

پژوهش‌های حسابداری مالی
سال هفتم، شماره چهارم، پیاپی (۲۶)، زمستان ۱۳۹۴
تاریخ وصول: ۱۳۹۴/۷/۲۷
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۴/۶
صص: ۱۹-۳۸

تأثیر جریان‌های نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی با در نظر گرفتن محدودیت مالی شرکت و تورم

سید عباس هاشمی^{۱*}، هادی امیری^{**}، مهنوش مشتاقیان^{***}

* دانشیار حسابداری، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

a.hashemi@ase.ui.ac.ir

** استادیار اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

amiri1705@gmail.com

*** کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

Moshtaghian_m@yahoo.com

چکیده

مدیران شرکت‌ها با در نظر گرفتن عوامل متعدد مؤثر بر نحوه تأمین مالی باید ترکیب بهینه‌ای از منابع مالی داخلی و خارجی را جهت تأمین وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور به‌کارگیرند، به‌گونه‌ای که منجر به افزایش ثروت سهامداران و کاهش هزینه‌های تأمین مالی شود. از جمله عوامل اثرگذار بر نحوه تأمین مالی شرکت می‌توان به جریان‌های نقدی عملیاتی، محدودیت مالی و تورم اشاره کرد. هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر جریان‌های نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی، با در نظر گرفتن محدودیت مالی شرکت و تورم می‌باشد. نمونه پژوهش متشکل از ۱۱۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۲ می‌باشد. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی چند متغیره به روش داده‌های ترکیبی استفاده شد. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که جریان‌های نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی هم در شرکت‌های دارای محدودیت مالی و هم شرکت‌های فاقد محدودیت مالی، تأثیر منفی و معناداری دارد و شدت این تأثیر در شرکت‌های دارای محدودیت مالی کمتر است. همچنین متغیر تورم میزان اثرگذاری جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی را در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی افزایش می‌دهد و این تأثیر در شرکت‌های دارای محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های فاقد محدودیت مالی کمتر است.

واژه‌های کلیدی: تأمین مالی خارجی، جریان نقدی عملیاتی، محدودیت مالی، ساختار سرمایه.

۱- نشانی مکاتباتی نویسنده مسؤول: اصفهان، دانشگاه اصفهان، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، گروه حسابداری.

مقدمه

(جریان‌های نقدی عملیاتی) را بر منابع خارجی ترجیح دهند.

در انتخاب شیوه تأمین مالی شرکت‌ها عوامل مختلفی تأثیر گذار است، از جمله این عوامل می‌توان به وجود محدودیت مالی و تورم اشاره کرد. در صورت وجود شرایط تورمی در کشور، هزینه‌های تأمین مالی از طریق منابع خارجی افزایش می‌یابد و این امر منجر به کاهش تمایل شرکت‌ها به استفاده از منابع خارجی می‌شود. شرکت‌های دچار محدودیت مالی در دستیابی به منابع مالی خارجی، مشکلات بیشتری دارند و بخش بیشتری از منابع مالی مورد نیاز خود را از منابع داخلی تأمین می‌کنند. به عبارت دیگر شرکت‌ها زمانی در محدودیت تأمین مالی قرار می‌گیرند که بین هزینه‌های داخلی و هزینه‌های خارجی وجوه تخصیص داده شده، با یک شکاف قابل توجهی روبرو باشند [۱۷].

بر اساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش، محدودیت مالی می‌تواند بر انتخاب شیوه تأمین مالی و ساختار سرمایه شرکت تأثیر بسزایی داشته باشد [۱۸]. در زمینه ساختار سرمایه نظریه‌های متفاوتی ارائه شده است. از مهمترین آن‌ها می‌توان به نظریه سلسله مراتبی اشاره کرد. تئوری سلسله مراتبی ادعان می‌دارد که شرکت‌ها تمامی شیوه‌های تأمین مالی موجود را در نظر می‌گیرند و ابتدا ارزان‌ترین منبع را انتخاب می‌نمایند. با توجه به این‌که شرکت‌های دارای محدودیت مالی بیشتر در معرض هزینه‌های انتخاب نادرست^۳ ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی قرار می‌گیرند و تأمین مالی خارجی برای آن‌ها پرهزینه می‌باشد، به‌طور دقیق‌تری از نظریه سلسله مراتبی جهت تأمین مالی استفاده می‌کنند [۲۳]. شرکت‌های فاقد

مدیران مالی برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران و افزایش ارزش شرکت باید به تعیین بهترین ترکیب منابع تأمین مالی بپردازند. منابع تأمین مالی شرکت‌ها بر اساس سیاست مالی آن‌ها به دو بخش "منابع تأمین مالی داخلی" و "منابع تأمین مالی خارجی" تقسیم می‌شود. جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی یکی از مهمترین منابع مالی داخلی جهت تأمین مالی شرکت‌ها به حساب می‌آید. در مورد منابع مالی خارجی، شرکت‌ها از محل انتشار بدهی یا سهام اقدام به تأمین مالی می‌کنند.

طبق نظریه مودیگیلیانی و میلر [۲۲]، در یک بازار سرمایه کامل، تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت ارتباطی با دسترسی به منابع داخلی ندارد و تفاوتی در هزینه تأمین مالی از طریق منابع داخلی یا تأمین مالی از طریق منابع خارجی شرکت وجود ندارد. در چنین شرایطی، شرکت‌ها می‌توانند بدون هیچ مشکلی با نرخ سرمایه مشخص اقدام به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه نمایند. اما واقعیت این است که بازار سرمایه نمی‌تواند به‌صورت کامل، کارا باشد. وجود مشکلات نمایندگی^۱ و عدم تقارن اطلاعاتی^۲ در شرکت‌ها موجب می‌شود که سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان نسبت به مدیران شرکت‌ها اعتماد لازم را نداشته باشند و برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری، نرخ بازده بیشتری را طلب می‌کنند [۲۱]. در نتیجه تأمین مالی از طریق منابع خارجی شرکت دارای هزینه‌های زیادی است که باعث می‌شود شرکت‌ها معمولاً در مورد تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های خود، استفاده از منابع داخلی

^۱ Agency Problems

^۲ Information Asymmetry

^۳ Adverse Selection

انتخاب شیوه تأمین مالی هستند. عوامل تأثیرگذار بر تأمین مالی را می‌توان به دو گروه عوامل درونی و عوامل بیرونی تقسیم کرد. عوامل درونی عواملی هستند که از داخل شرکت بر تصمیمات در مورد انتخاب شیوه تأمین مالی تأثیر می‌گذارند. از جمله عواملی درونی تأثیرگذار بر تأمین مالی می‌توان جریان‌های نقدی عملیاتی، اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، ماهیت عملیات شرکت و محدودیت مالی را نام برد. از عوامل بیرونی اثرگذار بر نحوه تأمین مالی، می‌توان به شرایط و متغیرهای کلان اقتصادی اشاره کرد. بوکپین [۱۳] در مطالعه خود از درآمد ملی، نرخ تورم و نرخ بهره به عنوان متغیرهای کلان اقتصادی اثرگذار بر نحوه تأمین مالی شرکت‌ها یاد می‌کند.

اقتصاد کلان و متغیرهای وابسته به آن نقش قابل توجهی را در تعیین ترکیب منابع مالی شرکت‌ها به عهده دارند. در این پژوهش تأثیر تورم به عنوان متغیر کلان اقتصادی مؤثر بر تأمین مالی شرکت، مورد بررسی و تحلیل قرار می‌گیرد.

جریان‌های نقدی عملیاتی یکی از مهم‌ترین عواملی است که ارتباط تنگاتنگی بر تأمین مالی شرکت دارد و آن را تحت تأثیر قرار می‌دهد. براساس پژوهش صورت گرفته توسط گارسیا و سوگورب [۱۸]، بین تأمین مالی خارجی و جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت، رابطه منفی وجود دارد. به بیان دیگر، با افزایش جریان‌های نقدی عملیاتی، شرکت‌ها تمایل کمتری به تأمین مالی از طریق منابع خارجی پیدا می‌کنند. شرکت‌ها معمولاً به دلایل زیر تأمین مالی داخلی را بر تأمین مالی خارجی ترجیح می‌دهند: اول: مدیران هنگام استفاده از منابع داخلی، از انعطاف‌پذیری بیشتری برخوردار هستند. برای مثال، مدیران می‌توانند منابع مورد نیاز پروژه‌های

محدودیت مالی دارای منابع داخلی بیشتری هستند و به‌طور طبیعی توانایی بیشتری برای استفاده از منابع مالی خارجی دارند. در نتیجه شرکت‌های فاقد محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های دارای محدودیت مالی نگرانی‌های کمتری جهت تأمین مالی از منابع مالی خارجی دارند. با توجه به مطالب ذکر شده، پژوهش حاضر درصدد پاسخ به این سؤال است که: جریان نقدی عملیاتی با لحاظ کردن محدودیت مالی، چه تأثیری بر تأمین مالی خارجی دارد؟ آیا شرایط تورمی در کشور بر شدت این رابطه اثرگذار است؟

در این مقاله، در ادامه ابتدا ادبیات نظری و فرضیه‌های پژوهش بیان می‌شود. در بخش بعد روش پژوهش، متغیرها و مدل‌های مورد استفاده در پژوهش تشریح می‌گردد. پس از آن به تشریح یافته‌های پژوهش پرداخته می‌شود و در نهایت نتایج حاصل از پژوهش و پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی ارائه می‌گردد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

از مهم‌ترین اقدامات در حوزه فعالیت‌های شرکت، تعیین ترکیب بهینه منابع مالی جهت کسب حداکثر بازدهی و کاهش هزینه‌های تأمین مالی است. مدیران شرکت‌ها باید تصمیم بگیرند که وجوه مورد نیاز خود را چگونه تأمین کنند و منابع مالی در دسترس را چگونه مصرف کنند. روش‌های تأمین مالی عمدتاً استفاده از وجوه حاصل از فعالیت‌های عملیاتی شرکت، سود انباشته، تسهیلات کوتاه‌مدت و بلندمدت بانکی و انتشار سهام جدید می‌باشد.

با توجه به اهمیت بحث تأمین مالی شرکت‌ها، پژوهشگران همواره در جستجوی عوامل تأثیرگذار بر

دارد. از دلایل عمده وجود اختلاف بین هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی، هزینه‌های مبادله، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی است [۵].

اندازه شرکت به عنوان یکی از مهم‌ترین معیارهای شناسایی محدودیت مالی، مورد استفاده قرار گرفته است [۶، ۱۲، ۱۹، ۲۰]. استدلال می‌شود که شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک، دارای مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و نمایندگی کمتری هستند. در درجه اول شرکت‌های بزرگ با هزینه‌های مبادله پایین‌تری مواجه هستند؛ زیرا سرمایه‌گذاران با توجه به شهرت و اعتبار این‌گونه شرکت‌ها، تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری و یا خرید اوراق تجاری آن‌ها دارند. بنابراین هزینه‌های مربوط به بازاریابی اوراق تجاری و واسطه‌گری‌های مالی کاهش می‌یابد [۱۲].

در درجه دوم شرکت‌های بزرگ کمتر تحت تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی هستند، زیرا اطلاعات عمومی بیشتری در مورد آن‌ها موجود است. به علاوه، کسب اطلاعات به روز در مورد آن‌ها نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر، آسان‌تر است. در نهایت، در حالی که انجام یک پیش‌بینی دقیق در مورد شرکت‌های بزرگ و مشکلات نمایندگی مربوط به آن‌ها دشوار است، با صراحت می‌توان ادعا کرد که وجود سهامداران نهادی بزرگ در این شرکت‌ها می‌تواند به عنوان محدودیتی در برابر اقدامات مدیران شرکت باشد، زیرا مالکیت نهادی بالاتر معمولاً با نظارت دقیق‌تری همراه است [۲۰].

نوسان‌های نرخ تورم نیز ممکن است در تصمیم‌گیری‌های مدیران درباره تأمین مالی، مهم و اثرگذار باشد. با توجه به این‌که افزایش نرخ تورم در دراز مدت، بهبود جریان‌های ورودی و جوه نقد به شرکت را در پی دارد، اندوخته‌ها و میزان سودهای

سرمایه‌گذاری را سریع‌تر تأمین کنند و این طرح‌ها را به مرحله اجرا درآوردند. بدین ترتیب، هم از هزینه‌های تأخیر در اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری جلوگیری می‌کنند و هم امتیاز افزایش جوه از طریق منابع مالی خارجی را برای دوره‌های آتی، حفظ می‌نمایند.

دوم: واحدهای تجاری در زمان استفاده از منابع خارجی، مجبور به تحمل هزینه‌های قانونی، حسابداری، حق‌الزحمه‌های ظهنویسی و مانند آن هستند که اغلب اوقات، این‌گونه هزینه‌ها در زمان استفاده از تأمین مالی داخلی، وجود ندارند.

سوم: به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی درباره‌ی فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت، بازار ممکن است اوراق بهادار جدید شرکت‌ها را کمتر از واقع ارزیابی کند و زمینه انتقال ثروت از سهامداران موجود به سهامداران جدید را فراهم کند [۶، ۱۵].

یکی دیگر از عواملی که در انتخاب شیوه تأمین مالی مهم و اثرگذار است، بحث محدودیت مالی است. شرکتی که دسترسی محدود به بازار سرمایه دارد و تأمین مالی خارجی هزینه‌های اضافی برای آن در بردارد، دارای محدودیت مالی است [۱۰]. تعیین این‌که چه شرکتی واقعاً دارای محدودیت مالی بوده و چه شرکتی فاقد محدودیت مالی است، کاری دشوار است؛ زیرا باید شدت نارسائی‌های بازار سرمایه را در ارتباط با هر شرکت بررسی نمود. استفاده از جوه خارجی، یک چارچوب مناسب برای جدا کردن شرکت‌ها بر اساس میزان محدودیت‌های مالی آن‌هاست. وقتی که تفاوت مابین هزینه‌های داخلی و خارجی وجوه سرمایه‌گذاری در یک شرکت زیاد و بالاست، آن شرکت از نظر مالی محدودیت بیشتری

بدون محدودیت مالی بیشتر به نظریه سلسله مراتب در انتخاب منابع تأمین مالی توجه دارند. همچنین یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که هم در شرکت‌های دارای محدودیت و هم شرکت‌های فاقد محدودیت مالی، یک رابطه منفی بین جریان نقدی عملیاتی و تأمین مالی خارجی وجود دارند.

باو و چان [۱۱] در پژوهشی با عنوان "حساسیت نگهداری وجه نقد نسبت به جریان‌های نقدی" رابطه بین اثر جریان‌های نقدی مثبت یا منفی بر سطح نگهداری وجه نقد توسط شرکت‌ها را بررسی کردند.

نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد، در وضعیتی که واحد تجاری جریان‌های نقدی مثبت دارد، تمایل کمتری به نگهداری وجه نقد خواهد داشت و در وضعیتی که جریان‌های نقدی منفی دارد، تمایل بیشتری به نگهداری وجه نقد نشان می‌دهد. همچنین شرکت‌های با محدودیت تأمین مالی در مقایسه با شرکت‌های بدون محدودیت تأمین مالی، تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید و تأمین وجوه مورد نیاز پروژه‌های غیر سودآور خواهند داشت.

شوبن و ون هول [۲۴] در پژوهشی با عنوان "فهرست علو" سهام و انعطاف‌پذیری مالی" با انجام تحقیقاتی در بازار بورس اوراق بهادار بلژیک دریافتند که شرکت‌های لیست شده (فاقد محدودیت مالی)، انعطاف‌پذیری مالی بیشتری برای دستیابی به منابع خارجی تأمین مالی دارند.

آلمیدا و همکاران [۹] در پژوهشی با عنوان "حساسیت جریان نقدی نسبت به وجه نقد" به بررسی رابطه بین جریان نقدی عملیاتی و ذخایر نقدی پرداختند. هدف اصلی آن‌ها مقایسه معیار حساسیت جریان نقدی نسبت به وجه نقد با

تقسیم نشده شرکت نیز افزایش می‌یابد. از آنجا که یکی از منابع تأمین مالی شرکت‌ها استفاده از سود انباشته شرکت است، لذا با انجام تأمین مالی از طریق سود انباشته، اهرم مالی شرکت کاهش خواهد یافت.

این موضوع نشان‌دهنده ارتباط منفی بین نرخ تورم و ساختار سرمایه است [۱۶]. یادآوری می‌شود که نحوه اثرگذاری نرخ تورم بر تأمین مالی در پژوهش‌های بوکپین [۱۳] و درووتز و همکاران [۱۶] مورد بررسی قرار گرفته که همگی تأییدکننده تأثیر منفی افزایش نرخ تورم بر تأمین مالی خارجی بوده است [۷]. در شرایط تورمی شرکت‌های دارای محدودیت مالی در تأمین مالی از طریق منابع خارجی با مشکلات بیشتری مواجه می‌شوند و تأمین وجوه از خارج شرکت برای آن‌ها دشوارتر می‌شود؛ زیرا شرایط تورمی در کشور بر بازارهای مالی اثرگذار است و منجر به افزایش نرخ هزینه تأمین مالی می‌شود. در نتیجه شرکت‌های دارای محدودیت مالی برای تأمین مالی جدید باید هزینه بیشتری را متحمل شوند.

در ادامه به اهم پژوهش‌های مرتبط با موضوع پژوهش حاضر پرداخته می‌شود. در حوزه پژوهش‌های خارجی گارسیا و سوگورب [۱۸] در پژوهشی تحت عنوان "حساسیت منابع تأمین مالی خارجی به جریان‌های نقدی عملیاتی در شرایط محدودیت مالی" به بررسی رابطه بین جریان نقدی عملیاتی و تأمین مالی خارجی پرداختند. آن‌ها از طریق مقایسه شرکت‌های دارای محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی رابطه بین این دو متغیر را اندازه‌گیری نمودند.

نتایج این پژوهش بیانگر این نکته است که شرکت‌های با محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های

فروغی و فرزادی [۶] در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر تغییرات جریان‌های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی رابطه بین تغییرات جریان‌های نقدی و نگهداشت وجه نقد پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش حاکی از آن است که از یک سو بین نوع جریان‌های نقدی (مثبت و منفی) و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. از سوی دیگر، شرکت‌های دارای محدودیت مالی، بدون در نظر گرفتن نوع جریان‌های نقدی، تمایل بیشتری به نگهداشت وجه نقد داشته و سطح بالاتری از مانده وجه نقد را نگهداری می‌کنند.

برادران حسن‌زاده و همکاران [۱] در پژوهشی با عنوان «تأثیر محدودیت مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری» به بررسی تأثیر محدودیت مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که محدودیت مالی با مدل وایت و وو تأثیری بر کارایی سرمایه‌گذاری ندارد و محدودیت مالی با مدل کاپلان تأثیری معنادار و مثبت بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد و هزینه‌های نمایندگی تأثیری منفی و معنی‌دار بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد.

ساعدی و اخلاقی [۳] در پژوهشی با عنوان «عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه با استفاده از مدل توبیت» به بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه از دیدگاه نظریه‌های سلسله مراتبی، توازن ایستا و نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این پژوهش حاکی از این است که در گروه شرکت‌های مورد بررسی،

حساسیت جریان نقد نسبت به سرمایه‌گذاری بود. آن‌ها با استفاده از تحلیل‌های نظری و تجربی، اقدام به گسترش مدل نقدینگی اوپلر نموده و اثبات کردند که حساسیت جریان نقدی به وجه نقد، معیار مناسب‌تری برای شناسایی محدودیت‌های مالی است. در حوزه پژوهش‌های داخلی، یوسفی و همکاران [۸] در پژوهشی با عنوان «بررسی عوامل تعیین‌کننده و موثر بر ساختار مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس» به بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های ایرانی پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌هایی که در بورس اوراق بهادار تهران از تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه (سود سهمی یا مطالبات آورده نقدی) استفاده نموده‌اند، بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تأثیر مثبتی ندارند. ولی شرکت‌هایی که در بورس اوراق بهادار تهران از تأمین مالی از طریق وام (وام بلند مدت و کوتاه مدت) استفاده کرده‌اند، بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیر مثبت دارند.

شاه‌ویسی و جمشیدی [۴] در پژوهش خود به بررسی رابطه منابع تأمین مالی خارجی و جریان نقدی آزاد پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که بین جریان‌های نقدی آزاد شرکت و تأمین مالی از طریق فروش سهام، در شرکت‌های دارای محدودیت مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین بین بازده سهام عادی و جریان‌های نقدی آزاد در شرکت‌های با محدودیت مالی، رابطه معناداری وجود ندارد. در ضمن این پژوهش نشان داد که بین نوسانات جریان نقدی و دارایی‌های مشهود در شرکت‌های با محدودیت مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: تورم، میزان اثرگذاری جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی را در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی، افزایش می‌دهد.

فرضیه چهارم: تأثیر تورم بر میزان اثرگذاری جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی، در شرکت‌های دارای محدودیت مالی کمتر است.

روش پژوهش

در این بخش در خصوص جامعه آماری و روش نمونه‌گیری، دوره زمانی، متغیرها و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها و همچنین مدل‌های استفاده شده در پژوهش، توضیحاتی ارائه شده است.

جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۲ است. در این پژوهش، از روش حذفی سیستماتیک برای انتخاب نمونه استفاده شده است. بر این اساس هر شرکت که کلیه شرایط زیر را همزمان داشته باشد به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده است:

- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.
- طی بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشد.
- اطلاعات مورد نیاز آن‌ها شامل صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه آن‌ها، برای استخراج داده‌ها در قلمرو پژوهش در دسترس باشد.
- معاملات سهام آن‌ها طی دوره پژوهش، بیش از سه ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف

بین فرصت‌های رشد، اندازه شرکت و دارایی مشهود، سودآوری و نقدینگی با ساختار سرمایه شرکت ارتباط معناداری وجود دارد. همچنین بین ریسک تجاری با ساختار سرمایه ارتباط معناداری وجود ندارد.

حجازی و خادمی [۲] در پژوهشی با عنوان «تأثیر عوامل اقتصادی و ویژگی‌های شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی رابطه بین عوامل اقتصادی و ویژگی‌های شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر این است که بین ساختار سرمایه شرکت‌ها با نقدینگی و تورم رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد؛ اما بین ساختار سرمایه شرکت‌ها با ساختار دارایی، اندازه شرکت و رشد اقتصادی رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد.

فرضیه‌های پژوهش

هدف اصلی این پژوهش، بررسی تأثیر جریان‌های نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی شرکت‌ها با در نظر گرفتن محدودیت مالی و شرایط تورمی می‌باشد. در همین راستا چهار فرضیه به صورت زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: جریان‌های نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی، تأثیر منفی دارد.

فرضیه دوم: تأثیر جریان‌های نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی، در شرکت‌های دارای محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های فاقد محدودیت مالی، کمتر است.

از صورت جریان وجوه نقد شرکت i در پایان سال t استخراج می‌شود. به منظور استانداردسازی، محاسبات بر جمع دارایی‌ها تقسیم می‌شود [۱۸].

متغیرهای تعدیل‌گر:

تورم: نرخ تورم، رشد بهای کالا و خدمات مصرفی در مناطق شهری است که از آرشیو بانک مرکزی به دست آمده است. عامل تورم در این پژوهش متغیر مجازی است، در صورتی که نرخ تورم در سال t از میانگین نرخ تورم طی سال‌های مورد بررسی در پژوهش بیشتر باشد، ارزش یک و در غیراین صورت ارزش صفر در نظر گرفته می‌شود.

محدودیت مالی: عامل محدودیت مالی در این پژوهش متغیر مجازی است، جهت شناسایی محدودیت مالی از معیار اندازه شرکت استفاده شده است و بدین منظور ابتدا شرکت‌های حاضر در هر صنعت نمونه، بر اساس ارزش دفتری دارایی‌های شرکت از کمترین به بیشترین طبقه بندی شدند، سپس آن‌هایی که بر اساس رابطه آماری (۲) در چارک اول قرار می‌گیرند، به‌عنوان محدود در تأمین مالی خارجی در نظر گرفته شده‌اند. برای شرکت‌هایی که در طول دوره مالی، محدودیت تأمین مالی خارجی دارند، عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شده است

$$Q_1 = \frac{TA}{4}$$

رابطه (۲)

TA_{it} = ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در پایان

سال t

متغیرهای کنترلی:

رشد: مطابق پژوهش چن و استرنج [۱۴]، شرکت‌هایی که فرصت رشد آتی بیشتری دارند در مقایسه با شرکت‌های با رشد کم، به استقراض کمتری

نشده‌اند. به عبارت دیگر سهام این شرکت‌ها باید در طول این سال‌ها در بورس فعال باشد.

• به علت ماهیت خاص دارایی‌ها و بدهی‌ها، جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک‌ها و لیزینگ نباشند.

با در نظر گرفتن شرایط فوق، در مجموع ۱۱۷ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند. در این پژوهش برای گردآوری اطلاعات مربوط به مبانی نظری و پیشینه پژوهش از روش کتابخانه‌ای و جهت جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها از روش اسنادکاوی استفاده شده است.

متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه آن‌ها

متغیرهای مورد استفاده در پژوهش حاضر در چهار دسته وابسته، مستقل، کنترلی و تعدیل‌گر طبقه‌بندی شده‌اند. در ادامه به معرفی این متغیرها و نحوه محاسبه هر کدام پرداخته می‌شود.

متغیر وابسته: متغیر وابسته پژوهش حاضر، تأمین مالی خارجی است. در این پژوهش به استناد از پژوهش آلمیدا و کمپلا [۹]، تأمین مالی خارجی از تغییر در ارزش دفتری بدهی بهره‌دار (مانند تسهیلات مالی کوتاه‌مدت و بلندمدت و ...) و سرمایه شرکت i در سال t و $t-1$ محاسبه می‌شود و بر اساس پژوهش شوبن و ون هال [۲۴] به منظور استانداردسازی محاسبات، این تفاوت بر جمع فروش تقسیم می‌شود [۱۸].

$$EXTFIN_{it} = \frac{\text{تغییر در بدهی های بهره‌دار} + \text{تغییر در سرمایه}}{\text{جمع فروش سال } t} \quad \text{نسبت به } t-1$$

رابطه (۱)

متغیر مستقل: در این پژوهش جریان نقدی عملیاتی به‌عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده که

$$\begin{aligned} \text{EXTFIN}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{CASH FLOW}_{it} \\ & + \beta_2 (\text{CASHFLOW} \\ & \times \text{FCDUMMY}) + \beta_3 \times \text{SIZE}_{it} \\ & + \beta_4 \cdot \text{GROWTH}_{it} \\ & + \beta_5 \cdot \text{FCDUMMY} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

رابطه (۵)

با توجه به وجود متغیر مجازی محدودیت مالی در رابطه (۵)، در صورتی که شرکت فاقد محدودیت مالی باشد (FCDUMMY = 0)، ضریب ۱ نشان‌دهنده تأثیر جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی است. در صورتی که شرکت دارای محدودیت مالی باشد (FCDUMMY = 1)، ۲ + ۱ بیانگر تأثیر جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی می‌باشد.

در نتیجه برای آزمون فرضیه اول ضریب ۱ مورد بررسی قرار می‌گیرد. از آنجایی که انتظار می‌رود بین جریان نقدی عملیاتی و تأمین مالی خارجی در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی رابطه منفی وجود داشته باشد، منفی و معنادار بودن ضریب ۱ در سطح اطمینان مورد نظر، نشان می‌دهد که در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی، بین جریان‌های نقدی عملیاتی و تأمین مالی خارجی رابطه منفی وجود دارد. در این صورت فرضیه اول رد نخواهد شد.

فرضیه دوم به مقایسه تأثیر جریان‌های نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی و فاقد محدودیت مالی می‌پردازد. بر طبق مبانی نظری پژوهش ادعا می‌شود که تأثیر جریان‌های نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی نیز منفی باشد و این تأثیر در شرکت‌های دارای محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های فاقد محدودیت مالی کمتر باشد.

روی می‌آورند؛ زیرا فرصت‌های رشد به‌عنوان دارایی نامشهود را نمی‌توان به‌عنوان وثیقه مورد استفاده قرار داد. در این پژوهش متغیر رشد برابر است با درصد تغییر در جمع دارایی‌ها شرکت i در سال t که از رابطه (۳) به دست می‌آید.

$$\text{GROWTH} = \frac{(\text{جمع دارایی‌ها در ابتدای دوره } t)}{(\text{جمع دارایی‌ها در پایان دوره } t)}$$

رابطه (۳)

اندازه شرکت: ادعا می‌شود که شرکت‌های بزرگ‌تر از اعتبار تجاری مناسبی برخوردار بوده و در تأمین مالی خارجی با مشکلات کمتری مواجه می‌شوند. برای اندازه‌گیری اندازه شرکت می‌توان از معیارهای کل فروش، تعداد کارکنان شرکت، مجموع دارایی‌های شرکت و ارزش بازار شرکت استفاده نمود؛ اما به نظر می‌رسد که مجموع دارایی‌های شرکت معیار مناسب‌تری باشد [۲۰]. با توجه به این که مجموع دارایی‌های ثابت شرکت‌ها معمولاً ارقام میلیاردی هستند، جهت سهولت در مقایسه و اجرای مدل‌های آماری از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها استفاده می‌شود. بنابراین می‌توان در این پژوهش اندازه شرکت را بر مبنای رابطه (۴) محاسبه نمود:

$$\text{Size} = \text{Ln}(\text{Total assests})$$

رابطه (۴)

مدل‌های پژوهش

به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش، مطابق با گارسیا و سوگورب [۱۸] از رابطه (۵) استفاده شده است.

با توجه به ادبیات نظری پژوهش، انتظار می‌رود تورم، میزان اثرگذاری جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی را در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی افزایش دهد. در نتیجه در صورتی که $h + 1$ کوچک‌تر از ضریب ۱ باشد، یعنی ($h < 0$)؛ تورم باعث خواهد شد تأثیر منفی جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی افزایش یابد و فرضیه سوم پژوهش در سطح اطمینان مورد نظر رد نمی‌شود.

در فرضیه چهارم انتظار می‌رود که تأثیر تورم بر میزان اثرگذاری جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی، در شرکت‌های دارای محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های فاقد محدودیت مالی کمتر باشد.

با توجه به رابطه (۶)، در شرکت‌های دارای محدودیت مالی در صورت وجود تورم، $\beta_1 + \beta_5 + \beta_6$ نشان‌دهنده تأثیر جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی می‌باشد. از آن‌جا که فرضیه چهارم پژوهش به مقایسه میزان اثرگذاری تورم بر رابطه جریان نقدی عملیاتی و تأمین مالی خارجی شرکت‌های دارای محدودیت مالی و فاقد محدودیت مالی می‌پردازد، لذا در صورتی که $\beta_1 + \beta_5 + \beta_6$ بزرگتر از $h + 1$ باشد، یعنی ($\beta_6 > 0$)؛ فرضیه چهارم پژوهش رد نخواهد شد.

اجزای روابط (۵) و (۶) که در بالا اشاره شده، عبارت‌اند از:

$EXTFIN_{it}$: تأمین مالی خارجی شرکت i در سال t
 $CASH - FLOW_{it}$: جریان نقدی عملیاتی شرکت i در پایان سال t
 $SIZE_{it}$: اندازه شرکت i در سال t
 $GROWTH_{it}$: فرصت‌های رشد شرکت i در سال t

با توجه به مطالب ذکر شده اگر شرکت دارای محدودیت مالی باشد، $h + 1$ نشان‌دهنده تأثیر جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی است. در صورتی که $h < 0$ باشد و ضریب $h + 1$ مثبت و معنی دار برآورد گردد، این امر نشان می‌دهد که تأثیر جریان‌های نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های فاقد محدودیت مالی کمتر است و فرضیه دوم رد نخواهد شد.

همچنین به منظور آزمون فرضیه سوم و چهارم از رابطه (۶) به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$EXTFIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot CASHFLOW_{it} + \beta_2 \cdot SIZE_{it} + \beta_3 \cdot GROWTH_{it} + \beta_4 \cdot INFLATION_{it} + \beta_5 \cdot (INFLATION_{it} \times CASHFLOW_{it} - LOW_{it}) + \beta_6 \cdot (INFLATION_{it} \times CASHFLOW_{it} \times FCDUMMY) + \beta_7 \cdot FCDUMMY + \varepsilon_{it}$$

رابطه (۶)

باتوجه به این‌که در رابطه (۶) اثر تعاملی دو متغیر مجازی محدودیت مالی و تورم وجود دارد. برای آزمون فرضیه سوم مبنی بر این‌که تورم میزان اثرگذاری جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی را در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی افزایش می‌دهد، ضریب h مورد بررسی قرار می‌گیرد. به عبارت دیگر در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی، در صورت وجود تورم ($INFLATION = 1$)، $h + 1$ نشان‌دهنده تأثیر جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی می‌باشد و در صورت عدم وجود تورم ($INFLATION = 0$)، ضریب h نشان‌دهنده تأثیر جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی می‌باشد.

بررسی عدم خودهمبستگی و از آزمون LR برای بررسی همسانی واریانس استفاده شده است. با دقت در نتایج ارائه شده در نگاره (۲)، ملاحظه می‌شود که احتمال آماره آزمون وولدریج در هر دو رابطه بیشتر از ۵ درصد است. لذا هر دو رابطه دارای عدم خودهمبستگی می‌باشد و همچنین نتایج آزمون LR نشان می‌دهد که احتمال آماره محاسبه شده در آزمون LR برای مدل‌های پژوهش، کوچک‌تر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد. از این رو فرضیه H_0 این آزمون مبنی بر همسان بودن واریانس رد می‌شود. در این پژوهش برای رفع ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده شده است. لذا پس از اجرای این آزمون مشکل ناهمسانی واریانس وجود نخواهد داشت.

نتایج آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش

فرضیه اول این پژوهش بدین صورت بیان شد که بین جریان‌های نقدی عملیاتی و تأمین مالی خارجی شرکت‌های فاقد محدودیت مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معنادار و منفی وجود دارد. در این پژوهش برای آزمون فرضیه اول، از رابطه رگرسیونی (۵) استفاده گردید. با توجه به آنچه در بخش قبلی بیان شد، برای عدم رد فرضیه اول انتظار می‌رود در سطح معناداری مورد نظر، ضریب برآوردی و سطح معناداری متغیر توضیحی جریان نقدی عملیاتی، منفی و معنادار باشد. خلاصه نتایج حاصل از این بررسی در نگاره (۳) نشان داده شده است.

$TANG_{it}$: متغیر مجازی، نسبت دارایی‌های استهلاک‌پذیر بعلاوه موجودی‌ها به جمع دارایی‌های شرکت i در سال t
 $INFLATION_{it}$: متغیر مجازی، نرخ تورم در سال t
 $FCDUMMY$: متغیر مجازی برای اندازه‌گیری محدودیت مالی
 i شرکت مورد بررسی، t سال مورد بررسی، ۰، ۱ تا ۷ ضرایب رگرسیون و ϵ_{it} مقدار خطا (جزء اخلاص) هستند.

یافته‌های پژوهش

در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها، از داده‌های ترکیبی و مدل‌های رگرسیونی استفاده شده است. انجام کلیه محاسبات، تخمین کلیه روابط و اجرای کلیه آزمون‌ها در پژوهش حاضر با استفاده از نرم‌افزارهای Stata12، Eviews8، Excel صورت گرفته است. با توجه به این که داده‌های استفاده شده در پژوهش حاضر، از نوع داده‌های ترکیبی می‌باشد؛ برای تشخیص نوع داده‌های ترکیبی، ابتدا از آزمون F لیمر برای تعیین تلفیقی یا تابلویی بودن استفاده شد. در صورتی که داده‌ها از نوع تابلویی بود، از آزمون هاسمن^۱ برای تعیین اثرهای ثابت و تصادفی استفاده می‌شود. نتایج حاصل از آزمون‌های F لیمر و هاسمن روابط (۵) و (۶) در نگاره (۱) ارائه شده است.

همانطور که نگاره (۱) نشان می‌دهد، رابطه (۵) و (۶) باید به صورت تابلویی با اثرات ثابت^۲ تخمین زده شوند.

در پژوهش حاضر به منظور بررسی فروض مدل رگرسیون خطی کلاسیک، از آزمون وولدریج برای

^۱ Hausman

^۲ Panel Fixed Effects

نگاره ۱. نتایج اجرای آزمون F لیمر و هاسمن برای رابطه‌های (۵) و (۶)

آزمون هاسمن			آزمون F لیمر		
نتیجه	احتمال	آماره	نتیجه	احتمال	آماره
اثرات ثابت	۰/۰۰۵	۱۶/۵۷۲	تابلویی	۰/۰۰۰	۱/۵۱۶
اثرات ثابت	۰/۰۱۳	۱۷/۶۳۶	تابلویی	۰/۰۰۰	۲/۳۳۹

منبع: یافته‌های پژوهش

نگاره ۲. نتایج اجرای آزمون وولدریج و آزمون LR

آزمون LR			وولدریج		
روش تخمین	نتیجه	احتمال	آماره	نتیجه	احتمال
GLS	ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۹۴۵/۳۳	عدم خود همبستگی	۰/۴۷۸۶
GLS	ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۹۵۲/۱۱	عدم خودهمبستگی	۰/۴۸۵۳

منبع: یافته‌های پژوهش

نگاره ۳. نتایج برآورد رابطه (۵) مرتبط با فرضیه اول و دوم با استفاده از GLS

$$\text{EXTFIN}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{CASHFLOW}_{it} + \beta_2 (\text{CASHFLOW} \times \text{FCDUMMY}) + \beta_3 \cdot \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \cdot \text{GROWTH}_{it} + \beta_7 \cdot \text{FCDUMMY} + \varepsilon_{it}$$

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	ارزش احتمال
عرض از مبدأ	β_0	۰/۲۴۱	۲/۳۹۵	۰/۰۱۶
جریان نقد عملیاتی	CASHFLOW	-۰/۵۴۶	-۱۷/۱۳۲	۰/۰۰۰
اثر تعاملی جریان‌های نقد عملیاتی و محدودیت مالی	CASHFLOW * FCDUMMY	۰/۱۱۴	۲/۰۵۵	۰/۰۴۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۹	-۱/۲۲۶	۰/۲۲۰
فرصت‌های رشد	GROWTH	۰/۱۸۱	۱۱/۷۸۲	۰/۰۰۰
محدودیت مالی	FCDUMMY	-۰/۰۱۷	-۱/۱۵۰	۰/۲۵۰
R^2	۰/۵۲۷	تعدیل شده R^2		۰/۴۶۶
آماره دورین - واتسون			۲/۱۵۳	
فیشر F آماره	۸/۵۵۹	فیشر F ارزش آماره		۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نگاره (۳) ضریب تعیین (R^2) برابر ۰/۴۶۶ است که نشان می‌دهد متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی ۴۶/۶ درصد از تغییرات در متغیر وابسته را توضیح داده است. با توجه به این که P-Value برای ضریب متغیر جریان نقدی عملیاتی کمتر از ۵ درصد است، فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان

نگاره (۳) نتایج برآورد رابطه (۵) برای فرضیه اول را به‌طور خلاصه نشان می‌دهد. بر طبق نتایج مندرج در این نگاره P-Value آماره F، کوچک‌تر از ۵ درصد می‌باشد. لذا می‌توان گفت که مدل اول برای این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معنی‌دار می‌باشد.

می‌پردازد. با توجه به این که مجموع ضرایب متغیر جریان نقدی عملیاتی و متغیر اثر تعاملی جریان نقدی عملیاتی و محدودیت مالی (۰/۴۳۲-) است و این مقدار بیشتر از ضریب برآورد شده برای متغیر جریان نقدی عملیاتی در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی (۰/۵۴۶-) است، در نتیجه می‌توان گفت که شدت اثر منفی جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی کمتر از شرکت‌های فاقد محدودیت مالی است. بر طبق مطالب ذکر شده، فرضیه دوم پژوهش در سطح معناداری ۵ درصد رد نمی‌شود.

همچنین برای بررسی معناداری ۱+۲ آزمون والد انجام شد و با توجه به این که احتمال آماره این آزمون کمتر از ۵ درصد برآورد گردید، نتایج این آزمون حاکی از معناداری ۱+۲ می‌باشد. خلاصه نتایج حاصل از این بررسی در نگاره (۴) نشان داده شده است.

نگاره ۴. نتایج برآورد آزمون والد مربوط به فرضیه دوم

آزمون	آماره آزمون	احتمال
$H_0: 1+2 \geq 0$	-۳/۰۶۸	۰/۰۰۱

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج آزمون فرضیه سوم و چهارم پژوهش

در این پژوهش برای آزمون فرضیه سوم از رابطه رگرسیونی (۶) استفاده گردید. فرضیه سوم پژوهش بیان می‌کند که تورم میزان اثرگذاری جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی را در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی افزایش می‌دهد. بنابر آنچه در بخش قبل بیان شد، به منظور عدم رد فرضیه سوم باید $1+2 > 0$ کوچکتر از ۱ باشد، یعنی $(0 < 1+2)$ برآورد گردد.

خلاصه نتایج حاصل از این بررسی در نگاره (۵) نشان داده شده است.

۹۵ درصد رد نمی‌شود. همچنین لازم به ذکر است فرضیه مذکور به صورت یک طرفه بیان شده است.

لذا از آنجایی که خروجی نرم‌افزار Eviews به صورت دو طرفه بیان می‌شود، جهت آزمون معناداری ضریب ۱، P-Value تعدیل شده و تقریباً برابر صفر می‌باشد. بر طبق نتایج بیان شده در جدول، ضریب برآورد شده برای جریان نقدی عملیاتی برابر ۰/۵۴۶- است که بیانگر تأثیر منفی جریان‌های نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی است. با توجه به مطالب ذکر شده می‌توان نتیجه گرفت که تأثیر جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی منفی و معنادار است. لذا فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی‌شود.

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند که تأثیر جریان‌های نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های فاقد محدودیت مالی کمتر است. با توجه به توضیحات بخش قبل، برای عدم رد فرضیه دوم انتظار می‌رود که $1+2 > 0$ باشد، یعنی بیشتر از ۱ باشد، یعنی $(0 > 1+2)$ برآورد گردد. فرضیه دوم نیز از طریق رابطه رگرسیونی (۵) برآورد می‌شود. نتایج برآورد مدل در نگاره (۳) منعکس شده است. با توجه به این که P-Value برای ضریب متغیر جریان نقدی عملیاتی و متغیر اثر تعاملی جریان نقدی عملیاتی و محدودیت مالی کمتر از ۵ درصد است، در نتیجه تأثیر جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی نیز معنادار می‌باشد. فرضیه دوم پژوهش به مقایسه میزان تأثیر جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی و شرکت‌های فاقد محدودیت مالی

نگاره ۵. نتایج برآورد رابطه (۶) مرتبط با فرضیه سوم و چهارم با استفاده از GLS

$$\text{EXTFIN}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{CASHFLOW}_{it} + \beta_2 \cdot \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \cdot \text{GROWTH}_{it} + \beta_4 \cdot \text{INFLATION}_{it} + \beta_5 \cdot (\text{INFLATION}_{it} \times \text{CASHFLOW}_{it}) + \beta_6 \cdot (\text{INFLATION}_{it} \times \text{CASHFLOW}_{it} \times \text{FCDUMMY}) + \beta_4 \cdot \text{FCDUMMY} + \varepsilon_{it}$$

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	ارزش احتمال
عرض از مبدأ	0	-۰/۰۲۷	-۰/۲۱۶	۰/۸۲۹
جریان نقد عملیاتی	CASHFLOW	-۰/۴۷۷	-۲۰/۳۴۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۱۱	۱/۲۰۴	۰/۲۲۸
فرصت‌های رشد	GROWTH	۰/۱۸۲	۸/۷۳۵	۰/۰۰۰
نرخ تورم	INFLATION	-۰/۰۲۲	-۲/۱۲۴	۰/۰۳۳
اثر تعاملی تورم و جریان نقد عملیاتی	INFLATION* CASHFLOW	-۰/۰۹۰	-۲/۶۵۲	۰/۰۰۸
اثر تعاملی تورم و جریان نقد عملیاتی و محدودیت مالی	INFLATION* CASHFLOW* FCDUMMY	۰/۱۵۳	۴/۶۲۳	۰/۰۰۰
محدودیت مالی	FCDUMMY	-۰/۰۰۶	-۰/۷۵۷	۰/۴۴۸
R²	۰/۵۳۹		R² تعدیل شده	۰/۴۷۸
دوربین - واتسون			۲/۱۵۶	
F فیشر	۸/۸۱۳		ارزش آماره F فیشر	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌گونه که در نگاره (۵) مشاهده می‌شود، ضریب متغیر اثر تعاملی جریان نقدی عملیاتی و تورم برابر ۰/۰۹۰- است و منفی بودن این مقدار نشان‌دهنده این است که تورم میزان اثرگذاری جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی را در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی افزایش می‌دهد. با توجه به این که فرضیه سوم به صورت یک‌طرفه بیان شده است، بنابراین P Value اثر تعاملی جریان نقدی عملیاتی و تورم تعدیل شده و برابر ۰/۰۰۴ است؛ که کمتر از سطح خطای ۵ درصد است. بنابر مطالب ذکر شده فرضیه سوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نخواهد شد و می‌توان نتیجه گرفت که شرایط تورمی در کشور موجب افزایش میزان اثرگذاری جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی می‌شود.

نگاره (۵) نتایج برآورد رابطه (۶) برای فرضیه سوم را به‌طور خلاصه نشان می‌دهد. بر طبق نتایج مندرج در این نگاره P-Value آماره F، کوچک‌تر از ۵ درصد می‌باشد. لذا می‌توان گفت که رابطه (۶) برای فرضیه سوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معنی‌دار می‌باشد و با توجه به ضریب تعیین ۰/۴۷۸، مدل از اعتبار برخوردار است و این عدد بیانگر این است که ۴۷/۸ درصد از تغییرات در متغیر وابسته تحت تأثیر متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی، قابل توضیح است. فرضیه سوم پژوهش به بررسی تأثیر تورم بر رابطه بین جریان نقدی عملیاتی و تأمین مالی خارجی در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی می‌پردازد. لذا در آزمون فرضیه سوم، ضریب متغیر اثر تعاملی جریان نقدی عملیاتی و تورم در کانون توجه است.

و نشان می‌دهد در شرکت‌های دارای محدودیت مالی، در شرایط وجود تورم، شدت اثرگذاری جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی نسبت به شرکت‌های فاقد محدودیت مالی کمتر است. با در نظر گرفتن یکطرفه بودن فرضیه چهارم، P-Value برای ضریب متغیر اثر تعاملی جریان نقد عملیاتی و تورم و محدودیت مالی تقریباً برابر صفر می‌باشد. لذا فرضیه چهارم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نخواهد شد. همچنین به منظور بررسی معناداری $\alpha + \beta + \gamma$ آزمون والد صورت گرفت نتایج این آزمون بیانگر معناداری $\alpha + \beta + \gamma$ می‌باشد. خلاصه نتایج حاصل از این بررسی در نگاره (۶) نشان داده شده است.

نگاره ۶. نتایج برآورد آزمون والد مربوط به فرضیه چهارم

آزمون	آماره آزمون	احتمال
$H_0: \alpha + \beta + \gamma \geq 0$	-۸/۰۲۳	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

نگاره ۷. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه	شرح	نتیجه آزمون
اول	جریان‌های نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی تأثیر منفی دارد.	عدم رد فرضیه
دوم	تأثیر جریان‌های نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی کمتر است.	عدم رد فرضیه
سوم	تورم میزان اثرگذاری جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی را در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی افزایش می‌دهد.	عدم رد فرضیه
چهارم	تأثیر تورم بر میزان اثرگذاری جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی کمتر است.	عدم رد فرضیه

فرضیه چهارم پژوهش نیز از طریق رابطه (۶) برآورد می‌شود. نتایج برآورد رابطه (۶) در نگاره (۵) منعکس شده است. فرضیه چهارم به بررسی تأثیر تورم بر شدت اثر جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی در مقایسه با شرکت‌های فاقد محدودیت مالی می‌پردازد. به منظور عدم رد فرضیه چهارم باید $\alpha + \beta + \gamma > 0$ باشد، یعنی $(\alpha + \beta + \gamma) > 0$ برآورد گردد. بنابراین در صورتی که ضریب متغیر اثر تعاملی جریان نقد عملیاتی و تورم و محدودیت مالی مثبت و معنادار برآورد گردد، نشان‌دهنده این است که تأثیر تورم بر میزان اثرگذاری جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی کمتر از شرکت‌های فاقد محدودیت مالی است.

همان‌گونه که نگاره (۵) نشان می‌دهد ضریب متغیر اثر تعاملی جریان نقد عملیاتی و تورم و محدودیت مالی مثبت و برابر ۰/۱۵۳ برآورد گردیده

نتیجه‌گیری

توانایی شرکت در تعیین منابع مالی بالقوه اعم از داخلی و خارجی برای استفاده در سرمایه‌گذاری‌ها و تهیه برنامه‌های مالی مناسب از عوامل اصلی رشد و پیشرفت یک شرکت محسوب می‌شود. بر اساس

مبانی نظری پژوهش، شرکت‌ها در انتخاب شیوه تأمین مالی به دلیل بالا بودن هزینه‌های تأمین مالی خارجی استفاده از جریان‌های نقدی ایجاد شده در شرکت را بر تأمین مالی از طریق منابع خارجی ترجیح می‌دهند. مطالعه حاضر به بررسی تأثیر

درونی انجام می‌شود. به عبارت دیگر مدیران شرکت‌های دارای محدودیت مالی به علت این‌که ممکن است دسترسی به منابع مالی خارجی در آینده برای آن‌ها دشوار باشد، جریان‌های نقدی مازاد ایجاد شده را درون شرکت نگه‌داری می‌کنند؛ به‌جای آن‌که به تسویه بدهی‌ها بپردازند. این نتایج با مبانی نظری سازگاری دارد. نتایج آزمون فرضیه اول و دوم با نتایج پژوهش گارسیا و سوگورب [۱۸] و آلمیدا و کمپلا [۹] همخوانی دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش نشان داد که عامل تورم منجر به افزایش اثر منفی جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی می‌شود. با توجه به مبانی نظری پژوهش، افزایش نرخ تورم منجر به بهبود جریان‌های ورودی وجه نقد به شرکت می‌شود و با افزایش جریان‌های نقدی ورودی، شرکت‌ها تمایل کمتری به استفاده از تأمین مالی خارجی پیدا می‌کنند.

همچنین نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم حاکی از این است که شدت اثر منفی جریان‌های نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرایط تورمی، در شرکت‌های دارای محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های فاقد محدودیت مالی کمتر است. در توجیه این رابطه می‌توان بیان نمود که در شرایط تورمی، شرکت‌های فاقد محدودیت مالی در رابطه با تأمین مالی از منابع خارجی مشکلی ندارند و این شرکت‌ها جریان نقدی عملیاتی مازاد را جهت تسویه بدهی‌ها به‌کار می‌برند.

در حالی‌که شرکت‌های دارای محدودیت مالی در شرایط تورمی برای تأمین مالی از منابع خارجی با مشکلات بسیاری روبرو هستند و تأمین مالی جدید از طریق منابع خارجی برای آن‌ها بسیار هزینه بر

جریان‌های نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی، با در نظر گرفتن محدودیت مالی و تورم در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتایج مندرج در نگاره (۳) نشان داد که جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در دو گروه شرکت‌های دارای محدودیت مالی و شرکت‌های فاقد محدودیت مالی تأثیر منفی دارد و تأثیر این رابطه در شرکت‌های دارای محدودیت مالی کمتر است. در توجیه رابطه منفی بین جریان نقدی عملیاتی و تأمین مالی خارجی می‌توان گفت که با توجه به عدم کارایی‌های موجود در بازار سرمایه (به ویژه بازار بورس اوراق بهادار تهران)، بیشتر شرکت‌ها بر منابع داخلی جهت تأمین مالی اتکا می‌کنند. به عبارت دیگر، به علت وجود عدم تقارن اطلاعاتی و نقص‌های بازار؛ تأمین مالی خارجی نسبت به تأمین مالی داخلی پرهزینه‌تر می‌باشد. در نتیجه با افزایش جریان‌های نقدی عملیاتی، شرکت‌ها تمایل کمتری به استفاده از تأمین مالی خارجی پیدا می‌کنند.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داد که شدت اثر منفی جریان‌های نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی کمتر از شرکت‌های دارای محدودیت مالی است. در توجیه این رابطه می‌توان گفت که در شرکت‌های دارای محدودیت مالی نیز رابطه جریان نقدی و تأمین مالی خارجی منفی است. ولی شدت این رابطه نسبت به شرکت‌های فاقد محدودیت مالی کمتر است، زیرا شرکت‌های فاقد محدودیت مالی نگرانی کمتری نسبت به دریافت منابع مالی خارجی در آینده دارند و جریان‌های نقد مازاد بر نیازشان را در جهت تسویه بدهی‌ها به‌کار می‌برند. در حالی‌که در شرکت‌های دارای محدودیت مالی سرمایه‌گذاری

پیشنادهایی برای پژوهش‌های آتی

به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود که به جای بررسی کل بازار، هر یک از مدل‌های این پژوهش را برای صنایع مختلف به تفکیک برآورد کنند، تا تعمیم‌دهی نتایج آن به صنعت خاص (بجای تعمیم‌دهی به کل بازار) با سادگی بیشتری صورت پذیرد.

در این پژوهش متغیر تورم به‌عنوان یک متغیر کلان اقتصادی اثرگذار بر تأمین مالی مورد بحث قرار گرفت. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی تأثیر سایر متغیرهای کلان اقتصادی نظیر نرخ رشد، نرخ بهره، نرخ ارز مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد.

همچنین از آنجا که معیارهای گوناگونی برای تعیین محدودیت مالی وجود دارد، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی، محدودیت مالی با استفاده از سایر معیارهای موجود اندازه‌گیری گردد.

منابع

- ۱- برادران حسن‌زاده، رسول، بادآور نهندي، یونس و لیلا نگهبان. (۱۳۹۳). تاثیر محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال ششم، شماره ۱۹، صص ۸۹-۱۰۶.
- ۲- حجازی، رضوان و صابر خادمی. (۱۳۹۲). تأثیر عوامل اقتصادی و ویژگی‌های شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در حسابداری. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال پنجم، شماره دوم، صص ۱-۱۶.
- ۳- ساعدی، رحمان، اخلاقی، حسنعلی و سید احمد خلیفه سلطانی. (۱۳۹۳). بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه با استفاده از مدل توبیت: آزمون

خواهد بود. به همین دلیل شرکت‌های دارای محدودیت مالی جریان نقدی مازاد ایجاد شده را درون شرکت ذخیره می‌کنند، به جای اینکه در جهت کاهش بدهی‌های خود به کار ببرند؛ تا در آینده برای تأمین وجوه لازم برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور با مشکلات کمتری مواجه باشند. نتایج حاصل از فرضیه‌های سوم و چهارم با مبانی نظری سازگاری دارد و همچنین این نتایج با یافته‌های پژوهش گارسیا و سوگورب [۱۸] و نعمتی‌زاده [۷] همخوانی دارد.

پیشنادهای پژوهش

در این پژوهش پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌گردد:

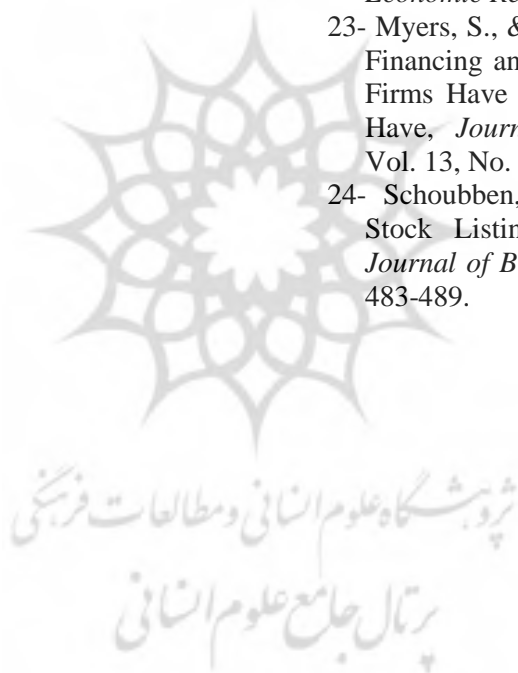
پیشنادهای کاربردی

پژوهش حاضر نشان داد که جریان نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی شرکت‌ها تأثیرگذار است. بنابراین به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود در تحلیل‌های پیش از تصمیم‌گیری خود، به جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت‌ها، محدودیت‌های مالی و شرایط و متغیرهای کلان اقتصادی توجه نمایند و با توجه به روند چند ساله این عوامل، وضعیت تأمین مالی شرکت در سال‌های آتی را پیش بینی کنند.

همچنین با توجه به نتایج این پژوهش که نشان‌دهنده تأثیر عواملی مانند محدودیت مالی و تورم بر نحوه تأمین مالی شرکت‌هاست، به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان توصیه می‌شود در تصمیم‌گیری خود به این عوامل نیز توجه کنند و با توجه به این عوامل ریسک ورشکستگی و نوع و نرخ هزینه تأمین مالی را برآورد کنند.

- طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲. کنفرانس بین‌المللی مدیریت اقتصاد، حسابداری و علوم تربیتی، مازندران، ۳۰ خرداد.
- 9- Almeida, H., & Campello, M. (2010). Financing Frictions and the Substitution between Internal and External Funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 45, No. 3, Pp. 589-622.
- 10- Almeida, H., Campello, M., Weisbach M.S. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *Journal of Financial*, Vol. 59, Pp. 1777° 1804.
- 11- Bao, D. Chan, K., Zhang, W. (2012). Asymmetric Cash Flow Sensitivity of Cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18, Pp. 690-700.
- 12- Beck, T, Demirgucce-Kunt, A., Laeven, L., Maksimovic, V. (1999). The Determinants of Financing Obstacles. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25, Pp. 932-952.
- 13- Bokpin. A. and A. Godfred. (2009). Investment Opportunities, Corporate Finance, and Dividend Payout Policy: Evidence from Emerging Markets. *Economics and Finance*, Vol. 27, No. 3, Pp. 180-194.
- 14- Chen, J., and Strange, R. (2005). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese listed Companies. *Economics change and Restructuring*, Vol. 38, Pp. 11-35.
- 15- Chul, P. and M. Pincus. (2001). Internal Versus External Funding Source and Earnings Response Coefficients. *SSRN Working Paper*.
- 16- Drobetz A., M. Baker, and J. Wurgler. (2007). How Persistent Is the Impact of Market Timing on Capital Structures? , *Review of Financial Studies*, Vol. 1, Pp.1-33.
- 17- Fazzari, S., Hubbard, R., & Petersen, B. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, Pp. 141° 195.
- 18- Garcia J.L, & Sogorb, F. (2014). Sensitivity of External Resource to Cash Flow under Financial Constrained. *International Business Review*, Vol. 23, Pp. 920-930.
- تجربی نظریه‌های سلسله مراتبی، توازنی ایستاد نمایندگی. فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال دوم، شماره ۴، صص ۳۷-۵۴.
- ۴- شاه‌ویسی، فرهاد؛ جمشیدی، بابک و سعید چقامیرزا. (۱۳۹۴). بررسی حساسیت منابع خارجی تأمین مالی به جریان نقدی آزاد تحت محدودیت‌های مالی. همایش بین‌المللی حسابداری، حسابرسی، مدیریت و اقتصاد، اصفهان، ۱۱ اردیبهشت.
- ۵- عربصالحی، مهدی و مجید اشرفی آذرخوارانی. (۱۳۹۰). نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره سوم، شماره ۳، صص ۷۵-۹۴.
- ۶- فروغی، داریوش و سعید فرزادی. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر تغییرات جریان‌های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال دوم، شماره چهارم، صص ۲۱-۳۶.
- ۷- نعمتی‌زاده، فاطمه. (۱۳۹۱). تحلیل اثر درک مدیران مالی از متغیرهای کلان اقتصادی بر ترکیب ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان.
- ۸- یوسفی، زهره، توکلی، مریم و هادی صارمی. (۱۳۹۴). بررسی عوامل تعیین کننده و موثر بر ساختار مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

- 19- Hoshi, T., Kashyap, A., & Scharfstein, D. (1991). Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups. *Quarterly Journal of Economics*, No. 106, Pp. 683-701.
- 20- Kdapakkam, P. R., Kumar, P.C., & Riddick, L. A. (1998). The Impact of Cash Flows and Firm Size on Investment: The International Evidence. *Journal of Banking and Finance*, No 22, Pp. 293-320.
- 21- Leland, H., & Pyle, D. (1997). Informational Asymmetries, Financial Structure and Inancial Intermediation. *Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, Pp. 371-387.
- 22- Modigliani F., & M.H. Miller. (1958). The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3.
- 23- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, Pp. 187-221.
- 24- Schoubben, F. & Hulle, C. V. (2011). Stock Listing and Financial Flexibility, *Journal of Business Research*, Vol. 64, Pp. 483-489.





پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

The Impact of Operating Cash Flows on External Financing, Considering the Firm Financial Constraint and Inflation

* **S. A. Hashemi**

Associate Professor of Accounting, University of Isfahan, Isfahan, Iran

H. Amiri

Assistant Professor of Economy, University of Isfahan, Isfahan, Iran

M. Moshtaghian

Master of Accounting, University of Isfahan, Isfahan, Iran

Abstract

Managers should use a perfected combination of various financial resources based on the elements effective on financing, so that it would result in increase of stockholders wealth and reduce the cost of financing. Among the factors affecting the financing, the operating cash flow, financial constraints and inflation considered effective. The objective of this study is to evaluate the effect of operating cash flow on external financing by considering the effect of the financial constraints and the inflation. The sample of this study consists of 117 companies listed in Tehran Stock Exchange for the period 2005 to 2013 (1384 to 1392 Iranian calendar). To test study hypothesizes, multivariable regression model to panel data was used. The result of this study shows, there is negative and meaningful relationship between operating cash flow and external financing in both of financially constrained and financially unconstrained firms and the Intensity of this relationship is less in the firms with financial constraint. Also the inflation variable increases the effect of cash flow on external financing and this effect is less in firms that have financial constraint.

Keywords: External Financing, Operating Cash Flow, Financial Constraint, Capital Structure.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی