری نگاه داشته که باعث بهبود تسویه پذیری می شود. هرچند، زمانی که یک شرکت چرخه پرداختی های خود را ادامه می دهد از تخفیف هایی که طی پرداخت زود به آن تعلق می گیرد چشم پوشی کرده و ممکن است به ارتباطات خود با تأمین کننده ها لطمه وارد کند (کوین، ۲۰۱۱). دلف^۸ (۲۰۰۳) رابطه بین مدیریت جریان وجه نقد و عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار داد. این اتفاق زمانی رخ داد که او این پیشنهاد را بیان کرد که تغییرات در عملکرد یک شرکت ممکن است محرک تغییرات در موقعیت های جریان وجه نقد در شرکت باشد. به ویژه او معتقد بود کاهش سودمندی ممکن است نتیجه فروش کمتر باشد که خود ممکن است باعث گسترش صورت کالا شود و مشتری ممکن است زمان بیشتری را جهت تشخیص کیفیت محصولاتی که از شرکت با سود کمتر می خردند، صرف کند. با توجه به ارزش استراتژیک منابع وجه نقد که نشانگر انعطاف پذیری مدیریت است و همچنین با توجه به عملکرد شرکت که شاخص کارایی و اثر بخشی مدیر می باشد این تحقیق به بررسی تاثیر مدیریت جریان نقدی بر عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد.

¹ Giroud and Mueller

² Guadalupe and Perez-Gonzalez

³ Fisher

⁴ Richards

⁵ Stewart

⁶ Farris and Hutchison

⁷ Zumwalt and Wort

⁸ Deloof

پیشینه تحقیق

گیلی (۲۰۰۷) به بررسی وضعیت جریان نقدی مدیریت شده، در شرایط مختلف عملکردی پرداخت، مشخص شد در مواردی که شرکت از نظر مالی ناتوان در پرداخت بدهی است و هزینه‌های مالی بالاتری دارد، مدیریت جریان‌های نقدی نیز در آن شرکت، بیشتر مشاهده می‌شود. گارای و گنزالز^۱ (۲۰۰۸) به بررسی رابطه نظام راهبری شرکتی و معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها همچون درصد تقسیم سود، نسبت P/B (ارزش بازار به ارزش دفتری سهام) و Q توین در بورس اوراق بهادار ونزوئلا پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که درصد افزایش در شاخص نظام راهبری شرکتی باعث افزایش ۱۱.۳ درصدی در درصد تقسیم سود، ۹.۹ درصدی در نسبت P/B و ۲.۷ درصدی در Q توین می‌شود. دیچا و همکاران^۲ (۲۰۱۲) به بررسی حساسیت جریان‌های نقدی نامتقارن در شرکت‌های با محدودیت مالی و شرکت‌های بدون محدودیت مالی پرداختند. آن‌ها دریافتند که شرکت‌های دارای جریان‌های نقدی منفی، نسبت به شرکت‌های دارای جریان وجه نقد مثبت، حساسیت جریان‌های نقدی متفاوتی دارند. که این تفاوت همان حساسیت جریان‌های نقدی نامتقارن است. همچنین آن‌ها به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دارای محدودیت مالی، حساسیت جریان‌های نقدی نامتقارن بیشتری، نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی دارند. چنگ و همکاران^۳ (۲۰۱۲) در پژوهش خود که شامل ۲۵۵ شرکت در سال‌های ۲۰۱۰-۲۰۰۰ به بررسی رابطه بین عدم شفافیت سود، جریان‌های نقدی و ریسک کاهش قیمت سهام پرداختند، آن‌ها نشان دادند که عدم شفافیت سود و حساسیت جریان‌های نقدی عملیاتی منجر به افشاء نکردن اخبار بد می‌شود و ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد. ساموئل فاسو^۴ (۲۰۱۳) رابطه ساختار سرمایه، توانایی رقابت در بازار محصول و عملکرد آن‌ها را مورد بررسی قرار داد، فاسو از معیاری جدید برای اندازه‌گیری توان رقابتی شرکت استفاده نمود. وی با استفاده از داده‌های پانل، عملکرد ۲۵۷ شرکت آفریقای جنوبی را در طول دوره ۱۹۹۸-۲۰۰۹ مورد توجه قرار داد، نتایج نشان می‌دهد که اهرم مالی اثر مثبت و قابل توجهی بر عملکرد شرکت دارد. و تاثیر رقابت در بازار محصول بر عملکرد شرکت‌هایی که اهرم مالی بالاتری دارند بیشتر است. بارت و همکاران^۵ (۲۰۱۳) در تحقیقی به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی، رقابت در بازار محصول و مدیریت جریان‌های نقدی در شرکت‌های IPO پرداخت. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که عرضه اولیه سهام (IPO) می‌شود اقدام به مدیریت جریان‌های نقدی می‌شود و همچنین رقابت در بازار محصول قبل از IPO بیش از بعد از IPO است، در نهایت بین حاکمیت شرکتی با رقابت در بازار محصول رابطه مثبت و با مدیریت جریان‌های نقدی رابطه منفی وجود دارد. جیمز و اندرو (۲۰۱۴) آن‌ها در تحقیق خود به بررسی رابطه بین مدیریت جریان‌های نقدی و عملکرد شرکت‌های تولیدی پرداختند آن‌ها در این مطالعه با بررسی ۶۲۳۳ نمونه سه ماهه دریافتند که مدیریت جریان‌های نقدی بر نسبت کیوتوین تاثیر منفی دارد و همچنین مدیریت جریان‌های نقدی موجب کاهش فروش شرکت می‌شود. همچنین اگر مدیریت جریان‌های نقدی با هدف مثبت و حاصل از عملکرد شرکت باشد منجر به بهبود عملکرد مالی شرکت می‌شود.

طالب بیدختی و ایرانی (۱۳۸۹) به بررسی رابطه میان مدیریت جریان‌های نقدی و هزینه‌های بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. آن‌ها طی یک دوره زمانی ۱۳۷۸-۱۳۸۶ موضوع را مورد بررسی قرار دادند. نتایج به دست آمده، بیانگر آن است که متغیرهای اهرم مالی، اندازه شرکت و جریان‌های نقدی غیرمنتظره با هزینه‌های بدهی،

¹ Garay & Gonzales

² Dichu and et al

³ Fosu

⁴ Chang and et al

⁵ Bharat

⁶ James and Andrew

دارای رابطه معناداری می باشند و متغیرهای رشد فروش و درصد مالکیت دولت، نیز هیچ گونه رابطه معناداری با هزینه‌های بدهی ندارند. در این تحقیق، جریان های نقدی غیرمنتظره به عنوان شاخص مدیریت جریان‌های نقدی است، که با هزینه‌های بدهی شرکت رابطه مستقیم دارد. هنربخش و همکاران (۱۳۹۱)، با بررسی اثر نسبی استراتژیهای تجاری بر روی ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکتها به این نتیجه رسیدند، که در شرکتهای با استراتژی رهبری هزینه، سود تقسیمی رابطه مثبتی با عملکرد شرکت دارد و در شرکتهای با استراتژی تمایز محصول، متغیر اندازه شرکت، رابطه مثبت با عملکرد اما سود تقسیمی رابطه منفی با عملکرد شرکت دارد.

توسعه فرضیه‌ها

با توجه به مطالب فوق و سوالات تحقیق، فرضیات این تحقیق در قالب یک فرضیه اصلی و سه فرضیه فرعی به صورت زیر ارائه می شود:

- ۱- مدیریت جریان‌ات نقدی بر معیارهای ارزیابی عملکرد تاثیر دارد.
- ۱-۱- مدیریت جریان‌ات نقدی بر بازده حقوق صاحبان سهام تاثیر دارد.
- ۱-۲- مدیریت جریان‌ات نقدی بر بازده دارایی ها تاثیر دارد.
- ۱-۳- مدیریت جریان‌ات نقدی بر نسبت کیوتوبین تاثیر دارد.

روش شناسی

این تحقیق از لحاظ روش همبستگی و از لحاظ هدف کاربردی می باشد، به علاوه با توجه به اینکه از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیات آن استفاده خواهد شد در گروه تحقیقات شبه آزمایشی طبقه بندی می گردد. همچنین تحقیق حاضر به لحاظ معرفت شناسی از نوع تجربه گرا، سیستم استدلال آن استقرایی و به لحاظ نوع مطالعه میدانی - کتابخانه ای با استفاده از اطلاعات تاریخی به صورت پس رویدای می باشد. در ادامه نحوه محاسبه هر کدام از متغیرها در زیر ارائه شده است: متغیر مستقل در این تحقیق مدیریت جریان‌ات نقدی می باشد که برای محاسبه آن از مدلی امی و جیل^۱ (۲۰۰۷) استفاده می شود. برای محاسبه مدیریت جریان‌ات نقدی در گام اول باید مدل رگرسیونی زیر را برای سال های ۱۳۸۳ تا سال ۱۳۹۲ برازش کنیم، مدل رگرسیونی مذکور به شرح زیر می باشد:

$$\left(\frac{OCFit}{Ait}\right) = \alpha_1 \left(\frac{1}{Ait}\right) + \alpha_2 \left(\frac{REV}{Ait}\right) + \alpha_3 \left(\frac{(\Delta REV)it}{Ait}\right) + \varepsilon_{it}$$

- OCF = جمع جریان‌ات نقدی در سال t و در شرکت i.
A = جمع دارایی ها در سال t و در شرکت i.
REV = جمع درآمد در سال t و در شرکت i.
 ΔREV = تغییرات در درآمد در سال t و در شرکت i.
 ε = مقدار خطا.

در گام دوم پس از محاسبه ضرایب، با استفاده از مدل زیر مدیریت جریان‌ات نقدی (جریان‌ات نقدی غیر نرمال) را محاسبه می کنیم:

$$\left(\frac{ABNOCFit}{Ait}\right) = \left(\frac{OCFit}{Ait}\right) - \left[\alpha_1 \left(\frac{1}{Ait}\right) + \alpha_2 \left(\frac{REV}{Ait}\right) + \alpha_3 \left(\frac{(\Delta REV)it}{Ait}\right)\right]$$

¹ Amy and Geile

در مدل مذکور منظور از ABNOCF همان شاخص مدیریت جریان نقدی می باشد.

متغیرهای وابسته

بازده حقوق صاحبان سهام: این نسبت از تقسیم سود خالص بر میانگین حقوق صاحبان سهام محاسبه می شود (بابایی، ۱۳۸۹).

بازده داراییها: که از طریق تقسیم سود سالیانه به کل دارایی شرکت محاسبه می شود (همان منبع).

کیوتوبین: این شاخص می تواند به عنوان نماینده ارزش شرکت، برای سرمایه گذاران باشد و این پاسخ را به سهامداران می دهد که مدیریت تا چه اندازه در افزایش ثروت آنها دخیل بوده است (نمازی و زراعت گری، ۱۳۸۸). بر همین اساس نسبت، Q توبین از رابطه زیر به دست می آید:

$$\frac{VOCSILOY + EMVOPSILOY + BVTLILOY + BVCLILOY}{BVTAILOY}$$

در فرمول بالا:

VOCSILOY: ارزش سهام عادی در پایان سال.

EMVOPSILOY: برآورد ارزش بازار سهام ممتاز در پایان سال.

BVCLILOY: ارزش دفتری بدهی های جاری در پایان سال.

BVTAILOY: ارزش دفتری کل داراییها در پایان سال.

BVTLILOY: ارزش دفتری بدهی های بلند مدت در پایان سال.

با توجه به اینکه در بورس اوراق بهادار تهران سهام ممتاز وجود ندارد، ارزش EMVOPSILOY برابر صفر در نظر گرفته شده است.

متغیرهای کنترلی: با توجه به مدل ری دیک و ویتد (۲۰۰۹) و چنگ و همکاران (۲۰۱۲) این پنج متغیر به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته می شوند. مالکیت سهامدار نهادی، ساختار هیئت مدیره، اندازه شرکت: که با استفاده از \ln دارایی ها محاسبه می شود، اهرم مالی، نرخ رشد داراییها.

تحلیل داده ها

جدول زیر نتایج حاصل از آمار توصیفی ۶۹۰ سال - شرکت از متغیرهای تحقیق می باشد:

جدول (۱): نتایج آمار توصیفی

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	ضریب کشیدگی
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۲۸۴	۰/۲۹۰	۰/۳۱۷	-۰/۶۹۰	۲/۸۸۸
بازده دارایی ها	۰/۱۲۲	۰/۱۱۰	۰/۱۴۲	۰/۶۵۲	۲/۱۷۸
نسبت کیوتوبین	۱/۳۸۱	۱/۲۱۰	۰/۶۱۱	۳/۰۱۰	۳/۱۷۲
مدیریت جریان نقدی	-۰/۰۰۱	-۰/۰۱۶	۰/۱۳۰	۰/۵۵۲	۴/۵۸۶
مالکیت سهامدار نهادی	۰/۶۱۸	۰/۷۰۰	۰/۲۹۸	-۰/۵۳۹	۱/۹۷۸
ساختار هیات مدیره	۰/۶۲۲	۰/۶۰۰	۰/۲۶۰	-۰/۸۹۵	۳/۴۸۴

۱۵/۰۳۷	۲/۱۱۳	۰/۲۳۰	۰/۱۱۸	۰/۱۴۹	نرخ رشد دارایی ها
۴/۳۵۰	۰/۸۷۹	۱/۴۷۷	۱۳/۲۴۹	۱۳/۴۷۲	اندازه شرکت
۲۵/۶۴۳	۲/۹۷۴	۰/۲۵۳	۰/۶۲۹	۰/۶۳۰	اهرم مالی

با توجه به آماره توصیفی، می توان شاخص های بالا را به شاخص های مرکزی، پراکندگی و سایر شاخص ها تقسیم نمود، که شاخص های مرکزی عبارت از شاخص میانگین و میانه، شاخص های پراکندگی عبارت از شاخص انحراف معیار و سایر شاخص ها عبارت از شاخص حداقل، حداکثر، چولگی و کشیدگی می باشد نتایج آزمون نرمالیت به شرح جدول زیر می باشد:

جدول (۲): نتایج آزمون نرمالیت

متغیر	علامت	آماره z	Asymp (sig)
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۱/۱۶۲	۰/۱۵۸
بازده دارایی ها	ROA	۱/۱۵۰	۰/۱۹۸
نسبت کیوتوبین	Tobin Q	۱/۲۶۰	۰/۱۳۲

نتایج آزمون کولموگوروف- اسمیرنوف نشان می دهد که متغیرهای بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی ها و نسبت کیوتوبین (متغیرهای مستقل) از توزیع نرمال پیروی می کند. بنابراین با توجه به اینکه متغیرهای وابسته از توزیع نرمال پیروی کرده بر همین اساس از روش های آماری پارامتریک استفاده می شود. در این مقاله برای آزمون مانایی از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته (ADF) استفاده شده است. نتایج این آزمون در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول (۳): نتایج آزمون ریشه واحد- آزمون دیکی فولر

متغیر	مقدار آماره t	سطح معنی داری
بازده حقوق صاحبان سهام	-۲۴/۰۱۵	۰/۰۰۰۰
بازده دارایی ها	-۱۵/۷۷۰	۰/۰۰۰۰
نسبت کیوتوبین	-۱۲/۲۷۹	۰/۰۰۰۰
مدیریت جریان نقدی	-۲۵/۰۰۱	۰/۰۰۰۰
مالکیت سهامدار نهادی	-۲۵/۳۵۲	۰/۰۰۰۰
ساختار هیات مدیره	-۲۵/۹۲۰	۰/۰۰۰۰
نرخ رشد دارایی ها	-۲۳/۹۲۹	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	-۱۱/۵۴۷	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	-۱۶/۴۲۴	۰/۰۰۰۰

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول بالا تمامی متغیرهای پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد از مانایی برخوردار می باشند در ادامه نتایج آزمون فرضیه ها به شرح جداول زیر می باشد:

جدول (۴): نتایج آزمون فرضیه ها

نام متغیر	بازده حقوق صاحبان سهام		بازده دارایی ها		نسبت کیوتوبین	
	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری
مدیریت جریان نقدی	۰/۶۴۴	۰/۰۰۰	۰/۳۷۸	۰/۰۰۰	۱/۵۰۶	۰/۰۰۰
مالکیت سهامدار نهادی	۰/۱۰۶	۰/۰۰۱	۰/۰۳۷	۰/۰۰۱	۰/۱۸۱	۰/۰۱۷
ساختار هیات مدیره	۰/۰۱۴	۰/۷۵۴	۰/۰۱۳	۰/۳۷۷	۰/۲۸۷	۰/۰۰۱
نرخ رشد دارایی ها	۰/۵۲۳	۰/۰۰۰	۰/۲۱۲	۰/۰۰۰	۰/۶۱۰	۰/۰۰۰

اندازه شرکت	۰/۰۱۰	۰/۱۱۹	۰/۰۰۵	۰/۰۱۸	-۰/۰۴۴	۰/۰۰۱
اهرم مالی	-۰/۱۶۵	۰/۰۰۹	-۰/۲۶۱	۰/۰۰۰	۰/۲۱۲	۰/۲۲۹
مقدار ثابت	۰/۰۹۴	۰/۳۳۴	۰/۱۴۳	۰/۰۰۰	۱/۴۶۱	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۲۷۲	۰/۵۹۴	۰/۱۶۳			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۶۶	۰/۵۹۰	۰/۱۵۶			
دوربین واتسون	۱/۸۸۳	۱/۸۳۷	۱/۷۷۸			
آماره F	۴۲/۶۳۰	۰/۰۰۰Prob.	۱۶۶/۶۴۱	۰/۰۰۰Prob.	۲۲/۲۸۲	۰/۰۰۰Prob.
آماره Godfrey	۱/۱۷۹	۰/۳۰۸Prob.	۲/۱۸۱	۰/۱۱۳Prob.	۲/۶۹۷	۰/۰۸۹Prob.
آماره F-white	۶/۶۰۰	۰/۰۰۰Prob.	۴/۲۲۱	۰/۰۰۰Prob.	۱/۷۱۹	۰/۰۱۳Prob.
آماره F-limer	۱/۰۱۲	۰/۴۰۰ Prob.	۰/۴۴۱	۰/۷۷۸ Prob.	۱/۲۳۰	۰/۳۱۱ Prob.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق که در جدول (۴) ارائه شده است، سطح معنی داری آماره F-limer بیش از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش داده‌های پولد (تلفیقی) نسبت به روش داده‌های پانلی (تابلویی) ارجحیت دارد. در ادامه سطح معنی داری آماره F-white، نیز کمتر از ۰/۰۵ بوده، این موضوع بیانگر این است که رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس می‌باشد. بنابراین پس از رفع خطای استاندارد و ناهمسانی واریانس، رگرسیون برآزش شده و در نهایت سطح معنی داری آماره Godfrey بالای ۰/۰۵ بوده، بنابراین رگرسیون دارای مشکل خود همبستگی سریالی نمی‌باشد. در مرحله بعد با توجه به اینکه آماره F دارای سطح معناداری زیر (۵ درصد) می‌باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. همچنین با توجه به اینکه متغیر مدیریت جریان‌ات نقدی دارای سطح معناداری زیر (۵ درصد) در هر سه فرضیه بوده و ضریب آن (β_1) دارای علامت مثبت می‌باشد بر همین اساس مدیریت جریان‌ات نقدی بر بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها و نسبت کیوتوبین تاثیر مثبت و معناداری دارد. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد، پس می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد. علاوه بر این مقدار ضریب تعیین نشان می‌دهد که تغییرات در متغیرهای مستقل و کنترلی نماینگر به ترتیب ۲۷/۲، ۵۹/۴ و ۱۶/۳ درصد تغییر در متغیرهای بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها و نسبت کیوتوبین است.

بحث و نتیجه‌گیری

در مورد مدیریت جریان‌ات نقدی نظریه پرترفداری وجود دارد که مبین تبدیل مواد به پول نقد حاصل از فروش کالا و خدمات می‌باشد این مورد بازتابی از توانایی شرکت برای تولید است. بر همین اساس، هدف از این پژوهش بررسی تاثیر مدیریت جریان‌ات نقدی بر عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. علاوه بر مبانی نظری ذکر شده، یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که به طور کلی مدیریت جریان‌ات نقدی بر شاخص‌های ارزیابی عملکرد از جمله بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی و نسبت کیوتوبین تاثیر مثبت و معناداری دارد. در مورد این رابطه می‌توان گفت از آنجایی که وجه نقد به یک عنصر حیاتی در بسیاری از راهبردهای عملیاتی شرکت‌ها تبدیل شده است. سیاست جریان نقدی شرکت، که در قالب مطالبات نقدی از مشتریان و پرداخت پول نقد به تأمین کنندگان مدیریت می‌شود، که این مورد به طور گسترده ای با بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها مرتبط است. صنایع به طور گسترده جریان وجوه نقد و مدیریت آن را به طور گسترده ای مؤثر بر عملکرد شرکت می‌دانند و مدیریت جریان‌ات نقدی را به عنوان یک مکانیزم چشم انداز مدیریتی میدانند. با توجه به نتایج حاصل از تحقیق پیشنهاد می‌شود که با توجه به نتایج حاصل از تحقیق به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که به هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، اثرات مدیریت جریان‌ات نقدی بر عملکرد شرکت‌ها را مورد توجه قرار دهند. با توجه

به اینکه هدف مدیران این است که اعتماد مالکان شرکت را فراهم کنند پس باید این نکته را در نظر بگیرند که افزایش مدیریت جریان نقدی، منجر به افزایش عملکرد می شود و این مورد برای واحد اقتصادی سود ده می باشد. به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می شود با توجه به رابطه مثبت مدیریت جریان نقدی و عملکرد شرکت ها، قوانین و مقرراتی را اتخاذ کنند که شرکتها ساختاری را اتخاذ کنند که از مدیریت جریان نقدی بیشتری برخوردار باشند.

منابع

- ✓ کاشانی پور، احمد، نقی نژاد، بیژن، (۱۳۸۸)، بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد، تحقیقات حسابداری، شماره دوم، صص ۷۲-۹۳.
- ✓ حمیدرضا، وکیلی فرد، داودی، مهری، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه بین مدیریت جریان نقدی و هزینه بدهی، مجله حسابداری مدیریت، سال دوم، شماره اول، صص ۷۳-۸۳.
- ✓ کاشانی پور، محمد، راسخی، سعید، نقی نژاد، بیژن، رسائیان، امیر، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه بین محدودیت های مالی با حساسیت جریان نقدی وجه نقد، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره دوم، شماره دوم، صص ۵۱-۷۴.
- ✓ هنر بخش، سمیرا، بیرجندی، حمید، بیرجندی، مسعود، (۱۳۹۱)، بررسی اثر نسبی استراتژی تجاری بر روی ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره پانزدهم، صص ۱۵-۳۱.
- ✓ احمدپور، احمد، (۱۳۸۶)، گزارشگری و افشای اطلاعات مالی، ماهنامه بورس، شماره ۶۶، صص ۱-۱۷.
- ✓ ریاحی بلکویی، احمد، (۱۳۸۱)، تئوریهای حسابداری، ترجمه علی پارساییان، (۲۰۰۰)، تهران، دفتر پژوهش های فرهنگی.
- ✓ تجویدی، الناز، (۱۳۸۷)، شفافیت و کارایی سرمایه، مجله حسابداری، شماره ۱۹۶.
- ✓ حسین بابایی، قادر، (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین نظام راهبری شرکت با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام (CSV) و ارزش افزوده اقتصادی (EVA)، پایان نامه کارشناسی ارشد، رشته حسابداری، دانشکده مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز.
- ✓ رمضانیان، محمد، (۱۳۸۲)، بررسی ثبات هیأت مدیره و عملکرد بلندمدت شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، رشته مدیریت بازرگانی، دانشکده علوم اداری، دانشگاه شهید بهشتی.
- ✓ قنبری، فرحناز، (۱۳۸۶)، بررسی تاثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، مدیریت بازرگانی (گرایش مالی)، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد، دانشگاه الزهراء.
- ✓ Stewart, G., (1995). Supply chain performance benchmarking study reveals key to supply chain excellence. *Logistics Inform. Manage.* 8 (2), 38-44.
- ✓ Farris II, M.T., Hutchison, P.D. (2002). Cash-to-cash: the new supply chain management metric. *Int. J. Phys. Distrib. Logistics Manage.* 32 (3-4). 288-298.
- ✓ Farris II, M.T., Hutchison, P.D. (2003). Measuring cash-to-cash performance. *Int. J. Logistics Manage.* 14 (2). 83-91.
- ✓ Dichu Bao, Kam C, Chan, Weining Zhang. (2012). "Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings". *Journal of Corporate Finance* 18, 690-700.

- ✓ Fosu.S(2013). Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa. *The Quarterly Review of Economics and Finance*
- ✓ Bates, T.W., Kahle, K.M., Stulz, R.M., (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance* 64, 1985–2021.
- ✓ Mulligan, C.B., (1997). Scale economies, the value of time, and the demand for money: longitudinal evidence from firms. *Journal of Political Economy* 105, 1061–1079.
- ✓ Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R.M., Williamson, R., (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics* 52, 3–46.
- ✓ Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M.S., (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance* 59, 1777–1804.
- ✓ Harford, J., Mansi, S.A., Maxwell, W.F., (2008). Corporate governance and firm cash holding in the US. *Journal of Financial Economics* 87, 535–555.
- ✓ Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., Servaes, H., (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 111–133.
- ✓ Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics* 83, 599–634.
- ✓ Jain, B.A., Kini, O., (2008). The impact of strategic investment choices on post-issue operating performance and survival of US IPO firms. *Journal of Business Finance & Accounting* 35, 459–490.
- ✓ Gao, N., Jain, B., (2012). Founder management and the market for corporate control for IPO firms: the moderating effect of the power structure of the firm. *Journal of Business Venturing* 27 (1), 112–126.
- ✓ Giroud, X., Mueller, H., (2010). Does corporate governance matter in competitive industries? *Journal of Financial Economics* 95, 312–331.
- ✓ Giroud, X., Mueller, H., (2011). Corporate governance, product market competition, and equity prices. *Journal of Finance* 66, 563–600.
- ✓ Guadalupe, M., Perez-Gonzalez, F., (2010). Competition and Private Benefits of Control. NBER Working Paper.
- ✓ Amy L, Geile. (2007). " cash Flow management and the cost of debt". A dissertation submitted to the faculty of the committee of business administration, university of Arizona.
- ✓ Bharat A. Jain. Joanne Li. Yingying Shao.(2013)."Governance, product market competition and cash management in IPO firms". *Journal of Banking & Finance* 37. 2052–2068
- ✓ Jiang. (2005)."Beating Earnings Benchmarks and the Cost of Debt". Working paper Michigan state university.
- ✓ James R.Kroes, Andrew S Manikas.(2014)." Cash flow management and manufacturing firm financial performance: A longitudinal perspective".*Int. J.Production Economics* 148. 37–50
- ✓ Deloof,M.,(2003).Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *J.Bus.Finance Accounting* 30 (3–4), 573–587.
- ✓ Fisher,L.M.,(1998).Inside Dell Computer Corporation: Managing Working Capital. *Strategy Business*. Availableat: <http://www.strategy-business.com/article/9571?gko=d8c29> (accessed 7.06.12).
- ✓ Richards, V.D. ,Laughlin ,E.J. ,(1980). A cash conversion cycle approach to liquidity analysis. *Financial Manage.* 9 (1) ,32–38.
- ✓ Ajinkya, B; Bhojraj , S, and Sengupta, P. (2005). "The association between outside directors, Institutional investors and the properties of management earning forecast".
- ✓ Drobetz, W., Schillhofer, A., Zimmermann, H., (2004). "Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany". *European Financial Management* 10, 267–293.

- ✓ Erickson, j., Park, Y.W., Reising, J. and Shin, H. (2005). "Board composition and firm value under concentrated ownership: The Canadian evidence". *Pacific-Basin Finance Journal*, 13:387-410. 13.
- ✓ James N. Myers, Linda A. Myers, Zoe-Vonna Palmrose and Susan Scholz (June 2005), "The Length of Auditor-Client Relationships and Financial Statement Restatements", University of Illinois at Urbana-Champaign, University of Southern California and University of Kansas.
- ✓ Karamanou, Irene., and Vafeas, Nikos. (2005). "The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis". *Journal of Accounting Research*, 43(8), 453-486.
- ✓ Mara Cameran, Annalisa Prencipe and Marco Trombetta (March 2008), "Earnings Management, audit tenure and auditor changes: does mandatory auditor rotation improve audit quality?", Accounting Department Università Bocconi, Milan, Italy and Instituto de Empresa Business School, Madrid, Spain.
- ✓ Masoud Azizkhani, Gary S. Monroe and Greg Shailer (January 2007), "Auditor Tenure and Perceived Credibility of Financial Reporting", The Australian National University.
- ✓ Pizzini, R. (2011). "The Impact of Internal Audit Function Quality on Audit Delays." , University College of Business and Public Administration, pp 1-41.
- ✓ Raja Adzrin, Raja Ahmad, (2003), "audit delay and timeliness of corporate reporting Malaysian guidance", university of technology, Malaysian, vol 435, pp 765-778.
- ✓ Ricardo P. Leal C. and Andre L., (2005), "Corporate Governance and Value in Brazil
- ✓ Adzrin, R. and Ahmad, R. (2003) Audit Delay and Timeliness of Corporate Reporting Malaysian Evidence university of Technology, Malaysian.
- ✓ Jensen, M., and W. Meckling. (1976). "Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency Costs, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3, PP:305-360.
- ✓ Kaplan, S. and B. Minton. (1994). Appointment of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers. *Journal of Financial Economics*, 36: 225-57.
- ✓ Rutherford, Matthew A., and Buchholtz, Ann K. (2007). "Investigating the relationship between board characteristics and board information". *Journal of Corporate Governance*, 15(4), 122-139.
- ✓ Williamson, O.E. (1981). "The modern corporation: origins, evolution, attributes". *Journal of Economic Literature*, 19(4), 1537-1568.