

فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت

دوره ۱۰، شماره چهارم، زمستان ۱۳۹۹، صص ۷۱ - ۹۷

ارزش انعطاف‌پذیری مالی و سیاست‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

سید علیرضا موسوی^۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۸/۱۱، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۱۰/۲۵

چکیده

هدف این تحقیق بررسی ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی و سیاست‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. پژوهش حاضر از نوع توصیفی-همبستگی است و فرضیه‌های آن بر مبنای فرضیه‌های مقاله انگلیسی راب و همکاران (۲۰۱۳) تدوین گردیده است. جامعه آماری این پژوهش، شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۹ لغایت سال ۱۳۹۳ بوده و نمونه مورد بررسی، از طریق روش حذف سیستماتیک از جامعه آماری، انتخاب شد. با توجه به شرایط معین، تعداد ۱۵۵ شرکت به‌عنوان نمونه آماری این پژوهش، انتخاب شدند. گفتنی است با استفاده از رگرسیون چندمتغیره، مدل داده‌های ترکیبی و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی (EGLS)، به آزمون فرضیه‌های تدوین شده پرداخته شد. روش آماری مورد استفاده در این پژوهش، روش داده‌های ترکیبی می‌باشد. در این مطالعه برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار Eviews9 و Excel بهره گرفته شده است. با توجه به فرضیه‌های پژوهش ارتباطی معکوس و معنادار بین ارزش انعطاف‌پذیری مالی شرکت با سه عامل پرداخت سود نقدی توسط شرکت و اهرم مالی شرکت و تغییرات موجودی نقد آن وجود دارد. نتایج بررسی‌های پژوهش حاکی از این موضوع است که شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری مالی را با ارزش‌تر در نظر می‌گیرند، سود سهام کمتری را پرداخت می‌کنند و بازخرید سهام را به سود سهام ترجیح می‌دهند. نسبت‌های اهرمی پایین‌تری دارند و تمایل به انباشته کردن وجه نقد بیشتر دارند.

کلمات کلیدی: ارزش انعطاف‌پذیری مالی، پرداخت سود سهام، اهرم مالی، سطح نگهداشت

وجه نقد

^۱ استادیار بخش مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزآباد، فیروزآباد، فارس، ایران.

میزان هماهنگی شرکت با محیط اطراف، دید داخلی واقع‌گرایانه از قابلیت‌های عمده شرکت و مزایای رقابتی آن و نیز اجرا و نظارت دقیق شرکت. هر شرکت ابتدا باید بداند که چه هویتی دارد، کجا قرار دارد، چه می‌خواهد و چه‌طور می‌خواهد به آن دست یابد. فرآیندهای برنامه‌ریزی و سیاست‌گذاری از مدل‌های تحلیلی استفاده می‌کنند که تصویر واقع‌گرایان‌های از شرکت ارائه نموده و در نتیجه، انگیزه لازم را برای ایجاد یک سیاست مالی مشخص فراهم می‌کنند. سیاست مالی منتخب باید به قدر کافی مستحکم و دقیق باشد تا شرکت را قادر سازد به گونه‌ای متفاوت از رقیبان خود یا مشابه با آن‌ها، اما با کارایی بالاتر عمل کند انعطاف‌پذیری مالی نشانگر توانایی یک شرکت برای رویارویی برای مواجه شدن با اتفاقات آینده است و نقش مهمی را در توانمندسازی مدیر در ارتباط با سرمایه‌گذاری‌های آتی ایفا می‌کند (بوچانی^۱ و همکاران، ۲۰۱۵). همچنین می‌توان گفت انعطاف‌پذیری مالی به‌عنوان درجه‌ای از ظرفیت یک شرکت در تجهیز منابع مالی آن در پاسخ به احتمالات نامشخص آینده (بایون^۲، ۲۰۱۲) و یا توانایی یک شرکت برای دسترسی به منابع مالی با کم‌ترین هزینه و پاسخگویی به تغییرات غیرمنتظره در جریان‌های نقدی و یا فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت، به‌صورت به‌موقع می‌باشد (دنيس^۳، ۲۰۱۲). هیئت استانداردهای حسابداری مالی^۴ نیز مطابق با توضیحات بالا، از آن به‌عنوان توانایی یک نهاد به اقدامات موثر برای تغییر مقدار و زمان جریان‌های نقدی به‌منظور پاسخ به نیازها و فرصت‌های غیر منتظره یاد می‌کند (رابرت^۵، ۲۰۱۵).

پیشینه تحقیق

ستایش و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی عوامل موثر بر اهرم مالی از دیدگاه تئوری نمایندگی پرداختند. از میان شانزده معادله رگرسیون خطی^۶ که آن‌ها تشکیل دادند، در

¹ Bouchani

² Byoun

³ Denis

⁴ Financial Accounting Standards Board (FASB)

⁵ Robert

⁶ Linear regression equation

هشت مورد، ضریب و آماره t متغیر ساختار دارایی (در این پژوهش سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت نامیده شده است که همان نسبت دارایی‌های ثابت به دارایی شرکت است) منفی بوده و در هشت مورد مثبت بوده است. این مطالعه در ارتباط با عنوان پژوهش می‌باشد.

رحمانی و همکاران (۱۳۹۱) تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری و ارزش آفرینی^۱ را بررسی کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری، تأثیر منفی و بر ارزش آفرینی تأثیر مثبت بااهمیتی^۲ داشته و شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی، از دید بازار حائز ارزش بوده‌اند. این مطالعه در ارتباط با عنوان پژوهش می‌باشد.

فخاری و عبدی (۱۳۹۱) به بررسی و مطالعه رابطه محافظه‌کاری^۳ با انعطاف‌پذیری در مدیریت وجوه نقد پرداختند و یافته‌های آن‌ها نشان داد که ارتباطی معکوس بین محافظه-کاری شرکت با انعطاف‌پذیری در مدیریت وجوه نقد شامل وجه نقد و حساسیت تغییرات وجه نقد^۴ به جریان‌های نقدی آزاد دوره وجود دارد. این مطالعه در ارتباط با عنوان پژوهش می‌باشد.

رحیمیان و توکل‌نیا (۱۳۹۲) به بررسی ارتباط انحنایی^۵ بین فرصت‌های رشد و اهرم مالی و ارتباط بین توانایی مالی و اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر عدم تأثیر درماندگی مالی^۶ بر اهرم مالی است. همچنین، نتایج نشانگر وجود ارتباط یو شکل وارون^۷ (\cap) بین فرصت‌های رشد و اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این مطالعه در ارتباط با عنوان پژوهش می‌باشد.

برفی (۱۳۹۲) مطالعه‌ای را تحت عنوان "بررسی تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر انعطاف

¹ Value creation

² Important

³ Conservatism

⁴ Sensitivity to changes in cash

⁵ Curved Connection

⁶ Financial Distress

⁷ Inverted U-shape

پذیری مالی شرکت‌ها^۱، اجرا نمود. یافته‌ها حاکی از این بوده است که بین سود تقسیمی^۱ با محافظه‌کاری حسابداری ارتباط معکوس و معناداری برقرار می‌باشد. در مجموع، یافته‌های پژوهش نشان داد که بر خلاف انتظارات، احتمالاً محافظه‌کاری حسابداری تأثیری در انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها نداشته است و یا سطح انعطاف‌پذیری مالی را کاهش داده است. این مطالعه در ارتباط با عنوان پژوهش می‌باشد.

علیان‌نژادی (۱۳۹۲) در مطالعه‌ای تحت عنوان "ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی و بازدهی غیرعادی سهام^۲ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، به این نتیجه رسیدند که انعطاف‌پذیری مالی بر بازده غیرعادی سهام تأثیر مثبت و معناداری بین این دو متغیر در شرکت‌های نمونه پژوهش وجود داشته است. علاوه بر این، شرکت‌های با انعطاف‌پذیری مالی بالاتر، توان رقابتی^۳ بیشتری داشته که این امر در قالب بازده غیرعادی منعکس شده است و با افزایش انعطاف‌پذیری مالی در بین شرکت‌های نمونه پژوهش، میزان بازده غیرعادی (بازده اضافی^۴ نسبت به بازدهی بازار) کسب شده نیز افزایش یافته است. این مطالعه در ارتباط با فرضیه پژوهش می‌باشد.

دارابی (۱۳۹۲) به بررسی رابطه انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه پرداخت و نتایج حاصل از پژوهش وی نشان داد که ارزش نهایی وجه نقد از منظر بازار منفی است و همچنین بین ارزش نهایی انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد و شرکت‌ها در تصمیمات مربوط به افزایش و کاهش بدهی‌های خود به سطح انعطاف‌پذیری شرکت توجه نمی‌کنند که این موضوع در بلندمدت^۵ به از دست رفتن انعطاف‌پذیری مالی و از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور برای شرکت‌ها بینجامد. این مطالعه در ارتباط با فرضیه پژوهش می‌باشد.

اصلانی و زنجیردار (۱۳۹۳) در مطالعه‌ای تحت عنوان "بررسی رابطه‌ای انعطاف‌پذیری مالی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری"، به این نتیجه رسیدند که بین انعطاف‌پذیری مالی و فرصت-

¹ Dividend

² Abnormal stock returns

³ Competitiveness

⁴ Excess return

⁵ long run

های سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد یعنی شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری به نحو مناسب^۱ استفاده می‌کنند و در نتیجه سودآوری بالایی دارند. در واقع بین انعطاف‌پذیری مالی از طریق روش مورا و مورچیکا و روش کلارک با فرصت‌های سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد اما از طریق روش فاما و فرنچ رابطه معناداری با فرصت‌های سرمایه‌گذاری وجود ندارد. این مطالعه در ارتباط با عنوان پژوهش می‌باشد.

کلارک^۲ (۲۰۱۰) در پژوهش خود با عنوان تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر ساختار سرمایه در پی گردآوری شواهدی برای تأثیر عامل مهم انعطاف‌پذیری مالی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها برآمد. نتایج پژوهش وی نشان داد که انعطاف‌پذیری مالی مهم‌ترین نکته‌ای است که در تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه و ساختار مالی شرکت‌ها مد نظر قرار می‌گیرد. همچنین شرکت‌های با حاشیه سود بالا^۳، در انعطاف‌پذیری مالی تمایل دارند بخشی از ظرفیت بدهی^۴ خود را برای آینده حفظ کنند. این مطالعه در ارتباط با فرضیه پژوهش می‌باشد. ارسلان^۵ و همکاران (۲۰۱۳) به مطالعه‌ای تحت عنوان "انعطاف‌پذیری مالی، سرمایه‌گذاری شرکت و عملکرد: شواهدی از بحران مالی" پرداختند. نتایج مطالعه آنان حاکی از این بوده است که طی بحران‌های مالی دوره زمانی ۱۹۹۷-۱۹۹۸ و ۲۰۰۷-۲۰۰۸ در شرکت‌های شرق آسیا، آن دسته از شرکت‌ها که نسبت نقدینگی بالاتری داشته‌اند، به‌طور معناداری نسبت به سایرین، قادر بودند اولاً عملکرد مالی بهتری داشته باشند و همچنین هزینه‌های سرمایه‌ای بالاتری انجام دهند. به عبارت دیگر، شرکت‌های با انعطاف‌پذیری مالی بالاتر، عملکرد و مخارج سرمایه‌ای بیشتری داشته‌اند. این مطالعه در ارتباط با عنوان پژوهش می‌باشد.

راجائی و باتوته^۶ (۲۰۱۳) مطالعه‌ای را با عنوان "بررسی رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و

¹ Appropriate

² Clark

³ High profit margins

⁴ Debt capacity

⁵ Arsalan

⁶ Rajaei and Batuteh

ساختار مالکیت شرکت، " اجرا نمودند. نتایج بررسی‌های آنان نشان داد که رابطه معناداری بین انعطاف‌پذیری مالی و ساختار مالکیت وجود ندارد. این مطالعه در ارتباط با عنوان پژوهش می‌باشد.

اوگدن و وو^۱ (۲۰۱۳) پژوهشی را با عنوان "ارزیابی مجدد تأثیر فرصت‌های رشد بر اهرم" اجرا نمودند. آنان با توجه به ادبیات موجود و علی‌الخصوص تئوری توازن^۲، فرصت‌های رشد سودآور را عاملی مهم در توضیح اهرم مالی شرکت‌ها قلمداد نمودند. نتایج بررسی‌های آنان نشان داد که ارتباطی غیرخطی بین فرصت‌های رشد شرکت و اهرم مالی برقرار است. این مطالعه در ارتباط با عنوان پژوهش می‌باشد.

نردن و کمپن^۳ (۲۰۱۳) به بررسی چگونگی و میزان وابستگی اهرم شرکت به ساختار دارایی‌های شرکت پرداختند. آنان با استفاده از نمونه‌ای بزرگ از شرکت‌های امریکایی طی سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۰، نشان دادند که حساب اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات، محرک مهمی برای راه‌کار وثیقه‌گذاری است و موجودی کالا و حساب‌های دریافتی، اهمیت کمتری دارند. آن‌ها ضمناً از اهمیت بیشتر دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری^۴ برای شرکت‌هایی که از بدهی بانکی استفاده می‌کنند، خبر دادند، موضوعی که پس از وقوع بحران مالی، تضعیف گردید. این مطالعه در ارتباط با عنوان پژوهش می‌باشد.

راپ و همکاران (۲۰۱۴) در مطالعه‌ای با عنوان "ارزش انعطاف‌پذیری مالی و سیاست‌های مالی شرکت"، به بررسی ارتباط بین ارزش انعطاف‌پذیری و سیاست‌های مالی سه‌گانه شرکت‌ها پرداختند. نتایج بررسی‌های آنان حاکی از این موضوع است که شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری مالی را با ارزش‌تر در نظر می‌گیرند، سود سهام کمتری را پرداخت می‌کنند و بازخرید^۵ سهام را به سود سهام ترجیح می‌دهند. نسبت‌های اهرمی پایین‌تری دارند و تمایل به انباشته کردن وجه نقد بیشتر دارند. این مطالعه در ارتباط با فرضیه پژوهش می‌باشد.

¹ Ogden and Wu

² Balance theory

³ Norden and Kampen

⁴ Collateral

⁵ Redemption

مبانی نظری پژوهش

مدیران شرکت‌ها براین باورند که انعطاف‌پذیری نقش مهمی در توانمند ساختن آن‌ها در خصوص سرمایه‌گذاری در آینده ایفا می‌کند (بانکل و همکاران^۱، ۲۰۰۴). بر مبنای بحث-های صورت گرفته توسط مودیگلیانی و میلر^۲ (۱۹۶۳) و مایرز (۱۹۸۴)، مشکلات بازاری سرمایه، حفظ انعطاف‌پذیری را برای شرکت‌ها جهت استفاده از فرصت‌های سودآور الزامی کرده است. مایرز^۳ (۱۹۷۷) نشان داد که چگونه تهدیدات ناشی از بدهی شرکت‌ها ممکن است که مانع استفاده آن‌ها از فرصت‌های سودآور شود، حتی هنگامی که مدیران و سهامداران علاقمند به استفاده از این فرصت‌ها هستند. شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی میزان قدرت استقراض^۴ ذخیره‌ای برای خود نگه می‌دارند تا بتوانند در سال‌های بعد از سیاست محافظه‌کاری^۵ سرمایه‌گذاری بیشتری کنند.

طبق مطالب فوق، انعطاف‌پذیری مالی باید رابطه مستقیم و تاثیر مهمی بر مخارج سرمایه‌ای^۶ داشته باشند. همچنین شرکت‌های منعطف می‌توانند بعد از یک دوره سیاست اهرمی^۷ پایین، راحت‌تر وجوه خود را برای تأمین مالی پروژه‌هایشان به کار گیرند و توانایی سرمایه‌گذاری آن‌ها باید کمتر وابسته به وجوه داخلی باشد. در نتیجه باید انتظار داشته باشیم که یک رابطه منفی^۸ بین سرمایه‌گذاری و عامل گردش وجوه نقدی وجود داشته باشد.

به دلیل ابهامات زیاد در استفاده از این واژه، قضاوت در مورد انعطاف‌پذیری، معمولاً ذهنی و غیررسمی هستند و میزان انعطاف‌پذیری نیز به ندرت بررسی و اندازه‌گیری می‌شود. انعطاف‌پذیری مالی نشانگر توانایی یک شرکت برای رویارویی برای مواجه شدن با اتفاقات آینده است.

انعطاف‌پذیری مالی به عنوان درجه‌ای از ظرفیت یک شرکت است که می‌تواند منابع مالی

¹ Bancel & mitoo

² Modigliani & miller

³ Myers

⁴ Borrowing

⁵ Conservatism

⁶ Capital expenditures

⁷ Leverage policy

⁸ Negative

خود را در جهت فعالیت‌های واکنشی تجهیز کند تا ارزش شرکت را به حداکثر برساند (بیون^۱، ۲۰۰۷). تمام استفاده‌های انعطاف‌پذیری در ادبیات مالی وابسته به جنبه‌های ماهیت واکنشی و محافظتی آن می‌باشد.

گامبا و تریانتیس^۲ (۲۰۰۵) در تحقیق خود برای تدوین مدلی برای اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی، انعطاف‌پذیری مالی را توانایی یک شرکت برای دستیابی و تجدید ساختار کردن تأمین مالی خود با تأمین مالی کم هزینه‌تر تعریف کردند. آن‌ها بیان کردند شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی دارای توان اجتناب از درماندگی مالی^۳ در مواجهه با شوک‌های منفی می‌باشند و هنگامی که فرصت‌های سودآور افزایش می‌یابد با هزینه پایین سرمایه‌گذاری می‌کنند.

دونالدسون^۴ (۱۹۷۱)، از اصطلاح پویایی مالی^۵ استفاده می‌کند و آن را این‌گونه توضیح می‌دهد:

ظرفیت هدایت^۶ استفاده از منابع مالی در راستای اهداف مدیریت^۷ که منجر به اطلاعات جدید در مورد شرکت و شرایط محیطی^۸ می‌باشد. دونالدسون به ویژه پویایی مالی را هنگامی که هدف شرکت یافتن نقطه بهینه ترکیب منابع مالی می‌باشد در ارتباط با تصمیمات ساختار سرمایه می‌داند.

هیث^۹ (۱۹۷۸) انعطاف‌پذیری مالی شرکت را توانایی اقدام اصلاحی برای برطرف کردن مازاد پرداختی و جوه نقد بر دریافت‌های نقدی پیش‌بینی شده با حداقل تاثیر بر درآمد فعلی و آینده یا ارزش بازار سهام شرکت توضیح می‌دهد. انجمن حسابداران خبره آمریکا^{۱۰} دیدگاه هیث در مورد تعریف انعطاف‌پذیری مالی را این‌گونه می‌پذیرد: انعطاف‌پذیری مالی

¹ souk byoun

² Gamba & Triantis

³ financial distress

⁴ Donalson

⁵ financial mobility

⁶ Conductivity

⁷ Management

⁸ Environmental conditions

⁹ Heath

¹⁰ AICPA

توانایی برای انجام اقداماتی است که مازاد نیاز و پرداخت‌های نقدی بر منابع پیش‌بینی شده را حذف می‌کند.

در مفاهیم نظری استانداردهای حسابرسی ایران انعطاف‌پذیری مالی عبارت است از توانایی واحد تجاری مبنی بر اقدام مؤثر جهت تغییر میزان و زمان جریان‌های نقدی آن می‌باشد به گونه‌ای که واحد تجاری بتواند در قبال رویدادها و فرصت‌های غیرمنتظره واکنش نشان دهد. انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری را قادر می‌سازد تا از فرصت‌های غیرمنتظره سرمایه‌گذاری به خوبی بهره‌گیرد و در دورانی که جریان‌های نقدی حاصل از عملیات مثلاً به دلیل کاهش غیرمنتظره در تقاضا برای محصولات تولیدی واحد تجاری در سطح پایین و احتمالاً منفی قرار دارد به حیات خود ادامه دهد (خدایی و همکاران، ۱۳۸۹).

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های این پژوهش بر مبنای فرضیه‌های مقاله راپ و همکاران (۲۰۱۳) تدوین گردیده است:

۱) ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر پرداخت سود سهام شرکت‌های بورسی، تأثیر مستقیم و معناداری دارد.

۲) ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر اهرم مالی شرکت‌های بورسی، تأثیر مستقیم و معناداری دارد.

۳) ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های بورسی، تأثیر مستقیم و معناداری دارد.

روش‌شناسی پژوهش

نوع‌شناسی پژوهش، مسیر را برای روش‌شناسی آن مهیا می‌کند (احمدی و نهائی، ۱۳۸۶). پژوهشگر پس از تعیین و تنظیم موضوع باید در اندیشه‌گزینش روش پژوهش مناسب باشد. این در حالی است که انتخاب روش پژوهش، بستگی به اهداف، ماهیت موضوع پژوهش و امکانات اجرایی آن دارد. بدین ترتیب، هنگامی می‌توان در مورد روش

بررسی و انجام یک پژوهش تصمیم گرفت که ماهیت موضوع پژوهش، هدف‌ها و نیز دامنه آن مشخص باشد (نادری و سیف نراقی، ۱۳۸۰).

از آنجا که نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در تصمیمات مدیران، سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و فعالان بازار سرمایه مورد استفاده قرار گیرد، از جنبه هدف پژوهش، از نوع پژوهش‌های کاربردی به شمار می‌رود. همچنین از جنبه نحوه استنباط در خصوص فرضیه-های پژوهش، در گروه پژوهش‌های توصیفی-همبستگی قرار می‌گیرد، زیرا جهت کشف روابط بین متغیرهای پژوهش، از تکنیک‌های رگرسیون و همبستگی استفاده خواهد شد که به این ترتیب، از نظر استدلالی، استدلال استقرایی است. همچنین، از آنجا که از طریق آزمایش داده‌های موجود، نتیجه‌گیری خواهیم کرد، این پژوهش در گروه تئوری‌های اثباتی قرار خواهد گرفت.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال ۱۳۸۹ تا سال ۱۳۹۳ است. لازم به یادآوری می‌باشد که انتخاب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان جامعه آماری بدین لحاظ است که تقریباً در دسترس‌ترین اطلاعات در خصوص شرکت‌های ایرانی، در این نهاد قرار دارد. در این پژوهش، نمونه از طریق روش حذف سیستماتیک از جامعه آماری، انتخاب خواهد شد. به این ترتیب که نمونه، متشکل از کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری است که حائز معیارهای زیر باشند:

۱. دوره مالی آن‌ها به ۱۲/۲۹ هر سال ختم شود، تا بتوان داده‌ها را در کنار یکدیگر قرار داد و در قالب‌های تابلویی یا تلفیقی به کار برد (حسب نتایج آزمون‌های پیش-فرض).

۲. در طول دوره پژوهش تغییر در دوره مالی نداشته باشند، تا نتایج عملکرد مالی، قابل مقایسه باشند.

۳. داده‌های مورد نیاز جهت متغیرهای پژوهش در طول دوره زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۳

موجود باشند، تا درحداکثر بتوان محاسبات را بدون نقص انجام داد.

۴. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، موسسات مالی و اعتباری، بانک‌ها، بیمه‌ها و هلدینگ‌ها نباشد.

توجه به شرایط ذکر شده، منجر به انتخاب ۱۵۵ شرکت به‌عنوان نمونه آماری این پژوهش شد. گفتنی است که هر شرکت طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳، دارای ۵ مجموعه اطلاعات مالی قابل استخراج در صورت‌های مالی و سایر منابع اطلاعاتی مرتبط است.

نتایج و بحث

آزمون فرضیه اول پژوهش

در برآورد ضرایب مدل مربوط به آزمون فرضیه اول پژوهش، ابتدا برای تعیین روش داده‌های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن آن‌ها، از آزمون چاو و آماره F لیمر استفاده می‌گردد.

جدول ۱- نتایج آزمون چاو

فرضیه صفر	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون چاو
استفاده از مدل داده‌های تلفیقی	۵/۲۶۴	۰/۰۰۰	فرض صفر رد می‌شود

ماخذ: یافته‌های تحقیق

نتیجه آزمون چاو، نشان می‌دهد که احتمال به دست آمده برای آماره F کمتر از ۵ درصد است، بنابراین برای آزمون این مدل، داده‌ها به صورت تابلویی مورد استفاده قرار می‌گیرند.

جدول ۲- نتایج آزمون هاسمن

فرضیه صفر	آماره کای اسکوتر	سطح معناداری	نتیجه آزمون
استفاده از مدل اثرات تصادفی	۱۳/۸۵۸	۰/۰۸۵	فرض صفر رد نمی‌شود

ماخذ: یافته‌های تحقیق

سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از ۰/۰۵ است، لذا برای برآورد ضرایب مدل مذکور، باید از مدل اثرات تصادفی استفاده نمود. نتیجه آزمون مدل مذکور با استفاده از مدل

اثرات تصادفی و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی (EGLS) ارائه شده است.

جدول ۳- نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰/۰۹۵	۰/۲۴۱	۰/۳۹۶	۰/۶۹۲
ارزش انعطاف‌پذیری	-۰/۰۰۷	۰/۰۱۶	-۵/۴۳۶	۰/۰۰۰
سودباقی مانده	-۳/۳۱۷	۰/۳۹۹	-۸/۳۱۱	۰/۰۰۰
حقوق صاحبان سهام	۰/۲۷۳	۰/۱۲۴	۲/۱۸۸	۰/۰۲۹
سودخالص	۲/۲۴۱	۰/۲۷۹	۸/۰۱۹	۰/۰۰۰
رشد درآمد فروش	۰/۰۲۶	۰/۰۴۶	۰/۵۵۸	۰/۵۷۷
اندازه شرکت	۰/۰۳۵	۰/۰۳۹	۰/۸۸۵	۰/۳۷۶
موجودی نقد	-۰/۶۴۴	۰/۳۸۱	-۱/۶۹	۰/۰۹۲
نوسانات بازده سهام	-۰/۰۰۶	۰/۰۲	-۰/۳۱۱	۰/۷۵۵
آماره F		۲۱/۹۳۶	ضریب تعیین	۰/۳۷۳
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۵۵
روش EGLS (رفع اثرات احتمالی ناهمسانی واریانس)			مقدار دوربین- واتسون	۱/۸۶۶

ماخذ: یافته‌های تحقیق

آزمون فرضیه دوم پژوهش

در برآورد ضرایب مدل مربوط به آزمون فرضیه دوم پژوهش با استفاده از کل بدهی، ابتدا برای تعیین روش داده‌های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن آن‌ها، از آزمون چاو و آماره F لیمر استفاده می‌گردد.

جدول ۴- نتایج آزمون چاو

فرضیه صفر	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون چاو
استفاده از مدل داده‌های تلفیقی	۶/۱	۰/۰۰۰	فرض صفر رد می‌شود

ماخذ: یافته‌های تحقیق

نتیجه آزمون چاو، نشان می‌دهد که احتمال به دست آمده برای آماره F کمتر از ۵ درصد است، بنابراین برای آزمون این مدل، داده‌ها به صورت تابلویی مورد استفاده قرار می‌گیرند.

جدول ۵- نتایج آزمون هاسمن

نتیجه آزمون	سطح معناداری	آماره کای اسکوئر	فرضیه صفر
فرض صفر رد می شود	۰/۰۰۰	۵۷/۷۳۱	استفاده از مدل اثرات تصادفی

ماخذ: یافته‌های تحقیق

سطح معناداری آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ است، لذا برای برآورد ضرایب مدل مذکور، باید از مدل اثرات ثابت استفاده نمود. نتیجه آزمون مدل مذکور با استفاده از مدل اثرات ثابت و روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS) ارائه شده است.

جدول ۶- نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش با استفاده از کل بدهی‌ها

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۱/۰۳۴	۰/۷۴۳	۱/۳۹۱	۰/۱۶۵
ارزش انعطاف پذیری	-۰/۰۳۶	۰/۰۲۴	-۴/۵۱۸	۰/۰۰۰
میانگین اهرم مالی	۰/۴۲	۰/۰۶۲	۶/۷۰۱	۰/۰۰۰
شاخص کیوتوبین	-۰/۰۵۲	۰/۰۴	-۱/۳۲۲	۰/۱۸۷
اموال، ماشین آلات و تجهیزات	۰/۲۲۴	۰/۳۲۸	۰/۶۸۵	۰/۴۹۳
سودخالص	-۱/۵۵	۰/۲۸۹	-۵/۳۵۷	۰/۰۰۰
لگاریتم دارایی‌ها	۰/۲۱۱	۰/۱۲۴	۱/۶۹۵	۰/۰۹۱
آماره F		۱۴/۳۳	ضریب تعیین	۰/۸۳۸
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۷۹
روش EGLS (رفع اثرات احتمالی ناهمسانی واریانس)			مقدار دوربین - واتسون	۲/۴۷۸

ماخذ: یافته‌های تحقیق

آزمون فرضیه سوم پژوهش

در برآورد ضرایب مدل مربوط به آزمون فرضیه سوم پژوهش، ابتدا برای تعیین روش داده‌های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن آن‌ها، از آزمون چاو و آماره F لیمر استفاده می‌گردد.

جدول ۷- نتایج آزمون چاو

نتیجه آزمون چاو	سطح معناداری	آماره F	فرضیه صفر
فرض صفر رد می‌شود	۰/۰۰۰	۴/۴	استفاده از مدل داده‌های تلفیقی

ماخذ: یافته‌های تحقیق

نتیجه آزمون چاو، نشان می‌دهد که احتمال به دست آمده برای آماره F کمتر از ۵ درصد است، بنابراین برای آزمون این مدل، داده‌ها به صورت تابلویی مورد استفاده قرار می‌گیرند.

جدول ۸- نتایج آزمون هاسمن

نتیجه آزمون	سطح معناداری	آماره کای اسکوئر	فرضیه صفر
فرض صفر رد نمی‌شود	۰/۵۰۸	۸/۲۵۲	استفاده از مدل اثرات تصادفی

ماخذ: یافته‌های تحقیق

سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از ۰/۰۵ است، لذا برای برآورد ضرایب مدل مذکور، باید از مدل اثرات تصادفی استفاده نمود. نتیجه آزمون مدل مذکور با استفاده از مدل اثرات تصادفی و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی (EGLS) ارائه شده است.

جدول ۹- نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰/۰۰۲	۰/۰۳	۰/۰۷۶	۰/۹۳۹
ارزش انعطاف‌پذیری	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۲	-۳/۳۷۹	۰/۰۰۱
لگاریتم دارایی‌ها	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۴	-۵/۲۵۳	۰/۰۰۰
شاخص کیوتوبین	۰/۰۰۸	۰/۰۰۵	۱/۶۳۳	۰/۱۰۳
سودخالص	۰/۰۰۶	۰/۰۲۸	۰/۲۱۵	۰/۸۲۹
سرمایه در گردش	۰/۰۱۱	۰/۰۱۴	۴/۵۸۹	۰/۰۰۰
مخارج سرمایه‌ای	۰/۰۱۵	۰/۰۴۳	۴/۲۳۷	۰/۰۰۰
بدهی‌ها	۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	۰/۷۳۷	۰/۴۶۱
جریان نقد عملیاتی	۰/۰۵۸	۰/۰۲۲	۲/۶	۰/۰۰۹
هزینه‌های عمومی، اداری و فروش	-۰/۰۳۷	۰/۰۷۵	-۰/۴۹۸	۰/۶۱۸
آماره F		۱۲/۳۹۴	ضریب تعیین	۰/۲۶۱
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۳۵

۲/۴۶۷	مقدار دوربین - واتسون	روش EGLS (رفع اثرات احتمالی ناهمسانی واریانس)
-------	-----------------------	---

ماخذ: یافته‌های تحقیق

نتیجه‌گیری و پیشنهاد

نتیجه آزمون فرضیه اول پژوهش

در راستای آزمون فرضیه اول پژوهش مبنی بر این که "ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر پرداخت سود سهام شرکت تأثیر معناداری دارد"، از مدلی مشتمل بر یک متغیر مستقل "ارزش انعطاف‌پذیری مالی"، هفت متغیر کنترلی "نسبت سودباقی مانده (تفاضل سودخالص و سودتقسیمی)"، "نسبت حقوق صاحبان سهام"، "نسبت سودخالص"، "نرخ رشد مقدار درآمد فروش"، "اندازه شرکت"، "نسبت موجودی نقد" و "نوسانات بازده سهام"، یک متغیر وابسته "سیاست تقسیم سود"، مدل اثرات تصادفی و روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی استفاده شد. گفتنی است برای برآورد مدل ارزش انعطاف‌پذیری مالی، از مدلی مشتمل بر شانزده متغیر مستقل و یک متغیر وابسته، مدل داده‌های تلفیقی و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی استفاده شد. این در حالی است که یکی از متغیرهای مستقل مدل ارزش انعطاف‌پذیری مالی، تغییرات غیرعادی موجودی نقد بوده است که این متغیر نیز به‌وسیله مدلی شامل سه متغیر مستقل و یک متغیر وابسته، مدل داده‌های تلفیقی و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی برآورد گردید. نتایج بررسی‌ها نشان داد که ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر پرداخت سود سهام شرکت، تأثیر معکوس و معنادار دارد.

نتیجه آزمون فرضیه دوم پژوهش

در راستای آزمون فرضیه دوم پژوهش مبنی بر این که "ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر اهرم مالی شرکت تأثیر معناداری دارد"، از مدلی مشتمل بر یک متغیر مستقل "ارزش انعطاف‌پذیری مالی"، هفت متغیر کنترلی "نسبت سود باقی مانده (تفاضل سودخالص و سود تقسیمی)"، "نسبت حقوق صاحبان سهام"، "نسبت سودخالص"، "نرخ رشد مقدار درآمد فروش"، "اندازه شرکت"، "نسبت موجودی نقد" و "نوسانات بازده سهام"، دو متغیر وابسته "نسبت بدهی‌ها" و "نسبت بدهی‌های بلندمدت"، مدل اثرات ثابت و روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی استفاده شد.

گفتنی است برای برآورد مدل ارزش انعطاف‌پذیری مالی، از مدلی مشتمل بر شانزده متغیر مستقل و یک متغیر وابسته، مدل داده‌های تلفیقی و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی استفاده شد. این در حالی است که یکی از متغیرهای مستقل مدل ارزش انعطاف-پذیری مالی، تغییرات غیرعادی موجودی نقد بوده است که این متغیر نیز به‌وسیله مدلی شامل سه متغیر مستقل و یک متغیر وابسته، مدل داده‌های تلفیقی و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی برآورد گردید. نتایج بررسی‌ها نشان داد که ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر نسبت بدهی‌ها و بدهی‌های بلندمدت (اهرم مالی) شرکت، تأثیر معکوس و معنادار دارد.

نتیجه آزمون فرضیه سوم پژوهش

در راستای آزمون فرضیه سوم پژوهش مبنی بر این‌که "ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت تأثیر معناداری دارد"، از مدلی مشتمل بر یک متغیر مستقل "ارزش انعطاف‌پذیری مالی"، هفت متغیر کنترلی "نسبت سودباقی مانده (تفاضل سودخالص و سودتقسیمی)"، "نسبت حقوق صاحبان سهام"، "نسبت سودخالص"، "نرخ رشد مقدار درآمد فروش"، "اندازه شرکت"، "نسبت موجودی نقد" و "نوسانات بازده سهام"، یک متغیر وابسته "تغییرات موجودی نقد"، مدل اثرات تصادفی و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی استفاده شد. گفتنی است برای برآورد مدل ارزش انعطاف‌پذیری مالی، از مدلی مشتمل بر شانزده متغیر مستقل و یک متغیر وابسته، مدل داده‌های تلفیقی و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی استفاده شد. این در حالی است که یکی از متغیرهای مستقل مدل ارزش انعطاف‌پذیری مالی، تغییرات غیرعادی موجودی نقد بوده است که این متغیر نیز به‌وسیله مدلی شامل سه متغیر مستقل و یک متغیر وابسته، مدل داده‌های تلفیقی و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی برآورد گردید. نتایج بررسی‌ها نشان داد که ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر تغییرات موجودی نقد شرکت، تأثیر معکوس و معنادار دارد.

مقایسه نتایج این پژوهش با نتایج پیشین

گرچه تاکنون مطالعات چشمگیری در حوزه موضوعی مطالعه حاضر انجام نشده است اما از میان مطالعات انجام شده نیز می‌توان تشابهاتی را شناسایی و بیان نمود. همان‌طورکه

در نتایج مشهود بوده است، اجرای دقیق آزمون‌های آماری نشان داد که ارتباطی معکوس و معنادار بین ارزش انعطاف‌پذیری مالی و پرداخت سود سهام شرکت‌ها برقرار است. این نتیجه را می‌توان در انطباق با نتایج مطالعه ملکی (۱۳۹۰) و رپ و همکاران (۲۰۱۴) و در تضاد با نتیجه مطالعه ارسلان^۱ و همکاران (۲۰۱۳) دانست. دیگر نتیجه این مطالعه مبنی بر این‌که ارتباطی معکوس و معنادار بین ارزش انعطاف‌پذیری مالی و اهرم مالی شرکت‌ها برقرار است را نیز می‌توان در انطباق با نتیجه مطالعه رپ و همکاران (۲۰۱۴) دانست. نتیجه آزمون فرضیه سوم مطالعه حاضر مبنی بر این‌که ارتباطی معکوس و معنادار بین ارزش انعطاف‌پذیری مالی و تغییرات سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها برقرار است را نیز می‌توان در تضاد با نتیجه مطالعه رپ و همکاران (۲۰۱۴) دانست.

رپ و همکاران (۲۰۱۴) در مطالعه‌ای با عنوان "ارزش انعطاف‌پذیری مالی و سیاست‌های مالی شرکت"، به بررسی ارتباط بین ارزش انعطاف‌پذیری و سیاست‌های مالی سه‌گانه شرکت‌ها پرداختند. نتایج بررسی‌های آنان حاکی از این موضوع است که شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری مالی را با ارزش‌تر در نظر می‌گیرند، سود سهام کمتری را پرداخت می‌کنند و بازخرید سهام را به سود سهام ترجیح می‌دهند. نسبت‌های اهرمی پایین‌تری دارند و تمایل به انباشته کردن وجه نقد بیشتر دارند.

¹ Arsalan

فهرست منابع

- ۱- احمدپور، احمد و رسائیان، امیر. (۱۳۸۵). رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام. بررسی‌های حسابداری حسابرسی، سال سیزدهم، شماره ۴۶، ۳۷-۶۰.
- ۲- اصلانی، اکرم و زنجیردار، مجید. (۱۳۹۳). بررسی رابطه‌ای انعطاف‌پذیری مالی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری. اولین همایش ملی حسابداری، حسابرسی و مدیریت. موسسه آموزش عالی جامی، ایران: اصفهان.
- ۳- اسدی، زینب. (۱۳۹۲). بررسی ارتباط غیرخطی بین سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (به تفکیک صنعت). پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس.
- ۴- ایزدی نیا، ناصر و رسائیان، امیر. (۱۳۸۸الف). اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و کیفیت سود در ایران. مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، سال بیستم، شماره پیاپی ۵۱، صص ۱۲۷-۱۵۴.
- ۵- ایزدی نیا، ناصر و رسائیان، امیر. (۱۳۸۸ب). ساختار سرمایه و مالیات بر درآمد شرکت‌ها در ایران. پژوهشنامه مالیات، شماره چهارم، سال هفدهم، صص ۳۱-۴۳.
- ۶- آقایی، محمدعلی؛ نظافت، احمدرضا؛ ناظمی اردکانی، مهدی و جوان، علی اکبر. (۱۳۸۸). بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، سال اول، شماره ۱ و ۲، صص ۵۳-۷۰.
- ۷- باقریگی، مریم؛ پورعلی لاکلایه، محمدرضا و آرمین، افشین. (۱۳۹۱). بررسی ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی با فرصت‌های رشد و ارزش آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. اولین همایش ملی بررسی راهکارهای ارتقاء مباحث مدیریت، حسابداری و مهندسی صنایع در سازمان‌ها، ایران: گچساران.
- ۸- برفی، حمزه. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری به راهنمایی دکتر حیدرپور، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز.
- ۹- بشیری، وهاب و حقیقت، حمید. (۱۳۸۸). تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر چرخه حیات شرکت‌ها.

- پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره) قزوین.
- ۱۰- پورحیدری، امید و هوشمند زعفرانیه، رحمت اله. (۱۳۹۱). مروری بر پژوهش‌ها تجربی پیرامون تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌ها. پژوهش حسابداری، شماره ۵، ۱-۱۸.
- ۱۱- تازی وردی، یداله. (۱۳۹۱). حسابداری مالی (جلد اول؛ چاپ سیزدهم). ناشر: یداله تازی وردی.
- ۱۲- ثقفی، علی و آقایی، محمد علی. (۱۳۷۳). رفتار سود حسابداری. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۹، ۵-۱۲.
- ۱۳- خدایی وله‌زاقرد، محمد و زارع تیموری، مهدی. (۱۳۸۹). تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری. مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، ۳، ۱۷۳-۱۵۵.
- ۱۴- دارابی، رویا. (۱۳۹۲). رابطه انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه. فصلنامه راهبرد مدیریت مالی، ۱(۱)، ۱-۳۱.
- ۱۵- دهقانی فیروزآبادی، حمید. (۱۳۸۷). تأثیر شیوه‌های تأمین مالی (انتشار سهام؛ بدهی بلندمدت) بر روی ارزش سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری به راهنمایی دکتر علی بقایی، دانشگاه امام صادق (ع).
- ۱۶- رحمانی، علی؛ غلامی گاکیه، فردین و پاکیزه، کامران. (۱۳۹۱). تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری و ارزش آفرینی. مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، ۴(۲)، ۵۳-۷۶.
- ۱۷- رحیمیان، نظام الدین و توکل نیا، اسماعیل. (۱۳۹۲). اهرم مالی و ارتباط آن با درماندگی مالی و فرصت‌های رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (روابط خطی و انحنایی). فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۲۰، ۱۰۹-۱۳۰.
- ۱۸- رسائیان، امیر؛ رحیمی، فروغ و حنجری، سارا. (۱۳۸۹). تأثیر مکانیزم‌های نظارتی دورن سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴(۶)، ۱۲۵-۱۴۴.
- ۱۹- رهنمای رودپشتی، فریدون و صالحی، اله کرم. (۱۳۸۹). مکاتب و تئوری‌های مالی و حسابداری. تهران: دانشگاه آزاد اسلامی (تهران مرکزی).
- ۲۰- ستایش، محمدحسین، منفرد مهارلویی، محمد و ابراهیمی، فهیمه. (۱۳۹۰). بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه از دیدگاه تئوری نمایندگی. پیشرفت‌های حسابداری، ۳(۱)، ۵۵-۸۹.

۹۰/..... ارزش انعطاف‌پذیری مالی و سیاست‌های مالی شرکت‌های

۲۱- سینایی، حسنعلی؛ سلگی، محمد و محمدی، کامران. (۱۳۹۰). تأثیر فرصت‌های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سودتقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۳ (۴)، ۸۷-۱۰۲.

۲۲- شباهنگ، رضا. (۱۳۸۴). مدیریت مالی. جلد اول، نشریه ۹۲، مرکز پژوهش‌ها تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی.

۲۳- شیخ، محمدجواد؛ دهقانی، جلال و راعی عزآبادی، محمد ابراهیم. (۱۳۹۲). تأثیر نرخ تورم بر تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (از طریق بدهی‌های بانکی و انتشار سهام). فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱ (۲)، ۵۱-۶۸.

۲۴- عزیززی، اصغر. (۱۳۸۹). تبیین رابطه بین مدیریت سود و کیفیت حسابرسی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک.

۲۵- علیان‌نژادی، حسن. (۱۳۹۲). ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی و بازدهی غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری به راهنمایی دکتر مشدیدی، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود.

۲۶- فخاری، حسین و تقوی، سید روح اله. (۱۳۸۸). کیفیت ارقام تعهدی و مانده وجه‌نقد، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۶، شماره ۵۷، صص ۶۴-۸۴.

۲۷- فخاری، حسین و عبدی، خدیجه. (۱۳۹۱). مطالعه رابطه محافظه‌کاری با انعطاف‌پذیری در مدیریت وجوه نقد. فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۴ (۱۶)، ۱۵۱-۱۳۶.

۲۸- قربانی، محمود. (۱۳۸۹). بررسی سودمندی محتوای اطلاعاتی مخارج سرمایه‌ای در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد تبریز.

۲۹- کاشانی پور، محمد؛ راسخی، سعید؛ نقی‌نژاد، بیژن و رسائیان، امیر. (۱۳۸۹). محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفت‌های حسابداری، ۳، ۵۱-۷۴.

۳۰- کردستانی، غلامرضا و نجفی عمرانی، محمد. (۱۳۸۷). بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه‌ی موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی، پژوهش‌ها مالی، ۱۰ (۲۵)، ۷۳-۹۰.

۳۱- کمیته تدوین استانداردهای حسابداری. (۱۳۸۹). استانداردهای حسابداری. تهران: انتشارات

سازمان حسابرسی.

۳۲- کیمیاگری، علی محمد و عینعلی، سودابه. (۱۳۸۷). ارائه الگوی جامع ساختار سرمایه (مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). پژوهش‌ها مالی، ۲۵، ۹۱ تا ۱۰۸.

۳۳- مدرس، احمد و عبداله‌زاده، فرهاد. (۱۳۷۸). مدیریت مالی (جلد دوم). تهران: شرکت چاپ و نشر بازرگانی.

۳۴- ملکی، محمد. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و مخارج سرمایه‌ای. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری به راهنمایی دکتر پورزمانی، دانشکده اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز.

۳۵- نادری، عزت الله و سیف نراقی، مریم. (۱۳۸۰). روش‌های پژوهش و چگونگی ارزشیابی آن در علوم انسانی. چاپ بیستم. تهران: انتشارات بدر.

۳۶- نبوی، بهروز. (۱۳۸۵). مقدمه‌ای بر روش پژوهش در علوم اجتماعی. چاپ هفدهم، تهران: انتشارات فروردین.

۳۷- نوروش، ایرج و یزدانی، سیما. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۲، ۳۵-۴۸.

۳۸- نیکخواه آزاد، علی و مجتهدزاده، ویدا. (۱۳۷۸). بررسی حوزه‌های مسئولیت حسابرسان مستقل از دیدگاه استفاده‌کنندگان خدمات حسابرسی و حسابرسان مستقل. فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی، ۲۶، ۱۵ - ۱۹.

۳۹- نیکومرام، هاشم؛ رهنمای رودپشتی، فریدون و هیبتی، فرشاد. (۱۳۸۷). مبانی مدیریت مالی (جلد دوم). تهران: انتشارات ترمه.

۴۰- وفادار، عباس و غلامی، اسماعیل. (۱۳۸۱). نگرشی بر سیاستهای تقسیم سود و تاثیر آن بر ارزش بازار سهام موسسات اقتصادی. ماهنامه حسابدار، ۱۲۳، ۱۹-۳۱.

۴۱- هاشمی، سید عباس و سجاددوست، سید احمد. (۱۳۸۹). درآمدی بر رابطه انعطاف‌پذیری مالی با سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت و ارزش شرکت. حسابداری و مدیریت مالی، ۴، ۷۴-۵۹.

۴۲- هاشمی، علی و کمالی، اکبر. (۱۳۸۹). تأثیر افزایش تدریجی اهرم مالی، میزان جریان نقدی آزاد و رشد شرکت بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری، ۲، ۹۵-۱۱۵.

۴۳- هشی، عباس، بولو، قاسم و رشیدیان، سمانه. (۱۳۸۸). بررسی تأثیر بخش ۳۴۰ استانداردهای حسابداری (رسیدگی به اطلاعات مالی آتی) بر کیفیت پیش‌بینی سود، فصلنامه پژوهش‌ها حسابداری، شماره ۳، ۵-۳۶.

۴۴- یحیی زاده فرد، محمود؛ شهاب‌الدین، شمس و متان، مجید. (۱۳۸۹). رابطه ویژگی‌های شرکت با ساختار سرمایه آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌ها حسابداری، ۸، ۱۲۳-۱۳۸.

۴۵- یوردخانی، مسعود. (۱۳۹۳). اهرم مالی و ساختار سررسید بدهی: شواهد تجربی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته). پایان-نامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد سمنان.

- 46- Arsalan, A.O., Florackis, C. and Ozkan, A. (2013). Financial flexibility, corporate investment and performance: evidence from financial crisis. *Rev Quant Finan Acc*, 42, 211 -250.
- 47- Arslan, O., Florackis, C., & Ozkan, A. (2010). Financial flexibility, corporate investment and performance. SSRN eLibrary.
- 48- Bancel, F. & Mittoo, U.R. (2004). Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. *Financial Management Journal*, 33, 32-103.
- 49- Barclay, M. and Smith, C.Jr. (1995). The Athurity Structure of Corporate Debt. *Journal of Fianance*, 50, 609-631.
- 50- Baltagi, B. H. (1995). *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley and Sons, New York.
- 51- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2, 5-8.
- 52- Brealey, R. and S. Myers. (2000). *Principles of Corporate Finance*. Sixth Edition, McGraw Hill.
- 53- Brounen,D., de Jong, A. and Koedijk, K. (2006). Capital structure policies in Europe: Survey evidence. *Journal of Banking & Finance*, 30, 1409-1442.
- 54- Bouchani, Z. & Ghanbari, M. (2015). The relation between financial flexibility and financial performance with the ratio of book value to market value in Tehran listed firms. *Journal of Scientific Research and Development*, 2(2), 216-222.
- 55- Byoun, S. (2007). Financial flexibility, leverage and firm size. Hankamer School of Business, Baylor University.

- 56- Byoun, S. (2012). Financial Flexibility and Capital Structure Decision. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1108850>. [11 May 2010].
- 57- Clark, J., Hidelang, J., Thomas J., and Pritchard, R.E. (2010). Capital Budgeting: Planning and Control of Capital Expenditures. 3d. ed. Prantic-Hall 1989.
- 58- Damodaran, (2001). Corporate Finance. Theory and practice (2nd edition). New York: Wiely.
- 59- Dechow, P. and Dichev, I. (2002). The Quality of Accruals and earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *Accounting Review*, 77, 35-59.
- 60- Denis, D.J. (2012). Financial Flexibility and Corporate Liquidity. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 667-684.
- 61- Dittmar, A., Nahrt-Smith, J. and Servaes, H. (2003). International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 111-133.
- 62- Ferrando, A., Marchica, M.T. & Mura, R. (2013). Financial Flexibility across the Euro Area and the UK. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2246581>.
- 63- Ferreira, M., and Vilela, A. (2004). Why do firms fold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10 (2), 295-319.
- 64- Frankfurter, G. M. and Wood, B. G. (1997). The evolution of corporate dividend policy. *Journal of Financial Education*, 23(1), 16–32.
- 65- Gamba, A. and Triantis, A. (2013). The value of financial flexibility. *The Journal of Finance*, 63 (5), 263-296.
- 66- Gamba, A. & Triantis, A. (2005). The Value of Financial Flexibility. *Journal of Finance*, 63 (5), 2263- 2296.
- 67- Gamba, A. and Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *Journal of Finance*, 63, 2263–2296.
- 68- Garcia-Teruel, P.J., Martinez-Solano, P. and Sanchez-Ballesta, J.P. (2009). Accruals Quality and Corporate Cash Holdings. *Journal of Accounting and Fianance*, 49, 95-115.
- 69- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices, *Review of Economics and Statistics*, 41, 99-105.
- 70- Graham, J. R. and Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187–243.
- 71- Heath, L.C. (1978). Financial reporting and the evaluation of solvency. New York: American Institute of Certified Public Accountants.
- 72- Hovakimian, A., Opler, T. and Titman, S. (2001). Debt–equity choice. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 36, 1-24.

- 73- Jamshidinavid, B., Abasi, M., and Parvizi, S. (2015). The Relationship between Financial Flexibility and Financial Performance of the companies accepted in Tehran Stock Exchange. MAGNT Research Report, 3(2), 1736-1746, ISSN. 1444-8939.
- 74- Kraus, A. and Litzenberger, R. H. (1973). A state preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 9, 911-922.
- 75- Lang, L., Ofek, E. & Stulz, R.M. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics*, 40, 3-29.
- 76- Lerner, E. L. and Carleton, W. T. (1964). The Integration of Capital Budgeting and Stock Valuation. *American Economic Review*, September 1964, 683-703.
- 77- Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 64, 243-269.
- 78- Marchica, M. and Mura, R. (2007). Financial flexibility and investment decisions. Availbale at: SSRN.
- 79- Marchica, M. T., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: evidence from firms with spare debt capacity. *Financial management*, 39(4), 1339-1365.
- 80- Milton, H. and Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46, 297-355.
- 81- Modigliani, F. & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review* 53, 433-443.
- 82- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, 48, 97-261.
- 83- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- 84- Myers, S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39: 581-582.
- 85- Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information those Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221.
- 86- Nonprofits Assistance Fund. (2015). Nonprofit Financial Policy Guidelines and Example. [www.nonprofits assistance fund.org](http://www.nonprofitsassistancefund.org).
- 87- Norden, L. and Kampen, S.V. (2013). Corporate leverage and collateral channel. *Journal of Banking & Finance*, 37, 5062-5072.
- 88- Ogden, J.P. and Wu, S. (2013). Reassessing the effect of growth options on leverage. *Journal of Corporate Finance*, 23, 182-195.

- 89- Opler, T., Lee, P., Rench, S. and Williamson, R. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.
- 90- Ozkan, A. and Ozkan, N. (2004). Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies. *Journal of Banking and Finance*, 28, 2103-2134.
- 91- Pinegar, J. and Wilbricht, L. (1989). What managers think of capital structure theory: A survey. *Financial Management*, 18 (4), 82-91.
- 92- Rajaei, M. and Batuteh, M. (2013). Study the relationship between flexibility and firms ownership structure. *AEB Journal*, 7 (10), 3175-3180.
- 93- Rapp, M.S., Schmid, T. and Urban, D. (2014). The Value of Financial Flexibility and Corporate Financial Policy. *Journal of Corporate Finance*, doi:10.1016/j.jcorpfin.2014.08.004.
- 94- Robert, K.w. (2015). The Relationship between Financial Flexibility and Dividend Payouts: A Case of Listed Firms in Kenya. *European Journal of Business and Management*, 7(3), 51-58.
- 95- Rogers, S. (2009). *Entrepreneurial Finance*, McGraw- Hill Companies, Second Edition.
- 96- Ross, S. (1977). The determination of financial structure: The intensive signaling approach. *Bell Journal of Economic*, 8, 23-40.
- 97- Schoubben, F., & Van Hulle, C. (2011). Stock listing and financial flexibility. *Journal of Business Research*, 64(5), 483-489.
- 98- Siddiqui, M. A. and Shoab, A. (2011). Measuring performance through capital structure: evidence from banking sector of Pakistan. *African Journal of Business Management*, 5(5), 1871-1878.
- 99- Thukaram, R.M.E. (2006). *Accounting & Financial Management for BCA & MCA*. New Age International (P) Ltd., Publishers. Modigliani, F. and Miller, M.H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital, *American Economic Review*, 53, 433-443.
- 100- Walter, J. E. (1956). Dividend Policies and Common Stock Prices, the *Journal of Finance*, 11 (1), 29 - 41.
- 101- Walter, J.E. (1963). Dividend policy; its influence on the value of the enterprise. *Journal of Finance*, 18, 280-91.
- 102- Williams, J. B. (1938). *The Theory of Investment Value*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press 1938.
- Yaffee, R.(2003). *A Primer for Panel Data Analysis*. New York University, Information Technology Service.

