

# ارزش انعطاف‌پذیری مالی و سیاست‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

## اوراق بهادار تهران

سید علیرضا موسوی<sup>1</sup>

1. استادیار بخش مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزآباد، فیروزآباد، فارس، ایران، نویسنده مسئول و (Email: Ali\_mosavi75@yahoo.com)

### 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 (2013) تدوین گردیده است. جامعه آماری این پژوهش، شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال 1389 لغایت سال 1393 بوده و نمونه مورد بررسی، از طریق روش حذف سیستماتیک از جامعه آماری، انتخاب شد. با توجه به شرایط معین، تعداد 155 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

## مقدمه

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<sup>۱</sup> و همکاران، 2015). همچنین می‌توان گفت انعطاف‌پذیری مالی به‌عنوان درجه‌ای از ظرفیت یک شرکت در تجهیز منابع مالی آن در پاسخ به احتمالات نامشخص آینده (بایون<sup>۲</sup>، 2012) 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 (دنیس<sup>۳</sup>، 2012). هیئت استانداردهای حسابداری مالی<sup>۴</sup> نیز مطابق با توضیحات بالا، از آن به عنوان توانایی یک نهاد به اقدامات موثر برای تغییر مقدار و زمان جریان‌های نقدی به‌منظور پاسخ به نیازها و فرصت‌های غیر منتظره یاد می‌کند (رابرت<sup>۵</sup>، 2015).

## پیشینه تحقیق

ستایش و همکاران (1390) در پژوهشی به بررسی عوامل موثر بر اهرم مالی از دیدگاه تئوری نمایندگی پرداختند. از میان شانزده معادله رگرسیون خطی<sup>۶</sup> که آن‌ها تشکیل دادند، در 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 (1391) تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری و ارزش آفرینی<sup>۷</sup> را بررسی کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری، تأثیر منفی و بر ارزش آفرینی تأثیر مثبت بااهمیتی<sup>۸</sup> داشته و شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی، از دید بازار حائز ارزش بوده‌اند. این مطالعه در ارتباط با عنوان پژوهش می‌باشد.

---

<sup>1</sup> Bouchani

<sup>2</sup> Byoun

<sup>3</sup> Denis

<sup>4</sup> Financial Accounting Standards Board (FASB)

<sup>5</sup> Robert

<sup>6</sup> Linear regression equation

<sup>7</sup> Value creation

<sup>8</sup> Important

فخاری و عبدی (1391) به بررسی و مطالعه رابطه محافظه‌کاری<sup>9</sup> با انعطاف‌پذیری در مدیریت وجوه نقد پرداختند و یافته‌های آن‌ها نشان داد که ارتباطی معکوس بین محافظه‌کاری شرکت با انعطاف‌پذیری در مدیریت وجوه نقد شامل وجه نقد و حساسیت تغییرات وجه نقد<sup>10</sup> به جریان‌های نقدی آزاد دوره وجود دارد. این مطالعه در ارتباط با عنوان پژوهش می‌باشد.

رحیمیان و توکل‌نیا (1392) به بررسی ارتباط انحنایی<sup>11</sup> 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 1386 تا 1390 پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر عدم تأثیر درماندگی مالی<sup>12</sup> بر اهرم مالی است. همچنین، نتایج نشانگر وجود ارتباط یو شکل وارون<sup>13</sup> ( ) 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 (1392) مطالعه‌ای را تحت عنوان "بررسی تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها"، اجرا نمود. یافته‌ها حاکی از این بوده است که بین سود تقسیمی<sup>14</sup> 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 (1392) در مطالعه‌ای تحت عنوان "ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی و بازدهی غیرعادی سهام"<sup>15</sup> 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<sup>16</sup> 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<sup>17</sup>) نسبت به بازدهی بازار) کسب شده نیز افزایش یافته است. این مطالعه در ارتباط با فرضیه پژوهش می‌باشد.

دارابی (1392) 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<sup>18</sup> به از دست رفتن انعطاف‌پذیری مالی و از دست رفتن فرصت‌های سرمایه-گذاری سودآور برای شرکت‌ها بینجامد. این مطالعه در ارتباط با فرضیه پژوهش می‌باشد.

<sup>9</sup> Conservatism

<sup>10</sup> Sensitivity to changes in cash

<sup>11</sup> Curved Connection

<sup>12</sup> Financial Distress

<sup>13</sup> Inverted U-shape

<sup>14</sup> Dividend

<sup>15</sup> Abnormal stock returns

<sup>16</sup> Competitiveness

<sup>17</sup> Excess return

<sup>18</sup> long run

اصلانی و زنجیردار (1393) در مطالعه‌ای تحت عنوان "بررسی رابطه‌ای انعطاف‌پذیری مالی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری"، به این نتیجه رسیدند که بین انعطاف‌پذیری مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد یعنی شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری به نحو مناسب<sup>19</sup> 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<sup>20</sup> (2010) 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<sup>21</sup>، در انعطاف‌پذیری مالی تمایل دارند بخشی از ظرفیت بدهی<sup>22</sup> خود را برای آینده حفظ کنند. این مطالعه در ارتباط با فرضیه پژوهش می‌باشد.

ارسالان<sup>23</sup> و همکاران (2013) 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 1997-1998 و 2007-2008 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. به‌عبارت دیگر، شرکت‌های با انعطاف‌پذیری مالی بالاتر، عملکرد و مخارج سرمایه‌ای بیشتری داشته‌اند. این مطالعه در ارتباط با عنوان پژوهش می‌باشد.

راجائی و باتوته<sup>24</sup> (2013) مطالعه‌ای را با عنوان "بررسی رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و 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<sup>25</sup> (2013) پژوهشی را با عنوان "ارزیابی مجدد تأثیر فرصت‌های رشد بر اهرم" اجرا نمودند. آنان با توجه به ادبیات موجود و علی‌الخصوص تئوری توازن<sup>26</sup>، 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<sup>27</sup> (2013) به بررسی چگونگی و میزان وابستگی اهرم شرکت به ساختار دارایی‌های شرکت پرداختند. آنان با استفاده از

---

<sup>19</sup> Appropriate

<sup>20</sup> Clark

<sup>21</sup> High profit margins

<sup>22</sup> Debt capacity

<sup>23</sup> Arsalan

<sup>24</sup> Rajaei and Batuteh

<sup>25</sup> Ogden and Wu

<sup>26</sup> Balance theory

<sup>27</sup> Norden and Kampen

نمونه‌ای بزرگ از شرکت‌های امریکایی طی سال‌های 1990 تا 2010، نشان دادند که حساب اموال، ماشین آلات 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<sup>۲۸</sup> 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.

راب و همکاران (2014) 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 با خرید<sup>۲۹</sup> 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.

### مبانی پژوهش

مدیران شرکت‌ها بر این باورند که انعطاف‌پذیری نقش مهمی در توانمند ساختن آن‌ها در خصوص سرمایه‌گذاری در آینده ایفا می‌کند (بانکل و همکاران<sup>۳۰</sup>، 2004). بر مبنای بحث‌های صورت گرفته توسط مودیگلیانی و میلر<sup>۳۱</sup> (1963) و مایرز (1984)، مشکلات بازار سرمایه، حفظ انعطاف‌پذیری را برای شرکت‌ها جهت استفاده از فرصت‌های سودآور الزامی کرده است. مایرز<sup>۳۲</sup> (1977) 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<sup>۳۳</sup> ذخیره‌ای برای خود نگه می‌دارند تا بتوانند در سال‌های بعد از سیاست محافظه‌کاری<sup>۳۴</sup> سرمایه‌گذاری بیشتری کنند. طبق مطالب فوق، انعطاف‌پذیری مالی باید رابطه مستقیم و تاثیر مهمی بر مخارج سرمایه‌ای<sup>۳۵</sup> داشته باشند. همچنین شرکت‌های منعطف می‌توانند بعد از یک دوره سیاست اهرمی<sup>۳۶</sup> 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<sup>۳۷</sup> بین سرمایه‌گذاری و عامل گردش وجوه نقدی وجود داشته باشد.

---

<sup>28</sup> Collateral

<sup>29</sup> Redemption

<sup>30</sup> Bancel & mitoo

<sup>31</sup> Modigliani & miller

<sup>32</sup> Myers

<sup>33</sup> Borrowing

<sup>34</sup> Conservatism

<sup>35</sup> Capital expenditures

<sup>36</sup> Leverage policy

<sup>37</sup> Negative

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 خود را در جهت فعالیت‌های واکنشی تجهیز کند تا ارزش شرکت را به حداکثر برساند (بیون<sup>۳۸</sup>، 2007). تمام استفاده‌های انعطاف‌پذیری در ادبیات مالی وابسته به جنبه‌های ماهیت واکنشی و محافظتی آن می‌باشد.

گامبا و تریانتیس<sup>۳۹</sup> (2005) 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 در ماندگی مالی<sup>۴۰</sup> در مواجهه با شوک‌های منفی می‌باشند و هنگامی که فرصت‌های سودآور افزایش می‌یابد با هزینه پایین سرمایه‌گذاری می‌کنند.

دونالدسون<sup>۴۱</sup> (1971)، از اصطلاح پویایی مالی<sup>۴۲</sup> استفاده می‌کند و آن را این‌گونه توضیح می‌دهد: ظرفیت هدایت<sup>۴۳</sup> استفاده از منابع مالی در راستای اهداف مدیریت<sup>۴۴</sup> که منجر به اطلاعات جدید در مورد شرکت و شرایط محیطی<sup>۴۵</sup> 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<sup>۴۶</sup> (1978) 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<sup>۴۷</sup> دیدگاه هیث در مورد تعریف انعطاف‌پذیری مالی را این‌گونه می‌پذیرد: انعطاف‌پذیری مالی 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 به‌گونه‌ای 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، 1389).

<sup>38</sup> souk byoun

<sup>39</sup> Gamba & Triantis

<sup>40</sup> financial distress

<sup>41</sup> Donalson

<sup>42</sup> financial mobility

<sup>43</sup> Conductivity

<sup>44</sup> Management

<sup>45</sup> Environmental conditions

<sup>46</sup> Heath

<sup>47</sup> AICPA

## فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه‌های این پژوهش بر مبنای فرضیه‌های مقاله راپ و همکاران (2013) تدوین گردیده است:
- 1) ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر پرداخت سود سهام شرکت‌های بورسی، تأثیر مستقیم و معناداری دارد.
  - 2) ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر اهرم مالی شرکت‌های بورسی، تأثیر مستقیم و معناداری دارد.
  - 3) ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های بورسی، تأثیر مستقیم و معناداری دارد.

## روش پژوهش

نوع‌شناسی پژوهش، مسیر را برای روش‌شناسی آن مهیا می‌کند (احمدی و نهائی، 1386). 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، 1380).

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 فرضیه‌های 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 1389 تا سال 1393 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:

1. دوره مالی آن‌ها به 12/29 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).
2. در طول دوره پژوهش تغییر در دوره مالی نداشته باشند، تا نتایج عملکرد مالی، قابل مقایسه باشند.

3. داده‌های مورد نیاز جهت متغیرهای پژوهش در طول دوره زمانی 1389 الی 1393 موجود باشند، تا درحداکثر بتوان محاسبات را بدون نقص انجام داد.

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

توجه به شرایط ذکر شده، منجر به انتخاب 155 شرکت به‌عنوان نمونه آماری این پژوهش شد. گفتنی است که هر شرکت طی سال-های 1389 تا 1393، دارای 5 مجموعه اطلاعات مالی قابل استخراج در صورت‌های مالی و سایر منابع اطلاعاتی مرتبط است.

### یافته‌های تحقیق

#### 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.

#### نتایج آزمون چاو

فرضیه صفر	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون چاو
استفاده از مدل داده‌های تلفیقی	5/264	0/000	فرض صفر رد می‌شود

نتیجه آزمون چاو، نشان می‌دهد که احتمال به دست آمده برای آماره F کمتر از 5 درصد است، بنابراین برای آزمون این مدل، داده‌ها به صورت تابلویی مورد استفاده قرار می‌گیرند.

#### نتایج آزمون هاسمن

فرضیه صفر	آماره کای اسکوتر	سطح معناداری	نتیجه آزمون
استفاده از مدل اثرات تصادفی	13/858	0/085	فرض صفر رد نمی‌شود

سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از 0/05 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.



### نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	0/095	0/241	0/396	0/692
ارزش انعطاف پذیری	-0/007	0/016	-5/436	0/000
سودباقی مانده	-3/317	0/399	-8/311	0/000
حقوق صاحبان سهام	0/273	0/124	2/188	0/029
سودخالص	2/241	0/279	8/019	0/000
رشد درآمد فروش	0/026	0/046	0/558	0/577
اندازه شرکت	0/035	0/039	0/885	0/376
موجودی نقد	-0/644	0/381	-1/69	0/092
نوسانات بازده سهام	-0/006	0/02	-0/311	0/755
آماره F		21/936	ضریب تعیین	0/373
سطح معناداری آماره F		0/000	ضریب تعیین تعدیل شده	0/355
روش EGLS (رفع اثرات احتمالی ناهمسانی واریانس)			مقدار دوربین-واتسون	1/866

### 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.

### نتایج آزمون چاو

فرضیه صفر	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون چاو
استفاده از مدل داده‌های تلفیقی	6/1	0/000	فرض صفر رد می‌شود

نتیجه آزمون چاو، نشان می‌دهد که احتمال به دست آمده برای آماره F کمتر از 5 درصد است، بنابراین برای آزمون این مدل، داده‌ها به صورت تابلویی مورد استفاده قرار می‌گیرند.

### نتایج آزمون هاسمن

فرضیه صفر	آماره کای اسکوئر	سطح معناداری	نتیجه آزمون
استفاده از مدل اثرات تصادفی	57/731	0/000	فرض صفر رد می‌شود

سطح معناداری آزمون هاسمن کمتر از 0/05 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 تعمیم‌یافته برآوردی (EGLS) ارائه شده است.

### نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش با استفاده از کل بدهی‌ها

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	1/034	0/743	1/391	0/165
ارزش انعطاف‌پذیری	-0/036	0/024	-4/518	0/000
میانگین اهرم مالی	0/42	0/062	6/701	0/000
شاخص کیوتوبین	-0/052	0/04	-1/322	0/187
اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات	0/224	0/328	0/685	0/493
سودخالص	-1/55	0/289	-5/357	0/000
لگاریتم دارایی‌ها	0/211	0/124	1/695	0/091
آماره F	14/33	ضریب تعیین	0/838	
سطح معناداری آماره F	0/000	ضریب تعیین تعدیل شده	0/779	
روش EGLS (رفع اثرات احتمالی ناهمسانی واریانس)	مقدار دوربین- واتسون	2/478		

### 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.

### نتایج آزمون چاو

فرضیه صفر	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون چاو
-----------	---------	--------------	-----------------

فرض صفر رد می‌شود	0/000	4/4	استفاده از مدل داده‌های تلفیقی
-------------------	-------	-----	--------------------------------

نتیجه آزمون چاو، نشان می‌دهد که احتمال به دست آمده برای آماره F کمتر از 5 درصد است، بنابراین برای آزمون این مدل، داده‌ها به صورت تابلویی مورد استفاده قرار می‌گیرند.

### نتایج آزمون هاسمن

فرضیه صفر	آماره کای اسکوئر	سطح معناداری	نتیجه آزمون
استفاده از مدل اثرات تصادفی	8/252	0/508	فرض صفر رد نمی‌شود

سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از 0/05 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.

### نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	0/002	0/03	0/076	0/939
ارزش انعطاف‌پذیری	-0/002	0/002	-3/379	0/001
لگاریتم دارایی‌ها	-0/002	0/004	-5/253	0/000
شاخص کیوتوبین	0/008	0/005	1/633	0/103
سودخالص	0/006	0/028	0/215	0/829
سرمایه در گردش	0/011	0/014	4/589	0/000
مخارج سرمایه‌ای	0/015	0/043	4/237	0/000
بدهی‌ها	0/001	0/002	0/737	0/461
جریان نقد عملیاتی	0/058	0/022	2/6	0/009
هزینه‌های عمومی، اداری و فروش	-0/037	0/075	-0/498	0/618
آماره F		12/394	ضریب تعیین	0/261
سطح معناداری آماره F		0/000	ضریب تعیین تعدیل شده	0/235
روش EGLS (رفع اثرات احتمالی ناهمسانی واریانس)			مقدار دوربین-واتسون	2/467

نتیجه‌گیری

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 مشتعل بر یک متغیر مستقل "ارزش انعطاف‌پذیری مالی"، هفت متغیر کنترلی "نسبت سودباقی‌مانده (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 مشتعل 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 مشتعل بر یک متغیر مستقل "ارزش انعطاف‌پذیری مالی"، هفت متغیر کنترلی "نسبت سودباقی‌مانده (تفاضل سودخالص و سودتقسیمی)"، "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 مشتعل 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 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 این که "ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت تأثیر معناداری دارد"، از مدلی مشتعل بر یک متغیر مستقل "ارزش انعطاف‌پذیری مالی"، هفت متغیر کنترلی "نسبت سودباقی‌مانده (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 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 به وسیله 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. همان‌طور که 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 (1390) و رپ و همکاران (2014) و در تضاد با نتیجه مطالعه ارسلان<sup>48</sup> و همکاران (2013) 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 (2014) 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 (2014) دانست.

رپ و همکاران (2014) 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.

### منابع:

1. احمدپور، احمد و رسائیان، امیر. (1385). رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام. بررسی‌های حسابداری حسابرسی، سال سیزدهم، شماره 46، 37-60.
2. اصلانی، اکرم و زنجیردار، مجید. (1393). بررسی رابطه‌ای انعطاف‌پذیری مالی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری. اولین همایش ملی حسابداری، حسابرسی و مدیریت. موسسه آموزش عالی جامی، ایران: اصفهان.

3. اسدی، زینب. (1392). 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.
4. ایزدی نیا، ناصر و رسائیان، امیر. (1388الف). اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و کیفیت سود در ایران. مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، سال بیستم، شماره پیاپی 51، صص 127-154.
5. ایزدی نیا، ناصر و رسائیان، امیر. (1388ب). ساختار سرمایه و مالیات بر درآمد شرکت‌ها در ایران. پژوهشنامه مالیات، شماره چهارم، سال هفدهم، صص 31-43.
6. آقایی، محمدعلی؛ نظافت، احمدرضا؛ ناظمی اردکانی، مهدی و جوان، علی اکبر. (1388). بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، سال اول، شماره 1 و 2، صص 53-70.
7. باقریگی، مریم؛ پورعلی لاکلایه، محمدرضا و آرمین، افشین. (1391). 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.
8. برفی، حمزه. (1392). 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.
9. بشیری، وهاب و حقیقت، حمید. (1388). تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر چرخه حیات شرکت‌ها. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره) قزوین.
10. پورحیدری، امید و هوشمند زعفرانی، رحمت اله. (1391). مروری بر پژوهش‌ها تجربی پیرامون تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌ها. پژوهش حسابداری، شماره 5، 1-18.
11. تاروی وردی، یداله. (1391). حسابداری مالی (جلد اول؛ چاپ سیزدهم). ناشر: یداله تاروی وردی.
12. ثقفی، علی و آقایی، محمد علی. (1373). رفتار سود حسابداری. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره 9، 5-12.
13. خدایی وله‌زاقرد، محمد و زارع تیموری، مهدی. (1389). تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری. مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، 3، 173-155.
14. دارابی، رویا. (1392). رابطه انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه. فصلنامه راهبرد مدیریت مالی، 1(1)، 1-31.
15. دهقانی فیروزآبادی، حمید. (1387). 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).
16. رحمانی، علی؛ غلامی گاکیه، فردین و پاکیزه، کامران. (1391). تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری و ارزش آفرینی. مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، 4(2)، 53-76.

17. رحیمیان، نظام الدین و توکل نیا، اسماعیل. (1392). اهرم مالی و ارتباط آن با درماندگی مالی و فرصت های رشد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (روابط خطی و انحنایی). فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، 20، 109-130.
18. رسائیان، امیر؛ رحیمی، فروغ و حنجری، سارا. (1389). تأثیر مکانیزم های نظارتی دورن سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، 4 (6)، 125-144.
19. رهنمای رودپشتی، فریدون و صالحی، اله کرم. (1389). مکاتب و تئوری های مالی و حسابداری. تهران: دانشگاه آزاد اسلامی (تهران مرکزی).
20. ستایش، محمدحسین، منفرد مهارلویی، محمد و ابراهیمی، فهیمه. (1390). بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه از دیدگاه تئوری نمایندگی. پیشرفت های حسابداری، 3 (1)، 55-89.
21. سینایی، حسنعلی؛ سلگی، محمد و محمدی، کامران. (1390). تأثیر فرصت های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سودتقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش. مجله پژوهش های حسابداری مالی، 3 (4)، 87-102.
22. شباهنگ، رضا. (1384). مدیریت مالی. جلد اول، نشریه 92، مرکز پژوهش ها تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی.
23. شیخ، محمدجواد؛ دهقانی، جلال و راعی عزآبادی، محمد ابراهیم. (1392). تأثیر نرخ تورم بر تأمین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (از طریق بدهی های بانکی و انتشار سهام). فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، 1 (2)، 51-68.
24. عزیزی، اصغر. (1389). تبیین رابطه بین مدیریت سود و کیفیت حسابرسی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک.
25. علیان نژادی، حسن. (1392). ارتباط بین انعطاف پذیری مالی و بازدهی غیرعادی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری به راهنمایی دکتر مشدی، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود.
26. فخاری، حسین و تقوی، سید روح اله. (1388). کیفیت اقلام تعهدی و مانده وجه نقد، بررسی های حسابداری و حسابرسی، 16، شماره 57، صص 64-84.
27. فخاری، حسین و عبدی، خدیجه. (1391). مطالعه رابطه محافظه کاری با انعطاف پذیری در مدیریت وجوه نقد. فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، 4 (16)، 136-151.
28. قربانی، محمود. (1389). بررسی سودمندی محتوای اطلاعاتی مخارج سرمایه ای در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد تبریز.

29. کاشانی پور، محمد؛ راسخی، سعید؛ نقی نژاد، بیژن و رسائیان، امیر. (1389). محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفت‌های حسابداری، 3، 51-74.
30. کردستانی، غلامرضا و نجفی عمرانی، محمد. (1387). بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه ی موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی، پژوهش‌ها مالی، 10 (25)، 73-90.
31. کمیته تدوین استانداردهای حسابداری. (1389). استانداردهای حسابداری. تهران: انتشارات سازمان حسابداری.
32. کیمیاگری، علی محمد و عینعلی، سودابه. (1387). ارائه الگوی جامع ساختار سرمایه (مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). پژوهش‌ها مالی، 25، 91 تا 108.
33. مدرس، احمد و عبداله‌زاده، فرهاد. (1378). مدیریت مالی (جلد دوم). تهران: شرکت چاپ و نشر بازرگانی.
34. ملکی، محمد. (1390). بررسی رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و مخارج سرمایه‌ای. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری به راهنمایی دکتر پورزمانی، دانشکده اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز.
35. نادری، عزت الله و سیف نراقی، مریم. (1380). روش‌های پژوهش و چگونگی ارزشیابی آن در علوم انسانی. چاپ بیستم. تهران: انتشارات بدر.
36. نبوی، بهروز. (1385). مقدمه‌ای بر روش پژوهش در علوم اجتماعی. چاپ هفدهم، تهران: انتشارات فروردین.
37. نوروش، ایرج و یزدانی، سیما. (1389). بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، 2، 35-48.
38. نیکخواه آزاد، علی و مجتهدزاده، ویدا. (1378). بررسی حوزه‌های مسئولیت حساب‌رسان مستقل از دیدگاه استفاده‌کنندگان خدمات حسابداری و حساب‌رسان مستقل. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابداری، 26، 15 - 19.
39. نیکومرام، هاشم؛ رهنمای رودپشتی، فریدون و هبیتی، فرشاد. (1387). مبانی مدیریت مالی (جلد دوم). تهران: انتشارات ترمه.
40. وفادار، عباس و غلامی، اسماعیل. (1381). نگرشی بر سیاست‌های تقسیم سود و تأثیر آن بر ارزش بازار سهام موسسات اقتصادی. ماهنامه حسابدار، 123، 19-31.
41. هاشمی، سید عباس و سجاد دوست، سید احمد. (1389). درآمدی بر رابطه انعطاف‌پذیری مالی با سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت و ارزش شرکت. حسابداری و مدیریت مالی، 4، 59-74.
42. هاشمی، علی و کمالی، اکبر. (1389). 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، 2، 95-115.
43. هشی، عباس، بولو، قاسم و رشیدیان، سمانه. (1388). بررسی تأثیر بخش 340 استانداردهای حسابداری (رسیدگی به اطلاعات مالی آتی) بر کیفیت پیش‌بینی سود، فصلنامه پژوهش‌ها حسابداری، شماره 3، 5-36.
44. یحیی زاده فرد، محمود؛ شهاب الدین، شمس و متان، مجید. (1389). رابطه ویژگی‌های شرکت با ساختار سرمایه آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌ها حسابداری، 8، 123-138.



45. یوردخانی، مسعود. (1393). اهرم مالی و ساختار سررسید بدهی: شواهد تجربی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته). پایان‌نامه 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.nonprofitsassistancefund.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., Reneh, 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 Shoaib, 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.
103. Yaffee, R. (2003). *A Primer for Panel Data Analysis*. New York University, Information Technology Service.