

حساسیت منابع تأمین مالی برون سازمانی به جریان نقدی تحت محدودیت مالی: با تأکید بر اثر جاننشینی دارایی‌های ثابت مشهود

محمد مرادی^۱، هدی اسکندر^۲، مهدی الهانی سحر^{۳*}

۱- استادیار حسابداری دانشگاه تهران، تهران، ایران
moradimt@ut.ac.ir

۲- استادیار حسابداری دانشگاه تهران، تهران، ایران
heskandar@ut.ac.ir

۳- مربی دانشگاه آزاد اسلامی واحد سوسنگرد، خوزستان، ایران
meelhaei@gmail.com

چکیده

هدف این پژوهش، بررسی رابطه بین جریان نقد و تأمین مالی برون سازمانی با در نظر گرفتن متغیر مداخله گر محدودیت مالی شرکت‌هاست. نمونه پژوهش از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۸۶ تا ۹۱، انتخاب شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که منابع تأمین مالی به جریان نقد در شرکت‌های با محدودیت مالی و شرکت‌های بدون محدودیت مالی حساس نیست. بر اساس یافته‌ها، حساسیت منابع تأمین مالی به جاننشینی دارایی‌های ثابت مشهود، با جریان نقد در شرکت‌های با محدودیت مالی و شرکت‌های بدون محدودیت متفاوت است. در شرکت‌های بدون محدودیت مالی حساسیتی یافت نشد، اما در شرکت‌هایی که با محدودیت مالی مواجه بودند، ضمن افزایش دارایی‌های ثابت مشهود، به جای جریان نقد تأمین مالی از طریق بدهی، بر تأمین مالی به شیوه انتشار سهام، برتری دارد.

واژه‌های کلیدی: جریان نقدی، حساسیت منابع تأمین مالی، محدودیت مالی.

مقدمه

حساسیت منابع تأمین مالی به جریان نقدی شرکت، موضوعی است که در چند دهه اخیر مورد توجه قرار گرفته است. منظور از حساسیت منابع تأمین مالی به جریان نقد، کشش نقدی منابع تأمین مالی یا به عبارت دیگر، نسبت تغییرات در منابع تأمین مالی به تغییرات در جریان نقد شرکت است [۱۸].

نظریه‌های مختلفی به توضیح حساسیت منابع تأمین مالی برون سازمانی نسبت به جریان نقد پرداخته‌اند. بر اساس نظریه سلسله مراتب، شرکت‌ها در انتخاب منبع تأمین مالی برون سازمانی خود از یک الگوی سلسله مراتبی پیروی می‌کنند. آن‌ها غالباً جریان نقد ایجاد شده در داخل شرکت را به عنوان راهکار اول تأمین مالی برگزیده و بدهی و انتشار سهام را به ترتیب در اولویت‌های بعدی تأمین مالی انتخاب کرده است. بر اساس این نظریه، شرکت‌های سودآور که غالباً از جریان نقد خوبی برخوردار هستند، کمتر به استقراض روی می‌آورند. این در حالی است که بر اساس نظریه توازن، شرکت‌ها برای منابع تأمین مالی خود اولیوی قائل نیستند، بلکه بین همه منابع تأمین مالی خود نظیر جریان نقد ایجاد شده در داخل و بدهی و سهام، نوعی توازن برقرار می‌کنند. بر اساس این نظریه، بین جریان نقد و استقراض شرکت، رابطه‌ای مثبت وجود دارد و شرکت‌ها از استقراض پرهیز نمی‌کنند، زیرا هزینه بهره استقراض برای آن‌ها منفعت مالیاتی دارد و آن‌ها بین منفعت مالیاتی و مخارج بهره استقراض توازن برقرار می‌کنند [۱۸].

در دهه اخیر، محدودیت مالی شرکت‌ها به هنگام تأمین مالی، به نحو چشم‌گیری مورد پژوهش قرار گرفته است [۷ و ۹ و ۱۱]. بر اساس نتایج برخی

پژوهش‌ها، شرکت‌هایی که محدودیت مالی دارند، وجوه نقد کمتری را با هزینه بیشتری تأمین می‌کنند. به عبارتی هزینه تأمین مالی برای شرکت‌هایی که محدودیت مالی دارند، بیشتر است. اسمیت [۲۱] معتقد است که شرکت‌هایی که با محدودیت مالی روبه‌رو هستند، هزینه‌های انتشار و گزینش نامناسب بیشتری را متحمل می‌شوند، این در حالی است که شرکت‌های بدون محدودیت مالی، اغلب تنها با هزینه‌های انتشار مواجهند. در نتیجه، انتظار می‌رود که حساسیت منابع تأمین مالی برون سازمانی به جریان نقد در شرکت‌های بدون محدودیت مالی از شرکت‌های با محدودیت مالی، متفاوت باشد.

هدف اصلی این پژوهش، بررسی حساسیت تأمین مالی برون سازمانی نسبت به جریان‌های نقد برای شرکت‌های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی، در بازه زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ است که برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ارایه شده است. بنابراین، پژوهش فعلی، برای تجزیه و تحلیل رابطه فوق از طریق رویکردهای مختلف تأمین مالی (نظریه سلسله مراتب و نظریه توازن)، رویکردهای نوینی ارایه می‌دهد. علاوه بر این، پژوهش‌های نسبتاً کمی در حوزه حساسیت منابع تأمین مالی به جریان نقد، با در نظرگیری عامل محدودیت مالی، صورت گرفته است که این پژوهش‌ها نیز غالباً تنها با یک معیار به تفکیک شرکت‌های با محدودیت مالی از شرکت‌های بدون محدودیت مالی پرداخته‌اند. این پژوهش با به کارگیری یک معیار ترکیبی برای این تفکیک، از قدرت شناسایی بالاتری برخوردار است. هدف دیگر این پژوهش، بررسی نقش دارایی‌های مشهود در تأمین مالی است. شرکت‌های با محدودیت مالی، هزینه‌های گزینش نامناسب زیادی را متحمل

سپر مالیاتی بدهی‌ها و هزینه‌های ورشکستگی تعیین می‌شود. هنگامی که ساختار سرمایه شرکت، از طریق موازنه مزایای مالیاتی بدهی و هزینه‌های ورشکستگی تعیین شود، می‌گوییم ساختار سرمایه شرکت مطابق با الگوی نظریه توازن شکل گرفته است. نظریه توازن بیان می‌کند که مزیت مالیاتی بدهی، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. از سوی دیگر، هزینه‌های بحران مالی و ورشکستگی احتمالی ناشی از عدم ایفای به موقع تعهدات بدهی، ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. در نتیجه، ساختار سرمایه شرکت را می‌توان به منزله توازن بین مزیت‌های مالیاتی بدهی و هزینه‌های بحران مالی و ورشکستگی ناشی از بدهی تلقی نمود. از این رو، تقابل این دو عامل خنثی‌کننده (توازن مزایا و مخارج ناشی از بدهی) به استفاده بهینه از بدهی در ساختار سرمایه، منجر می‌شود [۱۴].

به اعتقاد مایرز [۱۴] هنگامی که شرکت، تأمین مالی درون سازمانی را به تأمین مالی برون سازمانی، و تأمین مالی از محل استقراض را به تأمین مالی از طریق انتشار سهام ترجیح می‌دهد، ساختار سرمایه شرکت بر اساس الگوی نظریه سلسله مراتب شکل گرفته است. در نظریه سلسله مراتب، فرض بر آن است که تا زمانی که تأمین مالی از طریق استقراض به صرف شرکت است، شرکت هیچگاه سهام جدیدی را منتشر نخواهد کرد. بر اساس نظریه سلسله مراتب، میان اهرم و جریان نقد رابطه منفی وجود دارد [۲۰ و ۱۰]. این نظریه بر اولویت‌بندی در انتخاب منابع ساختار سرمایه مبتنی است و جریان نقد ایجاد شده در داخل^۱ سازمان، انتخاب نخست برای تأمین مالی به حساب می‌آید [۱۴ و ۱۵]. در این راستا، انتخاب بعدی شرکت‌ها ترجیح بدهی به انتشار سهام در تأمین مالی است. به عبارتی، نظریه سلسله مراتب بیان

می‌شوند. برای نمونه می‌توان به تحصیل غیر ضروری دارایی‌های ثابت مشهود اشاره کرد که با این انگیزه انجام می‌شود که از دارایی‌های ثابت مشهود، به عنوان وثیقه وام خود استفاده کنند. بنابراین، انتظار می‌رود که شرکت‌هایی که با محدودیت مالی روبه‌رو هستند، جریان نقد خود را در دارایی‌های ثابت مشهود سرمایه‌گذاری کنند؛ زیرا دارایی‌های ثابت مشهود ورود جریان نقدی خارجی را برای این شرکت‌ها تسهیل می‌کند. این در حالی است که ممکن است الگوی شرکت‌های بدون محدودیت مالی متفاوت باشد [۱۸].

در این مقاله ابتدا پیشینه پژوهش مرور خواهد شد. سپس روش‌شناسی پژوهش ارائه و در ادامه یافته‌ها، نتایج و پیشنهادها پژوهش بیان می‌شود.

پیشینه پژوهش مبانی نظری

در دهه اخیر نظریه‌هایی که ارتباط منابع تأمین مالی و جریان نقد را توضیح می‌دهند، به طور چشم‌گیری مورد توجه قرار گرفته‌اند. نظریه توازن بیان می‌کند که شرکت‌های سودآور، همزمان با افزایش نقدینگی، اهرم خود را نیز به منظور دستیابی به برخی مزایای ناشی از صرفه‌جویی مالیاتی، افزایش می‌دهند. کراس و لیتزن برگر [۱۲] با دادن تعریفی از نظریه توازن، می‌گویند که وجود ساختار سرمایه بهینه، بیانگر وجود نوعی توازن میان مزایای مالیاتی حاصل از بدهی‌ها و هزینه‌های ورشکستگی است. به اعتقاد مایرز [۱۴] در شرکت‌هایی که از الگوی نظریه توازن استفاده می‌کنند، نسبتی برای بدهی هدف تعیین و برنامه‌ای برای حرکت شرکت به سوی آن تنظیم می‌شود. وی بر این باور است که این نسبت از طریق ایجاد نوعی تعادل بین منافع حاصل از

1. Internally Generated Funds (or cash flow)

می‌کند که شرکت‌ها در تأمین منابع مالی مورد نیازشان سلسله مراتب معینی را طی می‌کنند. شکل‌گیری این سلسله مراتب، نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی است. در مواردی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد، مدیران، تأمین مالی از محل منابع داخلی شرکت را به تأمین مالی از منابع خارج شرکت، ترجیح می‌دهند. به عبارت دیگر ابتدا از محل سود انباشته یا اندوخته‌ها به تأمین مالی می‌پردازند، سپس اگر منابع داخلی کفایت نکرد، از بین منابع خارج از شرکت، ابتدا به انتشار کم‌ریسک‌ترین اوراق بهادار یعنی اوراق بدهی متوسل می‌شوند و در صورت عدم تکافوی استقراض، به انتشار سهام می‌پردازند. در این نظریه، برخلاف نظریه توازن، هیچ ترکیب بدهی به حقوق صاحبان سهام هدف که از قبل تعریف شده باشد، وجود ندارد؛ زیرا دو نوع حقوق مالکانه وجود دارد: داخلی و خارجی، یکی در اولویت اول و دیگری در اولویت آخر. از این رو نسبت بدهی هر شرکت، نیازهای انباشته آن شرکت برای تأمین مالی خارجی را منعکس می‌کند [۱۴].

اخیراً، برای توضیح رابطه بین تأمین مالی برون‌سازمانی و جریان نقد، رویکرد تازه‌ای شکل گرفته است؛ این رویکرد تازه که آلمیدا و کامپیلو [۵] آن را ارائه کرده‌اند، شرکت‌های با محدودیت و بدون محدودیت مالی را از هم متمایز می‌کند. آن‌ها معتقدند که شرکت‌های با محدودیت مالی، به شدت تحت تأثیر هزینه‌های عدم تقارن اطلاعات و انتخاب مغایر قرار می‌گیرند، در صورتی که شرکت‌های بدون محدودیت مالی این‌گونه نیستند. بنا بر اعتقاد آلمیدا و کامپیلو [۵]، شرکت‌های با محدودیت مالی، وابستگی قابل ملاحظه‌ای نسبت به جریان نقد ایجاد شده در داخل دارند و فرصت تصمیم‌گیری در رابطه با انجام

سرمایه‌گذاری را ندارند. در مقابل، شرکت‌های بدون محدودیت مالی، برای انتخاب سرمایه‌گذاری‌های خود مستقل بوده و با مسأله گزینش نامناسب یا هزینه‌های نمایندگی مواجه نیستند. بنابراین، سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های بدون محدودیت مالی، رویداد برونی^۱ به حساب می‌آید. اما، شرکت‌های با محدودیت مالی، باید بحران جریان نقد را تحمل کنند و سپس مقدار سرمایه‌گذاری را که می‌خواهند تأمین کنند، مشخص نمایند. آن‌ها ممکن است در آینده توانایی افزایش جریان نقد را نداشته باشند و ذخیره نمودن موجودی نقد را به جای پرداخت بدهی ترجیح دهند. در مقابل، شرکت‌های بدون محدودیت مالی، اگر بیش از حد نیازشان، وجوه نقد به دست آورند، با این وجوه، بدهی‌ها را پرداخت خواهند کرد.

تعاریف متعددی از شرکت‌های با محدودیت مالی وجود دارد که عبارتند از: شرکت‌های با نقد بیشتر، شرکت‌هایی با محدودیت در توزیع سود سهام، شرکت‌هایی با دسترسی کمتر به بازار سرمایه و هزینه تأمین مالی بیشتر و... در پژوهش‌های قبلی، معیارهای زیادی برای تفکیک شرکت‌ها بر اساس دو دسته با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی، وجود دارد. برای نمونه در پژوهش فازاری، هوبارد و پترسون [۹]، برای تعیین درجه محدودیت مالی شرکت، از سود سهام استفاده شده است. بدین معنا که شرکت‌های با محدودیت مالی، برای این که احتمال افزایش جریان نقد خارجی در آینده را کاهش دهند، تمایلی به پرداخت سود سهام ندارند (یا سود سهام کمتری توزیع می‌کنند). در پژوهش آلمیدا، کامپیلو و ویسباج [۶] و فالکندر و وانگ [۸]، شرکت‌ها مطابق با نسبت پرداخت سود سهام (سود سهام تقسیم بر سود خالص) طبقه بندی

شرکت‌هایی با هزینه بدهی بیشتر/کمتر از نمونه میانه، احتمالاً محدودیت مالی بیشتر/کمتری دارند. در این پژوهش، مطابق با شاخص وایت و وی (WW) [۲۳]، محدودیت مالی، ترکیب خطی از ۵ عامل فوق است که عبارتند از: جریان نقد، متغیر مصنوعی سود سهام، اهرم، اندازه شرکت، و رشد فروش شرکت. بدین ترتیب در تفکیک شرکت‌ها از نظر محدودیت مالی، رویکردی یکپارچه خواهیم داشت که اغلب جوانب و فاکتورهای محدودیت مالی را مدنظر قرار می‌دهد. یک شاخص قوی بدین معنی است که شرکت دسترسی کمتری به بازار سرمایه برون سازمانی دارد. بنابراین، شرکتی دارای محدودیت مالی بیشتر/کمتری است که شاخص وایت و وی بیشتر/کمتر از ارزش میانه این شاخص در نمونه باشد.

پیشینه تجربی

گرسیا و مارا [۱۸] بیان می‌کنند که شرکت‌های با محدودیت مالی، نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی، بیشتر در انتخاب منابع تأمین مالی، به نظریه سلسله مراتب تکیه دارند. آن‌ها معتقدند که شرکت‌های با محدودیت مالی، به وجوه نقد ایجاد شده در داخل وابسته‌اند و سرمایه‌گذاری‌های آنها یک رویداد درونی^۱ به حساب می‌آید. آن‌ها تمایل دارند که وجوه نقد خود را نخست برای تأمین مالی طرح‌های سودآور و سپس در دارایی‌های ثابت یا سرمایه در گردش، سرمایه‌گذاری کنند. آن‌ها وجوه نقد خود را طوری سرمایه‌گذاری می‌کنند که بتواند تضمینی برای دریافت وام جدید به حساب آید. در نهایت، انتظار می‌رود یک رابطه منفی بین تأمین مالی برونی و جریان نقد برای این شرکت‌ها وجود داشته باشد. در مقابل، شرکت‌های

شده‌اند؛ بنابراین، شرکت‌های با نسبت بیشتر از میانه نمونه، محدودیت مالی کمتری نسبت به شرکت‌هایی دارند که نسبت آن‌ها کمتر از میانه نمونه است. در پژوهش موین [۱۳] شرکت‌ها بر اساس جریان نقد طبقه‌بندی شده‌اند. این متغیر بر اساس نسبت سود قبل از بهره و مالیات، به اضافه استهلاک، تقسیم بر جمع دارایی‌ها، تعریف می‌شود. بنابراین، شرکت‌هایی که نسبت آنها بیشتر از میانه نمونه باشد، شرکت‌های بدون محدودیت مالی و در غیر این صورت با محدودیت مالی به شمار می‌روند. در بسیاری از پژوهش‌ها متغیر اندازه شرکت، جانشینی برای محدودیت مالی در نظر گرفته شده است. آلمیدا، کامپلو و ویسیچ؛ کارپنتر، فازاری و پیترسون؛ فالکندر و وانگ [۶ و ۹ و ۸] معتقدند که شرکت‌های کوچک، با عدم تقارن اطلاعات و هزینه نمایندگی بیشتری مواجه می‌شوند، بنابراین محدودیت مالی بیشتری خواهند داشت. در این راستا، وایت [۲۳] نشان داد که شرکت‌های بزرگ‌تر دسترسی بهتری به بازارهای سرمایه دارند؛ بنابراین، آنها محدودیت و هزینه تأمین مالی کمتری دارند. برای سنجش این متغیر، از لگاریتم طبیعی فروش استفاده می‌شود و شرکت‌هایی که رقمی بیشتر/کمتر از میانه نمونه داشته باشند، محدودیت مالی کمتر/بیشتری دارند.

فازاری، هوبارد و پیترسون [۹] معتقدند زمانی که تأمین مالی برون سازمانی گران است، شرکت‌ها با محدودیت مالی در نظر گرفته می‌شوند. بنابراین، زمانی که هزینه تأمین مالی برون سازمانی شرکت‌ها مد نظر است، به شرکت‌های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی تقسیم می‌شوند، که از طریق نسبت هزینه مالی بر جمع بدهی‌ها به دست می‌آید.

هستند، ولی ارتباط مشابهی در شرکت‌های بدون محدودیت مالی، پیدا نکردند.

نتایج پژوهش نهندی و درخور [۴] نشان داد که وجه نقد در شرکت‌های با محدودیت مالی، نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی، باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود، همچنین بین وجه نقد و میزان سرمایه‌گذاری، رابطه مثبت وجود دارد. همچنین بررسی نتایج نشان می‌دهد که تغییرات وجه نقد تنها در شرکت‌های بدون محدودیت مالی باعث افزایش بازده اضافی می‌شود. پژوهش کاشانی پور، نقی نژاد، رسایی و امیری [۲] نشان داد که شرکت‌های با محدودیت مالی، نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی، از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد بالاتری برخوردارند و در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، بر جریان نقد داخلی، تأکید بالایی می‌کنند.

کاشانی پور و نقی نژاد [۳] معتقدند تأثیر جریان نقد بر سطوح نگهداری وجه نقد و همچنین رابطه بین حساسیت جریان وجه نقد در شرکت‌های با محدودیت و بدون محدودیت مالی معنادار نیست. سایر نتایج پژوهش نشان داد که حساسیت جریان‌های نقد سرمایه‌گذاری نسبت به حساسیت جریان نقد، وجه نقد معیار مناسب‌تری برای تعیین وجود محدودیت مالی است. تهرانی و حصارزاده [۱] نشان دادند که بین جریان وجه نقد آزاد و بیش سرمایه‌گذاری، رابطه مثبت و معنادار وجود دارد، در حالی که بین محدودیت مالی و کم سرمایه‌گذاری، رابطه معناداری مشاهده نشده است.

با توجه به مطالب فوق، فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند که:

بدون محدودیت مالی، اتکای چندانی بر وجوه نقدی که خود به دست آورده‌اند، ندارند. این شرکت‌ها زمانی که به وجه نقد احتیاج دارند، به راحتی می‌توانند آن را تأمین کنند.

ستیکلیتز و ویز [۲۲] و فازاری، هوبارد و پترسون [۹]، معتقدند که سرمایه‌گذاری شرکت ممکن است به عوامل مالی از قبیل دسترسی به منابع مالی داخلی، دسترسی به بازار سرمایه و یا هزینه تأمین مالی بستگی داشته باشد. گیورگ و همکارانش [۱۷] در مطالعه‌ای که در کشور هند انجام شد، نشان دادند که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد، برای هر دو شرکت با محدودیت و بدون محدودیت مالی، قوی است. همچنین اختلاف قابل ملاحظه‌ای بین حساسیت آنها مشاهده نشد.

مودیلیانی و میلر [۱۵]، استدلال می‌کنند که شرکت‌ها همیشه می‌توانند منابع برون سازمانی را بدون مشکل به دست آورند و بنابراین سرمایه‌گذاری‌هایشان به دسترسی به سرمایه درون سازمانی بستگی ندارد. با وجود کاستی بازارهای سرمایه (برای مثال، عدم تقارن اطلاعات و هزینه‌های نمایندگی) هزینه سرمایه مربوط به وجوه داخلی تحصیل شده، افزایش می‌یابد [۱۵ و ۷]. در نتیجه، سرمایه خارجی، جانشین کاملی برای وجوه نقد داخلی فراهم نمی‌کند.

ستیکلیتز و ویز [۲۲] نقش اطلاعات نامتقارن در ایجاد سهمیه‌بندی بدهی را توصیف می‌کنند. فازاری، هوبارد و پترسون [۹] معتقدند که سرمایه‌گذاری شرکت، ممکن است به عوامل مالی از قبیل دسترسی به وجه نقد داخلی و بازار سرمایه، و یا هزینه‌های تأمین مالی بستگی داشته باشد. آن‌ها نشان دادند که شرکت‌های با محدودیت مالی، دارای حساسیت مثبت انتشار سهام به جریان نقد

جریان نقد، متغیر مصنوعی سود سهام، اهرم، اندازه شرکت، و رشد فروش شرکت. یک شاخص قوی بدین معنی است که شرکت دارای دسترسی کمتری به بازار سرمایه برون سازمانی است. بنابراین، شرکتی دارای محدودیت مالی بیشتر/کمتری است که شاخص وایت و وی بیشتر/کمتر از ارزش میانه این شاخص در نمونه باشد:

$$WW = -0.091CF_{it} - 0.062 DivDummy_{it} + 0.02DEBT_{it} + 0.044LNTA_{it} + 0.035SG_{it}$$

WW = شاخص محدودیت مالی؛ شرکتی دارای

محدودیت مالی بیشتر/کمتری است که شاخص وایت و وی بیشتر/کمتر از ارزش میانه این شاخص در نمونه باشد.

CF = از تقسیم جریان نقد عملیاتی بر کل دارایی‌های پایان دوره به دست می‌آید.

$DivDummy$ = متغیر مصنوعی؛ به شرکت‌های که در یک دوره مالی، سود سهام پرداخت کرده‌اند، نمره ۱ و در غیر این صورت نمره صفر داده می‌شود.

$DEBT$ = از تقسیم بدهی بلندمدت به کل دارایی‌های پایان دوره به دست می‌آید.

$LNTA$ = از لگاریتم طبیعی دارایی‌های پایان دوره به دست می‌آید.

SG = رشد فروش شرکت؛ که از طریق فروش سال جاری منهای فروش سال قبل، تقسیم بر فروش سال قبل به دست می‌آید.

به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، مطابق با گرسیا و مارا [۱۸] دو مدل رگرسیونی اصلی برآورد شده است. در مدل اول پژوهش، فرضیه اول (تأثیر جریان نقد بر تأمین مالی برون سازمانی برای شرکت‌های با محدودیت و بدون محدودیت مالی) مورد بررسی قرار می‌گیرد. مدل اول:

فرضیه ۱: حساسیت تأمین مالی برون سازمانی به جریان نقد برای شرکت‌های با محدودیت مالی بیشتر از شرکت‌های بدون محدودیت مالی است.

دارایی‌های ثابت مشهود، این قابلیت را دارند که تأمین مالی جدید شرکت‌ها را بهبود بخشند و به عنوان روشی ایمن برای فراهم کردن وثیقه برای سرمایه‌گذار، به حساب آیند [۱۰ و ۱۹]. تغییرات مثبت ناگهانی سود، سبب افزایش دارایی‌های ثابت شده که این امر خود افزایش اثر جانشینی (یعنی اثر منفی بیشتر) را به دنبال خواهد داشت. به عبارت دیگر وجوه نقد، جای خود را به دارایی ثابت می‌دهد تا تضمینی برای استقرای به دست آید [۱۸]. همچنین گرسیا و مارا [۱۸] معتقدند که شرکت‌های با محدودیت مالی به دلیل مشکلات تأمین مالی که در آینده با آن‌ها مواجه خواهند شد، نسبت به افزایش دارایی‌های ثابت مشهود تمایل بیشتری دارند. بنابراین، این تأثیر در شرکت‌هایی با محدودیت مالی که قبلاً در افزایش وجوه نقد با مشکل برخورد کرده‌اند، بیشتر قابل مشاهده است. به این ترتیب، فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر است:

فرضیه ۲: اثرات جانشینی دارایی‌های ثابت مشهود با جریان نقد در شرکت‌های با محدودیت مالی، بیشتر از شرکت‌های بدون محدودیت مالی است.

روش پژوهش

همانطور که در پیشینه پژوهش اشاره شد، معیارهای زیادی در پژوهش‌های قبلی برای تفکیک شرکت‌ها به دو دسته با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی، وجود دارد. در این پژوهش، مطابق با شاخص وایت و وی (WW) [۲۳] که توسط گرسیا و مارا [۱۸] به کار رفته، این تقسیم‌بندی صورت گرفته است. محدودیت مالی ترکیب خطی از ۵ عامل تشکیل شده است، شامل:

$$EXTFIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 CASH - FLOW_{it} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 (TANG_{it} \times CASH - FLOW_{it}) + \varepsilon_{it}$$

$TANG$ = دارایی‌های ثابت مشهود؛ اشاره به متغیر

مصنوعی (دامی) دارد، اگر نسبت دارایی‌های ثابت مشهود استهلاک پذیر به دارایی کل، بیشتر از میانگین نمونه باشد، نمره ۱ و در غیر این صورت، نمره صفر می‌گیرد.

تعریف سایر متغیرها مشابه قبل است.

دوره مورد مطالعه، یک دوره زمانی شش ساله بر اساس صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ است. البته با توجه به این موضوع که برای آزمون برخی مدل‌های پژوهش، نیاز به محاسبه تغییرات سال «t» نسبت به سال «t-1» است، عملاً دوره پژوهش محدود به پنج سال است. شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، جامعه آماری این پژوهش را تشکیل می‌دهند. از بین این شرکت‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها، به سبب ماهیت خاص فعالیت حذف شده‌اند. در این پژوهش شرکت‌هایی مدنظر قرار خواهند گرفت که:

۱. از سال ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ در بورس حضور داشته

باشند؛

۲. سال مالی آن‌ها به پایان اسفند ختم شود؛

۳. بین سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱، تغییر سال مالی

نداده باشند.

با توجه به معیارهای فوق، نمونه آماری شامل ۴۱۴ سال-شرکت است. لازم به ذکر است که در این پژوهش برای هر یک از ضرایب جزئی رگرسیون، از آزمون t استیودنت و برای معناداری مدل رگرسیونی از آماره فیشرف (F) در سطح ۹۵ درصد اطمینان استفاده شده است.

$$EXTFIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 CASH - FLOW_{it} + \varepsilon_{it}$$

$CASH - FLOW$ = جریان نقد؛ سود عملیاتی به

اضافه هزینه استهلاک، تقسیم بر کل دارایی.

$EXTFIN$ = به تغییر در تأمین مالی برون

سازمانی (وام، اوراق یا سهام) اشاره دارد.

در این پژوهش شاخص تأمین مالی برون سازمانی، با توجه به سکلیین و وان هیل [۲۰]، از سه طریق اندازه‌گیری می‌شود:

E1 = درصد تغییر در کل بدهی‌ها؛

E2 = مجموع درصد تغییر در کل بدهی و درصد

تغییر در سهام عادی؛

E3 = درصد تغییر در سهام عادی.

مدلی که در آن اثر متغیرهای توضیحی از قبیل

وجوه نقد، کنترل شده است به شرح زیر مطابق با راجان

و زینگالس [۱۹]، المیدا و کامپیلو [۵] و گارسیا و

مارا [۱۸]، ارایه شده است.

مدل دوم:

$$EXTFIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 CASH - FLOW_{it} + \beta_2 CASH_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

$CASH$ = نسبت وجه نقد و اوراق سریع معامله

تقسیم بر جمع دارایی‌ها.

تعریف سایر متغیرها مشابه قبل است.

ارایه تأثیر متفاوت جریان نقد بر تأمین مالی با

بکارگیری تاثیر منحصر به فرد دارایی‌های ثابت

مشهود، مدل جدیدی ارایه می‌دهد که در آن

دارایی‌های ثابت مشهود و اثر متقابل آن بر جریان نقد

مورد سنجش قرار می‌گیرد ([۱۸]). در نتیجه فرضیه

دوم پژوهش با استفاده از مدل زیر مورد آزمون قرار

می‌گیرد.

مدل سوم:

جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را برای شرکت‌های با محدودیت مالی (۲۰۷-سال-شرکت) و بدون محدودیت مالی (۲۰۷-سال-شرکت) نشان می‌دهد.

برای مقایسه معنادار بودن تفاوت ضرایب دو معادله رگرسیون حاصل از دو نمونه آماری، از آماره والد استفاده می‌شود [۱۶].

یافته‌های پژوهش

جدول (۱) آمار توصیفی داده‌های پژوهش

انحراف معیار	میانگین	حداکثر	حداقل	شاخص متغیر	نوع شرکت
۰/۴۷	۰/۱۸	۳/۳۶	-۱	E1	بدون محدودیت مالی (۲۰۷-سال-شرکت)
۱/۷۶	۰/۴۶	۲۲/۷۱	-۱/۷۸	E2	
۱/۷۱	۰/۲۸	۲۲/۶	-۱	E3	
۰/۱۸	۰/۸۹	۱/۷۵	۰	Cash-Flow	
۰/۰۴	۰/۴۱	۰/۳۲	۰	Cash	
۰/۸۲	۰/۱۷	۱۰/۹	-۱	E1	با محدودیت مالی (۲۰۷)
۰/۹۹	۰/۳۴	۱۰/۹	-۱	E2	
۰/۵۷	۰/۱۶	۵/۴۴	۰	E3	
۰/۱۲	۰/۱۴	۰/۵۶	-۰/۲۵	Cash-Flow	
۰/۰۶	۰/۰۴	۰/۵۲	۰	Cash	

دیگر، تغییر در منبع تأمین مالی، برای شرکت‌های بدون محدودیت مالی راحت‌تر ممکن است تا شرکت‌های با محدودیت مالی. همچنین جریان نقد و وجوه نقد شرکت‌های بدون محدودیت مالی (۰/۸۹ و ۰/۴۱) بیش از شرکت‌های با محدودیت مالی (۰/۱۴ و ۰/۰۴) است. جدول ۲، نتایج حاصل از مدل اول پژوهش را برای نمونه شرکت‌های بدون محدودیت مالی نشان می‌دهد. همچنین جدول ۳، نتایج مدل اول را برای نمونه شرکت‌های با محدودیت مالی نشان می‌دهد.

جدول ۱ نشان می‌دهد که میانگین درصد تغییر در کل بدهی، برای شرکت‌های بدون محدودیت مالی (۰/۱۷) بیشتر است. همچنین میانگین مجموع درصد تغییر کل بدهی و سرمایه برای شرکت‌های بدون محدودیت مالی (۰/۴۶) بیشتر است. میانگین سنجه سوم، یعنی درصد تغییر در سرمایه نیز برای شرکت‌های بدون محدودیت مالی (۰/۲۸) بیشتر است. این بدان معناست که تغییرات در منابع تأمین مالی برون سازمانی به طور متوسط، در شرکت‌های ایرانی بدون محدودیت مالی بیش از شرکت‌های با محدودیت مالی است. به عبارت

جدول (۲) مدل ۱ در شرکت‌های بدون محدودیت مالی

متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۲۱	۴/۴۵	۰/۰۰۰
Cash-Flow	-۰/۰۶	-۰/۸۱	۰/۴۱۹
متغیر وابسته: E1	F=۰/۶۶	R ² =۰/۰۱	D.W=۱/۸۹
متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۰۵	۲/۸۲	۰/۰۰۵
Cash-Flow	-۰/۰۲	-۰/۲۷	۰/۷۷۵
متغیر وابسته: E2	F=۰/۰۹	R ² =۰/۰۰	D.W=۲/۰۳
متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۲۹	۱/۶۷	۰/۰۹۷
Cash-Flow	-۰/۰۱	-۰/۰۵	۰/۹۵۷
متغیر وابسته: E3	F=۰/۰۱	R ² =۰/۰۰	D.W=۲/۰۰

جدول (۳) مدل ۱ در شرکت‌های با محدودیت مالی

متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۱۲	۱/۳۹	۰/۱۷۳
Cash-Flow	۰/۰۶	۲/۵۵	۰/۴۲۳
متغیر وابسته: E1	F=۰/۶۵	R ² =۰/۰۱	D.W=۱/۹۹
متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۳۱	۲/۹۰	۰/۰۰۴
Cash-Flow	۰/۰۲	۰/۳۴	۰/۷۳۳
متغیر وابسته: E2	F=۰/۱۲	R ² =۰/۰۱	D.W=۲/۱۰
متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۱۸	۲/۹۴	۰/۰۰۴
Cash-Flow	-۰/۱۷	-۰/۴۸	۰/۶۳۰
متغیر وابسته: E3	F=۰/۲۴	R ² =۰/۰۱	D.W=۲/۰۵

اساس مدل اول، منبع تأمین مالی نسبت به جریان نقد در شرکت‌های با محدودیت مالی و شرکت‌های بدون محدودیت مالی حساس نیست. در نتیجه فرضیه اول پژوهش تأیید نمی‌شود.

دول ۲ نشان می‌دهد که برای شرکت‌های بدون محدودیت مالی، ارتباط معناداری بین حساسیت منبع تأمین مالی و جریان نقد وجود ندارد. جدول ۳ نیز نشان می‌دهد که متغیر وابسته ارتباط معناداری با جریان نقد در شرکت‌های با محدودیت مالی ندارد. به عبارتی، بر

جدول ۴، نتایج حاصل از مدل دوم پژوهش را برای همچنین جدول ۵ نتایج مدل دوم را برای نمونه شرکت‌های بدون محدودیت مالی نشان می‌دهد. شرکت‌های با محدودیت مالی تبیین می‌کند.

جدول (۴) مدل ۲ در شرکت‌های بدون محدودیت مالی

متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۱۹	۳/۶۲	۰/۰۰۰
Cash-Flow	-۰/۰۷	-۱/۰۱	۰/۳۱۶
Cash	۰/۰۷	۰/۹۰	۰/۳۷۲
متغیر وابسته: E1	F=۰/۷۳	R ² =۰/۰۱	D.W=۱/۹۱
متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۵۵	۲/۸۰	۰/۰۰۶
Cash-Flow	-۰/۰۱	-۰/۱۳	۰/۹۰۱
Cash	-۰/۰۵	-۰/۶۳	۰/۵۲۹
متغیر وابسته: E2	F=۰/۲۴	R ² =۰/۰۱	D.W=۲/۰۱
متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۳۶	۱/۸۸	۰/۰۶۲
Cash-Flow	۰/۰۱	۰/۱۶	۰/۸۷۵
Cash	-۰/۰۶	-۰/۰۸۶	۰/۳۹۱
متغیر وابسته: E3	F=۰/۳۸	R ² =۰/۰۱	D.W=۱/۹۸

جدول (۵) مدل ۲ در شرکت‌های با محدودیت مالی

متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۱۲	۱/۲۹	۰/۱۹۹
Cash-Flow	۰/۰۶	۰/۸۱	۰/۴۲۱
Cash	-۰/۰۱	-۰/۱۰	۰/۹۲۱
متغیر وابسته: E1	F=۰/۳۳	R ² =۰/۰۱	D.W=۱/۹۹
متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۳۴	۲/۰۸۸	۰/۰۰۴
Cash-Flow	۰/۰۳	۰/۳۸	۰/۷۰۷
Cash	-۰/۰۴	-۰/۵۶	۰/۵۷۴
متغیر وابسته: E2	F=۰/۲۲	R ² =۰/۰۱	D.W=۲/۱۰
متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۲۰	۳/۰۱	۰/۰۰۳
Cash-Flow	-۰/۰۳	-۰/۴۳	۰/۶۶۸
Cash	-۰/۰۶	-۰/۸۰	۰/۴۲۷
متغیر وابسته: E3	F=۰/۴۴	R ² =۰/۰۱	D.W=۲/۰۴

شرکت‌های با محدودیت مالی وجود ندارد. در نتیجه، بر اساس این مدل نیز فرضیه اول پژوهش تأیید نمی‌شود. جدول ۶، نتایج حاصل از مدل سوم پژوهش را برای نمونه شرکت‌های بدون محدودیت مالی نشان می‌دهد. همچنین جدول‌های ۷ نتایج مدل سوم را برای نمونه شرکت‌های با محدودیت مالی نشان می‌دهد.

جدول ۴ نشان می‌دهد که بر اساس مدل دوم، برای شرکت‌های بدون محدودیت مالی، ارتباط معناداری بین حساسیت منبع تأمین مالی و جریان نقد وجود ندارد. جدول ۵ نیز نشان می‌دهد که ارتباط معناداری بین منابع تأمین مالی برون سازمانی با جریان نقد در

جدول (۶) مدل ۳ در شرکت‌های بدون محدودیت مالی

متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۲۰	۳/۰۳	۰/۰۰۳
Cash-Flow	-۰/۰۳	-۰/۴۱	۰/۶۸۰
TANG	۰/۰۳	۰/۲۹	۰/۶۱۰
TANG*Cash-Flow	-۰/۰۶	-۰/۵۱	۰/۷۷۵
متغیر وابسته: E1	F=۰/۳۱	R ² =۰/۰۱	D.W=۱/۸۹
متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۴۶	۱/۸۱	۰/۰۷۲
Cash-Flow	-۰/۰۱	-۰/۱۱	۰/۹۱۰
TANG	۰/۰۳	۰/۲۴	۰/۸۰۸
TANG*Cash-Flow	-۰/۰۳	-۰/۲۲	۰/۸۲۴
متغیر وابسته: E2	F=۰/۰۵	R ² =۰/۰۱	D.W=۲/۰۳
متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۲۴	۰/۹۶	۰/۳۳۷
Cash-Flow	۰/۰۱	۰/۰۴	۰/۹۷۰
TANG	۰/۰۳	۰/۲۶	۰/۹۰۰
TANG*Cash-Flow	-۰/۰۱	۰/۱۳	۰/۷۹۸
متغیر وابسته: E3	F=۰/۰۳	R ² =۰/۰۰	D.W=۰/۹۹

جدول (۷) مدل ۳ در شرکت‌های با محدودیت مالی

متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۱۲	۱/۰۵	۰/۲۹۴
Cash-Flow	۰/۰۱	۱/۰۱	۰/۹۲۸
TANG	-۰/۰۱	-۰/۰۹	۰/۳۱۱
TANG*Cash-Flow	۰/۰۷	۰/۵۷	۰/۰۷۲*
متغیر وابسته: E1	F=۰/۵۴	R ² =۰/۰۱	D.W=۱/۹۸
متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۲۲	۱/۶۲	۰/۱۰۷
Cash-Flow	۰/۱۳	۱/۴۰	۰/۱۶۵
TANG	۰/۱۱	۰/۹۷	۰/۳۳۲
TANG*Cash-Flow	-۰/۲۲	-۱/۶۹	۰/۰۹۳*
متغیر وابسته: E2	F=۱/۰۷	R ² =۰/۰۲	D.W=۲/۰۹
متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۱	۱/۲۹	۰/۱۹۸
Cash-Flow	۰/۰۹	۰/۹۵	۰/۳۴۱
TANG	۰/۱۷	۱/۵۹	۰/۱۱۴
TANG*Cash-Flow	-۰/۲۶	-۲/۰۱	۰/۰۴۶*
متغیر وابسته: E3	F=۱/۴۳	R ² =۰/۰۳	D.W=۲/۰۸

جدول ۶ نشان می‌دهد که بر اساس مدل سوم، برای شرکت‌های بدون محدودیت مالی، ارتباط معناداری بین حساسیت منابع تأمین مالی، جریان نقد و اثرات جانشینی دارایی‌های ثابت مشهود وجود ندارد. جدول ۷ نشان می‌دهد که سنج‌های متغیر وابسته، ارتباط معناداری با اثرات جانشینی جریان نقد - دارایی ثابت مشهود در شرکت‌های با محدودیت مالی دارند. به عبارتی، در حالی که بر اساس مدل سوم، منابع تأمین مالی نسبت به اثرات جانشینی دارایی ثابت مشهود شرکت‌های بدون محدودیت مالی حساس نیست، ولی در شرکت‌های با محدودیت مالی، حساسیت معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر در شرکت‌های با

محدودیت مالی، تأمین مالی خارجی ارتباط معناداری با اثرات جانشینی دارایی‌های ثابت مشهود دارند. بر اساس یافته‌ها، با افزایش جانشینی دارایی ثابت مشهود به جای جریان نقد در شرکت‌های با محدودیت مالی، تأمین مالی از طریق بدهی افزایش می‌یابد، زیرا دارایی ثابت مشهود کافی برای تضمین وام وجود دارد (ارتباط مثبت معنادار)، ولی تأمین مالی از طریق انتشار سهام کم می‌شود. بر این اساس با افزایش اثرات جانشینی شرکت‌های با محدودیت مالی، تأمین مالی از طریق استقراض را به تأمین مالی از طریق انتشار سهام ترجیح می‌دهند. این در حالی است که تفاوت معناداری در این زمینه در شرکت‌های بدون محدودیت مالی دیده نشد.

برای مقایسه معناداری تفاوت یافت شده در شرکت‌های با و بدون محدودیت مالی از آماره والد استفاده می‌شود. آماره‌های والد محاسبه شده نشان می‌دهد که تفاوت ضرایب بین شرکت‌های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی، از نظر هر سه سنجه معنادار است. در نتیجه بر اساس مدل سوم، فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود.

۲/۲۶	آماره والد براساس متغیر E1
۲/۴۰	آماره والد براساس متغیر E2
۲/۱۶	آماره والد براساس متغیر E3

نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش

این پژوهش، رابطه بین جریان نقد و تأمین مالی برون‌سازمانی را با تفکیک شرکت‌های نمونه به شرکت‌های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی مورد بررسی قرار داده است.

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که منبع تأمین مالی (استقراض و انتشار سهام)، به جریان نقد در شرکت‌های با محدودیت مالی و شرکت‌های بدون محدودیت حساس نیست. این یافته‌ها با یافته‌های گرسیا و مارا [۱۸] مطابق نیست. یافته‌ها وجود تفاوت معنادار در شرکت‌های بدون محدودیت مالی و شرکت‌های با محدودیت مالی را از نظر اثرات جانشینی‌های ثابت مشهود و جریان نقد تأیید کردند. بر اساس یافته‌های به‌دست آمده، منابع تأمین مالی به جانشینی دارایی ثابت مشهود با جریان نقد، در شرکت‌های بدون محدودیت مالی حساسیتی نداشتند، ولی این منابع در شرکت‌های با محدودیت مالی به جانشینی‌های ثابت مشهود حساسیت نشان می‌دهند. به طوری که با افزایش جانشینی دارایی‌های ثابت مشهود در این

شرکت‌ها، تأمین مالی از طریق استقراض به واسطه داشتن دارایی‌های ثابت مشهود، بیشتر به عنوان تضمین وام افزایش می‌یابد. این در حالی است که با این افزایش، تأمین مالی از طریق انتشار سهام کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر با افزایش اثرات جانشینی دارایی‌های ثابت مشهود با جریان نقد در شرکت‌های با محدودیت مالی، تأمین مالی از طریق بدهی به تأمین مالی از طریق انتشار سهام افزایش می‌یابد. این یافته‌ها با یافته‌های گرسیا و مارا [۱۸] مطابق است و نظریه سلسله مراتب را در مورد شرکت‌های با محدودیت مالی، تأیید می‌کند.

با توجه به نتایج پژوهش، ضروری است تا سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان، در تصمیم‌گیری، به عامل محدودیت مالی شرکت‌ها توجه کنند، زیرا این عامل بر حساسیت تأمین مالی شرکت‌ها به جایگزین شدن دارایی ثابت به جای نقد در شرکت‌ها اثر گذار است و به این ترتیب بر نوع و هزینه تأمین مالی و ریسک ورشکستگی آن‌ها نیز می‌تواند مؤثر باشد.

پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آینده، شرکت‌های نمونه بر اساس معیارهای دیگری نظیر مرحله شرکت در چرخه عمر، نوع صنعت و ... تفکیک شوند و اثرات این متغیرها بر حساسیت تأمین مالی به جریان نقد مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

- [۱] تهرانی، رضا و رضا حصارزاده. (۱۳۸۸). اثر جریان نقد آزاد و محدودیت تأمین مالی بر بیش و کم سرمایه‌گذاری، تحقیقات حسابداری، ۳: ۱-۲۰.
- [۲] کاشانی پور، محمد و سعید راسخی. (۱۳۸۹). محدودیت مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به

- [13] Moyn, N. (2004). Investment-cash flow Sensitivities: Constrained Versus Unconstrained Firms. *Journal of Finance* 59, pp. 2061-2092.
- [14] Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39, pp.575-592.
- [15] Myers, S., & N. Majluf. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187-221.
- [16] Paremoster, R., R., Brame, P., Mazaerolle & A., Piquero. (1998). Using the Correct Statistical Test for the Equity of Regression Coefficients. *Criminology*, 36: 859-866.
- [17] Rejie George, KabirRezauland Qian Jing (2011). Investment - Cash Flow Sensitivity and Financing Constraints: New Evidence from Indian Business Group Firms.university of Twente, The Netherlands, working paper.
- [18] Gracia Jose' Lopez ' & MiraSogorb Francisco. (2014). Sensitivity of External Resources to Cash Flow under Financial Constraints. *International Business Review*.
- [19] Rajan, R., & L. Zingales. (1995). What do we Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50, pp. 1421-1460.
- [20] Schoubben, F., & C. Van Hulle. (2011). Stock Listing and Financial Flexibility. *Journal of Business Research*, 64, pp. 483-489.
- [21] Smith, C. (2007). On Governance and Agency Issues in Small Firms. *Journal of Small Business Management*, 45(1), pp. 176-178.
- [22] Strebulaev, I. (2007). Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say? *Journal of Finance*, 62, pp. 1747-1787.
- [23] Whited, Toni M., & GuojunWu. (2006). Financial Constraints Risk, *Review of Financial Studies* 19 , pp. 531-559
- جریان نقد در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری. ۲(۲): ۵۱-۷۴.
- [۳] کاشانی پور، محمد و بیژن نقی پور. (۱۳۸۸). بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی و جوه نقد. *تحقیقات حسابداری*. ۲: ۷۲-۹۳.
- [۴] نهندی، یوسف و سعید درخور. (۱۳۹۲). بررسی ارتباط بین محدودیت مالی، نقد و ارزش خالص سرمایه گذاری. *تحقیقات تجربی حسابداری*، ۴(۸): ۱۶۷-۱۸۹.
- [5] Almeida, H., & M. Campello. (2010). Financing Frictions and The Substitution Between Internal and External Funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(3), pp. 589-622.
- [6] Almeida, H.; M. Campello & M. Weisbach. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *Journal of Finance*, 59, pp.1777-1804.
- [7] Faulkender, M. & M. Petersen. (2006). Does the Source of Capital Affect Capital Structure? *Review of Financial Studies*, 19, pp.45-79.
- [8] Faulkender, M. & R. Wang. (2006). Corporate Financial Policy and the Value of Cash. *The journal of finance* (1)4: pp.1957-1990.
- [9] Fazzari, S.; R. Hubbard & B. Petersen. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 141-195.
- [10] Frank, M., & V. Goyal. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? *Financial Management*, 38, pp. 1-37.
- [11] Hubbard, R. (1998). Capital-markets Imperfections and Investment. *Journal of Economic Literature*, 36, pp.193-227.
- [12] Kraus A., & R.H. Litzenberger (1973), "A State Preference Model of Optimal Financial Leverage," *Journal of Finance*, 28 (4);

