

## جریانهای نقدی و ساختار متنوع سرمایه: با تاکید بر استراتژی تمایز

مهسا مرادی

گروه حسابداری، واحد کرمانشاه، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمانشاه، ایران.

mahsamoradi61@gmail.com

مهرداد قنبری<sup>۱</sup>

mehrdadghanbary@yahoo.com

گروه حسابداری، واحد کرمانشاه، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمانشاه، ایران.

**چکیده** - شدت و میزان رقابت موجود در بازارهای کسب و کار، تا حدی است که کوچکترین اشتباهات استراتژیک، منجر به شکست سازمان‌ها خواهد شد. عدم شناخت و به کارگیری استراتژی‌های رقابتی مناسب در این گونه بازارها و از طرفی عدم بررسی تأثیرات این گونه استراتژی‌ها بر انواع جریانهای نقدی در ساختارهای متنوع سرمایه، نیز از این قاعده مستثنی نیست. موضوع پژوهش حاضر، مطالعه تأثیرپذیری انواع جریانهای نقدی در ساختار متنوع سرمایه بر اساس استراتژی تمایز است. پژوهش حاضر از نظر منطقی اجرا استقرائی و از نظر زمان مقطعی است. این پژوهش، از نظر نوع داده کمی و از نظر نحوه اجرا توصیفی پیمایشی است، همچنین، روش پژوهش از نظر ارتباط بین متغیرها از نوع علی و پس‌رویدادی است. جامعه آماری مورد مطالعه، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۲ لغایت ۱۳۹۶ با روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک بر اساس محدودیت‌های اعمال شده در نرم‌افزار ره‌آورد نوین، اطلاعات تعداد ۱۳۹ شرکت به‌عنوان نمونه آماری استخراج و مورد داده‌کاوی قرار گرفتند. روش آماری مورد استفاده در این پژوهش، روش داده‌های ترکیبی است و برازش مدل‌های رگرسیونی با استفاده از همین داده‌ها و نرم‌افزارهای SPSS و Eviews، تحت بررسی قرار گرفته شده است. نتایج نشان داد، بین تأثیر استراتژی تمایز بر جریان نقد حسابداری و ارزش ویژه جریان نقد در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود ندارد، به سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل پیشنهاد می‌گردد، ساختار سرمایه شرکت‌ها را از نظر اتکا بر بدهی و حقوق صاحبان سهام به‌منظور انتخاب بهترین گزینه سرمایه‌گذاری ارزیابی و مقایسه کنند و ساختار سرمایه شرکت‌ها را با مدنظر قرار دادن اثر استراتژی تمایز بر بخش‌های مختلف صورت جریان وجه نقد، جهت پیش‌بینی مشکلات احتمالی آینده و رشد یا رکورد آتی شرکت اختصاص دهند.

**کلید واژه‌ها:** جریانهای نقدی، ساختار سرمایه، استراتژی تمایز

<sup>۱</sup> ghanbary@iauksh.ac.ir (نویسنده مسئول)

## ۱. مقدمه

شرکت‌ها به منظور ایجاد ارزش بیش‌تر و بلندمدت برای سهام‌داران از ساختار مدیریت بر مبنای ارزش به صورت گسترده استفاده می‌کنند. بدین منظور تعریف و بکارگیری استراتژی‌هایی که عامل بالقوه ایجاد ارزش برای سهام‌داران می‌باشند، جهت موفقیت مدیریت بر مبنای ارزش ضروری است (راجیو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴).

شرکت‌هایی که استراتژی رهبری هزینه را پذیرفته‌اند، از طریق ایجاد هزینه پایین نسبت به رقبای خود قادر خواهند بود سهم بازار خود را افزایش دهند. از طرفی شرکت‌هایی که استراتژی تمایز را به کار می‌گیرند می‌توانند از طریق فراهم کردن محصولات و خدماتی که کیفیت منحصر به فردی داشته و مورد علاقه مشتریان است، به مزیت رقابتی دست یابند. در اجرای سومین استراتژی یعنی استراتژی تمرکز بر نوع خاصی از محصول، سازمان می‌کوشد تا بر بخش‌هایی خاص از بازار یا گروه‌هایی خاص از خریداران متمرکز شود. شرکت می‌خواهد از طریق کاهش هزینه‌ها و یا متمایز ساختن محصول و محدود کردن بازار به این هدف دست یابد. تمرکز اصلی در این پژوهش بر دو استراتژی رهبری هزینه و تمایز می‌باشد.

پورتر<sup>۲</sup> (۲۰۰۱) نظریه‌ای ارائه می‌دهد که در آن سه استراتژی کلی را بیان می‌نماید. وی معتقد است استراتژی‌هایی که یک شرکت می‌تواند جهت دستیابی به مزیت رقابتی به کار گیرد عبارتند از: استراتژی رهبری هزینه، استراتژی تمایز و استراتژی تمرکز (عرب‌صالحی و همکاران، ۱۳۹۰).

بارنی<sup>۳</sup> (۱۹۹۱) در مطالعاتش در زمینه استراتژی‌های رقابتی این سوال را مطرح می‌نماید: آیا یک مزیت رقابتی می‌تواند ادامه یابد، یا ادامه آن به توانایی رقبا در تقلید و یا تکرار آن وضعیت رقابتی بستگی دارد؟ از مطالعات انجام شده می‌توان به این موضوع پی برد که اگر یک مزیت رقابتی بتواند به آسانی توسط رقبا تقلید شود، با گذشت زمان دوام نخواهد داشت و از بین می‌رود. پژوهش‌های پورتر در طی سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۱ بر این مفهوم تاکید می‌نماید.

پس از کار اولیه پورتر در زمینه استراتژی عمومی، بسیاری از مطالعات همچون راجیو و همکاران (۲۰۱۴) و موسوی‌شیری و شاکری (۱۳۹۳)، این مفهوم را مورد بررسی قرار دادند که شرکت‌ها با استفاده از هر کدام از استراتژی تمایز و رهبری هزینه می‌توانند به عملکرد برتری دست پیدا کنند و اتخاذ هر کدام از استراتژی‌ها منجر به رشد فروش و نرخ بالاتر بازده دارایی‌ها (ROA) می‌شود.

<sup>1</sup> Rajiv et al

<sup>2</sup> Porter

<sup>3</sup> Barney

شرکت‌ها اساساً با به کارگیری استراتژی رهبری هزینه، مزایای مبتنی بر اثربخشی عملیاتی جاری را به دست می‌آورند. اما با گذشت زمان نمی‌توانند عملکرد پایداری داشته باشند، چون این مزایا به راحتی می‌توانند به وسیله رقبا تقلید شوند. از سوی دیگر شرکت‌هایی که استراتژی تمایز را به کار می‌گیرند، به دلیل وجود نوآوری و تکنولوژی جدید قادرند مزایای مستمری را به دست آورند و با گذشت زمان عملکرد خود را حفظ نمایند (تاکروس، ۲۰۱۴).

با این وجود، نوآوری در استراتژی تمایز ممکن است باعث شکست محصول جدید در بازار شود و یا ممکن است هزینه‌های که صرف تحقیق و توسعه می‌شود نتیجه‌بخش نباشد. این عوامل موجب می‌شود استراتژی تمایز با ریسک بیشتری نسبت به استراتژی رهبری هزینه روبه‌رو باشد. سهامداران، اعتباردهندگان، تامین‌کنندگان و غیره برای شرکت‌هایی که سود قابل پیش‌بینی و باثبات‌تری دارند اولویت بیشتری دارند. شرکت‌هایی که از استراتژی تمایز پیروی می‌کنند، ممکن است به دلیل پروژه‌های نوآورانه، سود فراتری داشته باشند (کرافورد<sup>۱</sup>، ۱۹۷۷).

شدت و میزان رقابت موجود در بازارهای کسب‌وکار، تا حدی است که کوچکترین اشتباهات استراتژیک، منجر به شکست سازمان‌ها خواهد شد. اینکه آیا ایجاد مزیت رقابتی با استفاده از انتخاب استراتژی‌های رهبری هزینه و تمایز محصول با در نظر گرفتن محدودیتی تحت عنوان نوع ساختار سرمایه حاکم بر محیط عملیاتی واحد انتفاعی می‌تواند جریان‌های نقدی شرکت را به‌عنوان شاخصی از عملکرد بدون در نظر گرفتن نارسایی‌های حاکم بر سود حسابداری تحت‌تاثیر قرار دهد؟ و اینکه ساختار سرمایه متکی بر بدهی و یا متکی بر حقوق صاحبان سهام چگونه می‌تواند تاثیرپذیری جریان‌های نقدی از استراتژی‌های شرکت را تحت‌الشعاع قرار دهد؟ مسأله‌ای است که پژوهشگر در این پژوهش به دنبال یافتن پاسخی علمی مبتنی بر انجام یک پژوهش با روش‌شناسی ساختار یافته و تجزیه و تحلیل مناسب داده‌ها است.

در سال‌های اخیر، مزیت رقابتی محور استراتژی‌های رقابتی قرار گرفته و بحث‌های زیادی درباره‌ی آن مطرح شده است. شرکت‌ها برای بهبود عملکرد و مقابله با رقبا، باید دارای مزیت رقابتی باشند، تا بتوانند در شرایط پیچیده و متحول عملکردی برتر داشته و خود را در بازار حفظ نمایند. بسیاری از محققان برای توجیه و تفسیر رقابت‌پذیری عوامل مؤثر بر آن، نظریه و مدل‌هایی را عرضه داشته‌اند و عوامل مؤثر بر رقابت‌پذیری را دسته‌بندی کرده و در قالب مدل‌هایی ارائه کرده‌اند. این نظریه‌ها و مدل‌ها نیز از تنوع نسبتاً زیادی

<sup>1</sup> Crawford

برخوردارند. اما در این میان مدل الماس گون مایکل پورتر از اهمیت و جایگاه ویژه‌ای برخوردار است به طور کلی شرکت‌ها از سه نوع استراتژی می‌توانند استفاده کنند، که عبارتند از: استراتژی تمایز، استراتژی کارایی (رهبری هزینه‌ها) و استراتژی تمرکز (ولی پور، ۱۳۸۹). از آن جا که اتخاذ استراتژی‌های مناسب در سازمان‌ها، عنصری تاثیرگذار در نحوه عملکرد سازمان‌هاست (مظلومی، ۱۳۹۱)، در ابتدا سازمان‌ها باید استراتژی‌های مورد استفاده خود را مشخص کنند. چگونگی ارزیابی و مقایسه‌ی عملکرد شرکت‌ها همیشه یکی از مسایل مورد توجه مدیران، سهامداران داخلی و بالقوه، اعتباردهندگان و مشتریان شرکت‌ها بوده است. بنابراین ایجاد درک صحیحی از رابطه بین استراتژی‌های مورد استفاده در سازمان‌ها و عملکرد سازمانی، می‌تواند شناخت دقیق جهت تصمیم‌گیری مدیران ایجاد کند (مظلومی، ۱۳۹۱).

یکی از مهمترین اجزای هر فعالیت اقتصادی، فراهم کردن منابع مالی مورد نیاز است. منابع مالی مورد نیاز را می‌توان از محل حقوق صاحبان سهام یا بدهی تامین کرد. ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام در تامین مالی، مبین ساختار سرمایه است (بادآورنهدی و همکاران، ۱۳۹۱). هدف اصلی تصمیمات ساختار سرمایه حداکثر نمودن ارزش بازار شرکت از طریق ترکیب مناسب و جوه بلندمدت است. این ترکیب، ساختار بهینه سرمایه نام دارد (لطفی، ۱۳۸۳). یکی از وظایف اساسی مدیران مالی در شرکت، تعیین بهترین ترکیب مالی شرکت یا همان ساختار بهینه سرمایه به منظور به حداکثر رساندن ارزش شرکت می‌باشد (نیکومرام و همکاران، ۱۳۹۱). تعیین ساختار سرمایه بهینه در شرایط واقعی وظیفه دشواری بوده و شمول آن فراتر از مباحث صرفاً نظری است. بنابراین در جهت تدوین یک ساختار سرمایه بهینه که ضمن حداقل نمودن هزینه سرمایه، بیشترین سودمندی را برای شرکت به همراه داشته باشد باید کلیه عوامل تاثیرگذار بر ساختار سرمایه شرکت به نحو مناسب تجزیه و تحلیل و متعادل شوند، براساس نظریه توازن پایدار، شرکت‌ها خواستار ایجاد موازنه بین مزایا (سپر مالیاتی) و هزینه‌های انتشار بدهی (هزینه بالقوه ورشکستگی) هستند و در جستجوی یک نسبت بدهی (ساختار سرمایه) بهینه می‌باشند که ارزش شرکت را حداکثر سازد (موسوی شیری و شاکری، ۱۳۹۳).

این روش را روش تغییرات ارزش به منظور تعیین تاثیر بدهی بر ارزش سهامداران گویند. در روش تعیین ساختار سرمایه از طریق بررسی تغییرات ارزش با توجه به تئوری توازن پایدار برای پیش‌بینی نسبت بهینه بدهی، عواملی همچون اندازه، سودآوری، ریسک تجاری، دارایی‌های قابل وثیقه و صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی برآورد خواهد شد.

در روش جریان وجوه نقد به کمک متغیر نگهداشت وجه نقد و متغیرهای مهم کنترلی از جمله فرصت‌های رشد، نسبت نقدینگی، شاخص توانایی تولید جریان وجه نقد ناخالص و شاخص کنترل افزایش هزینه‌های خدمات بدهی، نسبت بدهی را پیش‌بینی کرده و سپس در سطح بهینه‌ای از جریان وجه نقد ناخالص که توانایی بازپرداخت حداکثر میزان بدهی را تعهد می‌کند، نسبت مطلوب بدهی برآورد خواهد شد. چه فاکتورهایی در تعیین ساختار سرمایه شرکت‌ها تاثیرگذار است؟ ساختار سرمایه بهینه شرکت‌ها چگونه تعیین می‌شود؟ این پرسش‌ها سال‌های متمادی است که در حیطه مالیه شرکتی، ذهن بسیاری از محققین را به خود مشغول کرده است (غریب‌نواز و بابایی، ۱۳۸۷). مشکل اصلی در تعیین ساختار سرمایه این است که با توجه به تفاوت‌های بین سهام و بدهی، برای داشتن عملکرد مطلوب، در ساختار سرمایه چه مقدار بدهی و چه مقدار سهام باید وجود داشته باشد (نیکوس و همکاران، ۲۰۱۵).

یکی از مهمترین اهداف بنگاه‌های اقتصادی، کسب انتفاع و افزایش ثروت سهامداران در درازمدت است. سهامداران، اعتباردهندگان و دیگر گروه‌های مرتبط با بنگاه‌های اقتصادی به‌منظور اخذ تصمیمات منطقی نیازمند اطلاعات قابل اتکا و مربوط درخصوص عملکرد آنها و مدیرانشان می‌باشند. با توجه به اینکه سهامداران و اعتباردهندگان منابع مالی محدود خود را به بنگاه‌های اقتصادی تخصیص می‌دهند ارزیابی عملکرد بنگاه‌ها به منظور اطمینان از تخصیص بهینه منابع محدود امری مهم و حیاتی به‌شمار می‌آید (رهنمای رودپشتی، ۱۳۹۱). اتخاذ تصمیمات منطقی رابطه‌ی مستقیمی با ارزیابی عملکرد بنگاه‌های اقتصادی و سنجش مسئولیت مدیران دارد، این ارزیابی و سنجش نیازمند شناخت معیارها و شاخص‌هاست که در دو مجموعه‌ی شاخص‌های مالی و غیرمالی طبقه‌بندی می‌شوند. معیارهای مالی سنجش عملکرد به دلیل برخورداری از ویژگی‌هایی نظیر کمی بودن، عملی بودن، عینی بودن و ملموس بودن آنها نسبت به معیارهای غیرمالی ارجحیت دارند (رهنمای رودپشتی، ۱۳۹۱).

معیارهای مالی ارزیابی عملکرد را می‌توان به دو دسته‌ی معیارهای سنتی و معیارهای نوین (مبتنی بر ارزش) طبقه‌بندی کرد. معیارهای سنتی مانند نرخ بازده سرمایه‌گذاری، سود هر سهم، سود باقیمانده، بازده فروش و ... همگی تابعی از سود حسابداری بوده و از آنجا که این سود قابلیت مدیریت شدن و به‌عبارتی دستکاری شدن و هموارسازی را دارد منجر به کاهش ارزش معیارهای سنتی می‌گردد از طرف دیگر معیارهای نوین مبتنی بر ارزش مانند ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار در غیاب آثار ناشی از مدیریت و هموارسازی سود می‌توانند اطلاعات مربوط تر و قابل اتکاتری به‌منظور سنجش عملکرد در اختیار قرار دهند.

در سال ۲۰۰۰ انتشار بیانیه‌ی شماره ۷ چارچوب نظری هیات استانداردهای حسابداری مالی توجه حرفه را به گردش وجوه نقد به‌عنوان معیاری برای ارزیابی و پیش‌بینی آتی فعالیت‌های بنگاه‌های اقتصادی معطوف ساخت. استفاده از جریان‌های نقدی به‌منظور سنجش عملکرد نیز همانند معیارهای مبتنی بر ارزش به دلیل عدم دخالت اعداد و ارقام مربوط به سود حسابداری می‌تواند معیار مناسبی برای ارزیابی را در اختیار استفاده‌کننده قرار دهد.

کسب و کار در هزاره سوم، از نظم قانون‌مند و پایدار برخوردار شده است که مفهوم مدیریت را معنی می‌بخشد. چالشی بودن از ویژگی‌های اصلی و انکارناپذیر کسب و کار و فعالیت‌های اقتصادی این دوران است در این شرایط جایگاه و نقش مدیریت نه تنها ضروری بلکه موثر و اجتناب‌ناپذیر است. (رهنمای رودپشتی، ۱۳۹۱) نگاهی نافذ به جهان پیرامون این حقیقت را بیش از پیش آشکار می‌سازد که جهان امروز بسیار متفاوت از گذشته است. فرآیند جهانی‌شدن، به‌وجود آمدن سازمان تجارت جهانی، پیشرفت‌های سریع و بنیادین تکنولوژیک، افزایش تغییرات سریع در الگوهای مصرف و تقاضا، کمبود منابع و هزینه آن‌ها، چالش‌هایی هستند که بنگاه‌ها و صنایع مختلف در عرصه‌ی تجارت و فعالیت‌های اقتصادی با آن روبرو هستند و ادامه حیات آن‌ها، منوط به تصمیم‌گیری درست و به موقع در برابر این تغییرات است. در این میان افزایش تعداد رقبا، باعث اهمیت بخشیدن به مفاهیمی مانند رقابت‌پذیری شده است. این امر موجب گردیده تا بنگاه‌ها، صنایع و کشورهای مختلف در جهت ارتقای رقابت‌پذیری خود به شناسایی عوامل مؤثر بر رقابت‌پذیری و تقویت آنها تلاش کنند. با توجه به نوع فعالیت شرکت، وضعیت رقبا و نیاز و سلیقه‌های مشتریان، شرکت‌ها نیازمند اتخاذ استراتژی خاصی می‌باشند تا بتوانند به طرز کارآمدی با رقبا به رقابت پردازند که موجب بهبود عملکرد مالی آن‌ها شود (ولی‌پور، ۱۳۸۹). از نظر سرمایه‌گذاران، وضع مالی به‌عنوان تنها عامل یا معیار تعیین‌کننده‌ی وضع رقابتی سازمان به حساب می‌آید (حدادیان و همکاران، ۱۳۹۳). محاسبه عملکرد سازمان یکی از فعالیت‌های مهمی است که به هنگام ارزیابی استراتژی انجام می‌شود.

یکی از پیچیده‌ترین مسائلی که دامنگیر مدیران مالی کنونی است، رابطه بین اجزای تشکیل دهنده ساختار سرمایه است و آن آمیزه‌ای از وام و سهام برای تامین مالی است. تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه شرکت دارای دو جنبه است: اول، میزان سرمایه موردنیاز و دوم ترکیب منابع تامین سرمایه. فرض بر این است که بنگاه اقتصادی از میزان سرمایه موردنیاز خود آگاهی دارد و در چنین حالتی، مسئله به این صورت در می‌آید که برای

تامین سرمایه باید از کدام منابع استفاده کرد. فرایندی را که منجر به تصمیم‌گیری نهایی می‌گردد، روش تعیین ساختار سرمایه می‌نامند (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۸۸).

با توجه به اینکه ساختار سرمایه بر ارزش شرکت بواسطه رد یا قبول پروژه‌های سرمایه‌گذاری دارای ارزش فعلی خالص مثبت یا منفی تاثیر می‌گذارد، تعیین ساختار بهینه سرمایه یکی از چالش برانگیزترین و مشکل‌ترین مسائل پیش‌روی شرکتهاست. مشکل اصلی در تعیین ساختار سرمایه بهینه این است که چه مقدار بدهی و چه مقدار سهام باید وجود داشته باشد؟ با توجه به روش‌های مختلف تامین مالی متوجه می‌شویم که استقراض علی‌رغم بالا بردن درجه اهرم شرکت، به دلیل وجود مزایای مالیاتی، کمترین هزینه سرمایه را برای شرکت دارد. اما ممکن است درجات بالای استقراض منجر به مضیقه مالی و نهایتاً ورشکستگی شود، از طرفی شرکتی که صرفاً از طریق سهام، تامین مالی کند، از مزایای صرفه‌جویی مالیاتی هزینه بهره محروم و ارزش بازار آن کمتر از یک شرکت اهرمی می‌شود. ارزش شرکت در نقطه‌ای به حداکثر می‌رسد که نسبت بدهی، شرکت را از طریق ایجاد صرفه‌جویی مالیاتی منتفع سازد (هوانگ و همکاران، ۲۰۱۶).

تصمیمات مربوط به تامین مالی باید به گونه‌ای تنظیم شود که طرح‌های سرمایه‌گذاری را حمایت کند ولی اگر مساله ناتوانی شرکت در بازپرداخت بدهی‌ها مطرح شود، تصمیمات مربوط به تامین مالی و تعیین ساختار سرمایه اهمیت بیشتری پیدا می‌کند و مدیران در بسیاری از موارد مجبور می‌شوند که از طرح سرمایه‌گذاری چشم‌پوشی نمایند و سعی می‌کنند که قدرت نقدینگی شرکت را حفظ کنند (لطفی، ۱۳۸۳).

با توجه به نقش بااهمیت نقدینگی و بار محتوایی شاخص‌های این معیار در اجرای روش‌های متفاوت توسط مدیریت و کاربست استراتژی‌ها در چارچوب ساختار سرمایه، ضرورت و اهمیت طراحی یک مدل ریاضی برای بیان علمی تاثیر نوع استراتژی و ساختار سرمایه بر جریان‌های نقدی شرکت به نظر می‌رسد. این پژوهش با گزینش متغیرها از سه حوزه حسابداری مدیریت، حسابداری مالی و مدیریت مالی سعی در ایجاد شرایطی برای پاسخگویی به این ضرورت است.

## ۲. پیشینه پژوهش

صالحی و یوسفی (۱۳۹۵)، در پژوهشی به رابطه ساختار سرمایه با بازده دارایی‌ها و با تاکید بر تورم ایجاد شده حاصل از تصمیم‌گیری‌های دولت پرداختند. در این پژوهش رابطه بین ساختار سرمایه با نرخ بازده دارایی‌ها و تورم سالیانه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از طریق تجزیه و تحلیل داده‌های ۸۹ شرکت

در دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج نشان می‌دهد که نرخ بازده دارایی با ساختار سرمایه (نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها، نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها به عنوان متغیرهای مستقل) ارتباط معنادار و منفی دارد. بدین معنی که در شرایط عادی، انتخاب سرمایه بر روی نرخ بازده دارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تاثیر می‌گذارد و شرکت دارای نرخ بازده بالاتر از بدهی کمتری در ساختار سرمایه خود بهره می‌گیرد. اما ساختار سرمایه (نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها) با تورم سالیانه ارتباط معناداری ندارد.

عربی و ربیعی (۱۳۹۵)، در پژوهشی به بررسی تئوری نمایندگی، ساختار سرمایه و عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این پژوهش از نوع توصیفی - همبستگی بوده و از روش داده‌های تلفیقی جهت تخمین مدل استفاده شده است. در این پژوهش ۱۵۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال‌های ۱۳۸۵-۱۳۹۲ بررسی شده است. مقاله درصدد بررسی ارتباط بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت می‌باشد که برای این منظور دو فرضیه (رابطه منفی معناداری بین نسبت بدهی (کوتاه‌مدت و بلندمدت) و بازده حقوق صاحبان سهام / بازده دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد) مطرح شد که هر دو فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد قابل رد شدن نبودند. نتایج حاصل از این پژوهش که با استفاده از رگرسیون داده‌های تلفیقی به دست آمد، رابطه معکوسی بین نسبت بدهی و عملکرد شرکت نشان داد؛ یعنی استفاده بیشتر از اهرم مالی، سودآوری شرکت را تضعیف می‌کند، گرچه توقع بر آن است که نظارت قوی مؤثر بانک در سیستم بانکی بدون ربا موجب بهبود عملکرد شرکت‌های تسهیلات گیرنده از بانک باشد؛ ولی متأسفانه نتایج، چنین انتظاری را برآورده نمی‌کند.

ستایش و صالحی‌نیا (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان‌های نقد آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش دو جنبه اساسی ساختار مالکیت شرکت‌ها یعنی ترکیب سهامداران و میزان تمرکز مالکیت مورد بررسی قرار گرفت. ترکیب سهامداران از طریق چهار متغیر مالکیت خارجی، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی اندازه‌گیری شده است. از تحلیل آماری رگرسیون خطی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است. نمونه آماری پژوهش شامل ۷۵ شرکت می‌باشد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد مالکیت شرکتی به صورت مستقیم و



نسبت بدهی به صورت معکوس با جریان نقد آزاد شرکت‌ها رابطه معناداری دارند. ولی شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت با جریان نقد آزاد شرکت‌ها مشاهده نشد. افشاری‌منش (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تاثیر نوع صنعت بر ساختار سرمایه شرکت‌های پتروشیمی پرداخت. دوره مورد مطالعه این تحقیق سال ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ می‌باشد. قلمرو مکانی، صنایع شیمیایی شامل شرکت‌های پتروشیمی و سایر شرکت‌های گروه صنایع شیمیایی (شامل صنایع دوده صنعتی، ترکیبات ازت، سموم گیاهی، پتروشیمی و سوخت اتمی، الیاف مصنوعی، رنگ و رزین، محصولات بهداشتی) پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که دوره مالی آنها منتهی به بیست‌ونهم اسفند ماه هر سال است، می‌باشد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد، عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های واقع در صنعت پتروشیمی با سایر شرکت‌های گروه صنایع شیمیایی تفاوت معناداری دارد.

کفاش‌پور و همکاران (۱۳۹۴)، در پژوهشی به بررسی تاثیر استراتژی‌های رقابتی تمایز و رهبری هزینه بر عملکرد با در نظر گرفتن نقش واسط بازارگرایی پیشگام و بازارگرایی واکنشی (مورد مطالعه: شرکت‌های تولیدی بزرگ و متوسط شهرک‌های صنعتی شهرستان مشهد) پرداخت. روش تحقیق، تحلیلی - پیمایشی و از نوع کاربردی است. برای جمع‌آوری داده‌ها از پرسشنامه استفاده گردیده و روایی و پایایی آن با استفاده از روایی محتوایی و سازه و همچنین آلفای کرونباخ مورد تأیید قرار گرفت. جامعه آماری در این پژوهش شرکت‌های تولیدی متوسط و بزرگ شهرک‌های صنعتی شهرستان مشهد می‌باشد. طرح نمونه‌گیری احتمالی بوده و از نوع نمونه‌گیری تصادفی ساده استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار AMOS استفاده شده و تحلیل داده‌های مربوط به ۱۰۴ پرسشنامه نشان می‌دهد که استراتژی‌های تمایز و رهبری هزینه ارتباط مستقیم و معناداری با عملکرد دارند. همچنین این استراتژی‌ها به‌طور غیرمستقیم و از طریق بازارگرایی واکنشی و بازارگرایی پیشگام نیز با عملکرد رابطه مثبت و معناداری دارند. بازارگرایی پیشگام و بازارگرایی واکنشی نیز ارتباط مستقیم و معناداری با عملکرد دارند.

چاسوس والس (۲۰۱۷)، در زمینه تأثیر عوامل مختلف بر عملکرد شرکت، تحقیقی با عنوان "بررسی تأثیر ریسک محیط، استراتژی شرکت و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت" انجام دادند. آنها این تحقیق را در مورد ۴۸ رستوران منتخب در کشور آمریکا اجرا کردند و به این نتیجه رسیدند که بخش اعظمی از انحرافات در عملکرد رستوران‌ها از طریق این متغیرها توضیح داده می‌شود.

آنیل و ایجیت<sup>۱</sup> (۲۰۱۶) به بررسی "رابطه بین انواع استراتژی‌های تنوع‌گرایی و عملکرد سازمانی" پرداختند. جامعه آماری پژوهش آنها ۳۵۹ سازمان شرکت‌کننده در بازار بورس اوراق بهادار کشور ترکیه بود که از این تعداد از ۳۴۲ شرکت اطلاعات جمع‌آوری کردند. در پژوهش آنها برای طبقه‌بندی و اندازه‌گیری استراتژی تنوع‌گرایی از طبقه‌بندی راملت<sup>۲</sup> و برای اندازه‌گیری عملکرد سازمان از شاخص‌های ROA (سودبخشی نسبت به دارایی) و ROS (سودبخشی نسبت به فروش) استفاده شد. بر طبق نتایج پژوهش، شرکت‌های با هر دو نوع استراتژی تنوع‌گرایی، ROA و ROS بیشتری نسبت به شرکت‌های متمرکز بر یک حرفه داشتند.

هوگن و بیکر<sup>۳</sup> (۲۰۱۴) دریافتند، که نوسانات جریان‌های نقدی به صورت منفی بر روی بازده سهام اثر می‌گذارد. اما شواهدی مبنی بر وجود رابطه معنی‌دار بین نوسانات سود و سود سهام پرداختی پیدا نکردند. پارک و جانگ (۲۰۱۳) رابطه میان ساختار سرمایه، جریان وجه نقد و عملکرد شرکت را بررسی نمودند، نتایج آنها نشان داد که بدهی بالاتر به عنوان یک علامت مثبت در نظر گرفته می‌شود. شرکت‌های با جریان نقد آزاد بالاتر به عملکردشان صدمه وارد می‌شود. همچنین ارتباط میان جریان وجه نقد آزاد و اهرم منفی می‌باشد.

### ۳. روش پژوهش

با توجه به ویژگی‌های پژوهش حاضر می‌توان آنرا از جمله پژوهش‌های کاربردی قلمداد کرد. با توجه به این که در پژوهش حاضر استدلال از جزء به کل است بنابراین پژوهش حاضر از نظر منطق اجرا استقرائی است. پژوهش حاضر به منظور گردآوری داده‌ها درباره یک یا چند صفت در یک مقطع خاص از زمان از طریق نمونه‌گیری از جامعه انجام شده است؛ به همین دلیل از نظر زمان مقطعی است. با توجه به این که پژوهش حاضر بیشتر مفهوم عینی داشته و وابسته به آمار، عدد و رقم است بنابراین از نظر نوع داده کمی است. از نظر نحوه اجرا توصیفی پیمایشی است. روش پژوهش از نظر ارتباط بین متغیرها با توجه به این که تعیین رابطه علت و معلولی مشخص لازم است و پژوهشگر می‌خواهد علت یا عامل بروز یک مسأله را بشناسد از نوع علی و پس‌رویدادی است. جامعه آماری مورد مطالعه، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و لازم به یادآوری می‌باشد که انتخاب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری بدین لحاظ است که تقریباً قابل اتکاءترین اطلاعات در خصوص شرکت‌های ایرانی در این نهاد

<sup>1</sup> Anil, İ

<sup>2</sup> Rumelt

<sup>3</sup> Hogen & Biker

قرار داشته و از طرف دیگر تنها شرکت‌هایی هستند که سهام آن‌ها در بازار بورس قیمت‌گذاری و دادوستد می‌شود.

در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۲ لغایت ۱۳۹۶ با روش حذف سیستماتیک غربال شده و اطلاعات تعداد ۱۳۹ شرکت به‌عنوان نمونه انتخابی استخراج و مورد داده کاوی قرار گرفتند.

### فرضیه‌های پژوهش

#### فرضیه اصلی

بین تاثیر استراتژی تمایز بر انواع جریان نقدی در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

#### فرضیه‌های فرعی

۱- بین تاثیر استراتژی تمایز بر جریان نقد حسابداری در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

۲- بین تاثیر استراتژی تمایز بر ارزش ویژه جریان نقد در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

۳- بین تاثیر استراتژی تمایز بر جریان نقد آزاد در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

۴- بین تاثیر استراتژی تمایز بر جریان نقد سرمایه‌ای در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

### اندازه‌گیری متغیرها

#### استراتژی تمایز

برای مشخص نمودن استراتژی شرکت از شاخص‌های زیر استفاده می‌شود.

(۱)

نسبت کل هزینه‌های فروش، عمومی، اداری به فروش خالص (sga/sales)

نسبت فروش خالص به بهای تمام شده‌ی کالای فروش رفته (sales|cogs)

مقدار بیشتر دو شاخص فوق موید این است که شرکت از استراتژی تمایز استفاده کرده است (ولی پور، ۱۳۸۹).

### ساختار سرمایه

در این پژوهش برای اندازه‌گیری ساختار سرمایه از نسبت بازاری بدهی‌ها استفاده می‌شود. همچنین برای سنجش اتکای ساختار سرمایه بر بدهی یا حقوق صاحبان سهام، این نسبت با متوسط صنعت مقایسه می‌گردد به نحوی که اگر نسبت محاسبه شده از متوسط صنعت کمتر باشد بیانگر اتکای شرکت به حقوق صاحبان سهام در ساختار سرمایه، و در صورتی که بیشتر باشد بیانگر این اتکا بر بدهی‌ها است.

$$\text{نسبت بازاری بدهی‌ها} = \frac{\text{ارزش بازار بدهی‌ها}}{\text{ارزش بازار صاحبان سهام} + \text{ارزش بازار بدهی‌ها}}$$

جریان‌های نقدی حسابداری

استهلاک + سود بعد از مالیات (EAT) = جریان وجه نقد حسابداری

ارزش ویژه جریان‌های نقدی: در این پژوهش براساس فرمول زیر محاسبه می‌شود

مبلغ	شرح
XXX	سود خالص پس از مالیات اضافه (کسر) می‌گردد:
XXX	استهلاک دارایی‌های مشهود و نامشهود
(XXX)	افزایش در سرمایه در گردش
(XXX)	پرداخت اصل بدهی‌های مالی
XXX	افزایش در بدهی‌های مالی
(XXX)	افزایش در سایر دارایی‌ها
(XXX)	سرمایه‌گذاری ناخالص در دارایی‌های ثابت
XXX	ارزش دفتری دارایی‌های ثابت فروخته شده و کنار گذاشته شده
XXX	ارزش ویژه جریان‌های نقدی

جریان‌های نقدی آزاد

مبلغ	شرح
XXX	سود پس از کسر مالیات اضافه (کسر) می‌گردد:
XXX	استهلاک دارایی‌های مشهود و نامشهود
(XXX)	افزایش در سرمایه در گردش
(XXX)	افزایش در سایر دارایی‌ها
(XXX)	سرمایه‌گذاری ناخالص در دارایی‌های ثابت
XXX	بهره دریافت شده
XXX	ارزش دفتری دارایی ثابت فروخته شده و کنار گذاشته شده
XXX	جریان نقدی آزاد

جریان نقد سرمایه‌ای: شامل جریان نقدی حقوق صاحبان سهام و جریان نقدی بستانکاران است که برابر با بهره دریافت شده منهای افزایش در اصل بدهی‌ها است.

جریان نقد سرمایه‌ای = ارزش ویژه جریان نقدی + سود ناشی از سرمایه‌گذاری‌ها (بهره دریافتی) - افزایش در اصل بدهی‌ها  
 اندازه شرکت: برای اندازه شرکت‌ها می‌توان از متغیرهای لگاریتم فروش  $\log S$  و لگاریتم دارایی‌ها  $\log A$  استفاده کرد.

۴. یافته‌ها

H0: داده‌ها برای متغیرهای پژوهش از توزیع نرمال پیروی می‌کند.

H1: داده‌ها برای متغیرهای پژوهش از توزیع نرمال پیروی نمی‌کند.

جدول (۱) آزمون جارک - برا

شرح	مقدار جارک - برا	سطح معنی‌داری
استراتژی تمایز	۳۷/۹۵۶	۰/۰۰۰
ساختار سرمایه	۲۳/۴۹۳	۰/۰۰۰
جریان‌های نقدی	۲۳۶۱۵۲/۶	۰/۰۰۰
نسبت بازاری بدهی‌ها	۳/۰۰۵	۰/۲۲۲

۰/۰۰۰	۳۷/۷۱۵	جریان نقد حسابداری
۰/۰۰۰	۴۰۳۸۵/۲۵	ارزش ویژه جریان نقد
۰/۰۰۰	۶۹۴۲۷۶/۶	جریان نقد آزاد
۰/۰۰۰	۱۵۶۵۱۰۶/۰	جریان نقد سرمایه‌ای
۰/۰۰۰	۵۶۳۱۷۸/۸	حقوق صاحبان سهام
۰/۰۰۰	۵۲۶۷۰۴/۲	ساختار سرمایه متکی بر (بدهی)
۰/۰۰۰	۴۰۹۳۹/۱۷	انواع جریان‌های نقدی

از آزمون جارک-برا برای بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش استفاده شده است. نتایج این آزمون در جدول فوق ارائه شده است. براساس این آزمون چون سطح معناداری کلیه متغیرها به غیر از متغیر نسبت بازاری بدهی‌ها کمتر از ۰/۰۵ است، توزیع متغیرهای وابسته نرمال نمی‌باشد. گفتنی است زمانی که اندازه نمونه به اندازه کافی بزرگ باشد، انحراف از فرض نرمال بودن معمولاً بی‌اهمیت و پیامدهای آن ناچیز است. با توجه به قضیه حد مرکزی، می‌توان دریافت که حتی در غیاب نرمال بودن، آماره‌های آزمون به‌طور مجانبی از توزیع‌های مناسب پیروی خواهند کرد.

در برآورد مدل پانل دیتا با دو حالت کلی روبرو هستیم. حالت اول این است که عرض از مبدأ برای کلیه مقاطع یکسان است که در این صورت با مدل پول دیتا مواجه هستیم. حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام مقاطع متفاوت است که به این حالت پانل دیتا گفته می‌شود. برای شناسایی دو حالت فوق از آزمونی به نام اف-لیمر استفاده می‌شود.

برای انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، از آزمون F لیمر<sup>۱</sup> استفاده شد. در آزمون F لیمر، فرضیه  $H_0$  یکسان بودن عرض از مبداها (داده‌های تلفیقی) در مقابل فرضیه مخالف  $H_1$ ، ناهمسانی عرض از مبداها (روش داده‌های تابلویی) قرار می‌گیرد. نتیجه این آزمون نشان می‌دهد که روش‌های ترکیبی مناسب‌تر می‌باشند. خلاصه نتایج آزمون F لیمر، به شرح ذیل ارائه شده است.

<sup>1</sup> Fleamer

جدول (۲) نتایج آزمون F لیمر

شرح	آماره F	p-value	نتیجه آزمون	روش
مدل پژوهش	۷/۱۶۹۴۷۳	۰/۰۰۰۰	H <sub>0</sub> رد می شود	ترکیبی (تابلویی)
$\pm \beta_1 DEBT_{it} * DS_{it} \pm \beta_2 EQ_{it} * DS_{it} \pm \beta_3 DEBT_{it} * CLS_{it} \pm \beta_4 EQ_{it} * CLS_{it}$				
مدل پژوهش	۱۸۲/۵۵۴۹۲۶	۰/۰۰۰۰	H <sub>0</sub> رد می شود	ترکیبی (تابلویی)
$\alpha_{it} \pm \beta_1 DEBT_{it} * DS_{it} \pm \beta_2 EQ_{it} * DS_{it} \pm \beta_3 DEBT_{it} * CLS_{it} \pm \beta_4 EQ_{it} * CLS_{it}$				
مدل پژوهش	۱۳/۵۹۷۶۲۲	۰/۰۰۰۰	H <sub>0</sub> رد می شود	ترکیبی (تابلویی)
$\lambda_{it} \pm \beta_1 DEBT_{it} * DS_{it} \pm \beta_2 EQ_{it} * DS_{it} \pm \beta_3 DEBT_{it} * CLS_{it} \pm \beta_4 EQ_{it} * CLS_{it}$				
مدل پژوهش	۸/۴۶۶۲۰۸	۰/۰۰۰۰	H <sub>0</sub> رد می شود	ترکیبی (تابلویی)
$\alpha_{it} \pm \beta_1 DEBT_{it} * DS_{it} \pm \beta_2 EQ_{it} * DS_{it} \pm \beta_3 DEBT_{it} * CLS_{it} \pm \beta_4 EQ_{it} * CLS_{it}$				
مدل پژوهش	۱/۹۰۱۸۹۷	۰/۰۰۰۰	H <sub>0</sub> رد می شود	ترکیبی (تابلویی)
$\alpha_{it} \pm \beta_1 DEBT_{it} * DS_{it} \pm \beta_2 EQ_{it} * DS_{it} \pm \beta_3 DEBT_{it} * CLS_{it} \pm \beta_4 EQ_{it} * CLS_{it}$				

همان‌طور که مشاهده گردید به منظور تخمین مدل‌های پژوهش از روش تکنیک داده‌های ترکیبی (تابلویی) استفاده می‌شود.

جدول (۳) نتایج آزمون هاسمن

شرح	آماره خی دو	p-value	نتیجه آزمون	روش
$TCF_{it} = \alpha_{it} \pm \beta_1 DEBT_{it} * DS_{it} \pm \beta_2 EQ_{it} * DS_{it} \pm \beta_3 DEBT_{it} * CLS_{it} \pm \beta_4 EQ_{it} * CLS_{it}$				
مدل ۱ پژوهش	۱/۵۶۸۸۵۱	۰/۸۱۴۴	H <sub>0</sub> رد نمی شود	اثرات تصادفی
$CFA_{it} = \alpha_{it} \pm \beta_1 DEBT_{it} * DS_{it} \pm \beta_2 EQ_{it} * DS_{it} \pm \beta_3 DEBT_{it} * CLS_{it} \pm \beta_4 EQ_{it} * CLS_{it}$				
مدل ۲ پژوهش	۱/۷۲۵۲۵۷	۰/۷۸۶۱	H <sub>0</sub> رد نمی شود	اثرات تصادفی
$SVCF_{it} = \alpha_{it} \pm \beta_1 DEBT_{it} * DS_{it} \pm \beta_2 EQ_{it} * DS_{it} \pm \beta_3 DEBT_{it} * CLS_{it} \pm \beta_4 EQ_{it} * CLS_{it}$				
مدل ۳ پژوهش	۳/۱۴۱۴۹۶	۰/۵۳۴۴	H <sub>0</sub> رد نمی شود	اثرات تصادفی
$FCF_{it} = \alpha_{it} \pm \beta_1 DEBT_{it} * DS_{it} \pm \beta_2 EQ_{it} * DS_{it} \pm \beta_3 DEBT_{it} * CLS_{it} \pm \beta_4 EQ_{it} * CLS_{it}$				
مدل ۴ پژوهش	۱/۸۲۳۲۹۷	۰/۷۶۸۲	H <sub>0</sub> رد نمی شود	اثرات تصادفی
$CCF_{it} = \alpha_{it} \pm \beta_1 DEBT_{it} * DS_{it} \pm \beta_2 EQ_{it} * DS_{it} \pm \beta_3 DEBT_{it} * CLS_{it} \pm \beta_4 EQ_{it} * CLS_{it}$				

با توجه به نتایج به دست آمده از آزمون هاسمن روش اثرات تصادفی برای برازش مدل رگرسیونی (به استثنای مدل دوم و سوم) انتخاب می‌گردد.

### آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی

بین تاثیر استراتژی تمایز بر انواع جریان نقدی در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

جدول (۴) آزمون هم‌خطی بین متغیرهای پژوهش مربوط به فرضیه اصلی اول

آزمون هم‌خطی	مقادیر ویژه	شاخص وضعیت	نسبت واریانس		
			ثابت		
۱ (عدد ثابت)	۲/۰۳۷	۱/۰۰۰	۰/۰۲	۰/۰۰۰	۰۰/۰۰
۲	۰/۹۵۹	۱/۴۵۷	۰/۸۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
۳	۰/۰۰۴	۱۳/۳۰۱	۰/۰۹	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰

جدول (۵) آزمون رگرسیون چندگانه بین متغیرهای پژوهش (خلاصه مدل) مربوط به فرضیه اصلی اول

مدل	ضریب همبستگی چندگانه	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین واتسون	F آماره	سطح معناداری
۱	۰/۱۱۰	۰/۰۱۲	۰/۰۰۹	۱/۵۱۱	۴/۲۴۳	۰/۰۱۵

جدول (۶) ضرایب رگرسیونی مربوط به فرضیه اصلی اول

رگرسیون خطی	ضرایب غیر استاندارد		ضرایب استاندارد شده	t آماره	سطح معناداری
	B ستون	خطای معیار	مقدار بتا		
عدد ثابت	۱۵/۲۲۳	۰/۰۹۲	-	۱۶۵/۴۸۶	۰/۰۰۰
DEBTDS	۰/۹۸۲	۰/۵۶۷	۰/۷۴۸	۱/۷۳۳	۰/۰۸۴
EQDS	۱/۰۹۶	۰/۵۶۸	۰/۸۳۴	۱/۹۳۱	۰/۰۵۴



نتیجه شامل سه ستاده است. در ستاده اول با توجه به اینکه در فرضیه اصلی اول مقادیر ویژه کوچکی وجود ندارد و شاخص وضعیت از مقدار ۱۵ کمتر است، لذا امکان وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل وجود ندارد به عبارت دیگر مشکل جدی در استفاده از رگرسیون وجود ندارد.

ستاده دوم به ترتیب ضریب همبستگی چندگانه، ضریب تعیین، ضریب تعدیل شده و آماره دوربین واتسون، آماره F و سطح معناداری مربوط به آزمون فرضیه را ارائه می‌کند. یکی از مفروضاتی که در رگرسیون مدنظر قرار می‌گیرد، استقلال خطاها از یکدیگر است. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند امکان بهره‌مندی از رگرسیون وجود ندارد. به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. از آنجایی که مقدار آماره دوربین واتسون  $1/511$  (در فاصله  $1/5$  و  $2/5$ ) قرار دارد فرض عدم وجود همبستگی بین خطاها رد نمی‌شود و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد. با توجه به مقدار سطح معناداری مربوط به آماره F که کمتر از  $0/05$  می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت که بین تاثیر استراتژی تمایز بر انواع جریان نقدی در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آن‌ها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد. تحلیل واریانس رگرسیون برای بررسی قطعیت وجود رابطه خطی بین دو متغیر است. در این فرضیه،  $sig$  کمتر از ۵ درصد است؛ پس فرض خطی بودن رابطه دو متغیر پذیرفته می‌شود. در ستاده سوم و در ستون B به ترتیب مقدار ثابت و ضریب متغیر مستقل در معادله رگرسیون آورده شده است. در این فرضیه مدل رگرسیون به شرح زیر می‌باشد:

$$Y = \alpha \pm bx_1$$

$$TCF_{it} = \alpha_{it} \pm \beta_1 DEBT_{it} * DS_{it} \pm \beta_2 EQ_{it} * DS_{it}$$

$$TCF_{it} = 15.223 + 0.748 DEBT_{it} * DS_{it} + 0.834 EQ_{it} * DS_{it}$$

با توجه به این که در ضرایب استاندارد نشده مقیاس متغیرها با یکدیگر یکسان نیستند اما در ضرایب استاندارد شده مقیاس متغیرها یکسان شده و امکان مقایسه متغیرها وجود دارد بنابراین برای میزان اثرات متغیر مستقل بر متغیر وابسته از ضرایب استاندارد شده سود جسته می‌شود. که در این فرضیه استراتژی تمایز بر انواع جریان نقدی در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها و ساختار سرمایه آن‌ها متکی بر حقوق صاحبان سهام تأثیر مثبت دارد.

فرضیه‌های فرعی:

فرضیه فرعی اول: بین تاثیر استراتژی تمایز بر جریان نقد حسابداری در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

جدول (۷) آزمون هم‌خطی بین متغیرهای پژوهش مربوط به فرضیه فرعی اول

آزمون هم‌خطی	مقادیر ویژه	شاخص وضعیت	نسبت واریانس		
			ثابت		
۱ (عدد ثابت)	۲/۰۳۷	۱/۰۰۰	۰/۰۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰
۲	۰/۹۵۹	۱/۴۵۷	۰/۸۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
۳	۰/۰۰۴	۱۳/۳۰۱	۰/۰۹	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰

جدول (۸) آزمون رگرسیون چندگانه بین متغیرهای پژوهش (خلاصه مدل) مربوط به فرضیه فرعی اول

مدل	ضریب همبستگی چندگانه	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دورین واتسون	F آماره	سطح معناداری
۱	۰/۰۶۳	۰/۰۰۴	۰/۰۰۱	۱/۶۲۳	۱/۳۷۰	۰/۲۵۵

جدول (۹) ضرایب رگرسیونی مربوط به فرضیه فرعی اول

رگرسیون خطی	ضرایب غیراستاندارد		ضرایب استاندارد شده	t آماره	سطح معناداری
	B ستون	خطای معیار	مقدار بتا		
عدد ثابت	۱۴/۱۹۵	۰/۰۶۳	-	۲۲۶/۴۷۱	۰/۰۰
DEBTDS	۰/۲۱۵	۰/۳۸۶	۰/۲۴۲	۰/۵۵۸	۰/۵۷۷
EQDS	۲۶۸	۰/۳۸۷	۰/۳۰۰	۰/۶۹۲	۰/۴۸۹

نتیجه شامل سه ستاده است. در ستاده اول با توجه به اینکه در فرضیه فرعی اول مقادیر ویژه کوچکی وجود ندارد و شاخص وضعیت از مقدار ۱۵ کمتر است، لذا امکان وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وجود ندارد به عبارت دیگر مشکل جدی در استفاده از رگرسیون وجود ندارد.

ستاده دوم به ترتیب ضریب همبستگی چندگانه، ضریب تعیین، ضریب تعیین تعدیل شده و آماره دوربین واتسون، آماره F و سطح معناداری مربوط به آزمون فرضیه را ارائه می‌کند. یکی از مفروضاتی که در رگرسیون مدنظر قرار می‌گیرد، استقلال خطاها از یکدیگر است. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند امکان بهره‌مندی از رگرسیون وجود ندارد. به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. از آنجایی که مقدار آماره دوربین واتسون  $1/623$  (در فاصله  $1/5$  و  $2/5$ ) قرار دارد فرض عدم وجود همبستگی بین خطاها رد نمی‌شود و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد. با توجه به مقدار سطح معناداری مربوط به آماره F که  $0/255$  و بیشتر از  $0/05$  می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت که بین تاثیر استراتژی تمایز بر جریان نقد حسابداری در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود ندارد. در ستون B به ترتیب مقدار ثابت و ضریب متغیر مستقل در معادله رگرسیون آورده شده است. در این فرضیه مدل رگرسیون به شرح زیر می‌باشد:

$$Y = \alpha \pm bx_1$$

$$CFA_{it} = \alpha_{it} \pm \beta_1 DEBT_{it} * DS_{it} \pm \beta_2 EQ_{it} * DS_{it}$$

$$CFA_{it} = 14.195 + 0.577 DEBT_{it} * DS_{it} + 0.489 EQ_{it} * DS_{it}$$

با توجه به این که در ضرایب استاندارد نشده مقیاس متغیرها با یکدیگر یکسان نیستند اما در ضرایب استاندارد شده مقیاس متغیرها یکسان شده و امکان مقایسه متغیرها وجود دارد بنابراین برای میزان اثرات متغیر مستقل بر متغیر وابسته از ضرایب استاندارد شده سود جسته می‌شود. که در این فرضیه استراتژی تمایز بر جریان نقد حسابداری در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها و ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تأثیر مثبت دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین تاثیر استراتژی تمایز بر ارزش ویژه جریان نقد در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

جدول (۱۰) آزمون هم‌خطی بین متغیرهای پژوهش مربوط به فرضیه فرعی دوم

آزمون هم‌خطی	مقادیر ویژه	شاخص وضعیت	نسبت واریانس		
			ثابت		
(عدد ثابت) ۱	۲/۰۳۷	۱/۰۰۰	۰/۰۲	۰/۰۰۰	۰۰/۰۰

۲	۰/۹۵۹	۱/۴۵۷	۰/۸۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
۳	۰/۰۰۴	۱۳/۳۰۱	۰/۰۹	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰

جدول (۱۱) آزمون رگرسیون چندگانه بین متغیرهای پژوهش (خلاصه مدل) مربوط به فرضیه فرعی دوم

سطح معناداری	F آماره	آماره دورین و اتسون	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	ضریب همبستگی چندگانه	مدل
۰/۴۵۷	۰/۷۸۳	۱/۷۱۱	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	۰/۰۴۸	۱

جدول (۱۲) ضرایب رگرسیونی مربوط به فرضیه فرعی دوم

رگرسیون خطی	ضرایب غیراستاندارد		ضرایب استاندارد شده	t آماره	سطح معناداری
	B ستون	خطای معیار	مقدار بتا		
عدد ثابت	۰/۶۴۱	۰/۰۱۸	-	۳۶/۱۸۹	۰/۰۰۰
DEBTDS	۰/۱۱۵	۰/۱۰۹	۰/۴۵۹	۱/۰۵۸	۰/۲۹۰
EQDS	۰/۱۰۹	۰/۱۰۹	۰/۴۳۲	۰/۹۹۵	۰/۳۲۰

نتیجه شامل سه ستاده است. در ستاده اول با توجه به اینکه در فرضیه فرعی دوم مقادیر ویژه کوچکی وجود ندارد و شاخص وضعیت از مقدار ۱۵ کمتر است، لذا امکان وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل وجود ندارد به عبارت دیگر مشکل جدی در استفاده از رگرسیون وجود ندارد.

ستاده دوم به ترتیب ضریب همبستگی چندگانه، ضریب تعیین، ضریب تعیین تعدیل شده و آماره دورین و اتسون، آماره F و سطح معناداری مربوط به آزمون فرضیه را ارائه می‌کند. یکی از مفروضاتی که در رگرسیون مدنظر قرار می‌گیرد، استقلال خطاها از یکدیگر است. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند امکان بهره‌مندی از رگرسیون وجود ندارد. به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر آزمون دورین و اتسون استفاده شده است. از آنجایی که مقدار آماره دورین و اتسون ۱/۷۱۱ (در فاصله ۱/۵ و ۲/۵) قرار دارد فرض عدم وجود همبستگی بین خطاها رد نمی‌شود و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد. با توجه به مقدار سطح معناداری مربوط به آماره F که ۰/۴۵۷ و بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت که بین تاثیر استراتژی تمایز بر ارزش ویژه جریان نقد در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر

بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود ندارد. در ستاده سوم و در ستون B به ترتیب مقدار ثابت و ضریب متغیر مستقل در معادله رگرسیون آورده شده است. در این فرضیه مدل رگرسیون به شرح زیر می‌باشد:

$$Y = \alpha \pm bx_1$$

$$SVCF_{it} = \alpha_{it} \pm \beta_1 DEBT_{it} * DS_{it} \pm \beta_2 EQ_{it} * DS_{it}$$

$$SVCF_{it} = .641 + 0.459 DEBT_{it} * DS_{it} + 0.432 EQ_{it} * DS_{it}$$

با توجه به این که در ضرایب استاندارد نشده مقیاس متغیرها با یکدیگر یکسان نیستند اما در ضرایب استاندارد شده مقیاس متغیرها یکسان شده و امکان مقایسه متغیرها وجود دارد بنابراین برای میزان اثرات متغیر مستقل بر متغیر وابسته از ضرایب استاندارد شده سود جسته می‌شود. که در این فرضیه استراتژی تمایز بر ارزش ویژه جریان نقد در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها و ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تأثیر مثبت دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین تاثیر استراتژی تمایز بر جریان نقد آزاد در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

جدول (۱۳) آزمون هم‌خطی بین متغیرهای پژوهش مربوط به فرضیه فرعی سوم

آزمون هم‌خطی	مقادیر ویژه	شاخص وضعیت	نسبت واریانس		
			ثابت		
۱ (عدد ثابت)	۲/۰۳۷	۱/۰۰۰	۰/۰۲	۰/۰۰۰	۰۰/۰۰
۲	۰/۹۵۹	۱/۴۵۷	۰/۸۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
۳	۰/۰۰۴	۱۳/۳۰۱	۰/۰۹	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰

جدول (۱۴) آزمون رگرسیون چندگانه بین متغیرهای پژوهش (خلاصه مدل) مربوط به فرضیه فرعی سوم

مدل	ضریب همبستگی چندگانه	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین واتسون	F آماره	سطح معناداری
۱	۰/۲۰۱	۰/۰۴۰	۰/۰۳۷	۱/۵۷۳	۱۴/۵۰۸	۰/۰۰۰

جدول (۱۵) ضرایب رگرسیونی مربوط به فرضیه فرعی سوم

رگرسیون خطی	ضرایب غیراستاندارد		ضرایب استاندارد شده	t آماره	سطح معناداری
	B ستون	خطای معیار	مقدار بتا		
عدد ثابت	۰/۱۵۹	۰/۰۴۳	-	۳/۶۹۳	۰/۰۰۰
DEBTDS	۱/۴۱۵	۰/۲۶۵	۲/۲۷۱	۵/۳۳۶	۰/۰۰۰
EQDS	۱/۴۲۹	۰/۲۶۶	۲/۲۹۰	۵/۳۸۰	۰/۰۰۰

نتیجه شامل سه ستاده است. در ستاده اول با توجه به اینکه در فرضیه فرعی سوم مقادیر ویژه کوچکی وجود ندارد و شاخص وضعیت از مقدار ۱۵ کمتر است، لذا امکان وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وجود ندارد به عبارت دیگر مشکل جدی در استفاده از رگرسیون وجود ندارد.

ستاده دوم به ترتیب ضریب همبستگی چندگانه، ضریب تعیین، ضریب تعدیل شده و آماره دوربین واتسون، آماره F و سطح معناداری مربوط به آزمون فرضیه را ارائه می‌کند. یکی از مفروضاتی که در رگرسیون مدنظر قرار می‌گیرد، استقلال خطاها از یکدیگر است. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند امکان بهره‌مندی از رگرسیون وجود ندارد. به‌منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. از آنجایی که مقدار آماره دوربین واتسون  $1/573$  (در فاصله  $1/5$  و  $2/5$ ) قرار دارد فرض عدم وجود همبستگی بین خطاها رد نمی‌شود و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد. با توجه به مقدار سطح معناداری مربوط به آماره F که کمتر از  $0/05$  می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت که بین تاثیر استراتژی تمایز بر جریان نقد آزاد در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد. تحلیل واریانس رگرسیون برای بررسی قطعیت وجود رابطه خطی بین دو متغیر است. در این فرضیه، sig کمتر از ۵ درصد است؛ پس فرض خطی بودن رابطه دو متغیر پذیرفته می‌شود. در ستاده سوم و در ستون B به ترتیب مقدار ثابت و ضریب متغیر مستقل در معادله رگرسیون آورده شده است. در این فرضیه مدل رگرسیون به شرح زیر می‌باشد:

$$Y = \alpha \pm bx_1$$

$$FCF_{it} = \alpha_{it} \pm \beta_1 DEBT_{it} * DS_{it} \pm \beta_2 EQ_{it} * DS_{it}$$

$$FCF_{it} = .159 + 2.271 DEBT_{it} * DS_{it} + 2.290 EQ_{it} * DS_{it}$$

با توجه به این که در ضرایب استاندارد نشده مقیاس متغیرها با یکدیگر یکسان نیستند اما در ضرایب استاندارد شده مقیاس متغیرها یکسان شده و امکان مقایسه متغیرها وجود دارد بنابراین برای میزان اثرات متغیر مستقل بر متغیر وابسته از ضرایب استاندارد شده سود جسته می‌شود. که در این فرضیه استراتژی تمایز بر جریان نقد آزاد در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام تأثیر مثبت دارد.

فرضیه فرعی چهارم: بین تأثیر استراتژی تمایز بر جریان نقد سرمایه‌ای در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

جدول (۱۶) آزمون هم‌خطی بین متغیرهای پژوهش مربوط به فرضیه فرعی چهارم

آزمون هم‌خطی	مقادیر ویژه	شاخص وضعیت	نسبت واریانس		
			ثابت		
۱ (عدد ثابت)	۲/۰۳۷	۱/۰۰۰	۰/۰۲	۰/۰۰۰	۰۰/۰۰
۲	۰/۹۵۹	۱/۴۵۷	۰/۸۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
۳	۰/۰۰۴	۱۳/۳۰۱	۰/۰۹	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰

جدول (۱۷) آزمون رگرسیون چندگانه بین متغیرهای پژوهش (خلاصه مدل) مربوط به فرضیه فرعی چهارم

مدل	ضریب همبستگی چندگانه	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین واتسون	F آماره	سطح معناداری
۱	۰/۱۸۹	۰/۰۳۶	۰/۰۳۳	۱/۵۴۰	۱۲/۸۵۰	۰/۰۰۰

جدول (۱۸) ضرایب رگرسیونی مربوط به فرضیه فرعی چهارم

رگرسیون خطی	ضرایب غیر استاندارد		ضرایب استاندارد شده	t آماره	سطح معناداری
	B ستون	خطای معیار	مقدار بتا		
عدد ثابت	۰/۲۲۸	۰/۰۵۹	-	۳/۸۷۹	۰/۰۰۰
DEBTDS	۰/۳۳۳	۰/۳۶۲	۰/۳۹۲	۰/۹۱۹	۰/۳۵۸
EQDS	۰/۱۷۴	۰/۳۶۳	۰/۲۰۵	۰/۴۷۹	۰/۶۳۲

نتیجه شامل سه ستاده است. در ستاده اول با توجه به اینکه در فرضیه فرعی چهارم مقادیر ویژه کوچکی وجود ندارد و شاخص وضعیت از مقدار ۱۵ کمتر است، لذا امکان وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وجود ندارد به عبارت دیگر مشکل جدی در استفاده از رگرسیون وجود ندارد.

ستاده دوم به ترتیب ضریب همبستگی چندگانه، ضریب تعیین، ضریب تعیین تعدیل شده و آماره دوربین واتسون، آماره F و سطح معناداری مربوط به آزمون فرضیه را ارائه می‌کند. یکی از مفروضاتی که در رگرسیون مدنظر قرار می‌گیرد، استقلال خطاها از یکدیگر است. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند امکان بهره‌مندی از رگرسیون وجود ندارد. به‌منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. از آنجایی که مقدار آماره دوربین واتسون  $1/540$  (در فاصله  $1/5$  و  $2/5$ ) قرار دارد فرض عدم وجود همبستگی بین خطاها رد نمی‌شود و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد. با توجه به مقدار سطح معناداری مربوط به آماره F که کمتر از  $0/05$  می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت که بین تاثیر استراتژی تمایز بر جریان نقد سرمایه‌ای در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی - ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد. تحلیل واریانس رگرسیون برای بررسی قطعیت وجود رابطه خطی بین دو متغیر است. در این فرضیه، sig کمتر از ۵ درصد است؛ پس فرض خطی بودن رابطه دو متغیر پذیرفته می‌شود. در ستاده سوم و در ستون B به ترتیب مقدار ثابت و ضریب متغیر مستقل در معادله رگرسیون آورده شده است. در این فرضیه مدل رگرسیون به شرح زیر می‌باشد:

$$Y = \alpha \pm bx_1$$

$$CCF_{it} = \alpha_{it} \pm \beta_1 DEBT_{it} * DS_{it} \pm \beta_2 EQ_{it} * DS_{it}$$

$$CCF_{it} = .228 + .392 DEBT_{it} * DS_{it} + .2205 EQ_{it} * DS_{it}$$

با توجه به این که در ضرایب استاندارد نشده مقیاس متغیرها با یکدیگر یکسان نیستند اما در ضرایب استاندارد شده مقیاس متغیرها یکسان شده و امکان مقایسه متغیرها وجود دارد بنابراین برای میزان اثرات متغیر مستقل بر متغیر وابسته از ضرایب استاندارد شده سود جسته می‌شود. که در این فرضیه استراتژی تمایز بر جریان نقد سرمایه‌ای در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها و ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام تأثیر مثبت دارد.



## ۵. بحث و نتیجه‌گیری

نتیجه‌گیری مبتنی بر آزمون فرضیه اصلی اول: بین تاثیر استراتژی تمایز بر انواع جریان نقدی در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

نتایج فرضیه حاضر نشان داد که، بین تاثیر استراتژی تمایز بر انواع جریان نقدی در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد. تصمیمات تامین مالی شرکت‌ها و انتخاب آنها بین تامین مالی از طریق بدهی یا سرمایه، به‌طور چشمگیری متاثر از ویژگی‌های داری‌های آنها می‌باشد. در شرکت‌هایی که استراتژی رقابتی را پیش گرفته‌اند؛ ساختار دارایی‌ها، غیراختصاصی می‌باشد و می‌توان آنها را از طریق منابع به‌دست آمده از بدهی، تهیه نمود. زیرا که در زمان تسویه شرکت، امکان نقدشوندگی بالاتری دارند. این در حالی است که در شرکت‌های دارای توان رقابتی پایین، دارایی‌ها، اختصاصی می‌باشند و باید از طریق منابع حاصل از آورده سهامداران، تهیه شوند. زیرا که در زمان تسویه شرکت، امکان نقدشوندگی کمتری دارند نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش‌های وظیفه‌دوست (۱۳۹۲)، هم‌سو است.

نتیجه‌گیری مبتنی بر آزمون فرضیه ۱-۱ بین تاثیر استراتژی تمایز بر جریان نقد حسابداری در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

نتایج فرضیه حاضر نشان داد که، بین تاثیر استراتژی تمایز بر جریان نقد حسابداری در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود ندارد. نتایج این فرضیه مطابق با نتایج پژوهش هنربخش و همکاران (۱۳۹۱)، می‌باشد. نتایج پژوهش هنربخش و همکاران (۱۳۹۱)، نشان داده است که در شرکت‌های با استراتژی رهبری هزینه، سود تقسیمی رابطه مثبتی با عملکرد شرکت دارد. و در شرکت‌های با استراتژی تمایز محصول، متغیر اندازه شرکت، رابطه مثبت با عملکرد اما سود تقسیمی رابطه منفی با عملکرد شرکت دارند.

نتیجه‌گیری مبتنی بر آزمون فرضیه ۱-۲ بین تاثیر استراتژی تمایز بر ارزش ویژه جریان نقد در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

نتایج فرضیه حاضر نشان داد که، بین تاثیر استراتژی تمایز بر ارزش ویژه جریان نقد در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود ندارد. بقا و موفقیت سازمان‌ها در محیط پر رمز و راز و رقابتی دنیای معاصر که تغییر و تحول، سرعت، پیچیدگی و عدم اطمینان، خاصیت اصلی آن است نیازمند انتخاب و اجرای استراتژی-های اثربخش و بهبود مستمر عملکرد است. این مهم، از طریق طراحی و تعیین اهداف و استراتژی‌های کسب‌وکار از جمله استراتژی تمایز، برنامه‌ریزی و اجرای آن‌ها و به تبع آن کنترل و ارزیابی عملکرد محقق می‌گردد. نتایج به دست آمده از این فرضیه با نتایج پژوهش‌های ولی‌پور (۱۳۸۹) مایرز (۱۹۷۷)، مشابه است. نتیجه‌گیری مبتنی بر آزمون فرضیه ۱-۳ بین تاثیر استراتژی تمایز بر جریان نقد آزاد در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

نتایج فرضیه حاضر نشان داد که، بین تاثیر استراتژی تمایز بر جریان نقد آزاد در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش جاگی و گول (۲۰۰۰)، که رابطه مستقیمی را بین مدیریت سود و جریان‌های نقدی آزاد زیاد در شرکت‌های با رشد کم پیدا کردند، مطابقت دارد. از طرفی با نتایج پژوهش مرادزاده فرد و دیگران (۱۳۸۹) که به بررسی میزان ارتباط جریان نقدی آزاد شرکت با ارزش بازار سهام در بورس اوراق بهادار پرداختند و به این نتیجه دست یافتند که در سطح کل شرکت‌ها بین جریان نقدی آزاد شرکت و قیمت سهام در سطح خطای ۵ درصد ارتباط معناداری وجود ندارد، مغایر است. نتیجه‌گیری مبتنی بر آزمون فرضیه ۱-۴ بین تاثیر استراتژی تمایز بر جریان نقد سرمایه‌ای در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

نتایج فرضیه حاضر نشان داد که، بین تاثیر استراتژی تمایز بر جریان نقد سرمایه‌ای در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش ولی‌پور و باصری (۱۳۸۹) که به بررسی تاثیر موقعیت استراتژیک بر عملکرد شرکت، پرداخته و به این نتیجه رسیدند که اگرچه به کارگیری استراتژی

تمایز و رهبری هزینه‌ها منجر به ایجاد عملکرد موفق مالی می‌گردد، اما تنها با به‌کارگیری استراتژی تمایز می‌توان این عملکرد موفق مالی را در سال‌های آتی حفظ نمود، مطابقت و هم‌خوانی دارد.

### پیشنهادهایی مبتنی بر یافته‌های پژوهش

پیشنهاد مربوط به فرضیه اصلی اول: بین تاثیر استراتژی تمایز بر انواع جریان نقدی در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

به سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل پیشنهاد می‌گردد، ساختار سرمایه شرکت‌ها را از نظر اتکا بر بدهی و حقوق صاحبان سهام به منظور انتخاب بهترین گزینه سرمایه‌گذاری ارزیابی و مقایسه کنند و ساختار سرمایه شرکت‌ها را با مدنظر قرار دادن اثر استراتژی تمایز بر بخش‌های مختلف صورت جریان وجه نقد، جهت پیش-بینی مشکلات احتمالی آینده و رشد یا رکورد آتی شرکت اختصاص دهند.

پیشنهاد مربوط به فرضیه ۱-۱ بین تاثیر استراتژی تمایز بر جریان نقد حسابداری در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

به مدیران مالی پیشنهاد می‌شود استراتژی‌های مناسب در شرکت را با توجه به نقاط ضعف و قوت آن شرکت از لحاظ منابع مالی در دسترس انتخاب کنند. پیشنهاد مربوط به فرضیه ۱-۲ بین تاثیر استراتژی تمایز بر ارزش ویژه جریان نقد در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد. به مدیران مالی بنگاه‌ها پیشنهاد می‌شود برای رسیدن به موقعیتی متمایز نسبت به دیگر رقبای خود در صنعت، به یک یا چند ویژگی که از نظر خریداران مهم تلقی می‌شود پاسخ داده و از این طریق قیمتی بالاتر را به بازار ارائه دهند.

پیشنهاد مربوط به فرضیه ۱-۳ بین تاثیر استراتژی تمایز بر جریان نقد آزاد در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

با توجه به اهداف استراتژیک و تحلیل تصمیمات سرمایه‌گذاری، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد برای ایجاد و کسب ارزش موردنیاز برای رسیدن به بازدهی از استراتژی تمایز استفاده کنند.

پیشنهاد مربوط به فرضیه ۱-۴ بین تاثیر استراتژی تمایز بر جریان نقد سرمایه‌ای در شرکت‌هایی که ساختار سرمایه متکی بر بدهی‌ها دارند با شرکت‌هایی که ساختار سرمایه آنها متکی بر حقوق صاحبان سهام است تفاوت معنی‌داری وجود دارد. حداکثر کردن ارزش شرکت‌ها مستلزم اجرای طرح‌های سودآور است، بنابراین با توجه به شرایط بازار رقابت به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود روش تامین مالی مناسبی برای افزایش سودآوری و ادامه حیات شرکت‌ها تعیین نمایند.

## ۶. منابع

۱. احدی سرکانی، سیدیوسف؛ عمرانی، الناز (۱۳۹۵). بررسی عوامل مؤثر بر انحراف قیمت بازار سهام از ارزش فعلی جریان‌ات نقدی آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مقاله ۴، دوره ۹، شماره ۳۱، پاییز، صفحه ۵۳-۶۸.
۲. افشاری‌منش، فاطمه (۱۳۹۴)، بررسی تاثیر نوع صنعت بر ساختار سرمایه شرکت‌های پتروشیمی، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی - بانکداری.
۳. بادآورنهدی، یونس، بیورانی، حسین و آبروان، حمزه (۱۳۹۱)، بررسی تاثیر نوسانات جریان‌ات نقدی بر ریسک سیستماتیک شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های مدیریت، ویژه‌نامه شماره ۹۳ و ۹۲، صص ۵۳-۶۹.
۴. پورحیدری، امید؛ ودیعی، محمدحسین؛ هوشمندزعفرانیه، رحمت‌اله؛ دهقانی، مرتضی؛ دهقان، فاطمه (۱۳۹۵). فصلنامه علمی پژوهشی و راهبرد مدیریت مالی. مقاله ۱، دوره ۴، شماره ۲، تابستان، صفحه ۱-۲۳.
۵. جهانخانی، علی و محمد طالبی. (۱۳۸۸). «بررسی و نقد انواع شاخص‌های نقدینگی شرکت‌ها»، تحقیقات مالی، سال چهارم، ش ۱۳ و ۱۴، صص ۶-۳۱.
۶. حدادیان، علیرضا و منظمی‌برهانی، مسعود و ابراهیم رحیمی. (۱۳۹۳). تاثیر استراتژی‌های تمرکز و تمایز بر عملکرد با در نظر گرفتن نقش واسط قابلیت‌های بازاریابی و قابلیت‌های تکنولوژی. اولین کنفرانس بین‌المللی اقتصاد، مدیریت، حسابداری و علوم اجتماعی، رشت، ایران.
۷. ستایش، محمدحسین، صالحی‌نیا، محسن، (۱۳۹۴)، تاثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان‌های نقدی آزاد، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۵۱، صص ۱۵-۳۲.

۸. صالحی، مهدی و سمیه، یوسفی (۱۳۹۵). رابطه ساختار سرمایه با بازده دارایی‌ها و با تاکید بر تورم ایجاد شده حاصل از تصمیم‌گیری‌های دولت. راهبرد مدیریت مالی، دوره (۴)، شماره (۱)، سال (۲۰۱۶-۶)، صفحات (۳۷-۵۷).
۹. طهماسبی و همکاران (۱۳۹۴)، بررسی استراتژی رهبری مدیریت بهینه‌سازی هزینه با ارائه مدل مدیریت در نگهداری و تعمیرات بهره‌ور فراگیر تعالی سازمانی، فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت، سال دوم، شماره اول، صص ۱۷۷-۲۰۰.
۱۰. عرب‌صالحی مهدی، مویدفر رزیتا، کریمی سجاد، (۱۳۹۱)، تأثیر ریسک محیط، استراتژی شرکت و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره شماره ۳(۱۳)، صص ۴۷-۷۰.
۱۱. عرب‌صالحی، مهدی، مؤیدفر، رزیتا و سجاد کریمی. (۱۳۹۰). تأثیر ریسک محیط، استراتژی شرکت و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال چهارم، شماره سوم، صص ۴۷-۷۰.
۱۲. عربی، سیدهادی، ربیعی، ریحانه (۱۳۹۵). تئوری نمایندگی، ساختار سرمایه و عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. مجله: جستارهای اقتصادی. بهار و تابستان - شماره ۲۵ علمی- پژوهشی ۲۲ صفحه - از ۱۲۱ تا ۱۴۲.
۱۳. غریب‌نواز، نادر، بابایی، محمدعلی، (۱۳۸۷)، "تحلیل استراتژی بازاریابی رقابتی از: دیدگاه بازاریابی و دیدگاه رقابت"، ماهنامه مهندسی خودرو و صنایع وابسته، سال اول، شماره ۴، صص ۳۶-۳۹.
۱۴. کاشانی‌پور، محمد؛ سعید راسخی، بیژن نقی‌نژاد و امیر رسانیان، (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین محدودیت‌های مالی با حساسیت جریان‌ات نقدی وجه نقد"، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز. دوره دوم. شماره دوم. صص ۷۴-۵۱.
۱۵. کفاش‌پور، آذر، شبان‌برون، امید، رحیمی، ابراهیم، (۱۳۹۴)، بررسی تاثیر استراتژی‌های رقابتی تمایز و رهبری هزینه بر عملکرد با در نظر گرفتن نقش واسط بازارگرایی پیشگام و بازارگرایی واکنشی (مورد مطالعه: شرکت‌های تولیدی بزرگ و متوسط شهرک‌های صنعتی شهرستان مشهد)، همایش علمی پژوهشی یافته‌های نوین علوم مدیریت، کارآفرینی و آموزش ایران.

۱۶. لطفی، حسین، (۱۳۸۳)، بررسی تاثیر ساختار مالی بر هزینه سرمایه و قیمت سهام در شرکت‌های خودرو و سیمان پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، مطالعات حسابداری، شماره ۲۵، ۱۲۷-۱۴۶.
۱۷. موسوی‌شیری، محمود و ماهرخ شاکری. (۱۳۹۳). استراتژی، حسابداری مدیریت استراتژیک و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله حسابداری مدیریت، دوره ۷، شماره ۲۰، صص ۹۳-۱۰۷.
۱۸. نیکومرام هاشم، رهنمای رودپشتی فریدون، فرشاد هیبتی. (۱۳۹۱). مبانی مدیریت مالی، جلد دوم، انتشارات ترمه.
۱۹. ولی‌پور، هاشم. (۱۳۸۹)، مربوط بودن نوسانات جریان‌های نقدی برای پیش‌بینی بازده سهام، مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، شماره دوم، صص ۴۳-۶۵.
۲۰. ولی‌پور، هاشم، وهاب رستمی و علیرضا شهابی (۱۳۸۹). مربوط بودن سطوح و اجزا سود، گزارش شده برای پیش‌بینی ارزش شرکت، مجله حسابداری مدیری، شماره هفتم، ۱۰۷-۹۳.
21. Anil, I., & Yiğit, I, (2016), "The Relation between Diversification Strategy and Organizational Performance: A Research on Companies Registered to the Istanbul Stock Exchange Market. *Procedia*" - Social and Behavioral Sciences, 24(0), 1494-1509.
22. Chathoth, K. Prakash & Michael D. Olsen. (2017). The Effect of Environment Risk, Corporate Strategy, and Capital Structure on Firm Performance. *Journal of Hospitality Management*, Vol. 26, pp.502- 516.
23. Crawford, C. M. (1977). Marketing Research and the New Product Failure Rate. *Journal of Marketing*, Vol. 41 No. 2, Pp. 51-61.
24. Hogen J.L, & Beker, F. (2014). Sensitivity of External Resource to Cash Flow under Financial Constrained. *International Business Review*, Vol. 23, Pp. 920-930.
25. Huang, R, Jui, K, Tan, K, & Faff, R, W., (2016), CEO Overconfidence and Corporate Debt Maturity, *Journal of Corporate Finance*, S0929-1199(15)00130-3.
26. Nicos, A.S., J.Barrese, and P.wang., (2015). The Impact of Cash Flow Volatility on systematic Risk, *Journal of Insurance Issues*, pp.43-71.
27. Rajiv, D. B., and Raj, M., and Arindam. T. (2014). Does a Differentiation Strategy Lead to More Sustainable Financial Performance than a Cost Leadership Strategy?. *Management Decision*, Vol. 52, No. 5, Pp. 872 - 896
28. Parek, I. & Jang, A. (2013). Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say? *Journal of Finance*, 62(4), 1747-1787.
29. Takros. H. (2014), Cash-flows, earnings, and time-varying expected stoch returns, Department of Economics University of North Dakota, Vol.29, pp.42-62.