

## **Investigating the Relationship between Risk, Financial Flexibility and the Role of Product Market Competition**

**Ahmed Khodamipour**

Department of Accounting, Shahid Bahonar, Kerman, Iran.

[khodamipour@gmail.com](mailto:khodamipour@gmail.com)

**Hadis Jawanmard**

Department of Accounting, Shahid Bahonar, Kerman, Iran.

### **Abstract:**

It is important that financial flexibility is very important in the development of company financial decisions in the market. Financial by researchers is considered as one of the important components of the company's decisions, as well as the company's viewpoints to risk the company's decisions. Therefore, this study was aimed at studying the relationship between risk, financial flexibility and the role of product market competition in Tehran Stock Exchange companies. Research method of this study based on the purpose of implementation, of the type of applied research, which is done in a correlation method. Information required for testing and analyzing hypotheses from financial statements and their accompanying commentary notes from 130 companies listed in Tehran Stock Exchange as a statistical sample of 2014 to 2019 and has been edited. Systematic removal method (screening) was also used to determine the sample size and size. Linear regression data and linear regression model are used to test the research hypotheses. The findings from the test hypotheses test showed that the risk and competitiveness of the product market are positively related to financial flexibility and that product market competition has no effect on the relationship between risk and financial flexibility.

**Keywords:** risk, market risk, financial flexibility, product market competition

تاریخ دریافت مقاله:

۱۴۰۱/۰۴/۱۲

تاریخ پذیرش مقاله:

۱۴۰۱/۰۶/۲۲

## بررسی رابطه ریسک، انعطاف‌پذیری مالی و نقش رقابت بازار محصول

احمد خدای پور

گروه حسابداری، شهید باهنر، کرمان، ایران.

[khodamipour@gmail.com](mailto:khodamipour@gmail.com)

حدیث جوانمرد

گروه حسابداری، شهید باهنر، کرمان، ایران.

### چکیده:

این تصور وجود دارد که انعطاف‌پذیری مالی در توسعه تصمیمات مالی شرکت در بازار بسیار مهم است. انعطاف‌پذیری مالی توسط محققین به عنوان یکی از اجزای مهم تصمیمات شرکت لحاظ شده است، همچنین دیدگاه مدیران شرکت به ریسک باید نقش کلیدی در تعیین تصمیمات شرکت داشته باشد. بنابراین این پژوهش با هدف مطالعه و بررسی ارتباط بین ریسک، انعطاف‌پذیری مالی و نقش رقابت بازار محصول در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفت. روش پژوهش مطالعه‌ی حاضر بر مبنای هدف اجرا، از نوع پژوهش کاربردی، که به شیوه همبستگی صورت گرفته است. اطلاعات مورد نیاز جهت آزمون و تحلیل فرضیه‌ها از صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه آن‌ها از ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه‌ی آماری در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۹ گردآوری و تدوین شده است. همچنین به منظور تعیین میزان و حجم نمونه از روش حذف سیستماتیک (غربالگری) استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از داده‌های تابلویی و مدل رگرسیونی خطی استفاده شده است. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش حاضر نشان داد که ریسک و رقابت بازار محصول با انعطاف‌پذیری مالی ارتباط مثبتی دارند و رقابت بازار محصول بر ارتباط بین ریسک با انعطاف‌پذیری مالی تأثیری ندارد.

**کلمات کلیدی:** ریسک، ریسک بازار، انعطاف‌پذیری مالی، رقابت بازار محصول

## ۱. مقدمه

نگرش مدیران نسبت به ریسک باید نقش کلیدی در تعیین تصمیمات شرکت داشته باشد (مارتین و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹). ریسک بازار، ریسکی است که منشاء آن بازار است و خود شامل طیفی از ریسک‌ها همچون؛ مانند ریسک قیمت کالاها و سهام، ریسک رونق و رکود بازار، ریسک نرخ ارز و غیره است. ریسک در بازارهای مالی مفهومی کلیدی است، از این روی می‌بایست آن را شناخت، اندازه‌گیری کرد و برای حذف ریسک‌های غیرضروری برنامه‌ریزی و ریسک‌های همراه با فرصت را مدیریت نمود. در گام نخست هر سرمایه‌گذار می‌داند که برای کسب بازدهی بیشتر، می‌بایست سطح ریسک‌پذیری خود را افزایش دهد (قالیاف اصل و همکاران، ۱۳۹۶). ریسک از جنبه‌های مختلف مورد بررسی قرار گرفته و تعاریف مختلفی برای آن ارائه شده است. در یک تقسیم‌بندی کلی می‌توان دو دسته دیدگاه را در نظر گرفت: دیدگاه اول: ریسک به عنوان هر گونه نوسان احتمالی بازده مورد انتظار آینده دیدگاه دوم: ریسک به عنوان نوسانات احتمالی منفی بازده مورد انتظار آینده (فلاح‌پور و همکاران، ۱۳۹۴). برای هر شرکت موفق شناسایی و تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضروری است. انعطاف‌پذیری مالی، توانایی یک شرکت در بکارگیری منابع مالی را در پاسخ به فرصت‌های سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد (فردود و همکاران، ۱۳۹۹). اگر بازار مالی کامل باشد، نیاز به انعطاف‌پذیری مالی وجود ندارد. مطابق با نظریه‌ها، دو خط مشی وجود دارد که از طریق آن انعطاف‌پذیری مالی برای شرکت‌ها ارزشمند می‌شود. نخست، انعطاف‌پذیری مالی می‌تواند مشکلات ناشی از سرمایه‌گذاری را در جهت محدود کردن دستیابی به سرمایه، کمتر کند. دوم، انعطاف‌پذیری مالی می‌تواند به جلوگیری از هزینه‌های مرتبط با ورشکستگی مالی یاری رساند. از لحاظ مالی، انتظار می‌رود که شرکت‌های انعطاف‌پذیر قادر به غلبه بر شوک‌های خارجی منفی نسبت به شرکت‌های غیرانعطاف‌پذیر باشند. انعطاف‌پذیری مالی توسط محققین به عنوان یک جزء مهم از ساختار سرمایه<sup>۲</sup>

---

<sup>1</sup> Martin & et al

<sup>2</sup> Capital Structure

در نظر گرفته شده است (گریگوری<sup>۳</sup>، ۲۰۲۰). نظرسنجی از مدیر ارشد مالی شرکت نشان می‌دهد که دستیابی به انعطاف‌پذیری مالی یک هدف مهم در تصمیمات مالی شرکت است. به شرکت‌ها پیشنهاد شده است که به عمد ظرفیت بدهی بلااستفاده را حفظ کنند تا دسترسی به منابع کم هزینه سرمایه خارجی را حفظ کنند تا از هزینه‌های اضطراری مالی در مواجهه با شوک‌های منفی جلوگیری شود و در صورتی که فرصت‌های سودآور به وجود آید، سرمایه‌گذاری کنند (گریگوری، ۲۰۲۰). اهرم مالی شرکت‌های دارای محدودیت مالی بیشتر نسبت به انتظارات از شوک‌های تحت‌الگوی انعطاف-پذیری مالی حساس‌تر است. هرچه ریسک یک شرکت قادر به پاسخگویی به یک شوک آینده از طریق دسترسی به بازارهای سرمایه باشد، ظرفیت بدهی که باید امروزه حفظ شود و بنابراین اهرم فشار پایین‌تر است (گان و خیا<sup>۴</sup>، ۲۰۱۹). شواهد غیرمستقیم و حمایت نظری در زمینه الگوی انعطاف-پذیری مالی وجود دارد که انتظار مدیر یک شرکت در مورد تغییرات آتی در فرصت‌های سرمایه-گذاری شرکت در تعیین ساختار سرمایه شرکت نقش کلیدی ایفا می‌کند. انعطاف‌پذیری مالی به عنوان توانایی شرکت برای استفاده از یک شوک مثبت (منفی) در مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری تعریف می‌شود (لامبرینوداکیس و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۹). از لحاظ نظری یکی از پیش‌بینی‌های اصلی الگوی انعطاف‌پذیری مالی است که اهرم مالی شرکت با انتظارات در مورد شوک‌های آینده به مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت ارتباط معکوس دارد. این به این دلیل است که در موردی که یک شوک سرمایه‌گذاری مورد انتظار است، شرکت فعالانه عمل می‌کند و قدرت نفوذ خود را برای حفظ ظرفیت بدهی بیشتر برای رسیدن به وام مورد انتظار آینده خود کاهش می‌دهد (مارتین و همکاران، ۲۰۱۹). آنچه در دنیای امروز شرکت‌ها را از چند دهه قبل متمایز می‌کند، محیط ناپایدار و رقابت روزافزون برای جذب منابع محدود است. براساس مطالعات اخیر، تصمیمات تأمین منابع مالی شرکت، هم از عوامل داخلی و هم از فعالیت‌های گروه‌های خارج از مرزهای شرکت تأثیر می‌گیرد؛ بنابراین، توجه به بازار رقابت در تعیین روش تأمین مالی مناسب برای افزایش بازده و ادامه حیات

<sup>3</sup> - Gregory

<sup>4</sup> - Gan & Xia

<sup>5</sup> - Lambrinouidakis & et al

شرکت‌ها اهمیت دارد و از عوامل اصلی رشد و پیشرفت آنها محسوب می‌شود؛ از این رو، لازم است مدیران شرکت‌ها برای انتخاب بهترین ترکیب سرمایه، هنگام گرفتن تصمیمات مالی، به رقابت‌پذیری به‌منزله و وسیله‌ای برای دستیابی به عملکرد مطلوب توجه کنند. از عوامل داخلی تأثیرگذار بر جذب تأمین مالی شرکت از منابع خارجی، شفافیت اطلاعات و گزارش‌دهی شرکت است. در ادبیات راهبردی نیز بیان می‌شود که حفظ و بقای شرکت‌ها در محیط رقابتی، راهی جز کسب مزیت رقابتی برای آنها باقی نمی‌گذارد و کسب مزیت رقابتی به‌منزله قدرت بازاری شرکت‌هاست. رقابت‌پذیری به‌منزله توانایی اقتصادی بنگاه برای ثابت نگه داشتن و افزایش سهم خود در بازارهای ملی و بین‌المللی تعریف می‌شود. بطور معمول این استدلال وجود دارد که هرچه سهم بازار نسبت به سایر رقبای تجاری در صنعت زیادتر باشد، شرکت برای بدست آوردن سهم فروش و تأمین مالی با تعداد رقبای بیشتری روبه‌رو می‌شود. در نتیجه هرچه تعداد رقبا در صنعت بیشتر باشد، رقابت در آن صنعت نیز شدت بیشتری می‌یابد (عبدوه و ورنلا، ۲۰۱۷). با توجه به مطالب ذکر شده هدف مطالعه‌ی حاضر یافتن پاسخی تجربی برای مسئله اصلی پژوهش است که آیا ریسک، انعطاف‌پذیری مالی و نقش رقابت بازار محصول در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط دارد یا خیر؟

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۱.۲. مبانی نظری

ریسک با زندگی انسان‌ها و سازمان‌ها عجین شده است. آنچه اهمیت دارد این است که ریسک قیمت مشخصی دارد و در نتیجه انتقال و حذف آن نیز مستلزم صرف هزینه است. هرچه ریسک ناشی از یک دارایی افزایش یابد، سرمایه‌گذار انتظار دریافت بازده بیشتری خواهد داشت؛ بنابراین باید بین ریسک و بازده تعادل برقرار کرد. از جمله مهم‌ترین ریسک‌ها در اتخاذ تصمیم‌های مالی و سرمایه‌گذاری از دید مدیران شرکت و سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان، ریسک نقد شوندگی سهام و

---

<sup>6</sup> - Abdoh & Varela

ریسک بازار است (موسوی شیری، ۱۳۹۷). ریسک بازار ریسک زیان ناشی از تغییر در ارزش دارایی - های قابل معامله است. برای مثال اگر یک سرمایه‌گذار یک میلیون اونس طلا نگهداری کند در معرض ریسک ناشی از پایین آمدن ارزش طلا در بازار خواهد بود. چندین نوع مختلف از دارایی‌ها (نرخ بهره، ارز، حقوق صاحبان سهام و موجودی کالا) و انواع بسیار مختلفی از فرآورده‌های مالی ممکن است در یک موسسه موجود باشند. که آن موسسه را در معرض ریسک بازار قرار خواهد داد. ریسک بازار در اثر نوسانات قیمت دارایی‌های مالی در بازار ایجاد می‌شود. اشخاص حقیقی و حقوقی دارایی‌های خود را بصورت‌های مختلف مانند پول نقد، سهام، اوراق قرضه، مستغلات، طلا و سایر دارایی‌های با ارزش نگهداری می‌کنند. تمام این دارایی‌ها در معرض تغییرات قیمت قرار دارند. این نوسانات قیمتی عوامل اصلی ایجاد ریسک بازار هستند. شواهد غیرمستقیم و حمایت نظری در زمینه الگوی انعطاف پذیری مالی وجود دارد که انتظار مدیر یک شرکت در مورد تغییرات آتی در فرصت های سرمایه‌گذاری شرکت در تعیین ساختار سرمایه شرکت نقش کلیدی ایفا می‌کند. انعطاف‌پذیری مالی به عنوان توانایی شرکت برای استفاده از یک شوک مثبت (منفی) در مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری تعریف می‌شود (لامبرینوداکیس و همکاران، ۲۰۱۹).<sup>۷</sup> از لحاظ نظری یکی از پیش‌بینی - های اصلی الگوی انعطاف‌پذیری مالی است که اهرم مالی شرکت با انتظارات در مورد شوک‌های آینده به مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت ارتباط معکوس دارد. این به دلیل است که در موردی که یک شوک سرمایه‌گذاری مورد انتظار است، شرکت فعالانه عمل می‌کند و قدرت نفوذ خود را برای حفظ ظرفیت بدهی بیشتر برای رسیدن به وام مورد انتظار آینده خود کاهش می‌دهد (مارتین، ۲۰۱۹). و تابع مولفه‌های اساسی سلامت مالی و عملکرد شرکت‌هاست نیز از طریق مولفه قابلیت نقدشوندگی سهام عادی در بازار<sup>۸</sup> قابل اندازه‌گیری است. انعطاف‌پذیری مالی از منابع مختلفی نشأت می‌گیرد. بر اساس بررسی ادبیات موضوع (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۶). تئوری‌های مختلفی در رابطه با انعطاف‌پذیری مالی وجود دارند و هر کدام از آنها از دیدگاه‌های

<sup>7</sup> - Lambrinoudakis et al

<sup>8</sup> - Equity Liquidity

متفاوتی به تبیین موضوع می‌پردازند. در این راستا تئوری‌های توازن، سلسله مراتب و نمایندگی قابل طرح هستند: ۱- تئوری توازن: مطابق این تئوری، شرکت‌ها بین هزینه‌ها و فایده‌های نگهداشت وجه نقد توازن برقرار می‌نمایند. شرکت‌هایی که وجه نقد بیشتری را نگه می‌دارند ریسک‌شان کاهش می‌یابد؛ زیرا وجه نقد بیشتر، استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مواجهه منطقی با بحران‌های مالی غیر منتظره و کاهش هزینه سرمایه در شرایط وجود محدودیت مالی برای شرکت را مهیا می‌نمایند. از طرفی نگهداشت وجه نقد بیشتر موجب از بین رفتن مزایای فرصت‌های سرمایه‌گذاری است که می‌توانست عاید شرکت شود. همچنین، شرکت‌ها باید مزایا و صرفه‌جویی‌های مالیاتی و هزینه‌های ورشکستگی بدهی‌ها را در تأمین مالی از محل آن‌ها مورد ارزیابی قرار دهند. هر چه شرکت‌ها از بدهی کمتری استفاده نمایند، به همان میزان به ظرفیت بدهی استفاده نشده برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری احتمالی اضافه می‌گردد؛ و عکس قضیه صادق است (خالقی مقدم و همکاران، ۱۳۹۷). ۲- تئوری نمایندگی<sup>۹</sup>: تئوری نمایندگی عمدتاً به تضاد منافع موجود بین مدیر (کارگزار) و مالک (کارگمار) اشاره دارد. با بزرگتر شدن شرکت‌ها، مالکان، اداره‌ی شرکت را به مدیران تفویض کرده‌اند. جدایی مالکیت از مدیریت، منجر به مشکلات نمایندگی می‌شود. جنسن و مک‌لینگ<sup>۱۰</sup> (۱۹۷۶) مبانی تئوری نمایندگی را مطرح نموده و مدیران را کارگزار و سهامداران را به عنوان کارگمار، تعریف نموده‌اند. تصمیم‌گیری‌های روزمره به مدیران تفویض می‌شود؛ اما آنها لزوماً در جهت منافع مالکان حرکت نمی‌کنند. یکی از فرضیه‌های تئوری نمایندگی، وجود تضاد منافع بین مالک و مدیر است. یعنی سهامدار به دنبال رسیدن به بالاترین مرحله ارزش سرمایه‌گذاری است و مدیر نیز در وهله اول به دنبال افزایش ثروت خود می‌باشد؛ بنابراین، این احتمال وجود دارد که مدیر، در راستای منافع سهامدار عمل ننماید. اختلاس و فساد مالی مدیر و خارج ساختن منافع سهامدار از شرکت، نمونه‌هایی افراطی از این تضاد منافع می‌باشند (همتی و همکاران، ۱۳۹۷). ۳- تئوری سلسله مراتب تأمین مالی: نظریه سلسله مراتبی ساختار سرمایه ارتباط نزدیکی با مسأله‌ی چرخه‌ی عمر

<sup>۹</sup>- Agency Theory

<sup>۱۰</sup>- Jensen and Meckling

شرکت دارد. نظریه‌ی سلسله مراتبی مبتنی بر عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه گذاران برون‌سازمانی یک شرکت است. به عبارت دیگر، مدیریت در مقایسه با سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی دارای اطلاعات بیشتری راجع به وضعیت مالی و نتایج عملکرد جاری و آینده‌ی شرکت بوده و سعی می‌کند در زمانی که شرکت دارای عملکرد ضعیفی است، به بدهی روی نیاورد؛ چرا که احتمال نکول و ورشکستگی شرکت زیاد است. این تئوری، به صورت کلی، رفتار تأمین مالی شرکت را بیان می‌کند. به این صورت که شرکت‌ها ترجیح می‌دهند در مرحله‌ی اول، از منابع تأمین مالی داخلی و بعد از آن، از استقراض و در نهایت، از منابع خارجی (انتشار سهام) استفاده کنند. مطابق با این تئوری، شرکت‌های نوپا و شرکت‌های رشدی از استقراض نسبت به انتشار سهام استفاده‌ی بیشتری می‌کنند. شرکت‌های بالغ استفاده از استقراض را کاهش می‌دهند. در مرحله افول شرکت‌ها، دوباره سطح استفاده از استقراض بیشتر می‌شود (مهرانی، ۱۳۹۳). در نظریه‌های اقتصاد از واژه رقابت به عنوان ساختار و سازمان ویژه‌ای از بازار یاد می‌شود. اقتصاددانان کلاسیک معتقدند که بهترین مکانیسم هماهنگی و تخصیص منابع، نظام بازار و یا به عبارت دیگر، بازار رقابتی است. ساختار بازار که معرف خصوصیات سازمانی بازار است، طیفی از رقابت کامل تا انحصار کامل را در بر می‌گیرد (نیکبخت و قاسمی، ۱۳۹۷). رقابتی بودن بازار محصول بدین معناست که شرکت‌های مختلف در تولید و فروش کالا رقابت تنگاتنگ دارند و کالاهای آن‌ها نسبت به دیگری برتری چندانی ندارد، چرا که اگر غیر از این باشد، بازار به سمت انحصار یا انحصار چند جانبه تمایل پیدا می‌کند (خدای‌پور و بزرابی، ۱۳۹۲). به عبارت دیگر، رقابت‌پذیری بودن بدین معنی است که شرکت نتوانسته است شیوه‌ی تولیدی در پیش بگیرد که کالاهای باکیفیت‌تری تولید کند یا کالاهای تولیدی خود را با قیمتی پایین‌تر از سایر رقبا عرضه کند و در نتیجه بازار فروش را در دست خود بگیرد؛ بنابراین، رقابتی بودن بازار محصول در مقابل انحصاری بودن مطرح می‌شود؛ زیرا شرکتی که توانسته باشد به واسطه‌ی بهینه‌سازی روش‌های تولیدی، کالاهایی باکیفیت بالاتر یا با قیمت‌های پایین‌تر عرضه کند، انحصار بیشتری در بازار داشته است (اکبری و همکاران، ۱۳۹۷).



۲،۲. پیشینه پژوهش

چیونگ (۲۰۲۱) به بررسی این موضوع است که پذیرش شریعت چه تأثیری بر ریسک و انعطاف-پذیری شرکت‌های غیر مالی دارد پرداخت. نتایج این مطالعه با استفاده از سیستم پانل پویای GMM و تعدادی از ویژگی‌های خاص شرکت و یک نمونه جهانی از ۲،۱۶۰ شرکت در شش منطقه جغرافیایی، نشان می‌دهد که شرکت‌های تطبیق یافته با شریعت ریسک شرکتی کمتری دارند (که از طریق ریسک کل و ریسک غیر سیستماتیک اندازه‌گیری می‌شود) و همچنین انعطاف‌پذیری شرکتی بیشتری دارند که از طریق درصد انحراف از حداکثر ارزش فروش، هزینه کالاهای فروخته شده، هزینه‌های عملیاتی و قیمت سهام اندازه‌گیری می‌شود. این تأثیرات در سال‌های پس از بحران وام‌های بدون پشتوانه ایالات متحده عمیق‌تر شد. همچنین نتایج نشان می‌دهد هنجارهای فرهنگی-اجتماعی اثر تعدیل‌گر دارند. بررسی‌های بیشتر نشان می‌دهد شرکت‌ها در صورت عدم رعایت قوانین شریعت با مجازات‌های شدیدی روبرو می‌شوند. این مقاله اولین مطالعه‌ای می‌باشد که به بررسی اثرات پذیرش شریعت بر عملیات شرکت‌های غیر مالی در مقیاس جهانی می‌پردازد. این مطالعه همچنین به ساختار سرمایه و ادبیات حاکمیت شرکتی کمک می‌کند زیرا شواهدی را ارائه می‌دهد که نشان می‌دهد محدودیت منابع برای یک شرکت مفید است. یافته‌های این مقاله با ارائه بینش بیشتر در مورد پیچیدگی‌های پیروی از شریعت، ارزش قابل توجهی را برای شرکت‌هایی که قصد سرمایه‌گذاری در بازار قدرتمند ۱،۸ میلیارد نفری مسلمانان را دارند فراهم می‌کند. نتایج پژوهش آنالیز و همکاران (۲۰۱۷) حاکی از این است که درجه بالاتر انعطاف‌پذیری مالی بالاتر، اثر منفی شوک‌های نقدینگی بر سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. رحمت هیرو و ادنور (۲۰۱۷) نشان دادند انعطاف‌پذیری مالی، توانایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد و حساسیت فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را بر روی صورت جریان وجوه نقد کاهش می‌دهد. لامیاجر (۲۰۱۶) تأثیر ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر عملکرد شرکت-های خریدار (جذب و تحصیل) سایر شرکت‌ها شامل تفاوت‌های فی‌مابین شرکت‌های درون گروهی و شرکت‌های مشابه خارج از گروه و همچنین تأثیر بحران مالی (۲۰۰۸) را مورد ارزیابی قرار داد.

شواهد اساسی نشان از تاثیر مثبت ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر شرکت‌های تلفیقی و شرکت‌های مشابه خارج از گروه را داشت. یونگ<sup>۱۱</sup> و همکاران (۲۰۱۵)، در پژوهشی به عنوان ارزشیابی انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها در کشورهای نوظهور با استفاده از نمونه ۳۳ تایی از کشورهای نوظهور به ارزیابی انعطاف‌پذیری مالی پرداخته و دریافته‌اند که انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها، توانایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را افزایش داده و حساسیت سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. علاوه بر این انعطاف‌پذیری مالی هزینه حقوق صاحبان سهام را کاهش داده و باعث افزایش دارایی‌های نقدی می‌گردد و در بحران مالی طی در سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ بر توانایی سرمایه‌گذاری تاثیر مثبت دارد. همچنین نتایج آنها نشان داد که انعطاف‌پذیری مالی بر ارزش شرکت، به ویژه در طول بحران مالی تاثیر مثبت دارد. چانگ و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی رابطه میان حاکمیت شرکتی، رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش مذکور، حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار میان حاکمیت شرکتی، رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه بود. پیتر چنگ و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی به عنوان "تأثیر بازار رقابت محصول بر روی کیفیت سود" به این نتیجه رسیدند که بین بازار محصول و کیفیت محصول مثبتی وجود دارد. گانی و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین رقابت در بازار محصول و شیوه‌های تأمین مالی شرکت‌های بورس چین پرداخت. وی در پژوهش خود به این نتیجه رسید که رابطه بین رقابت و شیوه‌های تأمین مالی غیرخطی بوده و به سه عامله نوع صنعت، اندازه شرکت و موقعیت‌های رشد شرکت بستگی دارد. لیو دان و سو چن<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۱) به بررسی تأثیر سرمایه در گردش بر عملکرد رقابتی در بازار محصولات پرداختند و دریافته‌اند که توانایی گردش سرمایه، تأثیر مثبتی بر توان رقابتی در بازار محصولات دارد. ولی با کاهش توانایی گردش سرمایه به سطح مشخصی، این تأثیرگذاری ضعیف خواهد شد. همچنین به طور کلی، نقدتر بودن سرمایه در گردش تأثیر منفی بر عملکرد رقابتی در بازار می‌گذارد. گامبا و تریانتیس (۲۰۰۸) در تحقیق خود برای تدوین مدلی برای اندازه‌گیری

---

<sup>11</sup>- Yung

<sup>12</sup>- Duan and Shou

انعطاف‌پذیری مالی، انعطاف‌پذیری مالی را توانایی یک شرکت برای دستیابی و تجدید ساختار کردن تأمین مالی خود با تأمین مالی کم هزینه تر تعریف کردند. آن‌ها بیان کردند شرکت های دارای انعطاف‌پذیری مالی دارای توان اجتناب از درماندگی مالی در مواجهه با شوک‌های منفی می‌باشند و هنگامی که فرصت‌های سودآور افزایش می‌یابد با هزینه پایین سرمایه‌گذاری می‌کنند. رحمانی اصل و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی انعطاف‌پذیری مالی، ساختار سرمایه و نقش ریسک بازار (مطالعه موردی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران) پرداخت‌اند و نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد بین انعطاف‌پذیری مالی شرکت با ساختار سرمایه رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد و همچنین نقش ریسک بازار سهام بر رابطه انعطاف‌پذیری مالی و ساختار سرمایه یک نوع رابطه تعدیل‌گری دارد. نیکبخت و قاسمی (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر رقابت بازار محصول پرداخت‌اند و نتایج آزمون فرضیه آن‌ها نشان می‌دهد که توانایی مدیریت بر رقابت در بازار محصول تأثیر مثبت و معناداری دارد. قنواتی (۱۳۹۳) در پژوهش خود به بررسی رابطه رقابت در بازار محصول با کیفیت افساء و کیفیت سود پرداخت. نتایج پژوهش بیانگر آن بود که بین رقابت بالفعل و کیفیت افساء مثبت و معنادار می‌باشد. موذنی، قاسم (۱۳۹۰) در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر تغییرات زمانی ریسک در ارزیابی قدرت پیش‌بینی‌کنندگی ریسک بازار توسط سهام رشدی و قیمتی در بورس» با جمع‌آوری و بررسی اطلاعات مورد نیاز ۲۷۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در فاصله زمانی سال‌های ۷۹ تا ۸۷ به این نتیجه رسید که قدرت پیش‌بینی‌کنندگی ریسک سیستماتیک بازار توسط سهام ارزشی نسبت به سهام رشدی از برتری خاصی برخوردار نمی‌باشد. مهرانی و همکاران (۱۳۹۳)، رابطه بین کیفیت سود، هموارسازی سود و ریسک سهام را مطالعه کرده‌اند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد بین کیفیت سود و ریسک سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

### ۳. فرضیه‌های پژوهش

از لحاظ مالی، انتظار می‌رود که شرکت‌های انعطاف‌پذیر قادر به غلبه بر شوک‌های خارجی منفی نسبت به شرکت‌های غیرانعطاف‌پذیر باشند. انعطاف‌پذیری مالی توسط محققین به عنوان یک جز مهم از ساختار سرمایه در نظر گرفته شده است (گریگوری، ۲۰۲۰). همچنین نگرش مدیران نسبت به ریسک باید نقش کلیدی در تعیین تصمیمات شرکت داشته باشد (مارتین و همکاران، ۲۰۱۹). ظرسنجی از مدیر ارشد مالی شرکت نشان می‌دهد که دستیابی به انعطاف‌پذیری مالی یک هدف مهم در تصمیمات مالی شرکت است. به شرکت‌ها پیشنهاد شده است که به عمد ظرفیت بدهی بلا استفاده را حفظ کنند تا دسترسی به منابع کم هزینه سرمایه خارجی را حفظ کنند تا از هزینه‌های اضطراری مالی در مواجهه با شوک‌های منفی جلوگیری شود و در صورتی که فرصت‌های سودآور به وجود آید، سرمایه‌گذاری کنند (گریگوری، ۲۰۲۰). اهرم مالی شرکت‌های دارای محدودیت مالی بیشتر نسبت به انتظارات از شوک‌های تحت‌الگوی انعطاف‌پذیری مالی حساس‌تر است. هر چه ریسک یک شرکت قادر به پاسخگویی به یک شوک آینده از طریق دسترسی به بازارهای سرمایه باشد، ظرفیت بدهی که باید امروز حفظ شود و بنابراین اهرم فشار پایین‌تر است (گان و خیا، ۲۰۱۹). بنابراین مطالب ذکر شده فرضیه‌ی اول مطالعه‌ی حاضر به شکل زیر ارائه می‌شود:

#### ۱- ریسک با انعطاف‌پذیری مالی ارتباط دارد.

در جهان امروز، بیشتر بازارها شکل رقابتی به خود گرفته‌اند. ورود به بازارهای رقابتی یا ارائه‌ی محصولات نوآورانه در این بازارها، بیشتر نیازمند سرمایه‌گذاری زیادی است و ریسک‌های متعددی را در پی دارد که کارآفرینان را بر آن داشته است برای کاهش ریسک و کاهش سرمایه‌گذاری لازم از مفهومی به نام ظرفیت بازاریابی برای بازاریابی محصولات خود استفاده کنند (چوانگ و همکاران<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۶). ظرفیت بازاریابی برای توصیف فرایند بازاریابی شرکت‌هایی به کار می‌رود که با

---

<sup>13</sup> - Chuang et al

منابع محدود در جستجوی فرصت‌ها در پیشامدهای نامعلوم بازار هستند. از طرف دیگر به عقیده‌ی محققان حوزه‌ی بازاریابی، داشتن برندی با ارزش ویژه‌ی بسیار زیاد، دارایی اساسی است و نقشی مهم در کسب مزیت رقابتی پایدار و موفقیت کارآفرینان ایفا می‌کند. منظور از ارزش ویژه‌ی برند مجموعه‌ای از دارایی‌ها و تعهدات مربوط به یک برند و نام و نشان آن است که به ارزش یک محصول برای شرکت یا مشتریان می‌افزاید یا از آن می‌کاهد. بازاریابی برای هر نوع حرکت آگاهانه و هدفمند در بازار امروز ضرورت دارد بازاری که دیگر نه مرز می‌شناسد و نه مشتری خاصی را در نظر دارد «جهانی شدن» بازار پدیده‌ای است که به تدریج چهره خود را نمایان می‌سازد. کنون که بازاریابی مورد توجه روز افزون سازمان‌ها و نهادهای خصوصی و دولتی و ملت‌ها قرار گرفته و از مرحله اولیه توزیع و فروش به فلسفه‌ای پیچیده برای ارتباط پویای سازمان‌ها با بازارهایشان تبدیل شده است؛ اغلب شرکت‌های کوچک و بزرگ رفته رفته از تفاوت بین فروش و بازاریابی آگاه شده‌اند و در مرحله آزمایش اصول بازاریابی برای بهبود سیستم توزیع داخلی خود و شناخت نقش احتمالی آن در بازارهای جهانی‌اند. بعضی از کشورها نیز در مرحله مطالعه چگونگی استفاده از تحقیقات بازاریابی؛ تبلیغات و قیمت‌گذاری برای بهبود برنامه‌ریزی‌های خود هستند (استاب و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۶). منشاء و رکن اساسی نظام بازاریابی نیازها و خواسته‌های انسان است بشر برای ادامه حیات خود به غذا، هوا، آب، لباس و پناهگاه نیاز دارد. علاوه بر این‌ها، او میل زیادی به آسایش، آموزش و خدمات دیگر دارد. محصول زاینده نیازها و خواسته‌های بشر است؛ به عبارت دیگر محصول عبارت است از چیزی که قادر به ارضای یک خواسته باشد. نیاز بیان‌کننده حالت محرومیت احساس شده در فرد است. این محرومیت آرامش آدمی را بر هم می‌زند و در او شوقی برای برطرف کردن آن به وجود می‌آورد. نیاز شخص را به حرکت وامی دارد و او را در یک حالت فعال قرار داده؛ به او جهت می‌دهد. شخص چیزهای خاصی را که ارضاکننده خواسته‌های اوست، خارج از وجود خویش تصور می‌کند. این چیزها محصولات نامیده می‌شوند. این محصولات به هر اندازه که خواسته‌های فرد را برآورده کنند دارای ارزشند. نکته مهم آن است که مفهوم محصول را

---

<sup>14</sup> - Stub et al

تنها به اشیای فیزیکی محدود نسازیم. عامل اساسی در هر محصول؛ خدمتی است که ارائه می‌دهد و فوایدی است که دارد و برای خریدار ارزنده است (باش رزگاه و همکاران، ۱۳۹۸). بنابراین فرضیه‌ی دوم پژوهش به صورت زیر ارائه می‌شود:

## ۲- رقابت بازار محصول با انعطاف پذیری مالی ارتباط دارد.

انعطاف‌پذیری مالی بیان‌کننده توانایی یک شرکت برای رویارویی با اتفاقات آتی است و به معنی میزان توانایی شرکت در تطبیق ساختار سرمایه با نیازهای احتمالی ناشی از تغییر شرایط است (فالكندر و وانگ، ۲۰۱۱). شرکت باید هر زمان که نیاز به وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری‌های سودآور دارد، بدون هرگونه تأخیر و هزینه‌ای بتواند تأمین مالی کند. برنامه مالی شرکت باید به اندازه کافی انعطاف‌پذیر باشد تا هر زمان که بخواهد بتواند ترکیب ساختار سرمایه را به تناسب خط‌مشی عملیاتی شرکت و نیازهای خود تغییر دهد (نمازی و شیرزاده، ۱۳۹۴). انتخاب ساختار مطلوب سرمایه و شیوه‌های مختلف تأمین مالی (سیاست‌های مالی) دغدغه اصلی مدیران مالی شرکت‌ها است (ایزدی نیا و همکاران، ۱۳۹۹). رقابت در بازار محصولات و خدمات سبب می‌گردد تا مدیر عامل بطور فعال‌تری فعالیت‌های واحد تجاری را پیش‌بردد. بدین صورت رقابت در بازار محصولات و خدمات به‌عنوان یک مکانیسم تکمیل حاکمیت شرکتی حساب می‌شود. در مبانی نظری پژوهش به رقابت بازار محصول به عنوان یک مکانیسم خارجی حاکمیت شرکتی نگریسته می‌شود؛ که مکمل دیگر مکانیسم‌های حاکمیت در بازار می‌باشد تحقیقات بسیاری نشان داده‌اند که سطح رقابت و حاکمیت شرکتی ارتباط مستقیمی با سطح کیفیت اطلاعات منتشر شده حسابداری واحدهای اقتصادی دارد. در همین حال، بعضی پژوهش‌ها نیز وجود دارد که نشان می‌دهد رقابت با سطح پایین‌تر کیفیت اطلاعات مالی در ارتباط می‌باشد. بدین ترتیب، شواهد تجربی و نتایج مختلفی در زمینه‌ی اثرات رقابت بازار محصولات و خدمات بر کیفیت گزارش‌های مالی و حسابداری انگیزه لازم را به منظور تحلیل ارتباط غیرخطی آن‌ها ایجاد می‌کند. می‌توان شواهد مختلف حاصله را ناشی از منافع و مزیت‌های کیفیت افشای بالا تلقی نمود. مطابق با مبانی نظری پژوهش، کیفیت سود بالا دارای منافع و

مخارجی است که با میزان و شدت رقابت بازار محصولات و خدمات می‌تواند تفاوت داشته باشد (چنگ و همکاران، ۲۰۱۳). با توجه به مطالب ذکر شده فرضیه‌ی سوم پژوهش به صورت زیر ارائه می‌شود:

۳- رقابت بازار محصول بر ارتباط بین ریسک و انعطاف پذیری مالی تأثیر دارد.

#### ۴. مدل و متغیرهای پژوهش

۱،۴. مدل پژوهش

مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش حاضر بر اساس مدل صالحات (۲۰۱۹) و اقبال و همکاران (۲۰۲۱) به شرح زیر است:

$$FINFlex_{it} = \beta_0 + \beta_1 Risk_{it} + \beta_2 PMC_{it} + \beta_3 PMC * Risk_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 BTM_{it} + \varepsilon_{it}$$

۲،۴. متغیرهای پژوهش

- انعطاف‌پذیری مالی

انعطاف‌پذیری مالی درجه‌ای از ظرفیت شرکت است که می‌تواند منابع مالی را در جهت فعالیت‌های واکنشی تجهیز کند تا ارزش شرکت را به حداکثر برساند. انگیزه‌های دستیابی به انعطاف‌پذیری مالی به توانایی برآورد نیاز آتی شرکت‌ها به منظور کسب درآمد از منابع خارج از شرکت و تامین مالی با صرف هزینه کم بستگی دارد (بایون، ۲۰۱۶). انعطاف‌پذیری مالی مطابق با پژوهش‌های ارسالان و همکاران (۲۰۱۴)، میر و لوراین (۲۰۱۳) و صالحات (۲۰۱۹) از مدل زیر محاسبه می‌شود:

$$Financial\ flexibility = Cash\ flexibility + Debt\ flexibility$$

متغیرهای مدل فوق:

Cash flexibility= وجه نقد بر کل دارایی‌ها

Debt flexibility= یک منهای نسبت کل بدهی‌ها

- رقابت بازار محصول

رقابت در بازار محصول به منزله سازوکاری برای حاکمیت برون سازمانی و عاملی مهم و حیاتی در گرفتن تصمیمات افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها مطرح شده است و به منزله مؤلفه‌ای اثرگذار بر ارزش سهام شرکت‌ها نیز نقش آفرینی می‌کند (اقبال و همکاران، ۲۰۲۲). مطابق با پژوهش‌های آلمیدا و دالماسیو (۲۰۱۵)، گاسپر و ماسا (۲۰۰۶)، هاو و همکاران (۲۰۱۵)، اقبال و همکاران (۲۰۲۰) و اقبال و همکاران (۲۰۲۱) از طریق شاخص هرفیندال هیرشمن و به صورت فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$PMC = HHI \times (-1)$$

HHI = از طریق مجموع سهم بازار شرکت محاسبه می‌شود که در عدد (1-) ضرب شده و هر چه نتیجه این عدد بیشتر باشد به معنی رقابت بیشتر بازار محصول است. فرمول شاخص هرفیندال هیرشمن نیز به شرح زیر است:

$$HHI_j = \sum_{j=1}^n S_{ij}^2$$

S = سهم بازار شرکت در صنعت مورد فعالیت به توان ۲ شرکت i در سال j

- ریسک بازار: زیان بالقوه قابل اندازه‌گیری یک سرمایه‌گذاری را ریسک می‌نامند. در این پژوهش برای اندازه‌گیری ریسک بازار سهام از رابطه زیر استفاده می‌شود (پیری و همکاران، ۱۳۹۷).

$$\beta = (Cov(R_i, R_m)) / (Var(R_m))$$

در این مدل  $R_i$  بازده سهام سالیانه شرکت،  $R_m$  بازده سالیانه بازار سهام می‌باشد.



- متغیرهای کنترلی:

بازده دارایی (ROA): سود خالص بر کل دارایی‌ها  
اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها  
ارزش بازار به دفتری (BTM): ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام

## ۵. روش پژوهش و جامعه آماری

مطالعه حاضر بر مبنای هدف اجرا، از نوع پژوهش کاربردی، از منظر زمان بصورت مقطعی است که به شیوه همبستگی صورت گرفته است. جامعه آماری مطالعه حاضر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند که در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۹ عضو بورس و فعالیت داشته باشند. برای برآورد حجم نمونه و روش نمونه‌گیری از روش غربالگری حذفی استفاده شده است. بدین منظور کلیه شرکت‌های جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شده‌اند:

(۱) دوره مالی منتهی به پایان اسفند ماه باشد

(۲) در طول دوره تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد

(۳) جزو بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، بانک‌ها و لیزینگ‌ها) نباشند، زیرا افشاهای مالی و ساختارهای گزارشگری در آنها متفاوت است.

(۴) در طول دوره پژوهش توقف معاملاتی بیش از یکسال نداشته باشد

با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در مجموع ۲۴۰ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها از تکنیک‌های مناسب آمار توصیفی و آمار استنباطی استفاده شده است. آماره توصیفی شامل

محاسبه شاخص‌های میانگین، انحراف معیار و خطای معیار می‌باشد. به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق، ابتدا آزمون نرمال بودن سپس آزمون ضریب همبستگی و در نهایت آزمون رگرسیون چندگانه استفاده شده است. البته قبل از آزمون رگرسیون چندگانه به بررسی آزمون‌های پیش فرض رگرسیون (آزمون عدم همخطی، آزمون معنادار بودن، آزمون ناهمسانی واریانس و آزمون عدم همبستگی) پرداخته ایم.

### ۶. یافته‌های پژوهش

#### ۱.۶. آمار توصیفی

جدول ۱ آمار توصیفی تمامی متغیرهای پژوهش، اعم از مستقل، وابسته و کنترلی را نشان می‌دهد.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
Finflex	678	-0.083	-0.057	-0.001	-0.583	0.091	0.65	3.77
PMC	678	-0.096	-0.083	0.031	-0.367	0.068	0.39	7.09
Risk	678	13.89	13.76	19.97	9.81	1.62	0.73	4.28
MTB	678	4.25	3.69	17.58	-5.62	2.67	8.34	9.39
SIZE	678	21.34	21.20	23.24	16.87	2.54	0.65	3.77
ROA	678	0.062	0.122	0.512	-0.061	0.026	0.57	3.51

همانطور که در جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش مشاهده می‌شود، میانگین اصلی‌ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی می‌باشد که نشانه‌ی میانگین دو عدد زوج وسط نمونه‌ی آماری می‌باشد. ضریب چولگی و کشیدگی از پارامترهای نسبی هستند. ضریب چولگی بیانگر تقارن توزیع و ضریب کشیدگی نیز نشان‌دهنده

بلندای توزیع در مقایسه با توزیع نرمال است که در صورت نرمال بودن توزیع باید این ضریب به سمت صفر میل نماید. بطور مثال ضریب چولگی متغیر انعطاف پذیری مالی ۶۵٪ است که نشان دهنده چولگی راست یا مثبت است که نرمال می باشد و کشیدگی آن نیز ۳,۷۷ است که نشان دهنده کشیدگی مثبت این متغیر می باشد. همچنین دلیل منفی شدن آمار توصیفی برخی متغیرها در دو شاخص مرکزی و پراکندگی به علت لگاریتم گیری از آن متغیر می باشد.

## ۲,۶. آمار استنباطی

### ۱,۲,۶. آزمون نرمال بودن

قبل از برآورد مدل رگرسیون بر روی داده ها، لازم است مانایی تک تک متغیرها بررسی شود چون در صورتی که متغیرها ناماننا باشند، باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می شود. مانایی متغیرهای پژوهش به این معناست که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال های مختلف ثابت بوده است. لذا در این تحقیق برای اطمینان از مانا بودن متغیرها و کاذب نبودن رگرسیون با استفاده از آزمون لوین، لین و چو استفاده شد که نتایج آن در جدول شماره ۳ ارائه شده است. تست مفروضات زیر در مورد مانایی داده ها نتیجه گیری می شود:

$H_0$ : ریشه واحد وجود دارد (سری مورد نظر مانا نیست).

$H_1$ : ریشه واحد وجود ندارد (سری مورد نظر مانا است).

جدول ۲: نتایج آزمون مانایی (لوین، لین و چو<sup>۱۵</sup>) برای متغیرهای مدل

متغیر	آماره آزمون	سطح معنی داری	مانا
Finflex	-4.12	۰,۰۰۰	مانا
PMC	-7.67	۰,۰۰۰	مانا
Risk	-6.23	۰,۰۰۰	مانا
MTB	-4.63	۰,۰۰۰	مانا
SIZE	-4.63	۰,۰۰۰	مانا
ROA	-4.34	۰,۰۰۰	مانا

همانطور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود چون مقدار سطح معنی دار کمتر از ۰.۰۵ بوده است کل متغیرهای مستقل در سطح پایا بوده‌اند. پس بنابراین در نتایج آزمون‌ها دچار رگرسیون کاذب نمی‌شویم.

۲,۲,۶ آزمون کشف ناهمسانی واریانس

واریانس ناهمسانی به این معنا است که در تجزیه و تحلیل مدل رگرسیون مقادیر جملات خطا (پسماند) دارای واریانس‌های نابرابر هستند. در واقع ما در تخمین رگرسیون که با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی انجام می‌شود ابتدا فرض می‌کنیم که تمامی جملات خطا دارای واریانس‌های برابر هستند و بعد از آنکه مدل را تخمین زدیم با استفاده از آزمون بروش پاگان جهت کشف ناهمسانی واریانس استفاده می‌شود.

<sup>15</sup> - Levin, Lin & Chu t

جدول ۳: نتایج آزمون بروش پاگان

فرض آماری	معیار سنجش	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
مدل فرضیه اول	آماره F	1.031	0.000	تایید فرض صفر

همانگونه که در جدول (۳) فوق دیده می‌شود سطح معنی داری آماره های F در مدل های پژوهش کمتر از ۵٪ می‌باشد لذا فرض صفر مبنی بر نبود ناهمسانی واریانس رد می‌شود.

۳,۲,۶ تعیین مدل مناسب برای تخمین مدل رگرسیون

با توجه به ادبیات پژوهش موجود و نیز ماهیت فرضیه‌ی پژوهش در این پژوهش از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. به منظور تعیین مدل مناسب (تلفیقی یا تابلویی یا اثرات ثابت یا تصادفی) برای آزمون فرضیه پژوهش از آزمون های F لیمر (چاو) و هاسمن استفاده شده است. در این آزمون فرضیه صفر یکسان بودن عرض از مبدأ (داده‌های تلفیقی) در مقابل فرضیه مخالف ناهمسانی عرض از مبدأها (روی داده‌های تابلویی) قرار می‌گیرد. فرض صفر و فرض مقابل برای آزمون‌های چاو و هاسمن به شرح زیر می‌باشد:

جدول شماره ۴: نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

مدل	فرض آماری	آزمون	آماره آزمون	سطح معنی-داری	نتیجه
مدل پژوهش	H <sub>0</sub> : تمام عرض از مبدأها باهم برابرند	چاو (اف لیمر)	1.273	0.001	رد فرض H <sub>0</sub> (مدل پنل دیتا)
مدل پژوهش	H <sub>0</sub> : روش اثرات تصادفی	هاسمن	12.637	0.009	رد فرض H <sub>0</sub> (اثرات اثبات)

جدول ۵: نتایج آزمون همبستگی پیرسون

همبستگی		finfle x	PMC	risk	MTB	SIZE	ROA
Finflex	همبستگی	۱,۰۰					
	سطح معنی داری	-					
PMC	همبستگی	۰,۰۰۴	۱,۰۰				
	سطح معنی داری	۰,۰۰۳	-				
Risk	همبستگی	۰,۱۰	۰,۱۰	۱,۰۰			
	سطح معنی داری	۰,۶۸	۰,۰۰۴	-			
MTB	همبستگی	۰,۰۰۷	۰,۰۲	۰,۰۱	۱,۰۰		
	سطح معنی داری	۰,۸۲	۰,۴۷	۰,۷۱	-		
SIZE	همبستگی	۰,۲۳	۰,۰۶	۰,۲۴	۰,۱۳	۱,۰۰	
	سطح معنی داری	۰,۷۶	۰,۰۷	۰,۰۰	۰,۰۰۰	-	
ROA	همبستگی	۰,۰۳	۰,۰۵	۰,۱۳	۰,۰۶	۰,۱۵	۱,۰۰
	سطح معنی داری	۰,۳۶	۰,۱۶	۰,۰۰	۰,۰۵	۰,۰۰۰	-

ضریب همبستگی، معیاری است که شدت و جهت وابستگی خطی بین (صرفاً) دو متغیر را نشان می‌دهد. عدد ضریب همبستگی همواره کراندار است. با این حال ضریب رگرسیون کراندار نیست و می‌تواند هر عدد دلخواهی را بپذیرد. همچنین در همبستگی صرفاً دو متغیر حضور دارند و رابطه آن‌ها با هم دیگر سنجیده می‌شود (افلاطونی، ۱۳۹۵). مقادیر گزارش شده در قطر عمودی افقی جدول

فوق، مقادیر ضریب همبستگی بین متغیرهای اصلی پژوهش می‌باشند. نتایج این جدول در قالب دو سطر برای هر متغیر ارائه شده است که در سطر اول عدد مقدار همبستگی بین متغیرها را نشان می‌دهد و در سطر دوم یعنی سطح معنی‌داری هر متغیر با متغیر دیگری به وضوح قابل مشاهده است. در آزمون همبستگی بر اساس نتایج سطح معنی‌داری هر متغیر با متغیر دیگری نتایج قابل ارائه می‌باشد. در صورتی که سطح معنی‌داری در هر متغیر با متغیر دیگر کمتر از ۰,۰۵ باشد در این صورت می‌توان گفت که متغیرها با هم ارتباط معناداری دارند و به منظور تعیین مقدار ضریب همبستگی به مقدار ضریب همبستگی توجه می‌شود که هر چه این ضریب مقدار بزرگتری را نشان دهد در ارتباط بین متغیرها نشانه همبستگی قوی و بالایی می‌باشد.

۵,۲,۶ آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج تخمین مدل به روش پانل و با استفاده از اثرات اثبات در جدول زیر ارائه شده است:

جدول ۶: مدل رگرسیونی آزمون فرضیه‌های مدل پژوهش

متغیر	ضریب متغیر	مقدار ضریب رگرسیونی	آماره $t$	سطح معنی‌داری
عرض از مبدا	$\beta_0$	2658064.	1.030607	0.3030
Risk	$\beta_1$	6526595.	2.476632	0.0135
Pmc	$\beta_2$	0.922956	89.31995	0.0000
Pmc*risk	$\beta_3$	-519171.4	-1.279697	0.2010
Roa	$\beta_4$	0.979566	223.7341	0.0000
Size	$\beta_5$	0.462595	4.157321	0.0000

0.6939	-0.393712	-1054555.	$\beta_6$	btm
آماره $F$ 16037.93			ضریب تعیین 0.99	
سطح معنی داری ۰,۰۰۰			ضریب تعیین تعدیل شده 0.99	
2.154716			دوربین واتسون	

همانطور که در جدول فوق مشاهده می‌شود مقدار **p-value** مربوط به آماره **F** که بیانگر معنی دار بودن کل رگرسیون می‌باشد برابر با **0.000** بوده و حاکی از آن است که مدل معنی دار می‌باشد. همچنین آزمون دوربین واتسون رابطه فوق عدد بین ۱,۵ تا ۲,۵ می‌باشد که مناسب است و نشان دهنده مورد پذیرش بودن فرض نبود خود همبستگی است. همچنین با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده کل مدل که برابر با **0.99** درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترلی تحقیق بیش از **0.99** تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

۱- ریسک با انعطاف پذیری مالی ارتباط دارد.

با توجه به سطح معنی داری متغیر مستقل فرضیه‌ی اول پژوهش که برابر با **۰,۰۱۳** است و از سطح تعیین شده یعنی **۵٪** کمتر می‌باشد و با توجه به اینکه مقدار ضریب رگرسیون این متغیر عددی مثبت می‌باشد در نتیجه می‌توان استنباط نمود که فرضیه‌ی اول پژوهش با سطح اطمینان **۹۵** درصد تأیید می‌شود یعنی در واقع ریسک با انعطاف‌پذیری مالی ارتباط مثبتی دارد.

۲- رقابت بازار محصول با انعطاف‌پذیری مالی ارتباط دارد.

با توجه به سطح معنی داری متغیر مستقل فرضیه‌ی دوم پژوهش که برابر با **۰,۰۰۰** است و از سطح تعیین شده یعنی **۵٪** کمتر می‌باشد و با توجه به اینکه مقدار ضریب رگرسیون این متغیر عددی



مثبت می‌باشد در نتیجه می‌توان استنباط نمود که فرضیه‌ی دوم پژوهش با سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود یعنی در واقع رقابت بازار محصول با انعطاف‌پذیری مالی ارتباط مثبتی دارد. ۳- رقابت بازار محصول بر ارتباط بین ریسک با انعطاف‌پذیری مالی تأثیر دارد.

با توجه به سطح معنی‌داری متغیر مستقل پژوهش که برابر با ۰,۲۰ است و از سطح تعیین شده یعنی ۵٪ بیشتر می‌باشد در نتیجه می‌توان استنباط نمود که فرضیه‌ی سوم پژوهش با سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود.

## ۷. بحث و نتیجه‌گیری

شواهد حاصل از مطالعات تجربی نشان داد که رفتار واقعی تامین مالی شرکت‌ها، با ادبیات نظری انعطاف‌پذیری مالی سازگاری دارد. بنابراین متعاقب انتشار نظریه‌های مودیلیانی و میلر در سال‌های ۱۹۵۸ و ۱۹۶۳ رفتار متناقض شرکت‌ها، تئوری‌های نوینی مانند توازی ایستا، ترجیحی و هزینه نمایندگی ارائه شدند. به ورود تئوری‌های جدید به حیطه ساختار سرمایه مفاهیم جدید از جمله انعطاف‌پذیری تفکر غالب در تصمیمات مالی شرکت‌ها گردید. با توجه به نتایج بدست آمده در جدول (۶) می‌توان چنین بیان کرد که در فرضیه اول پژوهش ریسک با انعطاف‌پذیری مالی ارتباط مثبتی دارد. نتایج آزمون فرضیه اول این پژوهش با نتایج مطالعه‌ی رحمانی اصل و همکاران (۱۴۰۰) مغایر می‌باشد. نتایج آزمون فرضیه دوم مطالعه‌ی حاضر با سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان داد که رقابت بازار محصول با انعطاف‌پذیری مالی ارتباط مثبتی دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش حاضر با نتایج پژوهش‌های امیرآزاد و همکاران (۱۳۹۷)، فرانکلی و همکاران<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۶) و اقبال و همکاران<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۷) سازگار است. و در نهایت نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش حاضر نشان داد که فرضیه سوم پژوهش یعنی رقابت بازار محصول بر ارتباط بین ریسک با انعطاف‌پذیری مالی تأثیری ندارد و

---

<sup>۱۶</sup> - Francl et al

<sup>۱۷</sup> - Iqbal et al

فرضیه‌ی سوم با سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده است که نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی سوم پژوهش با نتایج پژوهش‌های حسن و همکاران<sup>۱۸</sup> (۲۰۱۸) مطابقت دارد. انعطاف‌پذیری مالی در واقع به عنوان مهم‌ترین عامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه، برای پر کردن فاصله بین تئوری و عمل تأمین مالی شرکت‌ها است. از لحاظ مالی، انتظار می‌رود که شرکت‌های انعطاف‌پذیر قادر به غلبه بر شوک‌های خارجی منفی نسبت به شرکت‌های غیر انعطاف‌پذیر باشند. همچنین نگرش مدیران نسبت به ریسک باید نقش کلیدی در تعیین تصمیمات شرکت داشته باشد هدف از این پژوهش بررسی ریسک، انعطاف‌پذیری مالی و نقش رقابت بازار محصول در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. چرا که شرکت‌ها زمانی که تولیدات را به بازار ارائه می‌دهند توانایی رقابت آن‌ها با سایر رقبا می‌تواند منجر به افزایش انعطاف‌پذیری مالی (شامل سرمایه‌گذاری شرکت، تأمین منابع مالی داخلی و خارجی شرکت، مدیریت وجه نقد شرکت) یا کاهش ریسک شود. رقابت در بازار محصولات و خدمات سبب می‌گردد تا مدیرعامل به‌طور فعال‌تری فعالیت‌های واحد تجاری را پیش ببرد. با توجه به اینکه تصمیم‌گیری در زمینه سهم و نحوه رقابت در بازار و ارائه محصولات جدید بر عهده‌ی اعضای هیئت مدیره می‌باشد بنابراین ساختار هیئت مدیره نیز از مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی می‌باشد و بدین صورت رقابت در بازار محصولات و خدمات به عنوان یک مکانیسم تکمیل حاکمیت شرکتی حساب می‌شود. در مبنای نظری پژوهش به رقابت بازار محصول به عنوان یک مکانیسم خارجی حاکمیت شرکتی نگریسته می‌شود؛ که مکمل دیگر مکانیسم‌های حاکمیت در بازار می‌باشد تحقیقات بسیاری نشان داده‌اند که سطح رقابت و حاکمیت شرکتی ارتباط مستقیمی با سطح کیفیت اطلاعات منتشر شده حسابداری واحدهای اقتصادی دارد. در همین حال، بعضی پژوهش‌ها نیز وجود دارد که نشان می‌دهد رقابت با سطح پایین‌تر ریسک در ارتباط می‌باشد. بدین ترتیب، شواهد تجربی و نتایج مختلفی در زمینه‌ی اثرات رقابت بازار محصولات و خدمات بر ریسک و انعطاف‌پذیری در حسابداری انگیزه لازم را به منظور تحلیل ارتباط غیرخطی آن‌ها ایجاد می‌کند. بر اساس نتایج بدست آمده می‌توان به اعضای هیئت مدیره و سهامداران بزرگ شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران

<sup>18</sup> - Hasan et al

پیشنهاد می‌شود که در شاخص‌های ایجاد نوآوری در تحقیق و توسعه محصولات، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و افزایش انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها اقدامات لازم را عملی نمایند. به محققین برای پژوهش‌های آینده توصیه می‌شود که میزان هزینه تحقیق و توسعه را به عنوان متغیر میانجی یا تعدیلگر در بررسی این موضوع لحاظ نمایند.

### منابع

- امیرآزاد، میر حافظ، برادران حسن‌زاده، رسول، محمدی، احمد، تقی زاده، هوشنگ. (۱۳۹۷). مدل جامع عوامل موثر بر کیفیت گزارشگری مالی در ایران به روش نظریه‌پردازی زمینه بنیان. پژوهش‌های حسابداری مالی ۱۰(۴).
- پیری، پرویز؛ فضل زاده، علیرضا و تقی پور، مهسا. (۱۳۹۷). مدیریت مالی (تئوریا و کاربردها) انتشارات ارومیه، چاپ اول.
- خالقی مقدم، حمید؛ حساس یگانه، یحیی؛ امیری، مقصود؛ و جلال شیرزاده (۱۳۹۸). "ارائه مدل اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی متناسب با شرایط محیطی ایران (با تأکید بر نوع مؤلفه‌ها)"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۹.
- خدای پور، احمد؛ و یونس بزرایبی (۱۳۹۲). "بررسی رابطه‌ی بازار محصول با ساختار هیئت مدیره و کیفیت افشا"، دانش حسابداری، سال چهارم.
- خلیلی عراقی، مریم؛ و صالح هاشمی. (۱۳۸۷). "برآورد ریسک بازار یک سبد سرمایه‌گذاری بر مبنای مدل ارزش در معرض خطر (VAR)"، مجله آینده پژوهشی مدیریت، شماره ۲ (۷۷).
- رضایی، فرزین؛ و اکرم چگینی (۱۳۹۶). "رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و سیاست‌های مالی شرکت‌ها"، مطالعات حسابداری و حسابرسی سال ششم.

رحمانی اصل، فاطمه؛ قدیم خانی، ابراهیم؛ و ولی خدادادی (۱۳۹۹). "انعطاف‌پذیری مالی، ساختار سرمایه و نقش ریسک بازار (مطالعه موردی شرکت های بورس اوراق بهادار تهران)"، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، جلد سوم.

فلاح پور، سعید؛ رضوانی، فاطمه؛ ومحمدرضا رحیمی (۱۳۹۳). "برآورد ارزش در معرض ریسک شرطی (CVaR) با استفاده از مدل‌های ناهمسانی واریانس شرطی متقارن و نامتقارن در بازار طلا و نفت"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال هشتم، شماره بیست و ششم.

قالیباف اصل، حسن؛ الهی، ناصر؛ ترکمان احمدی، معصومه؛ و یداله دادگر (۱۳۹۶). "ارتباط یک اتفاق اقتصادی با تغییر رژیم فرآیند نوسانی بازده، ریسک و نقدشوندگی بازار سهام"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری سال ششم، شماره بیست و چهارم.

قنواتی، نسرین (۱۳۹۳)، "بررسی رابطه رقابت در بازار محصول با کیفیت افشاء و کیفیت سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید چمران اهواز، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی.

کرمی، غلامرضا؛ مهرانی، ساسان؛ و هدی اسکندر (۱۳۸۹) "بررسی تئوری نمایندگی و تئوری علامت‌دهی در سیاست‌های تقسیمی سود: نقش سرمایه‌گذاران نهادی"، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره دوم، شماره دوم.

مودنی، قاسم (۱۳۸۹)، "مقایسه ریسک سهام رشدی و قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، اصفهان: دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه اصفهان.

موسوی شیرینی، سید محمود؛ روشن‌دل، معصومه؛ و حسن خلعت‌بری. (۱۳۹۷). "بررسی اثر کیفیت اطلاعات بر ریسک نقدشوندگی سهام و ریسک بازار"، فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی سال ششم، شماره دوم.

مهرانی، ساسان؛ اسکندری، قربان و گنجی، حمید رضا (۱۳۹۳). "رابطه بین کیفیت سود هموارسازی سود و ریسک سهام". فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱(۴۲).

مهرانی، کاوه؛ تحریری، آرش؛ و سوران فرهادی (۱۳۹۳). "چرخه عمر واحد تجاری، ساختار سرمایه و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار"، مجله دانش حسابداری، سال پنجم، نمازی، محمد و شیرزاده، جلال. (۱۳۹۴). "بررسی ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره سوم، شماره ۴۲، صص ۷۵-۸۵.

نیکبخت، محمدرضا؛ و علی قاسمی (۱۳۹۷). "تأثیر توانایی مدیریت بر رقابت در بازار محصول"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی سال دهم، شماره ۴۰.

- Allisa, Ferrando. Maria-Teresa, Marchica. Roberto, Mura. (2017), Financial Flexibility and Investment Ability Across the Euro Area and the UK. *European Financial Management*, Vol. 23, Issue 1, pp 87-126
- Almeida, J. E. F., & Dalmacio, F. Z. (2015). The effects of corporate governance and product market competition on analysts' forecasts: Evidence from the Brazilian capital market.
- Al-Slehat, Z.A.F. (2019). The impact of the financial flexibility on the performance: An empirical study on a sample of Jordanian services sector firms in period (2010–2017). *Int. J. Bus. Manag.*, 14, 1–11.
- Arslan, O., Florackis, C., & Ozkan, A. (2010). "Financial flexibility, corporate investment and performance". SSRN eLibrary.
- Arslan-Ayaydin, Ö.; Florackis, C.; Ozkan, (2014). A. Financial flexibility, corporate investment and performance: Evidence from financial crises. *Rev. Quant. Financ. Account.*, 42, 211–250.
- Byoun, S (2016). The effects of financial flexibility demand on corporate financial decisions. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2817972>.
- Cheng, Peter & Man, Paul & Yi, Cheong. (2013). The Impact of Product Market Competition on Earnings Quality. *Accounting and Finance*. 53. 10.1111/j.1467-629X.2011.00457.x.
- DeAngelo, H. and DeAngelo, L. (2007). Capital structure, payout policy, and financial flexibility. Working paper, University of Southern California, SSRN abstract no. 916093
- Faulkender, M. & Wang, R. (2011). Corporate Financial Policy and Cash Holdings. *Journal of Finance*, 61(3), 130-159.

- Francle, I. M., Hu, B., & Lee, J. J. (2006). Product market competition and analyst forecasting activity: International evidence. *Journal of Banking & Finance*, 56(1), 48e6
- Gaspar, J. M., & Massa, M. (2006). Idiosyncratic volatility and product market competition. *Journal of Business*, 79(6), 3125e3152.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). "The theory and practice of corporate finance: evidence" Volberda, H. W. (1999). Building the flexible firm: How to remain competitive. Oxford University Press. *International Journal of Accounting*, 50(3), 316e339.
- Guney, Y., Li, L. and R., Fairchild, (2011), "The Relationship between Product Market Competition and Capital Structure in Chinese Listed Firms", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 20, PP.
- Gan, L. & Xia, X. (2019). Idiosyncratic Risk, Managerial Discretion and Capital Structure. *International Review of Economics and Finance*, 64, 586-599.
- Gregory, R. (2020). Political Risk and Financial Flexibility in BRICS Countries. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 13, 1-9.
- Hasan, I., Kobeissi, N., Liu, L., & Wang, H. (2018). Corporate social responsibility and firm financial performance: The mediating role of productivity. *Journal of Business Ethics*, 149(3), 671e688.
- Iqbal, A., Ali, F., Umar, M., Ullah, I., & Jebran, K. (2022). Product market competition and financial analysts' forecast quality: The mediating role of financial reporting quality. *Borsa Istanbul Review*, 22(2), 248-256.
- Iqbal, A., Jebran, K., & Umar, M. (2020). The nexus between product market competition and the quality of analysts' forecasts: Empirical evidence from Chinese-listed firms. *Journal of Asia Business Studies*, 14(1), 15e30.
- Iqbal, Amjad & Rao, Zia-ur-Rehman & Tauni, Muhammad & Jebran, Khalil. (2017). Modeling product market competition and reporting quality: the transitional economy of China. *Managerial Finance*. 43. 154-166. 10.1108/MF-12-2015-0330.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2004). R2 around the world: mNew theory and new tests. NBER working paper.
- Meier, I.; Laurin, C. (2013). Financial flexibility and the performance during the recent financial crisis. *Int. J. Commer. Manag.* **2013**, 23, 79-96.
- Martin, D. Inmoo, L. & Sung, W.S. (2019). Risk Changes and External Financing Activities: Tests of the Dynamic Trade-off Theory of Capital Structur. *Journal of Empirical Finance*, 52, 178-200.

- Peter Cheng, Cheong H. Yi., Paul Man, (2013), "The Impact of Product Market Competition on Earnings Quality", *Journal of Accounting & Finance*, Vol. 53, PP. 137-162.
- Rahmat Heru, Setianto. Addenver, Kusumaputra. (2017), Corporate Financial Flexibility, Investment Activities, and Cash Holding. *Indonesian Capital Market Review* 9, pp.75-85.
- Shen, Hwee, C, (2012), "Cash holdings, Capital Structure and Financial Flexibility", PhD Thesis, University of Nottingham(UK).
- Lambrinoudakis, C. Skiadopoulos, G. & Gkionis, K. (2019). Capital Structure and Financial Flexibility: Expectations of future shocks. *Journal of Banking & Finance*, 104, 1-18
- Whited, T. M.& Wu, G. (2009). Financial constraints risk. *Review of Financial Studies*, 19,131–159.
- Ya-Kai Chang, Yu-Lun Chen, Robin K. Chou, Tai-Hsin Huang, (2015), "Corporate Governance, Product Market Competition and Dynamic Capital Structure", *International Review of Economics and Finance*. doi: 10.1016/j.iref.2014.12.013.
- Yung, k., Li, D., & Jian, Y. (2015). The value of corporate financial flexibility in emerging countries, *journal of multinational financial management*, Vol 17, pp. 15-26.