



Doi:

## اثر اهرم مالی بر عملکرد عملیاتی و عملکرد اقتصادی: نقش جریان نقد آزاد شرکت

محمد امیری اسرمی<sup>۱</sup>

سید کاظم ابراهیمی<sup>۲</sup>

ساناز مهرپویا<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۶/۱۹

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۴/۱۳

### چکیده

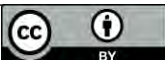
در دنیای رقابتی کنونی، برای تداوم فعالیت و اجرای پروژه‌های سودآور، ایجاد اهرم مالی مناسب اثر حیاتی بر فعالیت‌های عملیاتی و اقتصادی شرکت‌ها دارد و جریان نقد آزاد شرکت نقش موثری بر آن خواهد گذاشت. در این پژوهش اثر اهرم مالی بر عملکرد عملیاتی و عملکرد اقتصادی با تأکید بر نقش جریان نقد آزاد شرکت بررسی شده است. در بازه زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱، با کمک روش حذف سیستماتیک از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۶۵ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شده است. تحلیل داده‌ها با بهره‌گیری از الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انجام شده است. نتایج نشان داد اهرم مالی بر عملکرد عملیاتی اثر مثبت و معناداری دارد و جریان نقد آزاد شرکت بر آن نقش معنادار نداشته است. اهرم مالی بر عملکرد اقتصادی اثر مثبت و معناداری دارد و جریان نقد آزاد شرکت اثر اهرم مالی بر عملکرد اقتصادی را تضعیف می‌کند. بنابراین، اهرم مالی مطلوب منجر به افزایش عملکرد عملیاتی و افزایش عملکرد اقتصادی می‌شود. وجود جریان نقد آزاد در شرکت زمینه سرمایه‌گذاری در فعالیت‌هایی کم‌بازده را فراهم می‌کند که موجب آفت عملکرد اقتصادی می‌شوند. اهرم مالی شرکت‌ها تعیین‌کننده ساختار سرمایه و هدایت راهبردهای مالی شرکت به سوی بهبود عملکرد عملیاتی و اقتصادی می‌شود اما وجود جریان نقد آزاد شرکت، اثر اهرم مالی را مختل می‌کند.

**واژه‌های کلیدی:** اهرم مالی، عملکرد عملیاتی، عملکرد اقتصادی، جریان نقد آزاد شرکت.

۱ گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران. (نویسنده مسئول) m.amriasrami@semnan.ac.ir

۲ گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران. kebrahimi@semnan.ac.ir

۳ گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران. eng.smehrpouya@gmail.com



## ۱- مقدمه

به دلیل جدایی مالکیت از مدیریت و وجود تضاد منافع بین مالک و مدیر، ارزیابی عملکرد از مهم‌ترین موضوع‌های مالی شرکت‌ها محسوب می‌شود، از این‌رو عواملی که بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارند از اهمیت خاصی برخوردارند. سیاست‌های تامین مالی از جمله عواملی است که بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر به‌سزایی دارد (دانگ و گارت<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵). محیطی که شرکت‌ها اکنون در آن فعالیت می‌کنند، در حال رشد و بسیار رقابتی است و شرکت‌ها برای ادامه حیات مجبور به رقابت در سطح ملی و بین‌المللی و بسط فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری‌های جدید می‌باشند (آهارونی، ۲۰۲۴).

از آنجایی که ساختار سرمایه نشان دهنده نسبت تأمین مالی شرکت از طریق بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام است (رأس<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۲). تناقضی در ادبیات تجربی ساختار سرمایه مشاهده شده در مورد اینکه آیا اهرم بالاتر باعث افزایش یا کاهش عملکرد عملیاتی شرکت می‌شود، افزایش اهرم منجر به افزایش بازده و ریسک می‌شود و میزان اهرم در ساختار سرمایه شرکت می‌تواند با تأثیر بر بازده و ریسک، ارزش آن را به‌طور قابل توجهی تحت تأثیر قرار دهد (گیتمن<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵). هر چه بدهی یک شرکت بیشتر باشد، احتمال ناتوانی شرکت در انجام تعهدات قراردادی خود بیشتر است. از جنبه مثبت، بدهی مزیت مالیاتی قابل توجهی را فراهم می‌کند زیرا هزینه بهره منجر به کاهش مالیات می‌شود (رأس و همکاران ۲۰۰۲). مدیران باید ساختار سرمایه‌ای را انتخاب کنند که معتقدند دارای بالاترین ارزش شرکت است، زیرا این ساختار سرمایه بیشترین سود را برای سهامداران شرکت خواهد داشت. النجار و النجار<sup>۴</sup> (۲۰۱۷) نشان دادند رابطه مثبت بین تأمین مالی خارجی و ارزش شرکت وجود دارد. به‌تازگی تمایل شرکت‌ها به افزایش سطح بدهی‌ها شدت یافته است (حقیقی‌طلب و همکاران، ۱۳۹۷)، گرچه تاکنون اثر سیاست‌های مربوط به بدهی‌ها و ساختار سرمایه بر عملکرد عملیاتی و اقتصادی شرکت‌ها به‌روشنی بیان نشده است. عملکرد شرکت، عوامل مؤثر بر آن و آنچه که یک شرکت را نسبت به دیگری موفق‌تر می‌کند موضوع مهمی در امور مالی است که مطالعاتی نظیر عسگری آلوج و مطر خباط (۱۴۰۲)، گالاتنز و کادز<sup>۵</sup> (۲۰۱۷)، شاتناوری<sup>۶</sup> و همکاران (۲۰۲۴) و گاریدو-مورینو<sup>۷</sup> و همکاران (۲۰۲۴) نتایج متناقضی یافته‌اند. این عوامل می‌تواند درون سازمانی یا برون سازمانی باشند که تاکنون مطالعات زیادی درباره تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد تجاری انجام شده است (از قبیل واتاو<sup>۸</sup>، ۲۰۱۵؛ نگوک<sup>۹</sup> و همکاران، ۲۰۲۱؛ نگوین و نگوین<sup>۱۰</sup>، ۲۰۲۰)، اما نتایج یکسان نبوده است.

<sup>1</sup> Dang & Garrett

<sup>2</sup> Ross

<sup>3</sup> Gitman

<sup>4</sup> Al-Najjar & Al-Najjar

<sup>5</sup> Galant & Cadez

<sup>6</sup> Shatnawi

<sup>7</sup> Garrido-Moreno

<sup>8</sup> Vätavu

<sup>9</sup> Ngoc

<sup>10</sup> Nguyen & Nguyen

همچنین هر واحد تجاری دارای ویژگی‌های خاص و خط‌مشی‌های متفاوتی در مدیریت منابع مالی است، بنابراین سطح تأثیر آنها نیز بسیار متنوع است. اهرم مالی نامناسب همه‌ی زمینه‌های فعالیت یک واحد تجاری را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد و می‌تواند سبب بروز مسائلی نظیر افزایش هزینه‌ی سرمایه، کاهش ارزش، افزایش ریسک و در نهایت ورشکستگی واحد تجاری شود (شعری و محسنی، ۱۳۹۴). موضوع اصلی این پژوهش این است که جریان نقد آزاد شرکت موجب دسترسی مدیران به وجوه نقد مازاد برای سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های کم‌بازده خواهد شد (جنسن<sup>۱</sup>، ۱۹۸۶)، پس این وجوه نقد آزاد می‌تواند بر اهرم مالی شرکت و متعاقباً بر عملکرد عملیاتی و اقتصادی نقش موثری داشته باشد. بنابراین، این پژوهش به دنبال بررسی نقش جریان نقد آزاد شرکت در اثر اهرم مالی بر عملکرد عملیاتی و اقتصادی است.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری احتیاج به منابع مالی دارند اما برای منابع مالی و استفاده از آنها باید به‌خوبی برنامه‌ریزی شود تا شرکت بتواند سودآور شود و ارزش آن حداکثر شود، این وظیفه مدیر مالی است که منابع تأمین مالی و نحوه استفاده از آنها را تعیین کند (گرد و همکاران، ۱۳۹۶). از طرفی جریان نقد آزاد، نشان دهنده‌ی وجوه نقدی است که مدیران به‌وسیله‌ی تقویت آن می‌توانند بر ارزش شرکت و عملکرد آن بیافزایند (مدانلو و همکاران، ۱۴۰۰). انتخاب ساختار مالی از مهمترین تصمیمات واحدهای اقتصادی است که بر ارزش شرکت‌ها اثرگذار است (ملکیان و سلمانی، ۱۳۹۴). منابع تأمین مالی شرکت‌ها، متشکل از بدهی و حقوق صاحبان سهام است (ابوغنیم و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰). شرکت‌ها براساس ویژگی‌های داخلی شرکت نظیر ساختار دارایی‌ها، سودآوری، رشد، اندازه شرکت، تمایل و نظر سهامداران شرکت و براساس خصوصیات محیط خارج از شرکت مانند تورم، نرخ بهره، شرایط اقتصادی و قوانین دولتی و ... اقدام به اتخاذ سیاست‌های تأمین مالی می‌کنند (بایراکداروغلو<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۲؛ رحمانیان کوشکی و مطاعی، ۱۴۰۲). توانایی شرکت‌ها در تعیین خط‌مشی‌های مالی مناسب جهت ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری از عوامل اصلی رشد و پیشرفت شرکت‌ها است. لذا برای سرمایه‌گذاری‌های سودآور و تأمین مالی مناسب برای رشد شرکت‌ها، بهره‌گیری از سیاست‌های تأمین مالی نقش مهمی ایفا می‌کند (فاروق و سات<sup>۴</sup>، ۲۰۱۴). مدیران واحدهای تجاری در زمان نیاز به منابع مالی جهت سرمایه‌گذاری‌های جدید و یا رفع نیازهای مالی در مواقع بحرانی می‌توانند مبالغ مورد نیاز خود را از محل منابع درون یا برون سازمانی تأمین کنند (عزیزی و همکاران، ۱۴۰۳). یک شرکت می‌تواند گزینه‌های مختلفی از ساختار سرمایه از جمله بدهی‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت، عقد قراردادهای مالی، اوراق مشارکت و غیره را انتخاب کند. حجم بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت

<sup>1</sup> Jensen

<sup>2</sup> Abughniema

<sup>3</sup> Bayrakdaroglu

<sup>4</sup> Farooq & Satt

با ریسک و عملکرد شرکت رابطه دارد و عدم پرداخت به موقع بدهی‌ها موجب آثار منفی بر عملکرد و حتی ورشکستگی شرکت می‌شود (ابوغنیم و همکاران، ۲۰۲۰؛ رحمانیان کوشکی و مطاعی، ۱۴۰۲). بدهی‌ها با عملکرد عملیاتی رابطه منفی و معناداری دارد (ایمیوی و همکاران، ۲۰۱۳). از سوی دیگر، در ماندگی مالی شرکت منجر به عملکرد عملیاتی ضعیف خواهد شد، اگر در ماندگی مالی شرکت را مجبور سازد که کارایی و بهره‌وری عملیاتی خود را به سطحی بالاتر از هزینه‌های در ماندگی مالی افزایش دهد، آنگاه شرکت‌هایی که بدهی‌های بیشتری دارند، عملکرد بهتری خواهند داشت (گنزالس<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳). بنابراین، سیاست تامین مالی زمینه ایجاد ارزش را برای شرکت فراهم می‌کند. بنابراین، بدهی‌ها با عملکرد شرکت رابطه مثبت دارد و مالکیت مدیریتی بر این رابطه اثر مثبت دارد (حمیدیان و همکاران، ۱۳۹۹). اولاد غفاری و خسروی پور (۱۳۹۹) دریافته‌اند انحراف از نسبت بدهی‌های بهینه تأثیر منفی بر بازده واقعی دارد. همچنین، این انحراف در هر دو حالت بیش‌اهرمی و کم‌اهرمی اثر منفی بر عملکرد واقعی شرکت داشته و با افزایش غیربیهنگی بدهی‌ها، بازده واقعی دارایی‌ها و حقوق صاحبان سهام کاهش می‌یابد. بوندیا<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) بیان می‌کند که جریان نقد عملیاتی افشا شده نشان دهنده ظرفیت شرکت برای تولید منابع است، جریان نقد عملیاتی نباید تنها برای کسب دارایی‌های جدید استفاده شود تا شرکت بتواند سطح فعلی فعالیت خود را حفظ کند، بلکه بخشی از آن نیز باید به‌عنوان سود تقسیم شود. زمانی که مبالغ زیادی از جریان نقد آزاد در دسترس مدیران باشد، صرف سرمایه‌گذاری غیرضروری در شرکت می‌شود (جنسن، ۱۹۸۶؛ سلیمی و همکاران، ۱۴۰۲). همچنین، سطح بالاتری از جریان‌های نقدی آزاد منجر به مصارف غیرضروری و ناکارآمدی می‌شود (خدادادی و همکاران، ۱۴۰۰). جریان نقد آزاد براساس نظر لیهن و پولسن<sup>۳</sup> (۱۹۸۹) برابر با سود عملیاتی قبل از کسر هزینه‌های استهلاک، هزینه‌های مالیاتی، هزینه‌های بهره و سود سهام است. دچو و جی<sup>۴</sup> (۲۰۰۶) استدلال کردند جریان نقد آزاد، جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی بعلاوه جریان نقدی ناشی از سرمایه‌گذاری‌های مالی است. هوانگ<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۱۳) و جان<sup>۶</sup> و همکاران (۲۰۱۵) رابطه منفی بین جریان نقد آزاد و عملکرد یافته‌اند. یکی از بزرگ‌ترین مشکلات نمایندگی، تخصیص نامناسب جریان نقد آزاد است (جنسن، ۱۹۸۶). تضاد منافع بین سهامداران و مدیران بر سیاست پرداخت سود، به‌ویژه زمانی که شرکت جریان‌های نقد آزاد زیادی ایجاد می‌کند، اثر نامطلوب دارد (جنسن، ۱۹۸۶)، لذا، سوءاستفاده‌های متضاد باعث ایجاد تضاد نمایندگی بین سهامداران و مدیران می‌شود. اکنون مسئله این است که چگونه می‌توان مدیران را به افزایش عملکرد شرکت تشویق کرد، به‌جای اینکه سرمایه‌گذاری با بازدهی کمتر از هزینه سرمایه، یا هدر دادن منابع مالی از طریق کاربردهای ناکارآمد انجام

<sup>1</sup> González

<sup>2</sup> Bhundia

<sup>3</sup> Lehn & Poulsen

<sup>4</sup> Dechow & Ge

<sup>5</sup> Hwang

<sup>6</sup> John

دهند. لای<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۰) و کادیجولو<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۷) یافته‌اند جریان نقد آزاد با کیوتوبین رابطه منفی دارد. جریان نقد آزاد بیشتر در دست مدیران منجر به عملکرد پایین‌تر و جریان نقد آزاد کمتر در دست مدیران منجر به عملکرد بالاتر می‌شود. همچنین پرداخت اهرمی و سود سهام تأثیر مثبتی بر عملکرد دارد (کادیجولو و همکاران، ۲۰۱۷). بنابراین، فرضیه‌های اول و دوم را می‌توان طرح کرد:

**فرضیه اول:** اهرم مالی بر عملکرد عملیاتی اثر مثبت دارد.

**فرضیه دوم:** جریان نقد آزاد شرکت اثر اهرم مالی بر عملکرد عملیاتی را تضعیف می‌کند.

ادامه حیات فعالیت شرکت‌ها و رشد آنها نیاز به منابع مالی دارد که تأمین این منابع با محدودیت‌های جدی همراه است، بنابراین برای تداوم فرایند جذب منابع و استفاده بجا و مناسب از آن باید به‌گونه‌ای باشد که زمینه ایجاد ارزش افزوده مناسبی برای تأمین کنندگان منابع مالی فراهم کند. آنچه که تأمین کنندگان مالی را تشویق می‌کند تا منابع خود را در فعالیت مشخصی به کار اندازند، سودآوری مطلوب آن فعالیت است که به دنبال آن ارزش شرکت و در نتیجه ثروت سهامداران افزایش می‌یابد (امری اسرمی، ۱۴۰۲). همچنین روش‌های تأمین مالی برای تداوم فعالیت و اجرای پروژه‌های سودآور در فرایند رشد شرکت‌ها بسیار مؤثر است و موجب ادامه حیات شرکت‌ها در دنیای رقابتی امروز می‌شوند. البته اگر بدهی، هزینه شرکت را کاهش دهد تأثیرات مثبت و اگر به کاهش عملکرد آینده منجر گردد، تأثیرات منفی بر ارزش شرکت می‌گذارد. هدف اصلی سیاست‌های تأمین مالی پیشینه‌سازی ارزش بازار شرکت از طریق ترکیب مناسب منابع و جوه بلندمدت است این ترکیب که ساختار بهینه سرمایه نام دارد، متوسط هزینه سرمایه شرکت را حداقل می‌کند (شفیعی و میرابی، ۱۳۹۹).

انجام فعالیت‌های عملیاتی، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و فعالیت‌های تأمین مالی اثر قابل توجهی بر عملکرد شرکت دارد و متعاقباً بر جریان‌های نقدی شرکت اثر دارد (سلیمی و همکاران، ۱۴۰۲). محدودیت مالی بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و عملکرد شرکت تأثیر مستقیم دارد (صبوری و همکاران، ۱۴۰۱). جریان نقد آزاد بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و سیاست بدهی تأثیر منفی بر ارزش شرکت دارد و سیاست تأمین مالی نمی‌تواند رابطه فرصت رشد، جریان نقدی آزاد و سیاست بدهی را با ارزش شرکت تعدیل کند (تجهجانی<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۲۴). لای و همکاران (۲۰۲۰) یافته‌اند جریان نقد آزاد بر عملکرد و ارزش افزوده اقتصادی اثر منفی دارد. بنابر استدلال‌های بیان شده در بالا، فرضیه‌های زیر را می‌توان طرح کرد:

**فرضیه سوم:** اهرم مالی بر عملکرد اقتصادی اثر مثبت دارد.

**فرضیه چهارم:** جریان نقد آزاد شرکت اثر اهرم مالی بر عملکرد اقتصادی را تضعیف می‌کند.

<sup>۱</sup> Lai

<sup>۲</sup> Kadioglu

<sup>۳</sup> Tjahjani

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی است و از نظر روش، توصیفی-همبستگی است. همچنین، رویکرد این پژوهش، پس‌رویدادی و با استفاده از داده‌های گذشته انجام شده است. برای آزمون فرضیه‌ها، از رگرسیون چندمتغیره و جهت اطمینان از قابل‌اتکا بودن نتایج، فرض‌های رگرسیون گلاسیک بررسی شده است. از آنجا که روش انجام پژوهش به‌صورت آرشویی و با استفاده از داده‌های واقعی شرکت‌ها انجام شده است، برای جمع‌آوری اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۱، از بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین و سایت اطلاع‌رسانی بورس و اوراق بهادار تهران استفاده شده است. شرکت‌هایی از جامعه آماری که حائز شرایط زیر باشند، به‌عنوان نمونه انتخاب شده‌اند: (۱) تاریخ پذیرش آن‌ها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۹۶ بوده و تا پایان سال ۱۴۰۱ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند، (۲) طی دوره‌های مورد نظر تغییر فعالیت و یا تغییر سال مالی نداده باشند. (۳) شرکت‌های واسطه‌گری مالی، بانک‌ها و مؤسسات مالی نباشند. بنابراین، ۱۶۵ شرکت طی دوره ۶ سال (۹۹۰-سال-شرکت) انتخاب شده است.

### مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

آزمون فرضیه‌ها براساس مدل‌های رگرسیون زیر اجرا شده است:

$$OP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FLev_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 BIndep_{i,t} + \beta_4 Tang_{i,t} + \beta_5 Loss_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$OP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FLev_{i,t} + \beta_2 FCFF_{i,t} + \beta_3 (FLev_{i,t} \times FCFF_{i,t}) + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 BIndep_{i,t} + \beta_6 Tang_{i,t} + \beta_7 Loss_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$EP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FLev_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 BIndep_{i,t} + \beta_4 Tang_{i,t} + \beta_5 Loss_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$EP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FLev_{i,t} + \beta_2 FCFF_{i,t} + \beta_3 (FLev_{i,t} \times FCFF_{i,t}) + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 BIndep_{i,t} + \beta_6 Tang_{i,t} + \beta_7 Loss_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

**عملکرد عملیاتی (OP):** متغیر وابسته، به پیروی از بات<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۳) از نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده شد.

**عملکرد اقتصادی (EP):** متغیر وابسته، به پیروی از مطالعه مکالاف و هیلو<sup>۲</sup> (۲۰۲۳) ارزش افزوده بازار، برابر با ارزش بازار حقوق صاحبان سهام منهای سرمایه به کار گرفته شده تقسیم بر مجموع دارایی‌ها است.

<sup>1</sup> Butt

<sup>2</sup> Mkalaf & Hilo

**اهرم مالی (FL<sub>LEV</sub>):** متغیر مستقل، برای اندازه‌گیری آن به پیروی از فتحی و همکاران (۱۳۹۷) از نسبت بدهی‌ها برابر با مجموع بدهی‌ها تقسیم بر مجموع دارایی‌ها استفاده شده است.  
**جریان نقد آزاد شرکت (FCFF):** برای سنجش جریان نقد آزاد شرکت از الگوی زیر استفاده شده است.

$$FFCF_{i,t} = (INC_{i,t} - Tax_{i,t} - INTEP_{i,t} - PSFIV_{i,t} - CSDIV_{i,t}) / A_{i,t-1}$$

که در آن به پیروی از خدادادی و همکاران (۱۴۰۰) و لیهن و پلسن (۱۹۸۹) برای شرکت  $i$  در سال  $t$  و سال  $t-1$ :  
**FCFF:** جریان نقدی آزاد شرکت؛ **INC:** سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت؛ **Tax:** کل مالیات پرداختی شرکت؛

**INTEP:** هزینه بهره پرداختی شرکت؛ **PSFIV:** سود سهامداران ممتاز پرداختی شرکت؛ **CSDIV:** سود سهامداران عادی پرداختی شرکت؛  
**A:** کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت

### متغیرهای کنترل:

متغیرهای کنترلی براساس مطالعات گذشته با عملکرد عملیاتی رابطه معنادار داشته است به همین دلیل به‌عنوان متغیر کنترلی در الگوهای (۱) و (۲) انتخاب شده است شامل اندازه شرکت و استقلال هیات مدیره (موبین<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۱)، دارایی‌های ثابت (ال وی<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۰)؛ لای<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۲۰)، نوع عملکرد (فرناندز-تمپرانو و تاجرینا-گایت<sup>۴</sup>، ۲۰۲۱) و جریان نقد آزاد شرکت (دیرمان<sup>۵</sup>، ۲۰۲۰) است. در این راستا، براساس پژوهش‌های اخیر، متغیرهای کنترلی با عملکرد اقتصادی رابطه معنادار داشته است لذا به‌عنوان متغیرهای کنترلی در الگوهای (۳) و (۴) انتخاب شده است، اندازه شرکت و دارایی‌های ثابت (لای و همکاران، ۲۰۲۰)، استقلال هیات مدیره (کانکریه<sup>۶</sup>، ۲۰۲۱؛ عبدالله و همکاران، ۲۰۲۱)، نوع عملکرد (مرتون<sup>۷</sup>، ۱۹۹۰) و جریان نقد آزاد شرکت (نجمی<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۱۵).  
**Size:** اندازه شرکت برابر با لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های پایان سال (بات و بیگ، ۲۰۲۴).  
**B,Indep:** استقلال هیئت‌مدیره؛ نسبت مدیران غیر موظف در هیئت‌مدیره تقسیم بر تعداد کل اعضای هیئت‌مدیره

<sup>1</sup> Mubeen

<sup>2</sup> Lv

<sup>3</sup> Lai

<sup>4</sup> Fernández-Temprano & Tejerina-Gaite

<sup>5</sup> Dirman

<sup>6</sup> Kanakriyah

<sup>7</sup> Merton

<sup>8</sup> Najmi



Loss، نوع عملکرد، متغیری کیفی است اگر شرکت در سال جاری زیان داشته باشد عدد یک گرفته و گرنه صفر می‌گیرد.  
Tang، نسبت دارایی‌های ثابت، برابر با مجموع دارایی‌های ثابت تقسیم بر مجموع کل دارایی‌ها است.

#### ۴- یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارائه شده است. عملکرد عملیاتی دارای مقدار میانگین نزدیک به ۶ (۵/۹۷۱)، یعنی، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بیش از ۵ برابر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است، بیشینه این متغیر ۷۲/۸۲۶، کمینه آن ۴۹/۷۰۳- و انحراف معیار متغیر فوق ۸/۶۵۳ بوده که با توجه به پراکندگی مشاهدات نسبت به میانگین نشان‌دهنده نوسان بالای ارزش بازار سهام در نمونه مورد بررسی است. مقدار میانگین و میانه عملکرد اقتصادی به ترتیب برابر با ۲/۵۶۴ و ۱/۳۱۰ و انحراف معیار آن ۳/۸۱۰ است. اهرم مالی که بیانگر حجم بدهی‌ها نسبت به دارایی‌ها است نشان می‌دهد ۵۲ درصد از مجموع دارایی‌های شرکت‌ها از محل بدهی‌ها تأمین شده است و انحراف معیار آن ۲۲ درصد است. جریان نقد آزاد دارای میانگین و میانه به ترتیب ۱۳ درصد و ۸ درصد است. استقلال هیئت‌مدیره نشان می‌دهد ۷۰ درصد از کل مشاهدات در این پژوهش دارای اعضای غیر موظف بوده و نوع عملکرد نشان می‌دهد که از ۹۹۰ مشاهده، تعداد ۹۵ مشاهده دارای عملکرد زیان و ۸۹۵ مشاهده دارای عملکرد سود بوده‌اند.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرها

چولگی	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	میانه	میانگین	شرح
۲/۷۷۴	۸/۶۵۳	-۴۹/۷۰۳	۷۲/۸۲۶	۳/۶۲۸	۵/۹۷۱	عملکرد عملیاتی
۴/۲۶۹	۳/۸۱۰	-۰/۱۷۹	۳۵/۸۸۱	۱/۳۱۰	۲/۵۶۴	عملکرد اقتصادی
۰/۷۵۹	۰/۲۲۹	۰/۰۱۳	۱/۹۲۰	۰/۵۲۰	۰/۵۲۸	اهرم مالی
۱/۴۷۶	۰/۲۱۴	-۰/۵۹۰	۱/۶۴۵	۰/۰۸۲	۰/۱۳۲	جریان نقد آزاد
۰/۸۰۲	۱/۴۷۴	۱۱/۴۰۶	۲۰/۸۲۱	۱۴/۷۶۸	۱۵/۰۱۵	اندازه شرکت
۰/۹۷۰	۰/۱۳۶	۰/۴۰	۱	۰/۶۰	۰/۷۰۲	استقلال هیئت‌مدیره
۲/۷۲۳	۰/۲۹۶	۰	۱	۰	۰/۰۹۶	نوع عملکرد
۰/۹۲۸	۰/۱۹۱	۰/۰۰۳	۰/۹۳۲	۰/۲۱۵	۰/۲۵۸	نسبت دارایی‌های ثابت

یافته‌های پژوهشگران

بررسی پایایی متغیرها به پیروی از لوین، لین و چو (۲۰۰۲) اجرا شده و همه متغیر در سطح خطای ۱ درصد پایا بوده اند. بنابر جدول ۲ الگوی رگرسیون مناسب برای آزمون تمام مدل‌ها، الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت



است و نتایج آزمون بروش-پاگان در جدول ۲، مشکل ناهمسان واریانس در مدل‌های پژوهش را نشان می‌دهد، به‌منظور رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شد.

جدول ۲- نتایج آزمون تعیین داده‌های ترکیبی

مدل	شرح آزمون	آماره	معناداری	نتیجه آزمون
مدل اول	f لیمر	۱/۶۷۰	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی
	هاسمن	۸۵/۵۰۱	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
	بروش-پاگان	۶/۹۸۰	۰/۰۰۰	وجود ناهمسان واریانس
مدل دوم	f لیمر	۱/۶۲۷	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی
	هاسمن	۷۳/۱۱۷	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
	بروش-پاگان	۵/۰۹۴	۰/۰۰۰	وجود ناهمسان واریانس
مدل سوم	f لیمر	۱/۹۳۹	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی
	هاسمن	۱۲۱/۷۷۷	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
	بروش-پاگان	۳/۷۱۷	۰/۰۰۰	وجود ناهمسان واریانس
مدل چهارم	f لیمر	۲/۲۳۲	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی
	هاسمن	۷۲/۹۶۳	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
	بروش-پاگان	۳/۱۸۵	۰/۰۰۰	وجود ناهمسان واریانس

یافته‌های پژوهشگران

در همه الگوی‌های (۱) تا (۴) آماره دوربین-واتسون پس از برآورد ضرایب، در دامنه مطلوب (۱/۵ تا ۲/۵) قرار دارد که نشان‌دهنده عدم وجود همبستگی پیاپی در جزء اخلال است. در نتیجه مشکل خودهمبستگی سریالی در مدل‌های پژوهش مشاهده نمی‌شود. مقدار آماره f برای ارزیابی معناداری مدل‌های پژوهش، در سطح خطای ۱٪ معنی‌داری است. با توجه به میزان عامل تورم واریانس (VIF) برای کلیه متغیرهای مستقل کمتر از ۵ است؛ بنابراین بین متغیرهای مستقل هم‌خطی وجود ندارد؛ بنابراین مدل‌های پژوهش دارای اعتبار است.

فرضیه اول بیان می‌کند که « اهرم مالی بر عملکرد عملیاتی اثر مثبت دارد». با استفاده از الگوی داده‌های ترکیبی با رویکرد اثرات ثابت مشخص شد ضریب متغیر اهرم مالی ۰/۰۲۸ و مقدار آماره t برابر با ۲/۱۶ در سطح خطای کمتر از ۵٪ معنادار است، بنابراین، اهرم مالی بر عملکرد عملیاتی اثر مثبت دارد. نتایج جدول ۳ بیانگر این مطلب است که اهرم مالی منجر به افزایش عملکرد عملیاتی می‌شود.

جدول ۳. نتایج آزمون مدل اول و دوم

مدل (۲)			مدل (۱)			متغیر وابسته: عملکرد عملیاتی (OP)	
VIF	t	ضریب	VIF	t	ضریب	متغیر	
	-۳/۸۳	-۹/۶۹۰**	-	-۵/۴۳	-۱۲/۷۱۶**	C	عرض از مبدا
۱/۴۷۰	۲/۰۱	۰/۰۲۹*	۱/۲۰۵	۲/۱۶	۰/۰۲۸*	FLev	اهرم مالی
۴/۰۰۸	۵/۶۴	۳/۴۳۹**				FCFF	جریان نقد آزاد
۳/۸۱۱	-۰/۶۲	-۰/۰۶۹				FCFF×FLev	اهرم مالی * جریان نقد آزاد
۱/۰۹۵	۷/۷۶	۱/۲۱۷**	۱/۰۱۴	۱۰/۸۱	۱/۵۰۳**	Size	اندازه شرکت
۱/۰۳۶	-۰/۹۳	-۱/۱۳۶	۱/۰۳۴	-۱/۴۹	-۱/۶۶۹	BIndep	استقلال هیئت‌مدیره
۱/۰۶۵	-۹/۰۴	-۸/۷۱۳**	۱/۰۴۲	-۱۱/۷۷	-۱۰/۲۵۱**	Tang	نسبت دارایی‌های ثابت
۱/۴۷۹	-۰/۸۱	-۰/۴۴۲	۱/۲۰۹	-۱/۵۳	-۰/۸۳۷	Loss	نوع عملکرد
		۰/۴۱۲			۰/۳۹۷	R <sup>2</sup>	ضریب تعیین
		۰/۲۹۰			۰/۲۷۲	adj. R <sup>2</sup>	ضریب تعیین تعدیل شده
		۳/۳۶۳**			۳/۱۹۶**	F	آماره f فیشر
		۱/۹۴۸			۱/۹۱۳	DW	آزمون دوربین-واتسون

\*\* در سطح ۱٪ معنادار است. \* در سطح ۵٪ معنادار است.

یافته‌های پژوهشگران

فرضیه دوم بیان می‌کند که «جریان نقد آزاد شرکت اثر اهرم مالی بر عملکرد عملیاتی را ضعیف می‌کند». تحلیل داده‌های ترکیبی با رویکرد اثرات ثابت انجام شده است، مشخص می‌شود در مدل (۲) ضریب اهرم مالی ۰/۰۲۹ و مقدار آماره t برابر با ۲/۰۱ در سطح خطای کمتر از ۵٪ معنادار است، ضریب جریان نقد آزاد ۳/۴۳۹ و مقدار آماره t ۵/۶۴ در سطح خطای کمتر از ۱٪ معنادار است. ضریب اثر تعاملی جریان نقد آزاد شرکت در اهرم مالی (۰/۰۶۹-) و مقدار آماره t (-۰/۶۲) معنادار نیست، بنابراین، فرضیه دوم در سطح خطای ۵ درصد رد می‌شود. فرضیه سوم بیان می‌کند که «اهرم مالی بر عملکرد اقتصادی اثر مثبت دارد». الگوی داده‌های ترکیبی با رویکرد اثرات ثابت مشخص شد در الگوی (۳) ضریب اهرم مالی ۰/۰۱۰ و مقدار آماره t برابر با ۲/۱۴ در سطح خطای کمتر از ۵٪ معنادار است. لذا اهرم مالی منجر به افزایش عملکرد اقتصادی شده است. فرضیه چهارم بیان می‌کند که «جریان نقد آزاد شرکت اثر اهرم مالی بر عملکرد اقتصادی را تضعیف می‌کند». الگوی داده‌های ترکیبی با رویکرد اثرات ثابت نشان داد در مدل (۴) ضریب اهرم مالی (۱/۵۳۸) و مقدار آماره t برابر با (۸۲/۹۳) در سطح خطای کمتر از ۱٪ معنادار است، ضریب جریان نقد آزاد (-۷/۸۵۳) و مقدار آماره t برابر با (-۹/۵۴۱) در سطح خطای کمتر از ۱٪ معنادار است. ضریب اثر تعاملی جریان نقد آزاد شرکت در اهرم مالی

(۲۹/۱۶) و مقدار آماره  $t$  (۱۷۳/۵۴) معنادار است. بنابراین، جریان نقد آزاد شرکت اثر اهرم مالی بر عملکرد اقتصادی را تضعیف می‌کند. از این‌رو، فرضیه چهارم پذیرفته می‌شود.

جدول ۵. نتایج آماری آزمون مدل سوم و چهارم

مدل (۴)			مدل (۳)			متغیر وابسته: عملکرد عملیاتی (EP)	
VIF	t	ضریب	VIF	t	ضریب		متغیر
-	-۲/۹۷۱	-۱۰/۸۲۴**	-	-۷/۶۹۳	-۸/۶۵۸**	C	عرض از مبدا
۱/۴۷۰	۸۲/۹۳۸	۱/۵۳۸**	۱/۲۰۵	۲/۱۴	۰/۰۱۰*	FLev	اهرم مالی
۴/۰۰۸	-۹/۵۴۱	-۷/۸۵۳**				FCFF	جریان نقد آزاد
۳/۸۱۱	۱۷۳/۵۴۱	۲۹/۱۶۲**				FCFF × FLev	اهرم مالی * جریان نقد آزاد
۱/۰۹۵	۴/۶۹۹	۱/۰۳۳**	۱/۰۱۴	۱۳/۲۳۸	۰/۸۷۰**	Size	اندازه شرکت
۱/۰۳۶	-۱/۸۷۵	-۳/۱۳۱	۱/۰۳۴	-۱/۴۷۹	-۰/۸۴۹	BIndep	استقلال هیئت‌مدیره
۱/۰۶۵	-۴/۱۶۷	-۴/۹۹۵**	۱/۰۴۲	-۱۱/۱۴۹	-۴/۸۰۰**	Tang	نسبت دارایی‌های ثابت
۱/۴۷۹	۳/۱۸۸	۱/۷۲۷**	۱/۲۰۹	-۰/۷۱۷	-۰/۱۲۳	Loss	نوع عملکرد
		۰/۹۸۲			۰/۴۶۰۶	R <sup>2</sup>	ضریب تعیین
		۰/۹۷۸			۰/۳۴۹۵	adj. R <sup>2</sup>	ضریب تعیین تعدیل‌شده
		۲۶۷/۸۰۵**			۴/۱۴۴**	F	آماره f فیشر
		۲/۰۲۳			۲/۰۲۳	DW	آزمون دوربین واتسون

یافته‌های پژوهشگران

## ۵- بحث و نتیجه‌گیری

امروزه با بزرگ شدن شرکت‌ها و توسعه تکنولوژی، نیاز به منابع مالی هنگفت برای تأمین سرمایه شدت گرفته و این موضوع را به یکی از اصلی‌ترین حوزه‌های تصمیم‌گیری مدیران تبدیل کرده است. مباحث نظری ساختار سرمایه، در پی رسیدن به حدی از تعادل بین دو منبع اصلی تأمین مالی یعنی بدهی و حقوق صاحبان سرمایه است که بتواند در آن نقطه، ارزش سهام را به حداکثر و هزینه‌ی تأمین مالی را به حداقل برساند و متعاقباً عملکرد عملیاتی و عملکرد اقتصادی حداکثر شود. از سوی دیگر، جریان نقد آزاد نیز می‌تواند بر این فرآیند تأثیر بگذارد. در این پژوهش اثر جریان نقد آزاد شرکت بر رابطه بین اهرم مالی با عملکرد عملیاتی و اقتصادی بررسی شد، اطلاعات ۱۶۵ شرکت عضو بورس تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۱ گردآوری شد، نتایج بررسی فرضیه‌ها به شرح زیر است:

(۱) اهرم مالی بر عملکرد عملیاتی اثر مثبت و معنادار دارد بنابراین، اهرم مالی مطلوب منجر به افزایش عملکرد عملیاتی شده است. این نتیجه با یافته‌های راس و همکاران (۲۰۰۲)، النجار و النجار<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) و نجمی و همکاران (۲۰۱۵) همسو بوده است. یکی از دلایل اثر مثبت اهرم مالی بر عملکرد عملیاتی می‌تواند به علت به صرفه بودن بهره بدهی‌های دریافتی در مقابل تورم باشد. شرکت‌ها با دریافت تسهیلات مالی کم بهره، اقدام به افزایش ظرفیت تولید و یا سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت می‌کنند که این هزینه‌ها در مقایسه با تورم موجود در اقتصاد از لحاظ مالی به صرفه بوده و سود ناشی از اقدامات انجام شده از منابع دریافتی بیش از هزینه بهره پرداختی بوده که منجر به افزایش ارزش بازار می‌گردد.

(۲) جریان نقد آزاد اثر اهرم مالی بر عملکرد عملیاتی بطور معناداری تاثیر ندارد. این نتیجه همسو با یافته‌های مدانیلو و همکاران (۱۴۰۰) با مخالف نتایج صبوری و همکاران (۱۴۰۱) و کادی اوغلو و همکاران (۲۰۱۷) است. وجه نقد آزاد، هزینه‌های نمایندگی را افزایش می‌دهد و در نتیجه بر عملکرد شرکت اثر منفی می‌گذارد. از طرف دیگر، عملکرد مناسب، شرکت را در موقعیت مناسب‌تری برای تأمین وجه نقد قرار می‌دهد. شرکتی که فرصت‌های رشد بیشتری دارد، ممکن است برای استفاده از این فرصت‌ها از وجه نقد خود بیشتر استفاده کند. لذا جریان نقد آزاد، می‌تواند بر عملکرد شرکت تأثیر بگذارد. بین جریان نقد آزاد شرکت و عملکرد رابطه وجود دارد به دلیل اینکه جریان نقد آزاد شرکت نشان دهنده قدرت شرکت در تأمین وجوه نقد است و این وجوه نقد می‌تواند برای بهبود عملکرد شرکت استفاده شود. به عبارت دیگر، وجود جریان نقد آزاد قادر به تأثیرگذاری بر عملکرد مالی و عملیاتی شرکت است. شرکتی که دارای جریان نقد آزاد قوی است، می‌تواند سرمایه‌گذاری‌های جدیدی را آغاز کند، تجهیزات جدید خریداری کند، به تحقیق و توسعه پردازد و بازاریابی و تبلیغات بیشتری را انجام دهد. این اقدامات می‌تواند منجر به رشد و توسعه شرکت شود و در نهایت عملکرد شرکت را بهبود بخشد. شرکت‌هایی که دارای جریان نقد آزاد ضعیف هستند، برای تأمین نیازهای مالی خود به وام‌ها نیاز خواهند داشت که باعث افزایش هزینه‌های سرمایه‌گذاری و کاهش سودآوری شوند. بنابراین، همانطور که یافته‌های این پژوهش نشان داد بین جریان نقد آزاد شرکت و عملکرد عملیاتی رابطه مثبت وجود دارد که با یافته‌های نجمی و همکاران (۲۰۱۵) همسو است، چنانچه شرکت بتواند جریان نقد خوبی داشته باشد، می‌تواند بهبود عملکرد عملیاتی شرکت را تسهیل کند.

(۳) اهرم مالی منجر به افزایش عملکرد اقتصادی می‌شود، این نتیجه با یافته‌های دیرمان (۲۰۲۰)، نجمی و همکاران (۲۰۱۵) همسو است. استفاده از بدهی‌ها در ساختار دارایی‌ها منجر به بهبود عملکرد اقتصادی می‌شود. در واقع بازار سرمایه نسبت به استفاده شرکت‌ها از بدهی‌ها واکنش مثبت داشته که این امر منجر به افزایش قیمت سهام و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شده که بر بهبود عملکرد اقتصادی اثر مثبت خواهد داشت. اهرم مالی، برنامه‌ریزی و تعیین راهبرد مناسب جهت استفاده از منابع مالی و بدهی‌ها در سرمایه‌گذاری برای افزایش بازده است. این رویکرد منجر به افزایش عملکرد اقتصادی، افزایش ارزش سهام می‌شود.

<sup>۱</sup> Al-Najjar & Al-Najjar

(۴) جریان نقد آزاد اثر اهرم مالی بر عملکرد اقتصادی را ضعیف می‌کند که با نتایج لای و همکاران (۲۰۲۰) سازگار است. مدیران با به‌کارگیری جریان نقد آزاد در جهت منافع شخص خویش و یا سرمایه‌گذاری در فعالیت‌هایی کم بازده، موجب آفت عملکرد اقتصادی می‌شوند. زیرا وجوه نقدی که برنامه مناسبی برای آن پیش‌بینی نشده باشد، بستر لازم جهت استفاده شخصی مسئولین، تامین مالی کوتاه مدت آنها و عدم استفاده در راستای اهداف راهبردی شرکت را فراهم می‌کند. جریان نقد آزاد بر ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد اقتصادی به‌دلیل زیر می‌تواند اثر منفی داشته باشد؛ جریان نقد آزاد دوره جاری می‌تواند بر تصمیم‌گیری درباره سرمایه‌گذاری‌های آتی تأثیر بگذارد. اگر شرکت نتواند از جریان نقد آزاد دوره جاری بهره‌برداری کند در دوره‌های آتی با آفت عملکرد مواجهه خواهد شد. عدم استفاده مناسب جریان نقد آزاد، بر سودآوری، ریسک و بهره‌وری، اثر منفی دارد. از آنجایی‌که، شرکت‌هایی با جریان نقد آزاد بالا ممکن است منابع مالی را در طرح‌های کم بازده سرمایه‌گذاری کنند و متعاقباً سودآوری را کاهش می‌یابد. گرچه، جریان نقد آزاد می‌تواند بر قدرت نقدی شرکت تأثیر مثبت بگذارد. شرکت‌های دارای جریان نقد آزاد بالا می‌توانند در مواقع نیاز به‌نقد، به‌سرعت و بدون وابستگی به منابع برون سازمانی، وجوه نقد لازم را تامین کنند. این موضوع می‌تواند در مواجهه با شرایط نامطلوب اقتصادی یا فشارهای مالی، عملکرد شرکت را بهبود بخشد. به‌طور کلی، مطابق با پژوهش‌های قبلی، در اغلب مواقع، جریان نقد آزاد بر عملکرد عملیاتی و عملکرد اقتصادی، اثر منفی دارد.

در راستای نتایج این پژوهش، پیشنهاد می‌شود، شرکت با اتخاذ خط‌مشی مناسب تامین مالی مناسب زمینه افزایش توان مالی، جذب سرمایه جدید و استفاده از منابع مالی برون سازمانی با هزینه کم را فراهم می‌کند. از سوی دیگر، اهرم مالی می‌تواند ریسک‌های بیشتری را به شرکت وارد کند. برنامه‌ریزی دقیق، پیش‌بینی‌های صحیح و استفاده از ابزارهای مدیریت اهرم مالی می‌تواند در حفظ اهرم در سطح مطلوب کمک کند. با افزایش اهرم مالی، شرکت ریسک بیشتری متحمل می‌شود، اما تنوع سرمایه‌گذاری در صنایع و بخش‌های مختلف می‌تواند باعث کاهش ریسک و افزایش بازده شود. با افزایش اهرم مالی، شرکت باید تلاش کند عملکرد مالی خود را بهبود بخشد که شامل کاهش هزینه‌ها، افزایش سودآوری و بهبود نقدینگی است. افزایش اهرم مالی می‌تواند نقدینگی شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. بنابراین، مدیریت دقیق نقدینگی بسیار حائز اهمیت است. باید به بازگشت سریع سرمایه‌گذاری‌ها و تامین نقدینگی کافی برای پرداخت بدهی‌ها و هزینه‌های تامین مالی توجه داشت. با افزایش اهرم مالی، شرکت می‌تواند بیشتر در تحقیق و توسعه سرمایه‌گذاری کند. این اقدام می‌تواند به شرکت کمک کند تا نوآوری‌ها و محصولات جدیدی را به بازار عرضه کند و مزایای رقابتی شرکت را تقویت کند.

برای جلوگیری از استفاده نادرست و غیرمسئولانه از جریان نقد آزاد شرکت و اجتناب از بکارگیری بافت مالی نامناسب، شرکت‌ها باید نظارت و کنترل مناسبی بر آنها اعمال کنند. در این ارتباط باید آموزش و اطلاع‌رسانی مناسب به مدیران، سرمایه‌گذاران و کاربران برای کاهش خطرات مرتبط با افزایش نامطلوب اهرم مالی انجام شود. برای پرهیز از استفاده نادرست از اهرم مالی، محدودیت‌ها و مقررات مناسبی باید تعیین شود. این محدودیت‌ها

می‌توانند شامل محدودیت‌های مالی، محدودیت‌های زمانی و محدودیت‌های قانونی باشند. برای ارتقای عملکرد اقتصادی، شرکت‌ها باید در پروژه‌های دارای بازدهی مناسب سرمایه‌گذاری کنند. بهبود فرآیندهای جذب و حفظ مشتریان، کاهش هزینه‌های نقدینگی، بهبود سیاست‌های تسویه و پرداخت و بهبود سیاست‌های مدیریت سرمایه، می‌تواند منجر به بهبود عملکرد اقتصادی شود. بدهی بالا می‌تواند تأثیر منفی بر جریان نقد آزاد داشته باشد و باعث کاهش ارزش افزوده بازار و عملکرد اقتصادی شود. بنابراین، شرکت‌ها باید سیاست‌های مناسبی را برای کنترل بدهی خود در نظر بگیرند. سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور و بازدهی بالا می‌تواند منجر به افزایش جریان نقد آزاد و عملکرد اقتصادی شود. بهبود فرآیندهای تصمیم‌گیری، افزایش شفافیت و اطلاع‌رسانی، تقویت کنترل‌های داخلی و بهبود سیاست‌های مدیریتی، می‌تواند منجر به بهبود سیاست‌های تامین مالی و عملیاتی شود، این رویکرد می‌تواند تأثیر مثبتی بر استفاده از جریان نقد آزاد و بهبود عملکرد اقتصادی داشته باشد.

برای مطالعات آتی پیشنهاد می‌شود پژوهش حاضر با در نظر گرفتن معیارهای دیگری نظیر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی، انجام و با نتایج این مطالعه مقایسه شود. عوامل مؤثر بر جریان نقد آزاد در شرکت‌ها، نقش محافظه‌کاری حسابداری (اعم از مشروط و غیر مشروط) و نقش مکانیزم‌های راهبری شرکتی و کیفیت آن در تقویت و ارتقا عملکرد، مورد بررسی قرار گیرد.

#### فهرست منابع

- امری اسرمی، محمد، ۱۴۰۲. کیفیت عملکرد، بازده سهام و نوسان خاص شرکت. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۵(۵۹)، صص ۲۱۹-۲۴۱.
- اولاد غفاری، حمید و نگار خسروی پور، ۱۳۹۹. تأثیر غیر بهینگی ساختار سرمایه بر عملکرد واقعی شرکت. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۲(۴۵)، صص ۲۳۹-۲۷۲.
- حقیقی طلب، بهاره، محمدرضا عباس‌زاده و مهدی صالحی، ۱۳۹۷. بررسی آثار تعاملی وضعیت مالی شرکت و ویژگی‌های صنعت در تعدیل ساختار سرمایه. مدیریت دارایی و تامین مالی، ۶(۴)، صص ۱۹-۴۲.
- حمیدیان، محسن، سیده مهسا حسینی و علیرضا عباسی، ۱۳۹۹. رابطه بین ساختار سرمایه و مالکیت مدیریتی با عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات حسابداری و حسابرسی، ۹(۳۳)، صص ۷۵-۹۲.
- خدادادی، ولی، مهران جهان دوست مرغوب، سعید حاجی‌زاده و ثریا ویسی حصار، ۱۴۰۰. بررسی ارتباط بین تعدیل در جریان وجه نقد آزاد با فرصت‌های رشد و بازده غیرعادی شرکت‌ها. حسابداری و منافع اجتماعی، ۱۱(۱)، صص ۱۷-۴۱.

- رحمانیان کوشککی، عبدالرسول و سمیرا مطاعی، ۱۴۰۲. نقش تأمین مالی مبتنی بر بدهی در رابطه بین حاکمیت شرکتی و سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه. *قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری*، ۲(۸)، صص ۹۱-۱۰۹.
- سلیمی، سارا، حسین اعتمادی، جواد رضازاده و منصور مومنی، ۱۴۰۲. نقش اقلام تعهدی در کاهش مشکلات زمان‌بندی و تطابق جریان وجه نقد. *قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری*، ۲(۶)، صص ۱-۱۸.
- شعری آناقیز، صابر و بهرام محسنی رستاقی، ۱۳۹۴. انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۲(۴۶)، صص ۹-۲۶.
- شفیعی، علی و وحیدرضا میرابی، ۱۳۹۹. طراحی و اعتباریابی مدل تأمین مالی در شرکتهای بزرگ صنعت فولاد. *اقتصاد مالی*، ۵۱(۱)، صص ۸۳-۱۱۴.
- صبوری، مهدی، رضا تهرانی و نسترن سمیعی، ۱۴۰۱. بررسی تأثیر تعدیل‌گر محدودیت مالی بر ارتباط بین جریان نقد آزاد، هزینه نمایندگی و عملکرد مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه مدیران مبتکر*، ۲(۱)، صص ۱۴-۳۴.
- فتحی، سعید، احمد گوگردچیان و عاطفه بهزادی، ۱۳۹۷. بررسی تأثیر ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر سیاست‌های مالی شرکتهای و هزینه سرمایه سهام با استفاده از مدل گامبا و تریانتیس. *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۸(۲۱)، صص ۲۹-۵۰.
- عسگری آلوچ، حسین و حسن مطر خباط العنزی، ۱۴۰۲. بررسی تأثیر عملکرد اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نقش تعدیلگری احساسات سرمایه‌گذار. *پژوهش‌های مالی و رفتاری در حسابداری*، ۳(۲)، صص ۹۳-۱۱۴.
- عزیزی، کیوان، فرزاد ایوانی، حدیث عبدی و سیدجواد دلاوری، ۱۴۰۳. اثر توانایی مدیران بر رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران. *قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری*، ۹(۱)، صص ۱-۳۰.
- گرد، عزیز، حسام وقفی و محسن فکوری، ۱۳۹۳. بررسی رابطه بین معیارهای اهرم مالی (ساختار سرمایه) و معیارهای ارزیابی عملکرد. *حسابداری و منافع اجتماعی*، ۴(۴)، صص ۱-۱۸.
- مدانلو، فاطمه، آرش نادریان، علی خوزین و جمادوردی گرگانلی دوجی، ۱۴۰۰. بررسی رابطه جریان وجه نقد آزاد، حساسیت سرمایه‌گذاری و نقش تعدیل‌گری محدودیت مالی. *اقتصاد مالی*، ۱۵(۵۷)، صص ۳۰۹-۳۳۲.
- ملکیان، اسفندیار و رسول سلمانی، ۱۳۹۴. رابطه ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود با نگهداشت وجه نقد (در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران). *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۵(۴)، صص ۵۵-۷۲.
- Abughniem, M.S., Al Aishat, M.A.H., Hamdan, A. and Weshah, S.R., 2020. Capital structure, firm growth and firm performance: evidence from Jordan. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 10(12), pp 655-667.

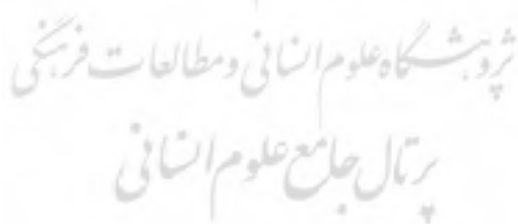


- Aharoni, Y. 2023. Standing on the Shoulders of Giants of International Business Scholarship. Vol 1, *World Scientific*.
- Alabdullah, T. T. Y., Al-Fakhri, I., Ahmed, E. R., and Kanaan-Jebna, A., 2021. Empirical Study Of The Influence Of Board Of Directors' feature On Firm Performance. *Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences*, 11(119), pp. 137-146.
- Al-Najjar, B. and Al-Najjar, D., 2017. The impact of external financing on firm value and a corporate governance index: SME evidence. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24(2), pp 411-423. <https://doi.org/10.1108/JSBED-11-2016-0172>.
- Bayrakdaroglu, A., Ersoy, E. and Citak, L., 2012. Is there a relationship between corporate governance and value based financial performance measures? A Study of Turkey as an Emerging Market. *Asia Pacific Journal of Financial Studies*, 41(2), pp 224-239. Doi: 10.1111/j.2041-6156.2012.01071.x
- Bhundia, A., 2012. A comparative study between free cash flows and earnings management. *Business Intelligence Journal*, 5(1), pp 123-129.
- Butt, M. N., and Baig, A. S., 2024. Assessing the firm-level financial consequences of clustering. *Journal of Business Research*, 178, 114653.
- Butt, M. N., Baig, A. S., and Seyyed, F. J., 2023. Tobin's Q approximation as a metric of firm performance: an empirical evaluation. *Journal of Strategic Marketing*, 31(3), pp 532-548.
- Dang, V.A. and Garrett, I., 2015. On corporate capital structure adjustments. *Finance Research Letters*, 14, pp 56-63. <https://ssrn.com/abstract=2616219>
- Dechow, P.M. and Ge, W., 2006. The persistence of earnings and cash flows and the role of special items: Implications for the accrual anomaly. *Review of Accounting studies*, 11(2), pp 253-296. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9004-1>
- Dirman, A., 2020. Financial distress: the impacts of profitability, liquidity, leverage, firm size, and free cash flow. *International Journal of Business, Economics and Law*, 22(1), pp. 17-25.
- El Syed Ebaid, I., 2009. The impact of capital structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt. *The journal of risk Finance*, 10(5), pp 477-487. <https://doi.org/10.1108/15265940911001385>
- Farooq, O. and Satt, H., 2014. Does analyst following improve firm performance? Evidence from the MENA region. *Corporate Ownership and Control*, 11(2), pp 145-154. <https://doi.org/10.22495/cocv11i2c1p1>
- Fathi, S., Googerdchian, A., and Behzadi, A., 2018. The Impact of the Value of Financial Flexibility on Corporate Financial Policies And The Cost of Equity Capital Using by Gamba and Traintis Model. *Financial Management Perspective*, 8(21), pp 29-50. [In Persian]
- Fernández-Temprano, M. A., and Tejerina-Gaite, F., 2020. Types of director, board diversity and firm performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(2), pp. 324-342.
- Galant, A., and Cadez, S., 2017. Corporate social responsibility and financial performance relationship: a review of measurement approaches. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 30(1), pp 676-693.



- Garrido-Moreno, A., Martín-Rojas, R. and García-Morales, V. J. 2024. The Key Role of Innovation and Organizational Resilience in Improving Business Performance: A Mixed-Methods Approach. *International Journal of Information Management*, 77, 102777.
- Gitman, L.J., Juchau, R. and Flanagan, J., 2015. *Principles of managerial finance*. Pearson Higher Education AU.
- González, V. M., 2013. Leverage and corporate performance: International evidence. *International Review of Economics & Finance*, 25, pp 169-184. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2012.07.005>
- Hwang, L.S., Kim, H., Park, K. and Park, R.S., 2013. *Corporate governance and payout policy: Evidence from Korean business groups*. Pacific-Basin Finance Journal, 24, pp. 179-198. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2013.04.006>
- Jensen, M.C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), pp 323-329. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.99580>
- John, K., Knyazeva, A. and Knyazeva, D., 2015. Governance and payout precommitment. *Journal of Corporate Finance*, 33, pp 101-117. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.05.004>
- Kadioglu, E., Kilic, S. and Yilmaz, E.A., 2017. Testing the relationship between free cash flow and company performance in Borsa Istanbul. *International Business Research*, 10(5), pp 148-158. DOI:10.5539/ibr.v10n5p148
- Kanakriyah, R., 2021. The impact of board of directors' characteristics on firm performance: a case study in Jordan. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), pp. 341-350.
- Khodadadi, V., Jahandoust Marghoub, M., Hajizadeh, S., and weysihsar, S., 2021. Investigating the Relationship between Adjustment of Free Cash Flow with Growth Opportunities and Abnormal Return. *Journal of Accounting and Social Interests*, 11(1), pp 17-41. <https://doi.org/10.22051/jaasci.2021.30110.1578>. [In Persian]
- Lai, E.K.S., Latiff, A.R.A., Keong, O.C. and Qun, T.C., 2020. The impact of free cash flow on firm's performance: evidence from Malaysia. *Eurasian Economic Perspectives*, pp 3-16. *Springer International Publishing*. Doi: 10.1007/978-3-030-53536-0\_1.
- Lehn, K. and Poulsen, A., 1989. Free cash flow and stockholder gains in going private transactions. *the Journal of Finance*, 44(3), pp 771-787. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb04390.x>
- Lv, Y., Zheng, Z., and Wang, Y., 2021. The Influences of Fixed Assets on Corporate Performance- Evidence from Manufacturing-listed Companies in China. *The Journal of the Korea Contents Association*, 21(2), pp. 548-561.
- Merton, R. C., 1990. The financial system and economic performance. *Journal of Financial Services Research*, 4(4), pp. 263-300.
- Mkalaf, K. A., and Hilo, S. H., 2023. Using the Tobin's Q model to evaluate the impact of credit risks on the bank's market value during the corona pandemic. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 14(6), pp. 973-988. <https://doi.org/10.1108/JIABR-08-2022-0201>
- Modanlou, F., Naderian, A., Khozin, A., and Goganli Dooji, J., 2021. Investigating the relationship between free cash flow, investment sensitivity and the moderating role of financial constraints. *Financial Economics*, 15(57), pp. 309-332. <https://doi.org/10.30495/fed.2021.687932>. [In Persian]

- Mubeen, R., Han, D., Abbas, J., Álvarez-Otero, S., and Sial, M. S., 2021. The relationship between CEO duality and business firms' performance: the moderating role of firm size and corporate social responsibility. *Frontiers in psychology*, 12, 669715.
- Najmi, M., Sarraf, F., and Darabi, R., 2015. Relationship between capital structure, free cash flow and performance in companies listed on Tehran Stock Exchange. *European Online Journal of Natural and Social Sciences: proceedings*, 4(1 (s)), pp. 1229.
- Ngoc, N. M., Tien, N. H., Chau, P. B., and Le Khuyen, T., 2021. The impact of capital structure on business performance of real estate enterprises listed at Ho Chi Minh City stock exchange. *PalArch's Journal of Archaeology of Egypt/Egyptology*, 18(08), pp. 92-119.
- Nguyen, H. T., and Nguyen, A. H., 2020. The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(4), 97-105.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. F. and Jordan, B. D., 2002. *Corporate Finance*. 6th Edition, McGraw-Hill, Irwin, 767 pages.
- Sdiq, S.R. and Abdullah, H.A., 2022. Examining the effect of agency cost on capital structure-financial performance nexus: empirical evidence for emerging market. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 2148364-214. <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2148364>.
- Shatnawi, M., Masadeh, A., Alsawalhah, J., and Al-Zaqeba, M., 2024. Corporate environmental responsibility and corporate performance in Jordan. *Uncertain Supply Chain Management*, 12(1), pp. 307-314.
- Tjahjani, F., Tanoto, S. S., and Kalbuana, N., 2024. Dividend policy moderates growth opportunity, free cash flow, and debt policy on the firm value. *International journal of economic literature*, 2(1), pp. 158-166.
- Vătavu, S., 2015. The impact of capital structure on financial performance in Romanian listed companies. *Procedia economics and finance*, 32, pp. 1314-1322.



## The Effect Financial Leverage on Operational and Economic Performance: The Role of Firm's Free Cash Flow

Mohammad Amri Asrami<sup>1</sup>  
Seyyed Kazem Ebrahimi<sup>2</sup>  
Sanaz Mehrpouya<sup>3</sup>

Receive: 30 /June /2024      Acceptance: 08/ September/2024

### Abstract

In today's competitive world, in order to continue the activity and implement profitable projects, creating the appropriate financial leverage has a vital effect on the firm's operational and economic activities, and the firm's free cash flow will play an effective role on it. In this research, the effect of financial leverage on operational performance and economic performance has been investigated with emphasis on the role of firm's free cash flow. In the period from 2016 to 2022, 165 companies have been selected as a sample with the help of the method of systematic exclusion from the companies listed on the Tehran Stock Exchange. Data analysis has been done using panel data model with fixed effects. The results showed that financial leverage has a positive and significant effect on operational performance, and the firm's free cash flow did not have a significant role on it. Financial leverage has a positive and significant effect on economic performance, and the firm's free cash flow weakens the effect of financial leverage on economic performance. Therefore, favorable financial leverage leads to increased operational performance and increased economic performance. The existence of firm's free cash flow in the company provides the basis for investing in low-yielding activities that cause a decrease in economic performance. The firm's financial leverage determines the capital structure and guides the financial strategies towards improving the operational and economic performance, but the existence of the firm's free cash flow disrupts the effect of the financial leverage.

**Keywords:** financial leverage; operational performance; Economic performance; firm's Free cash flow.

<sup>1</sup> Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Administrative Sciences, Semnan University, Semnan, Iran. (Corresponding author) m.amriasrami@semnan.ac.ir

<sup>2</sup> Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Administrative Sciences, Semnan University, Semnan, Iran. kebrahimi@semnan.ac.ir

<sup>3</sup> Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Administrative Sciences, Semnan University, Semnan, Iran. smehrpouya@gmail.com



پروہشگاہ علوم انسانی و مطالعات فرہنگی  
پرتال جامع علوم انسانی