

## اثر انعطاف پذیری مالی بر سطح تغییرات دارایی‌های نقدی نگهداری شده و سطح اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مسعود حر (کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه غیرانتفاعی هشت بهشت، اصفهان، ایران)

### چکیده

پژوهش حاضر به تبیین رابطه بین انعطاف پذیری مالی با سطح تغییرات دارایی‌های نقدی نگهداری شده و سطح اهرم مالی می‌پردازد. برای اندازه‌گیری انعطاف پذیری مالی از مدل فالکندر و وانگ، دارایی‌های نقدی نگهداری شده از مدل اوزکان و اوزکان (۲۰۰۴) و اهرم مالی از نسبت تسهیلات مالی بلند مدت و کوتاه مدت به مجموع کل تسهیلات مالی بلند مدت و کوتاه مدت و ارزش بازار سهام استفاده شده است. پژوهش حاضر از نوع کاربردی و هدف اصلی این پژوهش تبیین تأثیر انعطاف پذیری مالی بر سطح تغییرات دارایی‌های نقدی نگهداری شده و سطح اهرم مالی شرکت‌ها می‌باشد. بدین منظور از اطلاعات مالی ۱۰۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۲ و همچنین برای تجزیه و تحلیل داده‌های جمع‌آوری شده از نرم افزار Eviews استفاده نموده ایم. نتایج پژوهش حاکی از این است که انعطاف پذیری مالی با تغییرات دارایی‌های نقدی نگهداری شده شرکت در ابتدا و انتهای دوره، رابطه منفی و معنادار و با اهرم مالی رابطه مثبت و عدم رابطه معنادار، دارد.

**واژه‌های کلیدی:** انعطاف پذیری مالی، دارایی‌های نقدی نگهداری شده، اهرم مالی

#### مقدمه

امروزه میزان دارایی‌های نقدی نگهداری شده توسط شرکت‌ها و عوامل مؤثر بر آن از مباحث مهمی می‌باشد که در ادبیات مالی مورد توجه قرار گرفته است. از نقطه نظر یک شرکت، وجوه نقد مازاد نگهداری شده به معنای ناکارآمدی عملیات واحد تجاری است. در صورتی که این منابع به درستی مصرف نشوند، هیچ نوع بازدهی برای شرکت نخواهد داشت. اما مسأله اساسی در این موضوع نهفته است که آیا در صورت سرمایه‌گذاری مطلوب وجه نقد و نگهداری سطح بهینه برای آن، بازدهی بیش از بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران ایجاد می‌شود یا خیر؟ از سوی دیگر، انعطاف‌پذیری مالی بیانگر توان شرکت برای تأمین منابع مالی، به منظور عکس‌العمل به موقع در برابر پیشامدهای غیرمنتظره آتی و حداکثر کردن ارزش شرکت می‌باشد. واحدهای تجاری با انعطاف‌پذیری مالی قادرند در برابر فشارهای مالی مقاومت نمایند و در ضمن در صورت بروز فرصت‌های سودآور، وجوه لازم جهت سرمایه‌گذاری را با حداقل هزینه فراهم نمایند. همچنین ارزش بازار و درجه اهرم مالی از متغیرهای مؤثر بر بازده غیرعادی است. موضوعی که در این مدل‌ها اهمیت دارد، موضوع محاسبه بازده غیرعادی سهام است که بیش از هر چیز به وجود یک بازار فعال، پر تحرک و کارا متکی است، بازاری که معاملات سهام شرکت‌ها بی وقفه در آن جریان دارد و نسبت به اطلاعات حساس است و واکنش نشان می‌دهد حال براساس مبانی نظری موجود انتظار می‌رود سرمایه‌گذاری بیشتر در وجه نقد از آنجا که باعث افزایش انعطاف‌پذیری مالی یک شرکت می‌گردد، قدرت شرکت را در رویارویی با سرمایه‌گذاری‌های دارای فرصت‌های رشد آتی افزایش دهد که این مسأله خود می‌تواند باعث ایجاد بازده اضافی (غیرعادی) برای سرمایه‌گذاران در سهام عادی یک شرکت گردد. بنابراین هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر سطح تغییرات دارایی‌های نقدی نگهداری شده و سطح اهرم مالی شرکت‌ها می‌باشد.

#### مبانی نظری

انعطاف‌پذیری نقش مهمی در توانمند ساختن مدیران در خصوص سرمایه‌گذاری در آینده ایفا می‌کند. مشکلات بازار سرمایه، حفظ انعطاف‌پذیری را برای شرکت‌ها جهت استفاده از فرصت‌های سودآور الزامی کرده است. میرز (۱۹۸۴) نشان داد که چگونه تهدیدات ناشی از بدهی شرکت‌ها ممکن است مانع استفاده آن‌ها از فرصت‌های سودآور شود، حتی هنگامی که مدیران و سهام‌داران علاقمند به استفاده از این فرصت‌ها هستند. تحصیل بهینه منابع منجر به موفقیت شرکت‌ها در بازار شده و شرکت‌ها از این طریق می‌توانند فرصت‌های بازار را با موفقیت دنبال کنند و از مزایای فعالیت در بازار بهره‌مند شوند و به بازدهی بالاتر از انتظار دست یابند.

#### انعطاف‌پذیری مالی

تمامی شرکت‌ها، مقداری انعطاف‌پذیری نهفته در اصول و رویه‌های حسابداری را در اختیار دارند که می‌توانند از آن به منظور منحرف کردن سود گزارش شده استفاده کنند. بارتون و اسکینر (۲۰۰۲) ادعا کردند که گزارشگری مالی مبتنی بر اصول پذیرفته شده حسابداری، سطح مدیریت سود افزایش‌دهنده را محدود می‌کند. زیرا مدیریت سود افزایش‌دهنده منجر به بیش‌نمایی سود و در نتیجه بیش‌نمایی دارایی‌ها در ترازنامه شده و این آثار به صورت تجمعی در ترازنامه انباشته می‌شود. از نظر بارتون و همکاران (۲۰۰۲) ناتوانی شرکت در حفظ نرخ رشد سود، احتمالاً ناشی از

محدودیت‌هایی است که در اثر کاهش انعطاف پذیری حسابداری، به وجود می‌آید. عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر با اهمیتی بر انعطاف پذیری مالی به عنوان یک الگوی تأمین مالی دارد و به واسطه این عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد درون سازمانی نسبت به افراد برون سازمانی، بخشی از توان بالقوه شرکت برای موارد احتمالی آتی (همانند فرصت‌های سرمایه‌گذاری) حفظ می‌شود تا در صورت نیاز از آن استفاده گردد. نظریه سلسله مراتب تأمین مالی را می‌توان زیر بنای الگوی انعطاف پذیری مالی دانست. نتایج پژوهش‌های گذشته در خصوص انعطاف پذیری مالی، نشان می‌دهد که شرکت‌ها در تأمین مالی خود عملاً این الگو را با محافظه‌کاری در خصوص آینده و انجام واکنش مناسب در برابر رویدادهای احتمالی آتی، بکار می‌گیرند.

#### دارایی‌های نقدی نگهداری شده

سودآوری و نقدینگی دو هدف ناسازگار در یک شرکت هستند. هدف مدیریت نقدینگی، نگهداری سطح کافی وجه نقد و سایر دارایی‌های جاری مثل سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت و موجودی هاست. اگر یک شرکت مقدار زیادی دارایی جاری نگهداری نماید، به خاطر نگهداری نقدینگی، وضعیت سودآوری شرکت به شدت تضعیف می‌شود. از سوی دیگر، شرکتی که سطح دارایی جاری پایینی دارد؛ اگر چه از لحاظ وضعیت نقدینگی در شرایط خوبی به سر نمی‌برد و ممکن است با مشکل عدم توانایی بازپرداخت به موقع بدهی‌هایش مواجه شود، اما سودآوری شرکت بالا خواهد رفت. دارایی‌های جاری مازاد به دلیل بدون استفاده ماندن، ممکن است تأثیر معکوس بر سودآوری شرکت داشته باشد. هم‌زمان با افزایش ریسک عملیاتی، شرکت باید با افزایش سطح دارایی‌های جاری، شرکت را در مقابل تبعات منفی عدم دسترسی به دارایی‌های جاری محافظت نماید (بورتن و اسمیت، ۲۰۰۲).

#### اهرم مالی

بلکویی<sup>۱</sup> (۲۰۰۰)، ساختار سرمایه را ادعای کلی بر دارایی‌های شرکت معرفی می‌کند. وی ساختار سرمایه را شامل اوراق بهادار منتشر شده عمومی، سرمایه‌گذاری خصوصی، بدهی بانکی، بدهی تجاری، قراردادهای اجاره و ... می‌داند که معمولاً از طریق نسبت‌هایی مانند نسبت بدهی به مجموع دارایی‌ها، نسبت حقوق صاحبان سهام به مجموع دارایی‌ها و نسبت بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری می‌شود. با توجه به اهمیت اهرم مالی و نقش بسزایی که در سرانجام شرکت‌ها دارد، می‌توان با شناسایی متغیرهای مؤثر بر آن، راهکارهای کنترل و هدایت این عنصر مهم را شناسایی نمود. پژوهش‌های زیادی در مدل‌های خود، اهرم مالی شرکت را به عنوان متغیر نشانگر ریسک شرکت یا وضعیت مالی آن شناسایی نموده‌اند. علاوه بر این، استدلال‌های فراوانی مبنی بر ارتباط اهرم مالی با فرصت‌های رشد شرکت وجود دارد (رحیمیان و توکل‌نیا، ۱۳۹۲).

#### مروری بر پژوهش‌های پیشین

پژوهش‌های پیشین انجام شده شامل پژوهش‌های خارجی و داخلی می‌باشد که در ادامه آن‌ها را شرح می‌دهیم:

### پژوهش‌های خارجی

دنيس و مايکن<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان موردی برای انعطاف پذیری مالی در مدل بدهی به بررسی نقش بدهی‌ها در ساختار سرمایه پرداخته‌اند. یافته‌های این پژوهش حاکی از آن است که بدهی‌های کوتاه مدت نقش برجسته‌ای را در ساختار سرمایه یک شرکت بازی می‌کنند، در نتیجه نگرانی مدیران شرکت‌ها در درجه اول میزان سطح بدهی‌های کوتاه مدت است، در این رابطه تسهیلات اعتباری از اهمیت زیادی برخوردار است.

کوتی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان الگوهای تأمین مالی، عدم تقارن اطلاعات و حقوق تجاری به بررسی ارتباط بین الگوهای تأمین مالی، عدم تقارن اطلاعات و حقوق تجاری در ۳۷ کشور در طول دوره ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۴ پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که در همه کشورها، هدف شرکت‌ها حرکت به سمت اهرم مالی است، اما این حرکت با نرخ درخور توجهی متفاوت از یکدیگر است. همچنین، نتایج پژوهش نشان می‌دهد، کشورهایی که دارای قوانین عرفی هستند، از شفافیت بالاتر، بازارهای مالی توسعه یافته‌تر و هزینه‌های سرمایه‌گذاری مجدد کمتری برخوردارند.

چن و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان انعطاف پذیری مالی و سیاست وجه نقد شرکت به بررسی تأثیر انعطاف پذیری مالی بر سیاست وجه نقد شرکت پرداخته‌اند و به این نتیجه رسیدند که رابطه قوی بین انعطاف پذیری مالی و وجه نقد شرکت وجود دارد به طوری که با افزایش سطح انعطاف پذیری مالی، سطح وجه نقد شرکت به طور چشم‌گیری افزایش می‌یابد و بحران‌های مالی ناشی از پایین بودن سطح وجه نقد را کاهش می‌دهد.

راب و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان سودمندی انعطاف پذیری مالی و سیاست مالی شرکت به بررسی تأثیر انعطاف پذیری مالی بر تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که سطح انعطاف پذیری مالی با سطح دارایی‌های نقدی نگهداری شده رابطه مستقیم و با سطح اهرم بازار رابطه معکوس دارد، به عبارت دیگر شرکت‌های با انعطاف پذیری بالا سطح اهرم پایین و سطح دارایی‌های نقدی نگهداری شده بالایی دارند.

فراندو و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان انعطاف پذیری مالی در میان شرکت‌های اروپایی به بررسی ارتباط انعطاف پذیری مالی بدست آمده از طریق سیاست اهرم محافظه کار و توانایی شرکت‌ها برای پاسخ به تغییرات غیره منتظره فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که شرکت‌های دارای انعطاف پذیری بالا، سطح اهرم پایینی را نگهداری می‌کنند و از این طریق پاسخ مناسبی به فرصت‌های سرمایه‌گذاری غیره منتظره می‌دهند.

### پژوهش‌های داخلی

نمازی و شیرزاده (۱۳۸۴) در پژوهشی با عنوان ساختار سرمایه و سودآوری شرکت به بررسی رابطه میان ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج بررسی ۱۰۸ شرکت از صنایع مختلف حاکی از رابطه مثبت میان ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌ها بود.

1. Denis & Mckeon
2. Cotei et al.
3. Chen et al.
1. Rapp et al.
2. Ferrando et al.

حقیقت و قربانی (۱۳۸۶) در پژوهشی با عنوان رابطه میان سود جریان های نقدی با ارزش شرکت به بررسی رابطه میان سود و جریان های نقدی با ارزش شرکت در چاقوب چرخه عمر در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. نتایج این پژوهش آنان نشان داد در دوره رشد و افول، محتوای اطلاعاتی جریان های نقدی از محتوای اطلاعاتی سود بیشتر است، اما در دوره بلوغ، محتوای اطلاعاتی سود بیشتر از محتوای اطلاعاتی جریان های نقدی است.

کردستانی و نجفی (۱۳۸۷) در پژوهشی با عنوان عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه به بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. یافته های این پژوهش حاکی از آن است که بین اندازه شرکت و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری رابطه مثبت و معنا دار و میان صرفه جویی مالیاتی غیر از بدهی و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری و بازار رابطه منفی و معنا داری وجود دارد.

کریمی و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان تأثیر اهرم مالی و فرصت رشد بر تصمیم های سرمایه گذاری به بررسی تأثیر اهرم مالی و فرصت رشد بر تصمیم های سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. در این پژوهش دوره هشت ساله از ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ با ۱۰۴ شرکت در نظر گرفته شده است. نتایج این پژوهش نشان داد شرکت‌هایی که بدهی بالاتری نسبت به سایرین دارند، کمتر به سرمایه گذاری می‌پردازند و بین فرصت رشد و تصمیم های سرمایه گذاری رابطه معنا داری وجود ندارد.

حقیقت و بشیری (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان انعطاف پذیری مالی و ساختار سرمایه به بررسی رابطه انعطاف پذیری مالی و ساختار سرمایه پرداخته اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌ها در مرحله تولد ترجیح می‌دهند از تأمین مالی برون سازمانی و بدهی کم خطر استفاده کنند و نسبت های اهرمی متعادل را نگهداری کنند. شرکت‌ها در مرحله رشد از تأمین مالی بدهی استفاده و نسبت های اهرمی بالایی را نگهداری می‌کنند، شرکت‌های مرحله بلوغ به تأمین مالی درون سازمانی متکی هستند و نسبت های اهرمی کمی را نگهداری می‌کنند. یافته های این پژوهش با نظریه توازن سازگار است ولی با نظریه ترجیحی در زمینه شرکت‌های مرحله تولد مطابقت ندارد.

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: انعطاف پذیری مالی بر سطح تغییرات دارایی‌های نقدی نگهداری شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر مثبت دارد.

فرضیه دوم: انعطاف پذیری مالی بر سطح اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر منفی دارد.

تبیین و اندازه گیری متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش شامل متغیرهای وابسته و مستقل و کنترل است که در ادامه به توصیف آنها می‌پردازیم.

متغیرهای وابسته

دارایی‌های نقدی نگهداری شده: برای اندازه گیری این متغیر براساس پژوهش های پیشین از مدل ازکان و ازکان (۲۰۰۴) استفاده می‌شود که عبارت است از نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه گذاری های کوتاه مدت به جمع دارایی‌ها.

اهرم مالی: نسبت‌های اهرمی پایین ارزش شرکت را افزایش می‌دهد و این امر باعث جذب سرمایه گذاران برای سرمایه گذاری در شرکت می‌شود. در این پژوهش برای محاسبه این متغیر از نسبت تسهیلات مالی بلند مدت و کوتاه مدت به مجموع کل تسهیلات مالی بلند مدت و کوتاه مدت و ارزش بازار سهام استفاده می‌شود. متغیر مستقل

انعطاف پذیری مالی: انعطاف پذیری مالی در این پژوهش با استفاده از مدل فالکندر و وانگ<sup>۱</sup> اندازه گیری خواهد شد که عبارتست از نسبت تفاوت وجه نقد نگهداری شده در ابتدا و انتهای دوره به ارزش بازار سهام در ابتدای دوره مالی.

### متغیرهای کنترل

متغیرهای کنترل در این پژوهش به شرح زیر است:

اندازه شرکت: از لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها به دست می‌آید.

نرخ بازده دارایی‌ها: از نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها به دست می‌آید.

شاخص سرمایه در گردش خالص: از نسبت سرمایه در گردش خالص منهای وجه نقد به جمع دارایی‌ها به دست می‌آید.

نسبت مخارج سرمایه‌ای: از نسبت مخارج سرمایه‌ای به جمع دارایی‌ها به دست می‌آید (مخارج سرمایه‌ای عبارت است از مخارج بهسازی و تعمیرات اساسی که باعث افزایش قابل ملاحظه در ظرفیت یا عمر مفید دارایی‌های ثابت یا بهبود اساسی کیفیت بازدهی آن‌ها می‌شود).

نسبت جریان نقدی عملیاتی: از میانگین سه ساله (تا سال مورد نظر) انحراف معیار نسبت جریان نقدی عملیاتی به جمع دارایی‌های شرکت‌ها در صنعت مربوط به دست می‌آید.

توزیع سود نقدی: یک متغیر ساختگی است که اگر شرکت بیش از ۱۰ درصد سود خالص، سود سهام بپردازد مقدار آن یک و در غیر این صورت صفر است.

میانه اهرم مالی صنعت: از میانه "نسبت بدهی‌های دارای بهره به حقوق صاحبان سهام" صنعت در هر سال به دست می‌آید.

نسبت دارایی‌های ثابت مشهود: از نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به جمع دارایی‌ها به دست می‌آید.

کیوی توین: از نسبت مجموع دارایی‌ها و تفاوت ارزش بازار و دفتری سهام به جمع دارایی‌ها به دست می‌آید.

طرح آزمون فرضیه‌ها

مدل مورد استفاده جهت آزمون فرضیه اول پژوهش به شرح زیر است:

$$\Delta\text{Cash}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{FF}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Logsize}_{i,t} + \alpha_3 \text{TobQ}_{i,t} + \alpha_4 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_5 \text{WC}_{i,t} \\ + \alpha_6 \text{Capex}_{i,t} + \alpha_7 \text{L}_{i,t} + \alpha_8 \text{IndSigma}_{i,t} + \alpha_9 \text{PayerD}_{i,t} + \alpha_{10} \text{Acq}_{i,t} \\ + \varepsilon_{i,t}$$

### مدل ۱

$\Delta\text{Cash}_{i,t}$ : تفاوت دارایی‌های نقدی نگهداری شده شرکت  $i$  در ابتدا و انتهای دوره مالی.

$\text{FF}_{i,t-1}$ : انعطاف‌پذیری مالی شرکت  $i$  در ابتدای دوره مالی.

Logsize<sub>i,t</sub>: اندازه شرکت i در انتهای دوره مالی.

TobQ<sub>i,t</sub>: کیوی توپین شرکت i در انتهای دوره مالی.

ROA<sub>i,t</sub>: نرخ بازده دارایی‌های شرکت i در انتهای دوره مالی.

WC<sub>i,t</sub>: شاخص سرمایه در گردش خالص شرکت i در انتهای دوره مالی.

Capex<sub>i,t</sub>: نسبت مخارج سرمایه‌ای شرکت i در انتهای دوره مالی.

FL<sub>i,t</sub>: اهرم مالی شرکت i در انتهای دوره مالی.

IndSigma<sub>i,t</sub>: نسبت جریان نقدی عملیاتی شرکت i در انتهای دوره مالی.

PayerD<sub>i,t</sub>: توزیع سود نقدی شرکت i در انتهای دوره مالی.

Acq<sub>i,t</sub>: نسبت دارایی‌های ثابت مشهود شرکت i در انتهای دوره مالی.

مدل مورد استفاده جهت آزمون فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر است:

$$FL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FF_{i,t-1} + \beta_2 Indlev_{i,t-1} + \beta_3 TobQ_{i,t-1} + \beta_4 Tang_{i,t-1} + \beta_5 ROA_{i,t-1} + \beta_6 Logsize_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

## مدل ۲

FL<sub>i,t</sub>: اهرم مالی شرکت i در انتهای دوره مالی.

FF<sub>i,t-1</sub>: انعطاف‌پذیری مالی شرکت i در ابتدای دوره مالی.

Indlev<sub>i,t-1</sub>: میانه اهرم مالی شرکت i در ابتدای دوره مالی.

TobQ<sub>i,t-1</sub>: کیوی توپین شرکت i در ابتدای دوره مالی.

Tang<sub>i,t-1</sub>: نسبت دارایی‌های ثابت مشهود شرکت i در ابتدای دوره مالی.

ROA<sub>i,t-1</sub>: نرخ بازده دارایی‌های شرکت i در ابتدای دوره مالی.

logsize<sub>i,t-1</sub>: اندازه شرکت i در ابتدای دوره مالی.

## روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف، بنیادی-تجربی، از لحاظ ماهیت، همبستگی، از لحاظ نوع داده‌ها، اسنادی، است.

## جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری در این پژوهش، شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران خواهد بود و دوره مطالعه

سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۲ می‌باشد. نمونه‌گیری در این پژوهش به روش حذف سامانمند و نمونه انتخابی شامل

شرکت‌هایی می‌شود که دارای شرایط زیر باشند:

- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی آنها به ۲۹ اسفند ماه ختم شود.

- به منظور همگن بودن اطلاعات، شرکت‌ها از نوع شرکت‌های مالی شامل سرمایه‌گذاری، بانک و بیمه نباشند.

- قبل از سال ۱۳۸۲ در بورس پذیرفته شده باشند (با توجه به متغیر نسبت جریان نقدی عملیاتی، بررسی، سه سال قبل

از سال مورد نظر).

- طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند.

روش و ابزار جمع‌آوری داده‌ها

در این پژوهش از روش کتابخانه‌ای برای جمع آوری مبانی نظری موضوع استفاده خواهد شد. بدین منظور اطلاعات مربوط به کتاب شناسی تحقیق با استفاده از منابع کتابخانه‌ای، کتاب‌ها و مقالات موجود در کتابخانه دانشگاه‌ها جمع آوری می‌گردد. اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش به روش اسناد کاوی از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استخراج خواهد شد. این پژوهش به کمک نرم افزارهای کامپیوتری نظیر اکسل و ای ویوز انجام می‌گیرد.

### یافته‌های پژوهش

جدول ۱\_ نتایج تخمین مدل ۱ (آزمون فرضیه اول)

متغیر	ضریب	مقدار برآورد شده	انحراف معیار	t آماره	سطح خطا
C	-	0/289	0/072	4/040	0.000
FF	$\alpha_1$	0/000	4/433	-2/324	0.020
FL	$\alpha_2$	-0/325	0/029	-11/401	0.000
SIZEE	$\alpha_3$	-0/020	0/039	-0/504	0.615
TOBQ	$\alpha_4$	0/001	0/001	0/871	0.384
ROA	$\alpha_5$	-0/052	0/030	-1/730	0.084
WC	$\alpha_6$	-0/333	0/025	-13/199	0.000
CAPEX	$\alpha_7$	0/039	0/087	0/442	0.659
INDSIGMA	$\alpha_8$	-0/365	0/026	-13/965	0.000
ACQ	$\alpha_9$	0/441	0/066	6/647	0.000
PAYERD	$\alpha_{10}$	-0/013	0/005	-2/421	0.016

۳/۲۱ احتمال:  $F_{0.000}$  آماره

آماره دوربین - واتسون: ۲/۲ ضریب تعیین: ۰/۸۵ ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۸۴

### منبع: یافته‌های پژوهش

همانطوری که در جدول ضرایب مدل مشاهده می‌شود، سطح خطای متغیر انعطاف پذیری مالی براساس مدل فالدکندر و وانگ به عنوان متغیر مستقل پژوهش ۰/۲۰ و مقدار آماره t استیودنت آن ۲/۳۲۴- می‌باشد و این به معنای آن است که فرض صفر فوق (مبنی بر برابر بودن ضریب این متغیر با صفر) در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود و این بدان معناست که تأثیر متغیر انعطاف پذیری مالی بر متغیر وابسته پژوهش (سطح تغییرات دارایی‌های نقدی نگهداری شده) معنادار بوده است. با توجه به این که مقدار آماره t این متغیر مقداری منفی است و از آنجایی که بین این دو متغیر رابطه معناداری مشهود بوده است، لذا در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌توان گفت انعطاف پذیری مالی تأثیر منفی و با اهمیتی بر متغیر وابسته داشته است، به طوری که با افزایش سطح انعطاف پذیری مالی از میزان تغییرات دارایی‌های نقدی



نگهداری شده کاسته می‌شود و بالعکس. بنابراین فرضیه نخست پژوهش در خصوص تأثیر گذاری انعطاف پذیری مالی بر سطح تغییرات دارایی‌های نقدی نگهداری شده در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار نمی‌گیرد.

جدول ۲ نتایج تخمین مدل ۲ (آزمون فرضیه دوم)

متغیر	ضرب	مقدار برآورد شده	انحراف معیار	t آماره	سطح خطا
C	-	۰.۶۴۰	0/031	20/703	0/000
FF	$1\beta$	0/000	0/000	1/693	0/091
INDLEV	$2\beta$	0/001	0/001	0/541	0/589
TOBQ	$3\beta$	-0/003	0/018	-0/162	0/872
TANG	$4\beta$	-0/963	0/023	-42/660	0/000
ROA	$5\beta$	0/019	0/005	3/540	0/000
SIZE	$6\beta$	7/212	7/113	10/140	0/000

۴۷۱/۳ احتمال:  $F_{0/000}$  آماره

۱/۸ ضرب تعیین: ۰/۹۸۴ ضرب تعیین تعدیل شده: ۰/۹۸۲ آماره دورین-واتسون:

همانطوری که در جدول ضرایب مدل مشاهده می‌شود، مقدار آماره t-استیودنت متغیر انعطاف پذیری مالی که نشان دهنده میزان تغییرات در وجه نقد نگهداری شده نسبت به دوره گذشته می‌باشد، برابر با ۱/۶۹۳ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۹۱ می‌باشد. بزرگتر بودن سطح معناداری این متغیر از ۰/۰۵ بدان معناست که تأثیر متغیر انعطاف پذیری مالی بر متغیر وابسته پژوهش (اهرم مالی) معنادار نبوده است. با توجه به اینکه مقدار آماره t این متغیر مقداری مثبت است، می‌توان گفت تأثیر مثبتی بر متغیر وابسته داشته است، به طوری که با افزایش انعطاف پذیری مالی بر میزان اهرم مالی افزوده می‌شود و بالعکس. اما با توجه به سطح معناداری این متغیر، رابطه یاد شده چندان قابل اتکا نیست. بنابراین فرضیه دوم پژوهش در خصوص تأثیر گذاری انعطاف پذیری مالی بر اهرم مالی شرکت در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار نگرفته و رد می‌شود.

### نتیجه گیری

در این پژوهش سعی شد تا به بررسی تأثیر و رابطه بین متغیرهای انعطاف پذیری مالی با سطح تغییرات دارایی‌های نقد نگهداری شده و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود نتایج به دست آمده از روش های آماری بکارگیری شده نشان داد که انعطاف پذیری مالی تأثیر معناداری بر سطح تغییرات دارایی‌های نقد نگهداری شده داشته است. نتایج به دست آمده بیانگر وجود یک رابطه منفی و معنادار بین این دو متغیر است، بطوریکه با افزایش انعطاف پذیری مالی از میزان تغییرات دارایی‌های نقد نگهداری شده کاسته و با کاهش میزان انعطاف پذیری مالی، بر میزان تغییرات دارایی‌های نقد نگهداری شده افزوده شده است. دیگر نتایج

پژوهش نشان داد که انعطاف پذیری مالی تأثیر معناداری بر اهرم مالی نداشته است این نتایج نشان می‌دهد که انعطاف پذیری مالی تأثیر مثبتی بر سطح اهرم مالی داشته و شرکت‌هایی که انعطاف پذیری مالی بیشتری داشته اند، اهرم مالی آن‌ها نیز بالا بوده است، هر چند که این رابطه چندان قابل ملاحظه نبوده است.

#### **پیشنهاد‌های پژوهش**

با توجه به اهمیت این موضوع به عنوان یکی از تئوری‌های تأمین مالی در جهان و تأثیر این عامل بر گروه‌های مختلف ذینفعان، مدیران شرکت‌ها و تحلیل‌گران، زمینه‌های بسیاری نظیر موارد زیر جهت انجام پژوهش وجود دارد:

شاخص‌سازی برای تعیین انعطاف پذیری مالی بر مبنای معیارهای مختلف ترازنامه و صورت جریان نقد یا شاخص‌های ترکیبی و آزمون اعتبار آن‌ها.

شناسایی و اندازه‌گیری انعطاف پذیری مالی با استفاده از مدل‌های دیگری هم چون جریان‌های نقد آزاد و تعیین بهترین مدل شناسایی انعطاف پذیری مالی در بورس تهران.

تعیین آثار انعطاف پذیری مالی بر قیمت سهام و نوسان‌های قیمت سهام و روند سودآوری شرکت‌ها.

بررسی تأثیر انعطاف پذیری عملیاتی بر انعطاف پذیری مالی و ارزش شرکت.

بررسی رابطه انعطاف پذیری مالی با ساختار مالکیت.

بررسی تأثیر انعطاف پذیری مالی بر هزینه‌ی سرمایه و ریسک شرکت‌ها.

انجام این پژوهش در سیستم‌های صرفاً بازار محور یا بانک محور.

انجام این پژوهش در سایر کشورها.

بررسی ارتباط بین انعطاف پذیری مالی و سیستم مالی برای شرکت‌هایی دارای حجم دارایی‌های متناسب و همگن، در

پژوهش‌های آتی ضروری است.

## فهرست منابع و مآخذ

### فارسی

- بشیری، فهیمه و امیرحسین جمالی. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر دارایی نقدی نگهداری شده و انعطاف پذیری مالی بر بازدهی غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش حسابداری ۱۱ (۱۰): ۳۵-۵۲.
- بشیری، وهاب و حمید حقیقت. (۱۳۹۱). بررسی رابطه انعطاف پذیری مالی و ساختار سرمایه. مجله دانش حسابداری ۳ (۸): ۴۹-۷۱.
- حقیقت، حمید و آرش قربانی. (۱۳۸۶). بررسی رابطه میان سود و جریان های نقدی با ارزش شرکت در چاقوب چرخه عمر. مجله پیام مدیریت ۱۵ (۲۱): ۲۰۱-۲۱۹.
- کریمی، فرزاد و فاطمه رضایی مهر. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت بر تصمیم های سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه حسابداری مالی ۲ (۸): ۶۰-۷۴.
- کردستانی، غلامرضا و مظاهر نجفی عمران. (۱۳۸۷). مروری بر نظریه های ساختار سرمایه. مجله حسابدار ۶ (۱۹۸): ۴۸-۴۰ و ۵۵-۵۳.
- نمازی، محمد و جلال شیرزاده. (۱۳۸۴). بررسی رابطه ساختار سرمایه و سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی ۱۸ (۴۲): ۷۵-۹۵.

### انگلیسی

- Abu Mouamer, F.M. (2011). The determinants of capital structure of Palestine-listed companies. **The Journal of Risk Finance** 64 (12): 226-241.
- Ahmed Sheikh, N & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure. **Journal of Managerial Finance** 56 (37): 117-133.
- Al-Najjar, B & Hussainey, K. (2011). Revisiting the capital-structure puzzle: UK evidence. **The Journal of Risk Finance** 34 (12): 329-338.
- Cotei, C. Farhat, J & Abugri, B.A. (2011). Testing trade-off and pecking order models of capital structure: does legal system matter? **Journal of Managerial Finance** 24 (37): 715- 735.
- Harford, Jarrad; Mansi, Sattar A. , and William F. Maxwell. (2008). Corporate Governance and Firm Cash Holdings. **Journal of Financial Economics** 87 (12): 535-555
- Myers, S. C. and N. S. Majluf. (1984). corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics** 75 (20): 315-293.
- Ozkan Aydin, Ozkan Neslihan. (2009). Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies. **Journal of Banking & Finance** 44 (28): 2103–2134.
- Rapp. S.M. & Schmid. T. & Urban. D. (2014). The value of financial flexibility and corporate financial policy. **Journal of Corporate Finance** 29 (46): 288-302

