

بررسی رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و میزان بدهی با در نظر گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

کریم رضوانی راز^۱، دکتر حمید حقیقت^۲

چکیده:

سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان تمایل دارند در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که جریان نقد آزاد بالایی داشته باشند. زیرا یکی از ابزارهای ارزیابی قدرت باز پرداخت بدهی و تعیین انعطاف پذیری مالی شرکت‌ها، شاخص جریان نقد آزاد می‌باشد.

تحقیقات انجام شده پیرامون جریان نقد آزاد توسط محققین مختلف (بی کی جگی و فرد یناند ۱۹۹۹، فردیناند و تی سوی - ۱۹۹۸، و یدهان ک گوپال و همکاران - ۲۰۰۱، پولسن ولن - ۱۹۹۳) نشان می‌دهد که جریان نقد آزاد به عنوان منبع تأمین داخلی شرکت‌ها تحت تأثیر دو متغیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه قرار می‌گیرد. در شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پائین انتظار می‌رود که جریان نقد آزاد بالایی وجود داشته باشد. زیرا که در این شرکت‌ها طرح‌های سرمایه‌گذاری زیادی برای استفاده از وجوه مازاد وجود ندارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های این تحقیق نشان می‌دهد که در شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین و در شرکت‌های بزرگ، بین جریان‌های نقد آزاد و میزان بدهی رابطه‌ی مثبت معنی داری وجود دارد. نتایج نشان می‌دهد که، در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان، در تصمیمات خود جهت سرمایه‌گذاری و اعتباردهی، منبع تأمین مالی داخلی و معیار ارزیابی توان بازپرداخت بدهی، یعنی جریان نقد آزاد را مورد توجه قرار می‌دهند.

واژه‌های کلیدی: فرصت‌های سرمایه‌گذاری، جریان‌های نقد آزاد، میزان بدهی، اندازه شرکت.

مقدمه

در محیط تجاری امروز شرکتی که بتواند، در رابطه با تأمین مالی از انعطاف پذیری بالایی برخوردار باشد، موفق‌تر خواهد بود. یکی از منابع تأمین مالی شرکت‌ها، استقراض (ایجاد بدهی) می‌باشد که هر شرکتی در این زمینه خط‌مشی خاص خود را دارد. اما عوامل زیادی وجود دارد که بر خط‌مشی بدهی شرکت اثر می‌گذارد. از مهمترین مواردی که بر سیاست‌های تأمین مالی تأثیر دارد، می‌توان به جریان نقد آزاد اشاره کرد. زیرا، جریان‌های ورود و خروج وجه نقد یک واحد تجاری جزء اساسی‌ترین رویدادهایی است که شالوده بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان در باره‌ی آن واحد می‌باشد. این وجوه بیانگر میزان انعطاف پذیری مالی شرکت‌هاست و اعتبار دهندگان مایلند به واحدهایی اعتبار دهند که

۱- عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد آبادان - خرمشهر

۲- عضو هیأت علمی دانشگاه بین المللی امام خمینی قزوین

جریان های وجوه نقد بالایی داشته باشند. با توجه به اهمیت موضوع، این مقاله به بررسی رابطه بین جریان های نقد آزاد و میزان بدهی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد.

بررسی ادبیات موضوع

یکی از گزارش های مالی که در اختیار سرمایه گذاران قرار می گیرد، صورت جریان نقدی است. صورت جریان نقدی ابزار انتقال اطلاعات برای ارزیابی توان بازپرداخت بدهی، نقدینگی و انعطاف پذیری مالی است. یکی از راه های پیچیده تر برای تعیین انعطاف پذیری مالی این است که جریان های نقد آزاد را مورد تجزیه و تحلیل قرار دهیم. جریان نقد آزاد، مبلغ نقدی در اختیار شرکت است که می تواند برای انجام سرمایه گذاری های مورد نظر، پرداخت سود سهام، بازپرداخت بدهی یا برای افزایش نقدینگی مورد استفاده قرار گیرد.

در تئوری جریان نقد آزاد از وجوه مازاد به عنوان معیار ارزیابی قدرت بازپرداخت بدهی یاد شده است. زیرا پرداخت بدهی در سررسید به وجوه بستگی دارد که به صورت مازاد نگهداری می شوند. از آنجا که بستن کاران و اعتبار دهندگان هر شرکتی انتظار دارند که مطالباتشان در سررسید تعیین شده بازپرداخت شوند، لذا جهت سرمایه گذاری و اعتباردهی به شرکت هایی که جریان نقد آزاد بالایی دارند علاقه و تمایل بیشتری از خود نشان می دهند.

طبق نظریه جنسن (۱۹۶۸) دو عامل مهم فرصت های سرمایه گذاری و اندازه در تأمین مالی و تعیین خط مشی بدهی و همچنین در نگهداری میزان وجوه مازاد نقش مهمی را بازی می کنند. به استناد این نظریه، از شرکتی که فرصت های سرمایه گذاری پائینی برخوردار است، انتظار می رود که جریان های نقد آزاد بالایی داشته باشد. زیرا هرچه فرصت های سرمایه گذاری (بالفعل و بالقوه) افزایش پیدا کند، اکثر وجوه مازاد در جهت افزایش ثروت سهامداران و سرمایه گذاران از طریق سرمایه گذاری در فرصت های موجود مورد استفاده قرار می گیرد و افزایش در میزان سرمایه گذاری از محل وجوه مازاد منجر به کاهش این وجوه خواهد شد. اندازه شرکت، عامل بسیار مهم دوم به شمار می رود. شرکت های بزرگ نسبت به شرکت های کوچک از شهرت و اعتبار بالاتری برخوردارند و انتظار می رود که مؤسسات مالی و سرمایه گذاران به اعطای اعتبار و سرمایه گذاری در شرکت های بزرگ نسبت به گروه مقابل رغبت بیشتری نشان دهند. همین امر (رغبت سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان) میزان وجوه نقد مازاد و سطح بدهی را تحت تأثیر قرار می دهد.

نتایج تحقیق به عمل آمده توسط بی کی جگی و فردنیاند در سال ۱۹۹۹ نشان می دهد که در شرکت های بزرگ بین خط مشی بدهی و میزان وجوه نقد آزاد رابطه مثبت وجود دارد. همچنین آقای ویدهان ک. گوپال و همکاران در سال ۲۰۰۰ رابطه بین سررسید بدهی و فرصت های رشد را مورد بررسی قرار داده و اعلام نمودند که سررسید بدهی منتشر شده در دوره ای که فرصت های سرمایه گذاری پائین است، از سررسید بدهی در دوره ای که فرصت های رشد بالا می باشد طولانی تر است و به طور کلی نشان دادند که بین سررسید بدهی و فرصت های رشد رابطه معکوس وجود دارد و هرچه فرصت پایین باشد، سررسید بدهی طولانی تر خواهد بود. در سال ۱۹۹۸ شاندهاوتون و همکاران به بررسی مسائل نمایندگی جریان نقد آزاد و فرصت های سودآور پرداختند و اعلام نمودند که شرکت های دارای فرصت های سودآور بالا کمتر با مسائل نمایندگی رو به رو می شوند و سهامداران شرکتی که دارای وجه نقد بالا می باشد، پذیرنده ای آگهی بدهی نیستند که وجه اضافی را تحت کنترل مدیریت در می آورد. نتیجه ای تحقیق نشان می دهد که سهامداران چنین شرکت هایی به طور منفی نسبت به صدور بدهی واکنش نشان می دهند که این واکنش به عکس العمل منفی بازار در برابر اعلان بدهی منجر می شود.

فرضیه های تحقیق

در این تحقیق دو فرضیه به شرح ذیل مورد بررسی قرار گرفته است:

- ۱ - در شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری آنها پائین است، بین جریان‌های نقد آزاد و میزان بدهی رابطه وجود دارد.
- ۲ - در شرکت‌های بزرگ بین جریان‌های نقد آزاد و میزان بدهی رابطه وجود دارد.

تعریف و اندازه‌گیری متغیرها

در این تحقیق ۴ متغیر با عناوین ذیل بررسی شده است:

- ۱ - فرصت‌های سرمایه‌گذاری،
 - ۲ - جریان‌های نقد آزاد،
 - ۳ - میزان بدهی، و
 - ۴ - اندازه شرکت.
- از متغیرهای فوق، جریان‌های نقد آزاد متغیر مستقل، میزان بدهی متغیر وابسته، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی شناسایی می‌شوند.

فرصت‌های سرمایه‌گذاری

واژه سرمایه‌گذاری می‌تواند دامنه‌ی وسیعی از فعالیت‌ها را شامل شود. این واژه می‌تواند شامل سرمایه‌گذاری در گواهی سپرده، اوراق قرضه، سهام عادی یا صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری باشد.

به طور کلی سرمایه‌گذاری به عنوان فرآیند تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری خواهد شد، تعریف می‌شود. سرمایه‌گذار مستلزم مطالعه فرآیند سرمایه‌گذاری و مدیریت ثروت سهامداران است و فرآیند سرمایه‌گذاری در یک حالت منسجم، مستلزم تجزیه و تحلیل ماهیت اصلی تصمیمات سرمایه‌گذاری است. در این حالت فرصت‌های مربوط به فرآیند تصمیم‌گیری تجزیه شده و عوامل مهم در محیط فعالیت سرمایه‌گذاران که بر روی تصمیم‌گیری آنها تأثیر می‌گذارد، مورد بررسی قرار می‌گیرد. مسأله حساس و با اهمیت در اتخاذ تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری، تشخیص وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب و سودآور است. با توجه به این که از فرصت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان یک متغیر غیر قابل مشاهده یاد می‌شود، اندازه‌گیری و ارزیابی همه فرصت‌های (بالفعل و بالقوه) یک شرکت در یک جا مشکل است. اما برای رفع این مشکل محققین از معیارهای متفاوت در طی دوره‌های مختلف استفاده نموده‌اند. برای مثال آقایان بی کی جگی و فردیناند در سال ۱۹۹۹ برای سنجش این متغیر از سه نسبت $A =$ (ارزش بازار دارایی تقسیم بر ارزش دفتری دارایی)، $B =$ (ارزش بازار سهام تقسیم بر ارزش دفتری سهام)، و $C =$ (سود هر سهم تقسیم بر قیمت هر سهم)، استفاده نموده‌اند. محققین در این سنجش عنوان می‌کنند که فرصت‌های رشد هر شرکت در ارزش بازار نهفته است و تفاوت بین ارزش بازار و دفتری به طور نسبی نشان دهنده فرصت‌های رشد شرکت می‌باشد و نسبت سوم به عنوان نسبت مکمل بکارگرفته شده است. به استناد تعریف ارائه شده توسط بی کی جگی و فردیناند در تحقیق حاضر نیز برای اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری از سه نسبت مذکور استفاده شده است.

جریان نقد آزاد

وجود اتفاق نظر در مورد تعریف و محاسبه جریان‌های نقد (آزاد) برای بهبود و منظم کردن گزارشات، صورتهای میان دوره‌ای یا گزارش سالیانه و یافتن معرف‌هایی برای جریان نقد آزاد شرکت‌ها، مفید به نظر می‌رسد، چرا که از این وجوه به عنوان ابزار اساسی جهت ارزیابی واقعی سرمایه‌گذاری‌ها و همچنین به عنوان معیار ارزیابی توان بازپرداخت بدهی یاد می‌شود.

تحلیل گران در مورد این که جریان نقد آزاد معیار خوبی برای ارزیابی قدرت سودآوری گذشته، حال و آینده شرکت‌هاست اتفاق نظر دارند.

در تجزیه و تحلیل موضوعات، جریان نقد آزاد را به‌طور متفاوت تعریف می‌کنند. برای تعریف این وجوه راه‌های زیادی وجود دارد که از مسائل و موضوعات منطقی و قابل مقایسه منتج می‌شود. شرکت‌ها، تحلیل گران و سرمایه‌گذاران به اهمیت جریان نقد پی برده‌اند ولی از تحلیل این جریانات زمانی می‌توانند استفاده بهتری داشته باشند که محاسبه جریان نقد آزاد از یکنواختی و ثبات بیشتری جهت مقایسه برخوردار باشد. پس رسیدن به اتفاق نظر در مورد معنای جریان نقد آزاد ضروری است به این دلیل که تحلیل گران مالی، بستانکاران و سرمایه‌گذاران به طور عادی در تجزیه و تحلیل گزارشات، در تصمیمات مالی و مدیریتی و در پیش‌بینی‌های خود از این اصطلاح استفاده می‌کنند. به استناد مقاله‌ای که تحت عنوان «تعریف جریان نقد آزاد» در سال ۲۰۰۲ توسط میلز، بی بل و میسون ارائه شده، به تعاریفی چند از این وجوه می‌پردازیم:

تعریف وجوه مازاد توسط شرکت Coca-Cola

جریان نقد حاصل از عملیات منهای سرمایه‌گذاری‌های مجدد تجاری تعریف وجوه مازاد توسط Molty fool : سود خالص به اضافه‌ی استهلاک دارایی مشهود و نامشهود منهای تغییر در سرمایه در گردش و مالیات. تعریف توسط ValueLine: سودخالص به اضافه‌ی استهلاک منهای سود تقسیمی، مخارج سرمایه‌ای، بدهی‌های بازپرداخت شده و سایر مخارج نقدی.

تعریف توسط Bell Canada: جریان نقد حاصل از عملیات منهای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی. طبق استاندارد شماره ۷ (Ias) جریان نقد آزاد تحت عنوان وجوه نقد حاصل از عملیات منهای مخارج سرمایه‌ای مورد نیاز برای حفظ ظرفیت فعلی تولید شرکت تعریف شده است. به‌طور کلی وجوهی که بعد از ایفای تعهدات جاری و انجام پرداخت‌های لازم برای ارائه فعالیت‌ها از قبیل سود تقسیمی، بازپرداخت بدهی‌ها و سرمایه‌گذاری مجدد سرمایه جهت حفظ فعالیت‌های عملیاتی در شرکت باقی می‌مانند، تحت عنوان وجوه نقد مازاد معرفی می‌شوند. در تحقیق حاضر برای محاسبه‌ی جریان نقد آزاد، از تعریفی که توسط لین و پولسن در سال ۱۹۶۸ ارائه شده استفاده گردیده است. تعریف به شرح ذیل است:

مالیات بر درآمد - بهره تأمین مالی - سود سهام - سود عملیاتی قبل از استهلاک = جریان نقد آزاد

میزان بدهی

منظور از میزان بدهی ارزش دفتری مجموع بدهی‌های کوتاه مدت و بلندمدت شرکت‌ها می‌باشد.

اندازه شرکت

برای سنجش اندازه شرکت به دلیل دارا بودن قابلیت اتکاء بیشتر از مجموع ارزش دفتری دارایی‌ها استفاده شده است. که پس از جمع‌آوری اطلاعات مربوط به اندازه شرکت، با استفاده از مدل میانه شرکت‌ها به دوگروه بزرگ و کوچک تقسیم شده است.

جامعه آماری و نمونه انتخابی

جامعه‌ی مورد پژوهش کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. شرکت‌های نمونه بر این اساس انتخاب می‌شوند که شرکت در دوره‌ی مورد نظر عضو بورس بوده و دوره مذکور صورت‌های مالی را ارائه نموده و همه‌ی اطلاعات مورد نیاز جهت آزمون فرضیات به طور کامل موجود و قابلیت دسترسی داشته باشد. با انجام بررسی‌های لازم به اطلاعات ۸۶ شرکت به طور کامل دسترسی که پس از طبقه بندی تعداد ۴۳ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردیده است.

قلمرو تحقیق

قلمرو زمانی: دوره‌ی زمانی از سال ۱۳۷۵ لغایت ۱۳۷۹ به مدت ۵ سال است.
 قلمرو مکانی: سازمان بورس اوراق بهادار تهران در نظر گرفته شده است.
 قلمرو موضوعی: بررسی رابطه جریانهای نقد آزاد و میزان بدهی با در نظر گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه قلمرو موضوعی تحقیق می‌باشد.

روش آزمون فرضیه‌های تحقیق

برای انجام آزمون مربوط به فرصت‌های سرمایه‌گذاری از روش آماری ماتریس همبستگی و مقادیر بردار ویژه و برای طبقه بندی شرکتها از روش میانه و برای آزمون فرضیات از مدل رگرسیون استفاده شده است.
 ماتریس همبستگی و تجزیه مؤلفه‌های اصلی یکی از تکنیک‌های مهم تحلیل چند متغیری به شمار می‌آید که به صورت خطی مجموعه اصلی متغیرها را به مجموعه کوچکتری تبدیل می‌کند که نمایانگر بیشتر اطلاعات در مجموعه متغیرهای اصلی می‌باشد. هدف از آن کاهش مجموعه داده‌های اصلی است. در این روش اولین مؤلفه اصلی به دلیل داشتن بیشترین واریانس جامعه به‌عنوان فاکتور مشترک انتخاب می‌گردد که در تحقیق حاضر برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری نمایندگی می‌کند (به جدول شماره یک مراجعه شود). بر اساس نظریه Jensen از شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین به دلیل نداشتن موقعیت‌های مناسب جهت به‌کارگیری و سرمایه‌گذاری وجوه نقد و از شرکت‌های بزرگ به دلیل داشتن توانایی بالا نسبت به سایر شرکتها در تأمین وجوه نقد و اعتبارگیری، انتظار می‌رود که وجوه نقد آزاد بالایی داشته باشند. لذا برای بررسی تأثیر افزایش وجوه آزاد بر میزان بدهی در شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پائین و شرکت‌های بزرگ فرضیات سابقاً مذکور مورد آزمون قرار گرفت. با به‌کارگیری روش میانه جامعه مورد بررسی که ۸۶ شرکت بوده، در فرضیه اول بر اساس فرصت‌های سرمایه‌گذاری به دو گروه شرکت‌های دارای فرصت‌های بالا و پائین و در فرضیه دوم بر اساس مجموع دارایی‌ها به شرکت‌های بزرگ و کوچک طبقه بندی شده است (جدول شماره ۲). تعداد شرکت‌های انتخاب شده جهت آزمون هر فرضیه ۴۳ شرکت می‌باشد که برای بررسی رابطه بین دو متغیر جریان نقد آزاد و میزان بدهی به تعداد شرکت‌های فوق‌الذکر روش رگرسیون مورد استفاده قرار گرفته است (جدول شماره ۳ و ۴).

نتایج تحقیق

فرضیه اول - با توجه به جدول شماره یک، فرصت‌های سرمایه‌گذاری براساس معادله‌ی مذکور در انتهای جدول برای هر شرکت محاسبه شده است. براساس میانه، شرکت‌ها به دو گروه (دارای فرصت‌های بالا و پائین) طبقه‌بندی و پس از آن رابطه بین میزان بدهی و جریان نقد آزاد با استفاده از ضریب همبستگی پیرسون مورد آزمون قرار گرفته که نتایج این آزمون در جدول شماره دو ارائه گردیده است. نتیجه‌ی این آزمون نشان می‌دهد در سطح معنی‌دار ۵٪ بین جریانهای نقد آزاد و میزان بدهی در شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه دوم - در این فرضیه رابطه بین جریانهای نقد آزاد و میزان بدهی در شرکتهای بزرگ از مون گردید. با توجه به جدول شماره سه نتایج آزمون نشان می دهد که در سطح خطای ۵٪ در شرکتهای بزرگ بین میزان بدهی و جریانهای نقد آزاد رابطه مثبت معنی داری وجود دارد.

نتیجه گیری کلی

نتایج این تحقیق نشان می دهد که بین دو متغیر مهم جریان نقد آزاد و میزان بدهی در شرکتهای عضو بورس تهران رابطه مستقیم وجود دارد. با افزایش وجوه مازاد، بدهی نیز افزایش می یابد. این نتیجه از تئوری جریان نقد آزاد و نظریه Jensen حمایت می کند. چرا که از شرکتهای بزرگ به دلیل داشتن طرق تأمین مالی (استقراض) بیشتر نسبت به سایر شرکتهای، و از شرکتهای دارای فرصتهای سرمایه گذاری پایین به دلیل نداشتن فرصتهای مناسب جهت سرمایه گذاری انتظار می رود که جریان مازاد بالایی داشته باشند. میزان بدهی چنین شرکتهایی از وجوه مازاد تبعیت می کند و این حاکی از این است که سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان داخلی در سرمایه گذاری و اعتبار دهی به شرکتهای عضو سازمان بورس، منبع تأمین مالی داخلی و معیار مهم ارزیابی توان بازپرداخت بدهی یعنی جریان نقد آزاد را مورد توجه قرار می دهند. نتیجه مذکور با نتیجه تحقیق انجام شده در هنگ کنگ در سال ۱۹۹۹ توسط بی کی جگی و فردیناند هماهنگ است.

جدول شماره ۱: ماتریس همبستگی و مقادیر بردار ویژه

مقادیر ویژه	۱/۶۶۴۳	۱/۰۰۰۴	۰/۳۳۵۳
نسبت	۰/۵۵۵	۰/۳۳۳	۰/۱۱۲
نسبت انباشته	۰/۵۵۵	۰/۸۸۸	۱
مؤلفه	V _۱	V _۲	V _۳
A	۰/۷۰۷	-۰/۰۰۵	-۰/۷۰۷
B	۰/۷۰۶	۰/۰۵۹	-۰/۷۰۶
C	-۰/۰۳۸	۰/۹۹۸	۰/۰۴۵
معادله فرصتهای سرمایه گذاری:			
$IOS = 0.707A + 0.706B - 0.038C$			

جدول شماره ۲: آمار توصیفی (فرضیه اول)

variable	n	mean	median	trmean	stder	semean	min
IOS	۸۶	۰/۰۰۱	-/۴۰۷	-/۱۲۹	۱/۲۹۰	۰/۱۳۹	-/۴۷۹
variable	max	Q1	Q3				
IOS	۵/۹۷۸	-/۷۸۷	۰/۳۹۶				

جدول شماره ۳: آمار توصیفی (فرضیه اول):

variable	N	Mean	median	Min	max	Q1	Q3
Debt	۴۳	۱/۴۶۹۸	۱/۱۰۱۸	۰/۲۶۳۸	۹/۲۰۳۶	۰/۷۰۱	۱/۵۵
FCF	۴۳	۰/۱۰۳۴	۰/۰۹۱	۰/۰۰۸۲	۰/۳۲۱۴	۰/۰۴۹۶	۰/۱۱۸۶

جدول شماره ۴: آمار توصیفی (فرضیه دوم):

variable	N	Mean	median	min	max	Q1	Q3
Debt	۴۳	۱/۱۰۵۶	۰/۸۲۶۵	۰/۲۷۴۱	۳/۴۲۳۲	۰/۶۰۱۶	۱/۴۰۸۲
FCF	۴۳	۰/۰۷۰۶	۰/۰۶۹۴	۰/۰۰۷۸	۰/۳۲۱۴	۰/۰۲۷۲	۰/۱۰۵

جدول شماره ۵: نتایج آزمون فرضیه اول

T	DF	P-Value
۲/۱۹۶۴	۴۱	۰/۰۳۴
ضریب همبستگی: ۰/۳۲۴۵		

جدول شماره ۶: نتایج آزمون فرضیه دوم

T	DF	P-Value
۲/۹۴۷۲	۴۱	۰/۰۵۳
ضریب همبستگی: ۰/۴۱۸		

منابع و مأخذ:

- ۱- آذر، عادل - مؤمنی، منصور (۱۳۷۷)، آمار و کاربرد آن در مدیریت (جلد دوم)، انتشارات سمت.
- ۲- پارسائیان، علی - مدرس، احمد (۱۳۷۹)، حسابداری میانه (جلد اول)، انتشارات فرزانه.
- ۳- پارسائیان، علی «سیاست تقسیم سود، رشد و تعیین ارزش شرکت» تحقیقات مالی شماره ۳، تابستان ۱۳۷۳.
- ۴- فرقاندوست کامبیز، عباس وفادار، گزارش وجوه نقد از دیدگاه تئوری، بررسی حسابداری و حسابرسی شماره ۲۰ و ۲۱، سال ۱۳۷۱.
- ۵- عالی‌ور عزیز، صورت گزارش وجوه نقد، مجله حسابدار شماره نهم و دهم.
- ۶- مهرانی کاوه، چارچوبی برای تجزیه و تحلیل سیاستهای تقسیم سود، مجله حسابدار، سال شانزدهم، شماره ۱۴۴.

Bikki Jaggi - Ferdinand (1999) A Gul" An analysis of joint effects of investment opportunity set , Free cash flow and size on corporate Debt policy" reviewe of Quantitative Finance and Accounting 12:p371.

CPA Journal Jan 2002, Vol.72 issue. P36". Defining Free cash flow "

Ferdinand A.gul - Burch T.Kealey" 1999 investment opportunity set and corporate Debt and dividend policies of Korean companies" review of Quantitative finance and Accounting, 10 - P 401.

Ferdinand A Gul - Judy S.L.Tsui " 1998 A test of the free cash flow and debt monitoring hypotheses : Evidence from audit prancing" Journal of Accounting and Economic 4- P 219.

Time Adam - vidhan K. Goyal" The investment opportunity set and its proxy variables: theory and Evidence" Hong Kong university of science and technology - April 2000.

Sanjay Kallapur - Mark A. tromBley 1999" The association between investment opportunityset proxies and realized growth " Journal of obusiness Finance and Accounting 26 (3) , (4).

Vidhan K. Goyal - Kenneth Lehn - stanko Racic 2001" grow opportunity and corporate Debt policy : the case of the U.S.Defence industry" Hong kong university of science and technology.

