

## بررسی رابطه بین مدیریت جریان‌ات نقدی و هزینه بدهی

دکتر حمیدرضا وکیلی فرد<sup>۱</sup>

مهری داودی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۸۸/۰۶/۲۰

تاریخ دریافت: ۸۸/۰۲/۱۰

---

### چکیده:

این تحقیق به بررسی رابطه میان جریان نقدی مدیریت شده و هزینه بدهی در دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۶ در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. مدیریت جریان نقدی به اقدامات آگاهانه مدیر برای تغییر در نحوه گزارش و یا زمان بندی جریان‌ات نقدی عملیاتی گفته می شود. نتایج تحقیق نشان می دهد مدیریت جریان‌ات نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. همچنین نوع ساختار سرمایه در میزان مدیریت جریان‌ات نقدی اثرگذار است، بطوری که در شرکتهایی که منابع مالی آنها عمدتاً از محل بدهی تامین می شود، مدیریت جریان نقدی بیشتر است. همچنین اندازه شرکت، درجه اهرم مالی بر مدیریت جریان‌ات نقدی موثر بوده، درحالیکه میزان مالکیت دولت بر آن بی تاثیر است.

**واژه‌های کلیدی:** مدیریت جریان‌ات نقدی، هزینه بدهی، نسبت اهرمی، مالکیت دولت، اندازه شرکت

---

۱ - استادیار و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات - نویسنده اول و مسئول مکاتبات.

۲ - دانش‌آموخته کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.

## ۱- مقدمه

گزارش های حسابداری از جمله منابع اطلاعاتی مهمی برای تصمیم گیری های اقتصادی مدیران، سرمایه گذاران، اعتبار دهندگان و سایر استفاده کنندگان محسوب می شوند. اما این اطلاعات به صورت یکسان در اختیار استفاده کنندگان قرار نمی گیرد. از آنجائیکه مدیر مسئولیت تهیه اطلاعات را به عهده دارد، ممکن است اطلاعاتی را به نفع خود و به ضرر دیگران گزارش نماید. به این حالت عدم تقارن اطلاعاتی می گویند. یکی از نشانه های عدم تقارن اطلاعاتی، مدیریت جریان نقدی است.

در مواردی که واحد تجاری با کمبود جریان نقدی عملیاتی مواجه است، مدیران سعی دارند تا این کمبود را به واسطه کنترل اقلام تعهدی و از طریق انجام رویدادهایی که منجر به افزایش خرید های نسبه و یا افزایش استهلاک، جبران و آن را مثبت نشان داده و مدیریت نمایند. این موضوع با هدف فریب استفاده کنندگان خارجی صورتهای مالی انجام می شود. این مقاله، مباحث مربوط به عدم تقارن اطلاعاتی از طریق انجام رفتارهای فرصت طلبانه مدیر در مدیریت سود را بسط می دهد. از این رو سؤال این تحقیق آن است که آیا اولاً مدیریت جریان نقدی به عنوان یکی از موارد عدم تقارن اطلاعاتی در ایران وجود دارد یا خیر؟ همچنین این مقاله سعی دارد تا در صورت مثبت بودن پاسخ سؤال مذکور، رابطه میان مدیریت جریان نقدی و هزینه بدهی را مورد بررسی قرار دهد. هدف مقاله از پاسخ به سئوالات فوق، بسط مبانی نظری در رابطه با موضوع عدم تقارن اطلاعاتی و موضوع مشکلات کارگزاری از جمله مدیریت جریان نقدی و مدیریت سود می باشد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

فرانکل (۲۰۰۵) کاهش سرمایه در گردش که منجر به افزایش جریان نقدی عملیاتی می شوند را مورد بررسی قرار داد. از دیدگاه حسابداری، کاهش در دارایی های جاری و یا افزایش در بدهی های جاری منجر به افزایش جریان نقدی عملیاتی می گردد. او متوجه کاهش قابل ملاحظه ی سرمایه در گردش گردید و دریافت مدیران سرمایه در گردش را به منظور تحقق اهداف جریان نقدی عملیاتی کاهش می دهند. بعلاوه، او دریافت که هنگامی که پاداش مدیران بر مبنای جریان نقدی عملیاتی تعیین شود، تکرار این موضوع بیشتر است.

ژیانگ (۲۰۰۵) نیز شواهدی را درخصوص شرکتهایی که به مدیریت جریان نقدی جهت دستیابی به جریان نقدی عملیاتی مثبت، تحقق پیش بینی ها و رسیدن به سود سهام و اهداف نقدی اقدام می کنند، ارائه نموده است. در راستای پیشینه ادبیات درخصوص جریان نقدی عملیاتی، وی دریافت، اجزاء غیر عادی جریان نقدی پایدار کمتری دارند. این امر با این موضوع که مدیریت جریان نقدی عملیاتی اطلاعات مالی ناپایدار و با کیفیت پایین تر ایجاد می نمایند، مطابقت دارد.

میتون و اسکراند (۱۹۹۹) رابطه مثبتی بین نوسان جریان نقدی عملیاتی سه ماهه با شاخص های مختلف هزینه های تأمین مالی خارجی، شامل هزینه بدهی پیدا کردند. این امر بیانگر این مطلب است که شرکتهایی که جریان نقدی پر نوسانی دارند، هزینه بدهی آنها بیشتر است. آنها نشان دادند شرکتهایی که جریان نقدی عملیاتی پایین تری دارند، تغییرات جریان نقدی بالاتری دارند. بنابراین شدت نوسان جریان نقدی و تعاملات موجود بین میزان جریان نقدی و نوسانات آن ممکن است برای سرمایه گذاران مهم باشد.

ارتباط متغیر اندازه شرکت و دستکاری سود نشان می‌داد که برخلاف نتایج تحقیقات خارجی با افزایش اندازه شرکت، مدیریت انگیزه بیشتری جهت افزایش سود در جهت ارائه تصویری بهتر از عملکرد خود به سهامداران و مسئولین دارد.

مشایخی و دیگران (۱۳۸۴) نقش ارقام اختیاری در مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه دست یافتند که در شرکت‌های مورد مطالعه این تحقیق مدیریت سود اعمال شده است و مدیران این شرکت‌ها به هنگام کاهش وجه نقد حاصل از عملیات که بیانگر عملکرد ضعیف واحد تجاری بوده است به منظور جبران این موضوع اقدام به افزایش سود از طریق افزایش ارقام تعهدی اختیاری کرده‌اند.

رخشانی (۱۳۸۴) ابزارهای مدیریت سود را بررسی نمود. نتایج نشان می‌دهد معمولاً مدیران شرکت‌هایی که با نوسان‌های سود مواجه هستند، جهت مطلوب نشان دادن نتایج عملیات برای استفاده کنندگان از صورتهای مالی، سعی در کاهش این نوسان‌ها دارند. مدیران این دسته از شرکت‌ها جهت اثرگذاری روی سودهای گزارش شده، از روش‌ها یا ابزارهای مختلفی نظیر زمان بندی فروش دارایی‌ها و زمان بندی هزینه‌های مالی استفاده می‌کنند. این مدیران زمانی که سود شرکت افزایش می‌یابد، با به تعویق انداختن فروش دارایی‌ها و یا فروش دارایی‌هایی که منجر به زیان می‌شود، سعی می‌کنند بر سودهای گزارش شده اثر بگذارند و آن را کنترل نمایند.

نوروش و همکارانش در سال ۱۳۸۴ به بررسی مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتیجه این تحقیق نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌های بزرگ از ارقام تعهدی برای به حداقل رساندن مالیات شرکتها استفاده می‌کنند. همچنین در صورت بزرگ بودن شرکت و زیاد بودن

آلی (۱۹۹۴) طی تحقیقی نشان داد که جریان‌ات نقدی نسبت به سود، محتوای اطلاعاتی بیشتری دارد. این نتایج نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران بسته به میزان تغییرات جریان‌ات نقدی، اهمیت‌های مختلفی برای جریان‌ات نقدی قائل هستند. بطور مشابه، دارندگان اوراق بهادار نسبت به احتمال عدم بازپرداخت شرکتها و توانایی آنها در پرداخت بهره نگران هستند. اگر سطح جریان‌ات نقدی عملیاتی پایین باشد، دارندگان اوراق بهادار نگرانی بیشتری درخصوص توانایی شرکت در اجرای به موقع تعهدات خود دارند. البته جریان‌ات نقدی عملیاتی بسیار بالا نیز معمولاً تأثیر مثبتی بر دارندگان اوراق بهادار ندارد، چراکه بیش از میزان تعیین شده در قراردادهای بدهی، نفعی به آنها نمی‌رسد.

جوس و پلسکو (۲۰۰۴) طی تحقیقی نتیجه گرفتند که زیانهای موقتی نتیجه جریان‌ات نقدی مثبت و ارقام تعهدی منفی است. درحالی‌که زیان‌های دائمی شامل جریان‌ات نقدی بزرگ منفی و ارقام تعهدی منفی می‌باشد. در صورتیکه اطلاعات ترکیبی از جریان‌ات نقدی و سود نشان دهنده سناریوهای مختلفی در آینده باشد، تعامل جریان‌ات نقدی مدیریت شده و سطح سود نیز ممکن است بر پیش‌بینی اعتبار دهندگان از عملکرد آینده تأثیر بگذارد.

درخصوص مدیریت جریان‌ات نقدی در کشور تحقیقی صورت پذیرفته است، اما بدلیل مشابهت مفهوم مدیریت جریان‌ات نقدی با مدیریت سود به پاره‌ای تحقیقات انجام شده در این مورد و وجوه نقد اشاره می‌گردد.

پورحیدری و همتی (۱۳۸۳) طی تحقیقی اثر قراردادهای بدهی، هزینه‌های سیاسی، طرح‌های پاداش و مالکیت را در دستکاری سود توسط مدیران مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که میان نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و دستکاری سود، ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود ندارد. بررسی

بدهی شرکت، تمایل مدیران به مدیریت سود بیشتر خواهد شد.

### ۳- فرضیات تحقیق

فرضیات تحقیق به شرح زیر می باشند:

#### فرضیه اصلی اول:

بین جریانات نقدی مدیریت شده و مدیریت نشده با هزینه های مالی (هزینه بدهی) در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تفاوت معناداری وجود دارد.

#### فرضیه فرعی اول:

بین جریانات نقدی عملیاتی مدیریت شده و هزینه های مالی (هزینه بدهی) رابطه وجود دارد.

#### فرضیه فرعی دوم:

بین جریانات نقدی عملیاتی مدیریت نشده و هزینه های مالی (هزینه بدهی) رابطه وجود دارد.

#### فرضیه اصلی دوم تحقیق:

بین جریانات نقدی عملیاتی مدیریت شده و اندازه شرکت رابطه وجود دارد.

#### فرضیه اصلی سوم تحقیق:

بین جریانات نقدی عملیاتی مدیریت شده و نسبت اهرمی (نسبت بدهی بلندمدت به جمع دارایی ها) رابطه وجود دارد.

#### فرضیه اصلی چهارم تحقیق:

بین جریان نقدی عملیاتی مدیریت شده و درصد مالکیت دولت رابطه معنی دار وجود دارد.

### ۴- جامعه، نمونه و روش نمونه گیری

جامعه مورد مطالعه در این تحقیق شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که گزارشهای مالی و اطلاعات مربوط به معاملات آنها طی

یک دوره زمانی هفت ساله از سال ۱۳۸۰ تا پایان سال ۱۳۸۶ مورد بررسی قرار خواهد گرفت. به منظور انجام تحقیق، نمونه آماری از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به روش نمونه گیری تصادفی ساده انتخاب گردید. این نمونه شامل شرکتهایی است که مجموعه شرایط زیر را داشته باشند:

۱. شرکتهایی که قبل از سال ۱۳۸۰ مورد پذیرش قرار گرفته باشند.

۲. شرکتهایی که پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفندماه هر سال باشد.

۳. شرکتهایی که در دوره مورد بررسی توقف معامله یا تغییر دوره مالی نداشته باشند.

۴. به غیر از شرکتهای سرمایه گذاری و واسطه گری مالی انتخاب می شوند.

۵. شرکت هایی که داده های مورد نظر آنها در دسترس باشد.

بدین ترتیب کلاً ۴۸ شرکت در هر یک از سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶ انتخاب شده و تعداد نمونه ها ۳۳۶ مشاهده می باشد.

### ۵- روش تحقیق و فرایند محاسبه متغیرها و اجرای تحقیق

روش تحقیق حاضر، پیمایش از نوع همبستگی است. در این تحقیق به بررسی رابطه بین مدیریت جریانات نقدی و هزینه استفاده از بدهی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. در ابتدا بمنظور بررسی صورت جریانات نقدی و تعیین اثرات ناشی از اعمال مدیریت و دستکاری بر اقلام جریانات نقدی از اطلاعات سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶ صورتهای مالی نمونه انتخابی برای تعدیل صورت جریانات نقدی استفاده گردید. در گام اول بمنظور تعیین میزان تاثیر متغیرهای موثر بر کل جریانات نقدی عملیاتی سالیانه شرکتهای که به وسیله جمع داراییهای

هزینه های مالی یک شرکت که معیاری برای استفاده از منابع مالی بلند مدت جهت تأمین مالی شرکت است بعنوان معیار هزینه بدهی انتخاب گردید. در گام سوم با استفاده از معادله رگرسیون آماری و استفاده از ضریب همبستگی بین متغیرها به تبیین رابطه بین شاخصهای ABNOCF (متغیر مستقل) و Kd (متغیر وابسته) خواهیم پرداخت.

همچنین اثر اندازه شرکت، اهرم مالی و درصد مالکیت دولت بر جریان‌های نقدی مدیریت شده تبیین می‌شود. بمنظور دستیابی به جریان‌های نقدی مدیریت شده از متغیرهای جریان‌های نقدی عملیاتی؛ جمع داراییها، جمع درآمدهای سالیانه و برای دستیابی به نرخ هزینه بدهی نیز از جمع هزینه های مالی سالیانه شرکتها استفاده خواهد شد. بمنظور تعیین اثرات ناشی از متغیرهای اثرگذار احتمالی بر نتایج تحقیق اندازه شرکت، درصد مالکیت دولت، نسبت بدهی نیز آزمون می شوند.

### ۶- روش های تحلیل داده ها

آزمون های آماری تحقیق نیز شامل تجزیه و تحلیل همبستگی و رگرسیون چندگانه بین متغیرهای تحقیق می باشد. همچنین از آزمون K-S برای آزمون نرمال بودن داده های آزمون استفاده گردید. اطلاعات مورد نیاز شرکت ها از طریق بانکهای اطلاعاتی تدبیرپرداز و دناسهم و سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شد و سپس با جمع بندی و محاسبات مورد نیاز در صفحه گسترده نرم افزار اکسل برای تجزیه و تحلیل استفاده گردید. تجزیه و تحلیل نهایی به کمک نرم افزار SPSS نسخه ۱۱،۵ انجام شد. برای بررسی و برآورد مدل کلی از تحلیل پانلی استفاده شده است. دلیل استفاده از این روش، نوع ماهیت داده‌ها است. زیرا در تحلیل پانلی داده‌ها به صورت مقطعی- زمانی گردآوری شده‌اند. در داده‌هایی که بدین صورت

سالیانه نرمال شده است، از معادله زیر بمنظور تعیین ضرایب متغیرهای موثر بر جریان‌های نقدی شامل،  $B1$ ،  $B2$  و  $B3$  استفاده شد. اجزاء صورت جریان‌های نقدی عملیاتی به منظور تشخیص و اندازه‌گیری فاکتورهای موثر بر آن بصورت زیر محاسبه می گردد.

#### معادله ۱:

$$OCF_t/TA_t = \beta_0 + \beta_1(1/TA_t) + \beta_2(REV_t/TA_t) + \beta_3(\Delta REV_t/TA_t) + \varepsilon$$

که در آن :

TA = جمع داراییهای یکساله

OCF = جمع جریان‌های نقدی تقسیم بر جمع داراییهای یکساله

REV = جمع درآمدها تقسیم بر جمع داراییهای یکساله

$\Delta REV_t$  = تغییر در درآمدها تقسیم بر جمع داراییهای یکساله می باشد.

ضرایب  $B1$ ،  $B2$  و  $B3$  میزان اثرات متغیرهای جمع داراییها، جمع درآمدها و تغییر در درآمد سالیانه را بر جریان‌های نقدی عملیاتی سالیانه نشان می دهد. ضرایب فوق برای یک دوره معین ۷ ساله محاسبه و سپس مقادیر ضرایب فوق به منظور تعیین جریان‌های نقدی غیر نرمال و دستکاری شده مورد استفاده قرار می‌گیرد. با استفاده از معادله ۲ جریان‌های نقدی غیر نرمال را می توان از طریق معادله زیر بدست آورد:

#### معادله ۲:

$$ABNOCF_t/TA_t = OCF_t/TA_t - [\hat{\beta}_1(1/TA_t) + \hat{\beta}_2(REV_t/TA_t) + \hat{\beta}_3(\Delta REV_t/TA_t)]$$

که در آن:

ABNOCF = جریان‌های نقدی غیر نرمال می باشد.  
مقدار جریان‌های نقدی غیر نرمال و دستکاری شده برای هر شرکت بصورت جداگانه و برای یک دوره ۷ ساله محاسبه می‌شود. سپس میانگین متغیر ABNOCF برای دوره ۷ ساله فوق بعنوان معیار جریان‌های نقدی دستکاری شده مورد استفاده قرار می‌گیرد. در گام دوم

یعنی رابطه مستقیمی بین این دو وجود دارد تفسیر ضریب مدل به این صورت است که به ازای یک واحد افزایش در MOCF شرکت میزان LN(FIN EXP) برابر با ۲۷ درصد افزایش می یابد. بنابراین بین جریانهای نقدی مدیریت شده و هزینه های مالی رابطه وجود دارد.

نگاره ۱- آزمون تعدیل شده اتورگرسیو در آزمون فرضیه

فرعی اول

متغیرها	ت: ۱۳۸۰ i: ۱, ۲, ..., n	ت: ۱۳۸۰, ..., ۱۳۸۶	متغیرها	آماره t	Prob.
عدد ثابت	10.45	0.41	25.3 2	0.000	
متغیر مستقل (جریان نقدی غیر نرمال)	0.27	0.11	2.39	0.017	
ضریب تعدیل مدل اتورگرسیو	0.88	0.03	31.5 1	0.000	
R-squared	0.85		Mean dependent var	8.975	
Adjusted R-squared	0.85		S.D. dependent var	1.383	
S.E. of regression	0.53		Sum squared resid	75.81 4	
F-statistic	759.8 4		Durbin-Watson stat	2.231	
Prob(F-statistic)	0.000 0				

جمع آوری می شوند، استقلال مشاهدات حفظ نمی گردد؛ زیرا از هر شرکت در سالهای مختلف چندین مشاهده وجود دارد که این مشاهدات به هم وابسته اند. همانطور که بیان شد، در این تحلیل، داده ها به صورت انباشتی در نظر گرفته شده بنابراین از هر شرکت هفت سال داده وجود دارد. به عبارت دیگر در این تحلیل تعداد داده ها عبارت است از تعداد شرکت ها ضربدر تعداد سال ها.

$$\ln(Y_{it}) = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$i = 1, 2, \dots, n$$

$$t = 1380, \dots, 1386$$

هدف، برآورد پارامترهای  $\beta_1, \beta_0$  با استفاده از روش حداقل مربعات ترکیب شده (PLS) است. گرچه برآورد پارامترها در این روش با روش حداقل مربعات معمولی (OLS) متفاوت است (در روش حداقل مربعات معمولی مشاهدات از هم مستقل می باشند، در حالیکه در روش حداقل مربعات ترکیب شده، در مشاهدات استقلال وجود ندارد)، ولی شاخص های به دست آمده تفسیری مشابه با تحلیل رگرسیونی خواهد داشت.

آزمون فرضیه فرعی دوم:

مقدار احتمال (یا سطح معنی داری) F برای مدل برابر با ۰/۶۲ است. چون این مقدار کمتر از ۰/۰۵ نیست، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی شود، یعنی مدل معنی داری وجود ندارد. بنا به دلیل کم بودن آماره دوربین واتسون (نشانه خود همبستگی) از مدل اتورگرسیو استفاده شده است که نتایج در جدول زیر منعکس شده است. میزان سطح معنی داری آزمون برابر با ۰/۰۰۰ است یعنی مدل معنی دار است اما این معنی داری به علت وجود  $X_2$  در مدل نیست بلکه به علت وجود بخش AR(1) در مدل است بنابراین هنوز متغیر اصلی مورد نظر در مدل

۷- نتایج آزمون فرضیات تحقیق

آزمون فرضیه فرعی اول:

مقدار احتمال (یا سطح معنی داری) F برای مدل برابر با ۰/۰۰۰۰۰ است. چون این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود یعنی مدل معنی داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین یا  $R^2$  نیز به مقدار ۰/۸۵ رسیده است که بیشتر مقدار آن حاکی از تبیین تغییرات متغیر وابسته با یکسال قبل از آن است. بنابراین مدل به صورت زیر نوشته می شود:

$$\ln(Y_{it}) = 10 / 45 + 0 / 27 X_{1it} + [AR(1) = 0 / 88]$$

معنادار نیست. بنابراین بین جریان‌ات نقدی مدیریت شده و هزینه بدهی رابطه معناداری وجود ندارد.

توسط متغیر مستقل بیان می‌گردد. مقدار دوربین واتسون ۱/۶۱ است که در مدل برآوردی نشانگر عدم خودهمبستگی است. بنابراین مدل به صورت زیر نوشته می‌شود:

$$Y_{2it} = -0/36 + 0/03X_{3it}$$

یعنی رابطه مستقیمی بین این دو وجود دارد تفسیر ضریب مدل به این صورت است که به ازای یک واحد افزایش در اندازه شرکت میزان MOCF برابر با ۳ درصد افزایش می‌یابد. بنابراین بین اندازه شرکت و جریان‌ات نقدی مدیریت شده رابطه وجود دارد.

نگاره ۲- نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

متغیرها	تجزیه و تحلیل آماری	آماره t	Prob.
C	0.08	107.61	0.000
متغیر مستقل (جریان نقدی نرمال)	0.29	0.53	0.593
R-squared	Mean dependent var	0.00	8.835
Adjusted R-squared	S.D. dependent var	0.00	1.449
S.E. of regression	Sum squared resid	1.45	660.912
F-statistic	Durbin-Watson stat	0.25	0.170
Prob(F-statistic)		0.62	

نگاره ۳- نتایج آزمون فرضیه اصلی دوم

متغیرها	تجزیه و تحلیل آماری	آماره t	Prob.
C	-0.36	-1.97	0.049
متغیر مستقل (اندازه شرکت)	0.03	2.20	0.029
R-squared	0.16	Mean dependent var	0.026
Adjusted R-squared	0.13	S.D. dependent var	0.259
S.E. of regression	0.26	Sum squared resid	21.565
F-statistic	8.90	Durbin-Watson stat	1.610
Prob(F-statistic)	0.000		0

آزمون فرضیه اصلی اول :

فرضیه تحقیق عبارتست از: بین جریان‌ات نقدی مدیریت شده و مدیریت نشده با هزینه های مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تفاوت معناداری وجود دارد. نتایج آزمون فرضیه فرعی اول و دوم بیانگر آن است که بین جریان‌ات نقدی مدیریت شده و هزینه بدهی رابطه معنادار وجود دارد، اما درخصوص جریان‌ات نقدی مدیریت نشده و هزینه بدهی چنین رابطه معناداری مشاهده نمی‌شود.

آزمون فرضیه اصلی سوم:

مقدار احتمال (یا سطح معنی‌داری) F برای مدل برابر با ۰/۰۰۰۰۰ است. چون این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی مدل معنی‌داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین یا  $R^2$  نیز برای مدل برابر با ۰/۱۸ است در مدل برآوردی ۱۸ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل بیان می‌گردد. مقدار دوربین واتسون ۱/۶۵ است که در مدل برآوردی نشانگر عدم

آزمون فرضیه اصلی دوم:

مقدار احتمال (یا سطح معنی‌داری) F برای مدل برابر با ۰/۰۰۰۰۰ است. چون این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی مدل معنی‌داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین یا  $R^2$  نیز برای مدل برابر با ۰/۱۶ است این مقدار در عمل قابل توجه است این بدان معناست که در مدل برآوردی ۱۶ درصد تغییرات متغیر وابسته

نگاره ۵- نتایج آزمون فرضیه اصلی چهارم

متغیرها	تفسیر آماری	تفسیر آماری	آماره t	Prob.
C	0.06	0.02	2.50	0.013
متغیر مستقل (درصد مالکیت دولت)	-0.07	0.05	-1.30	0.193
R-squared	0.01	Mean dependent var		0.026
Adjusted R-squared	0.00	S.D. dependent var		0.259
S.E. of regression	0.26	Sum squared resid		22.024
F-statistic	1.84	Durbin-Watson stat		1.662
Prob(F-statistic)	0.18			

خودهمبستگی است. بنابراین مدل به صورت زیر نوشته می شود:

$$Y_{2it} = 0/09 - 0/39X_{4it}$$

یعنی رابطه معکوسی بین این دو وجود دارد. تفسیر ضریب مدل به این صورت است که به ازای یک واحد افزایش در اهرم میزان MOCF برابر با ۳۹ درصد کاهش می یابد. بنابراین بین اهرم مالی و جریانهای نقدی مدیریت شده رابطه وجود دارد.

نگاره ۴- نتایج آزمون فرضیه اصلی سوم

متغیرها	تفسیر آماری	تفسیر آماری	آماره t	Prob.
C	0.09	0.01	6.16	0.000
متغیر مستقل (اهرم مالی)	-0.39	0.10	-3.93	0.000
R-squared	0.18	Mean dependent var		0.026
Adjusted R-squared	0.17	S.D. dependent var		0.259
S.E. of regression	0.24	Sum squared resid		19.481
F-statistic	44.83	Durbin-Watson stat		1.654
Prob(F-statistic)	0.0000			

۸- نتیجه گیری و بحث

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول تحقیق مشخص گردید که در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت جریان نقدی به منظور نمایشی بهتر از وجوه نقد عملیاتی شرکت، وجود دارد. بین جریانهای نقدی مدیریت شده و هزینه بدهی رابطه معنادار وجود دارد اما بین جریانهای نقدی مدیریت نشده و هزینه بدهی رابطه معناداری موجود نمی باشد. بنابراین میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه و به عبارتی نوع ساختار سرمایه شرکت بر میزان مدیریت جریانهای نقدی اثرگذار است.

آزمون فرضیه اصلی چهارم:

مقدار احتمال F برای مدل برابر با ۰/۱۸ است. چون این مقدار کمتر از ۰/۵۰ نیست، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی شود یعنی مدل معنی داری وجود ندارد. میزان ضریب تعیین یا  $R^2$  نیز برای مدل برابر با ۰/۰۱ است که مقدار ناچیزی است. مقدار دوربین واتسون ۱/۶۶ است که در مدل برآوردی نشانگر عدم خودهمبستگی است. بنابراین بین میزان مالکیت دولت و جریانهای نقدی مدیریت شده رابطه وجود ندارد.

۹- پیشنهادات تحقیق

۹-۱- پیشنهادات مبتنی بر فرضیه ها

پیشنهاد می گردد تحلیلگران و فعالان بازار سرمایه در هنگام بررسی وضعیت نقدینگی شرکتها، نوع ساختار سرمایه و درصد استفاده از بدهی در تامین منابع مالی را مدنظر قرار داده و در شرکتهایی که درصد تامین مالی از محل بدهی بیشتر است نسبت به بررسی و کنترل صحت جریانهای نقدی با دقت نظر بیشتری اقدام نمایند.



