



مقاله پژوهشی

تاثیر انعطاف‌پذیری ارزش انعطاف‌پذیری ساختار مالی بر تقسیم سود نقدی و هزینه سرمایه در
شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران^۱

سید محسن عقیلیان^۲، حسین رحیمی^۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۸/۱۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۲/۱۰

چکیده

پژوهش حاضر به دنبال بررسی تاثیر انعطاف‌پذیری ساختار مالی بر تقسیم سود نقدی و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران است. به منظور دستیابی به اهداف پژوهش از میان کلیه شرکت‌های بورسی نمونه‌ی آماری انتخاب‌شده و با روش حذف سیستماتیک ۱۰۳ شرکت که تاریخ پذیرش آن‌ها بین سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ و سال مالی منتهی به اسفندماه و بدون تغییر سال مالی، حذف شرکت‌های مالی، واسطه‌گری و سرمایه‌گذاری به علت متفاوت بودن صورت‌های مالی آن‌ها انتخاب‌شده است. برای جمع‌آوری اطلاعات از صورت‌های مالی حسابرسی شده و سایر گزارش‌های پذیرفته‌شده در بورس استفاده‌شده است. همچنین، به منظور جمع‌آوری داده‌ها برای آزمون فرضیات از صورت‌های مالی حسابرسی شده جامعه آماری و سایر گزارش‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام استفاده‌شده است. نحوه گردآوری این اطلاعات نیز با مشاهده صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها از طریق بانک‌های اطلاعاتی سازمان بورس نظیر نرم‌افزارهای ردآورد نوین، تدبیر پرداز و سایت کمال و مراجعه کتابخانه‌ای است. نتایج پژوهش نشان داد بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با تقسیم سود نقدی، رشد شرکت و ارزش ذاتی سهام شرکت رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد و متغیر کنترلی بازده دارایی و اهرم مالی دارای رابطه مثبت و معنی‌دار با متغیر سود نقدی و رشد شرکت می‌باشند. بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با هزینه سرمایه رابطه معنی‌دار وجود ندارد و متغیر کنترلی بازده دارایی و اهرم مالی دارای رابطه مثبت و معنی‌دار با متغیر هزینه سرمایه می‌باشند. همچنین، متغیر کنترلی ارزش دفتری به بازار و بازده دارایی و اهرم مالی به ترتیب دارای رابطه معنی‌دار منفی، مثبت و مثبت و مثبت با متغیر ارزش ذاتی سهام شرکت می‌باشند. بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با نسبت بدهی رابطه معنی‌دار وجود ندارد و متغیر کنترلی اندازه شرکت و بازده دارایی و اهرم مالی به ترتیب دارای رابطه معنی‌دار منفی، مثبت و مثبت، با متغیر نسبت بدهی می‌باشند.

واژگان کلیدی: انعطاف‌پذیری ساختار مالی، هزینه سرمایه، رشد شرکت، ارزش ذاتی، نسبت بدهی.

طبقه‌بندی موضوعی: M40, M41

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2023.35909.2547

۲. کارشناسی‌ارشد، گروه مدیریت، دانشگاه علم و هنر، یزد، ایران. نویسنده مسئول. Email: Smag.1347@gmail.com

۳. مربی، گروه حسابداری، دانشگاه علم و هنر، یزد، ایران. Email: Rahimi.jd@gmail.com

مقدمه

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 (خدائی و له اقر و زارع تیموری، ۱۳۸۹). انتخاب ساختار مطلوب سرمایه و شیوه‌های مختلف تأمین مالی، دغدغه اصلی مدیران مالی و اجرایی شرکت‌ها است. ساختار سرمایه مناسب در هر شرکتی زمینه‌های مختلف فعالیت شرکت را تحت تاثیر انعطاف‌پذیری قرار می‌دهد (حقیقت و بشیری، ۱۳۹۰). انعطاف‌پذیری مالی^۱ به‌عنوان پلی بین تئوری و عمل تأمین مالی و تعیین ساختار سرمایه شرکت‌ها (مهم‌ترین عامل تعیین‌کننده)، توان آن‌ها در تأمین منابع مالی جهت عکس‌العمل مناسب در برابر رویدادها و موارد پیش‌بینی‌نشده برای حداکثر کردن ارزش شرکت را فراهم می‌نماید (خالقی مقدم و همکاران، ۱۳۹۸). تصمیمات تأمین مالی در حوزه ساختار سرمایه و همچنین، تعیین و انتخاب بهترین شیوه تأمین مالی و ترکیب آن از تصمیمات اساسی شرکت‌ها هستند و معمولاً شامل استفاده از جریان‌های نقدی حاصل از عملیات فروش و تبدیل دارایی‌های شرکت به وجه نقد (به‌عنوان منابع درون‌سازمانی تأمین مالی)، استقراض از سیستم بانکی و اوراق قرضه مشارکت و انتشار سهام جدید (به‌عنوان منابع برون‌سازمانی تأمین مالی می‌باشند. مایرز^۲ (۲۰۰۱) معتقد است تعیین و ترکیب ساختار سرمایه شرکت‌ها با وجود تئوری‌های زیاد در راستای آن معما باقی می‌ماند و هیچ‌کدام از تئوری‌ها و حتی ترکیبی از آن‌ها نیز، توانایی تبیین مسائل مالی را ندارند (شن هوپی^۳، ۲۰۱۲).

ولیری و رابرتس^۴ (۲۰۱۰) طی شواهدی نشان دادند که استفاده کمتر از استقراض در تأمین مالی ناشی از انعطاف‌پذیری مالی است و به نظر آنان مهم‌ترین عامل تأثیرگذار بر ساختار سرمایه و تصمیمات تأمین مالی مدیران شرکت‌ها، انعطاف‌پذیری مالی است. انعطاف‌پذیری مالی، توان شرکت‌ها در تأمین منابع مالی جهت عکس‌العمل مناسب در برابر رویدادها و موارد پیش‌بینی‌نشده برای حداکثر کردن ارزش شرکت را در برمی‌گیرد (بایون^۵، ۲۰۱۱). انعطاف‌پذیری مالی در واقع برای پر کردن فاصله بین تئوری و عمل تأمین مالی شرکت‌ها بوده و به دو بخش «انعطاف‌پذیری مالی درونی» و «انعطاف‌پذیری مالی بیرونی» تقسیم می‌شود. انعطاف‌پذیری مالی درونی از طریق دو مؤلف «ظرفیت بدهی» و «نگهداشت وجه نقدها» قابل اندازه‌گیری بوده و انعطاف‌پذیری مالی بیرونی نیز از طریق قابلیت نقد شوندگی سهام عادی در بازار قابل اندازه‌گیری است. انعطاف‌پذیری مالی درونی از طریق دو مؤلفه ظرفیت بدهی و نگهداشت وجه نقد به تبیین عمده رفتارهای سرمایه‌گذاری شرکت حتی در دوره‌های رکودی می‌پردازد. مطابق دیدگاه مودیگلیانی^۶ (۱۹۸۲) تورم بالا و مزمن (دورقمی) ضمن کاهش واقعی نرخ بهره، ارزش بدهی و نیاز کمتر

1. Financial Flexibility
2. Myers
3. Shen hui
4. Valerie and Roberts
5. Bayon
6. Modigliani



به وجه نقد واقعی جهت تسویه آن تمایل مدیران به استفاده بیشتر از ظرفیت بدهی نسبت به مؤلفه نگهداشت وجه نقد شرکت را در پی دارد (صمیمی و همکاران، ۱۳۹۲). مطالعه و بررسی استفاده از نگهداشت وجه نقد و ظرفیت بدهی در شرکت‌های آمریکایی (دوره ۲۵ ساله تا سال، ۲۰۰۹) حاکی از افزایش مداوم وجه نقد و کاهش اهرم مالی فارغ از اندازه شرکت‌ها بوده است. عوامل تعیین‌کننده انعطاف‌پذیری مالی درونی شامل: نوسانات جریان‌های نقدی، جریان‌های نقدی شرکت، فرصت‌های رشد (نسبت کیوتو بین)، اندازه شرکت، خالص سرمایه در گردش، مخارج سرمایه‌ای، مخارج توسعه و سود سهام نقدی و غیره است. همچنین، شاخص‌های نقد شوندگی سهام شامل: هزینه مؤثر معاملات سهام، قیمت سهام، استمرار معاملات سهام و گردش سهام شرکت و غیره در انعطاف‌پذیری مالی بیرونی شرکت‌ها تاثیر انعطاف‌پذیری می‌گذارند. با توجه به اهمیت این موضوع، هدف این پژوهش بررسی تاثیر انعطاف‌پذیری ساختار مالی بر تقسیم سود نقدی و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران است.

مروری بر پیشینه پژوهش

خالقی مقدم و همکاران، (۱۳۹۸) به ارائه مدلی برای اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها (متناسب با شرایط و وضعیت محیطی ایران) پرداخته‌اند. با اجماع نظر خبرگان و با استفاده از آزمون‌های آماری میانگین، (تحلیل عاملی تأییدی و ضریب هم‌هنگی کدال) به ارائه مدل پیشنهادی انعطاف‌پذیری مالی متناسب با شرایط و وضعیت محیطی ایران پرداخته است. مطابق اجماع نظر خبرگان، مدل فوق دارای دو بعد انعطاف‌پذیری مالی درونی و انعطاف‌پذیری مالی بیرونی و سه مؤلفه اساسی ظرفیت بدهی، نگهداشت وجه نقد و اندازه بازار سرمایه است. هر یک از مؤلفه‌ها نیز از طریق شاخص‌ها و عوامل تعیین‌کننده متعددی قابل محاسبه و اندازه‌گیری هستند. زندی و تنانی (۱۳۹۶)، رابطه بین هزینه فرصت وجه نقد و انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که بین انعطاف‌پذیری مالی (از شاخص‌های مانده وجه نقد به دارایی‌ها و مانده بدهی‌ها به دارایی‌ها استفاده نمودند) و عملکرد شرکت رابطه مستقیم وجود دارد. به بیان دیگر با افزایش و بهبود عملکرد شرکت بر میزان انعطاف‌پذیری مالی افزوده می‌شود.

شعری و قربانی، (۱۳۹۴) در پژوهش خود به بررسی رابطه انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران از منظر بازار پرداختند. نتایج به‌دست آمده از پژوهش حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین انعطاف‌پذیری مالی (بازده جریان نقدی آزاد) و عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری (محاسبه‌شده از طریق شاخص شارپ) و عدم وجود رابطه معنی‌دار بین انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری (محاسبه‌شده از طریق شاخص ترینر) است. شعری آنالیز و محسنی ملکی، (۱۳۹۴) در پژوهش خود به بررسی فرضیه‌های بین انعطاف‌پذیری مالی و اهرم مالی در هنگام تصمیم‌گیری درباره ساختار سرمایه پرداختند. نتایج آن‌ها بیانگر این است که انعطاف‌پذیری مالی دوره جاری دارای رابطه مثبت و معنی‌داری با ساختار سرمایه است. شعری آنالیز و قربانی (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تاثیر انعطاف‌پذیری انعطاف‌پذیری مالی بر عملکرد بازار با استفاده از معیارهای شارپ و ترینر پرداختند. در این پژوهش انعطاف‌پذیری مالی با استفاده از بازده جریان نقدی آزاد اندازه‌گیری شده است. نتایج حاکی از وجود رابطه

مثبت و معنی‌دار بین انعطاف‌پذیری مالی (بازده جریان نقدی آزاد) و عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری محاسبه‌شده از طریق شاخص شارپ و عدم وجود رابطه معنی‌دار بین انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری (محاسبه‌شده از طریق شاخص ترینر) است.

تاکامی،^۲ (۲۰۱۶) در پژوهش خود به دنبال بررسی این است که آیا در شرکت‌های ژاپنی مدل دی آن جلو و دی آن جلو تأیید می‌شود. در این مدل فرض می‌شود در هنگامی که شرکت‌ها به‌طور غیرمنتظره با کمبود وجه نقد مواجه می‌شوند، انعطاف‌پذیری مالی را با افزایش ظرفیت بدهی استفاده‌نشده و پرداخت‌های سود تقسیمی بالا حفظ می‌کنند. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های ژاپنی به‌طور مؤثر از انعطاف‌پذیری مالی برای بالا بردن توان تأمین مالی خارجی خود در زمان بحران مالی سال ۲۰۰۸ استفاده نکرده‌اند. لامبرینا و همکاران،^۱ (۲۰۲۰) در پژوهشی به پیش‌بینی الگوی انعطاف‌پذیری مالی پرداختند که انتظارات در مورد شوک‌های سرمایه‌گذاری خاص شرکت در آینده بر اهرم شرکت تأثیر انعطاف‌پذیری می‌گذارد و انتظارات شوک‌های کوچک و بزرگ در آینده را از قیمت بازار، گزینه‌های سهام دریافت می‌کند و وقتی انتظارات مربوط به هر دو نوع از شوک‌های آینده افزایش یابد، اهرم کاهش می‌یابد و انتظارات برای شوک‌های آینده بخش بزرگی از تغییر اهرم را نسبت به بسیاری از تعیین‌کننده‌های استاندارد اهرم انجام می‌دهد.

کیم،^۱ (۲۰۱۷) تأثیر وجه نقد و انعطاف‌پذیری مالی بر استراتژی‌های قیمت‌گذاری محصول با تأکید بر شرکت‌های هواپیمایی را مورد بررسی قرار داد. وی نشان داد که شرکت‌های با وجه نقد و انعطاف‌پذیری مالی بیشتر نسبت به رقیب، وضعیت رقابتی را با قیمت‌گذاری فعالانه‌تر تشدید می‌نمایند. همچنین، شرکت‌ها با نگهداشت وجه نقد زیاد، سهم بزرگ‌تری از بازار، سود و رشد سودآوری در بلندمدت را تجربه می‌نمایند. فراندو و همکاران،^۲ (۲۰۱۷) تأثیر انعطاف‌پذیری انعطاف‌پذیری مالی بر توانایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های اروپایی را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها دریافتند شرکت‌های کوچک، متوسط، در حال رشد و با دسترسی کمتر به بدهی، از سیاست اهرم مالی (بدهی) محافظه‌کارانه بهره می‌برند و با بررسی بحران سال ۲۰۰۷ نیز نشان دادند شرکت‌هایی که درجه انعطاف‌پذیری مالی بالاتری داشتند، تأثیرات منفی شوک‌های نقدینگی بر سرمایه‌گذاری را کاهش داده‌اند. لامیاجر،^۳ (۲۰۱۶) تأثیر انعطاف‌پذیری ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر عملکرد شرکت‌های خریدار (جذب و تحصیل) سایر شرکت‌ها شامل تفاوت‌های فی‌مابین شرکت‌های درون‌گروهی و شرکت‌های مشابه خارج از گروه و همچنین، تأثیر بحران مالی (۲۰۰۸) را مورد ارزیابی قرار داد. اما شواهد اساسی نشان از تأثیر انعطاف‌پذیری مثبت ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر شرکت‌های تلفیقی و شرکت‌های مشابه خارج از گروه را داشت.

چارچوب نظری پژوهش

امروزه با بزرگ شدن شرکت‌ها و توسعه فناوری، نیاز به منابع هنگفت سرمایه شدت گرفته است، این موضوع تصمیمات بودجه‌بندی سرمایه‌ای و تأمین مالی شرکت‌ها را به یکی از اصلی‌ترین حوزه‌های

1. Confirmatory factor analysis and Kendall correlation coefficient
2. Takmi



تصمیم‌گیری مدیران مالی شرکت‌ها تبدیل کرده است (خدایی و زارع، ۲۰۰۹). تصمیمات تأمین مالی یکی از بزرگ‌ترین چالش‌ها در کشورهای در حال توسعه است. از دلایل مهم این است که بازارهای سرمایه در کشورهای در حال توسعه نسبت توسعه نیافته‌اند، بی‌ثباتی جریان‌های نقدی یکی از موضوع‌های مهمی است که تأمین مالی خارجی شرکت‌ها در کشورهای در حال توسعه را تحت تأثیر انعطاف‌پذیری قرار می‌دهد (یونگ و همکاران^۴، ۲۰۱۵). از جمله عواملی که تاکنون در ادبیات دانشگاهی توجه کمی به آن شده است، انعطاف‌پذیری مالی است چراکه ارزش انعطاف‌پذیری مالی مستقیماً برای شرکت‌ها قابل مشاهده نیست (میر و همکاران^۵، ۲۰۱۳).

طبق پژوهش گامبا و تریانت یس انعطاف‌پذیری مالی به‌عنوان «توانایی یک شرکت برای دستیابی و بازسازی ساختار مالی خود با کمترین هزینه» تعریف شده است. مطابق با این دیدگاه از دو بعد انعطاف‌پذیری مالی برای شرکت‌ها ارزشمند است.

اول: انعطاف‌پذیری مالی می‌تواند مشکلات سرمایه‌گذاری ناکافی در ارتباط با دسترسی محدود به منابع مالی را کاهش دهد.

دوم: اینکه در اجتناب از هزینه‌های مرتبط با بحران‌های مالی کمک می‌کند.

در این پژوهش یک رویکرد جدید برای برآورد ارزش انعطاف‌پذیری مالی از دیدگاه سهامداران پیشنهاد می‌شود. این پژوهش سیاست‌های مالی شرکت‌ها را در سه بخش؛ تصمیمات تقسیم سود، تصمیمات ساختار سرمایه و تصمیمات نگهداری وجه نقد توسعه می‌دهد که این امکان را فراهم می‌کند، تا درک بهتری از ارتباط انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات مالی شرکت‌ها ایجاد شود. همچنین، تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر هزینه سرمایه سهام نیز مورد بررسی قرار می‌گیرد. نتیجه پژوهش‌های اخیر محققان نشان می‌دهد که مدیران به‌شدت نگران وضعیت انعطاف‌پذیری مالی در تصمیمات تأمین مالی خود می‌باشند. گامبا و تریانت یس،^۱ (۲۰۰۸) در تعریف خود در رابطه با انعطاف‌پذیری چنین بیان نمودند، «شرکت‌های انعطاف‌پذیر مالی می‌توانند در مواجهه با بحران‌های مالی از تأثیر انعطاف‌پذیری مخرب شوکه‌ای منفی جلوگیری کنند و زمانی که فرصت‌های سودآور افزایش می‌یابد، با هزینه‌های پایین سرمایه‌گذاری نمایند». از نظر آن‌ها انعطاف‌پذیری مالی از طریق کنترل سیاست‌های نقدینگی مهیا می‌شود و تأثیر انعطاف‌پذیری بسیار زیادی بر ارزش شرکت می‌گذارد. به‌طور کلی سیاست‌های شرکت در حوزه مالی را می‌توان به‌صورت سیاست‌های ساختار سرمایه، سیاست سرمایه در گردش و سیاست بودجه‌بندی سرمایه‌ای تقسیم‌بندی کرد. در این پژوهش سیاست‌های مالی شرکت از بعد ساختار سرمایه در دو بخش: اهرم مالی و تقسیم سود و در بعد سرمایه در گردش در بخش نگهداشت وجه نقد مورد مطالعه و تأثیر ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر هر کدام از این سیاست‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد.

از جمله عواملی که تحت تأثیر انعطاف‌پذیری محدودیت مالی قرار می‌گیرد، هزینه سرمایه است. نرخ هزینه سرمایه حداقل نرخ بازدهی است که شرکت باید به دست آورد تا ارزش شرکت تغییر نکند. لین

و پرویزینی، (۲۰۱۳) استدلال کردند هنگامی که شرکت‌ها با محدودیت‌های مالی مواجه می‌شوند، نوسان جریان نقدی آن‌ها افزایش می‌یابد و همچنین، کمبود اعتبار موجب افزایش کوواریانس بین بازده سهام و بازده بازار شده است. در نتیجه، منجر به افزایش ریسک سیستماتیک شرکت شده و هزینه سرمایه شرکت را افزایش می‌دهد. بنابراین، محدودیت‌های مالی منجر به هزینه سرمایه بالاتر می‌شود. با توجه به مطالب بیان شده می‌توان رابطه بین محدودیت‌های مالی و هزینه سرمایه شرکت را مورد بررسی قرارداد که در این پژوهش تأثیر محدودیت مالی از بعد انعطاف‌پذیری مالی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد. در ادامه به اهم پژوهش‌های مرتبط با موضوع پژوهش حاضر پرداخته می‌شود.

رپ و همکاران،^۱ (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان «ارزش انعطاف‌پذیری مالی و سیاست‌های مالی شرکتی» با یک رویکرد جدید در اندازه‌گیری ارزشی که سهامداران شرکت به انعطاف‌پذیری مالی می‌دهند، تأثیر انعطاف‌پذیری این شاخص را بر سیاست‌های مالی شرکت بررسی می‌کنند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که بین ارزش انعطاف‌پذیری مالی و پرداخت سود تقسیمی و مقدار سود سهام رابطه مستقیمی وجود دارد و شرکت‌های با ارزش انعطاف‌پذیری مالی بالا، باز خرید سهام برای آن‌ها اهمیت بالاتری دارد و نسبت بدهی کمتری انتخاب می‌کنند تا در نهایت، با ارزش انعطاف‌پذیری مالی بالاتر، ذخایر نقدی بیشتری را نگه‌داری کنند.

نتایج بیانگر این است که انعطاف‌پذیری مالی دوره جاری دارای رابطه مثبت و معنی‌داری با ساختار سرمایه دارد. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که برای شرکت‌هایی که دارای ارزش نهایی وجه نقد منفی هستند، انعطاف‌پذیری مالی در تصمیمات ساختار سرمایه دارای اولویت است. طبق پژوهش صورت گرفته، شرکت‌های جوان و با رشد بالا تمایل بیشتری دارند تا ظرفیت بدهی خود را حفظ نمایند و به عبارت بهتر، دارای انعطاف‌پذیری بیشتری باشند تا در مواجهه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدید، واکنش مناسب نشان دهند و رشد شرکت را تضمین نمایند. در واقع شرکت‌ها باید با توجه به فرصت‌های آتی، ظرفیت‌ها و پتانسیل‌های شرکت را برای رشد آتی شرکت حفظ نمایند. به عبارت دیگر، مدیران اجرایی شرکت‌ها بایستی به انعطاف‌پذیری مالی توجه نمایند و تلاش نمایند که میزانی از انعطاف‌پذیری برای شرکت و ظرفیت اخذ بدهی بیشتر برای شرکت وجود داشته باشد (دی آن جلو، ۲۰۰۷). در واقع مشکل اصلی در این است که برخی از شرکت‌ها بدون توجه به این ظرفیت بدهی و فرصت‌های سودآور آینده، تصمیم‌گیری می‌نمایند.

در این پژوهش سیاست‌های مالی شرکت از بعد ساختار سرمایه در دو بخش اهرم مالی و تقسیم سود و در بعد سرمایه در گردش، در بخش نگهداشت وجه نقد مورد مطالعه و تأثیر انعطاف‌پذیری ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر هر کدام از این سیاست‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد.

1. Gamba and Triantis
2. Rapp et al
3. DeAngelo



۱- انعطاف‌پذیری

پوسیا و جونز^۱ (۲۰۰۹) انعطاف‌پذیری مالی را چنین توصیف می‌نمایند؛ «انعطاف‌پذیری مالی به توانایی شرکت در ایجاد مزیت از فرصت‌های غیرمنتظره با توجه به سیاست‌های مالی و ساختار مالی شرکت‌ها بستگی دارد». انعطاف‌پذیری مکانیسم کلیدی برای کنترل پویایی سرمایه‌گذاری‌هایی است که به علت عدم‌بارگذاری تصمیم‌گیری‌های مالی و عدم اطمینان مربوط به آن‌ها بروز می‌کند. انعطاف‌پذیری مالی بیشتر می‌تواند به‌عنوان توانایی شرکت‌ها به تخصیص دوباره جریان پول نقد بین اوراق قرضه و سهامداران در طول زمان برای تطابق بهتر ریسک عملیاتی و با خلق ارزش بلندمدت تعریف شود (دونالدسون^۲، ۱۹۶۹).

تهرانی و نوربخش (۱۳۸۶) سیاست‌های مالی (خط‌مشی مالی) را معیارهایی که بیانگر راه‌حل‌ها شرکت در ارتباط با ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام، ساختار سررسید، روش‌های تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری و تصمیمات مربوط به پوشش ریسک باهدف حداکثرسازی ارزش شرکت برای سهامداران هستند، تعریف می‌کنند. در نتیجه، تصمیمات مربوط به سیاست‌های مالی شرکت تحت تاثیر انعطاف‌پذیری عوامل مختلفی قرار می‌گیرد که انعطاف‌پذیری مالی شرکت از آن جمله است.

طبق پژوهش‌های صورت گرفته شرکت‌های جوان و با رشد بالا تمایل بیشتری دارند تا ظرفیت بدهی خود را حفظ نمایند و به عبارتی بهتر دارای انعطاف‌پذیری بیشتری باشند تا در مواجهه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدید واکنش مناسب نشان دهند و رشد شرکت را تضمین نمایند. در واقع شرکت‌ها باید با توجه به فرصت‌های آتی، ظرفیت‌ها و پتانسیل‌های شرکت را برای رشد آتی شرکت حفظ نمایند. به‌عبارت‌دیگر، مدیران اجرایی شرکت‌ها بایستی به انعطاف‌پذیری مالی توجه نمایند و تلاش نمایند که میزانی از انعطاف‌پذیری برای شرکت و ظرفیت اخذ بدهی بیشتر برای شرکت وجود داشته باشد (دی آن جلو^۳، ۲۰۰۷). در واقع مشکل اصلی در این است که برخی از شرکت‌ها بدون توجه به این ظرفیت بدهی و فرصت‌های سودآور آینده تصمیم‌گیری می‌نمایند.

سؤال اصلی این است که آیا مدیران در تصمیم‌گیری‌های آتی خود به انعطاف‌پذیری توجه می‌نمایند؟ و آیا این انعطاف‌پذیری در بازار سرمایه از دید سرمایه‌گذاران دارای ارزش است؟

۲- ساختار مالی

تعاریف زیادی برای ساختار سرمایه وجود دارد در زیر به برخی از این تعاریف‌ها در حیطه مبانی نظری ساختار سرمایه اشاره می‌شود. ساختار سرمایه عبارت است از ترکیبی از سهام عادی، سهام ممتاز و زیرمجموعه‌های مرتبط با آن، سود انباشته و بدهی که واحد تجاری جهت تأمین مالی دارایی‌های خود از آن استفاده می‌کند (دیمی‌تریس و ماریا^۴، ۲۰۱۰). ساختار مالی بیانگر طرف چپ ترازنامه است. عده‌ای ساختار سرمایه را معادل ساختار مالی می‌دانند اما، گروهی دیگر میان این دو تمایز قائل می‌شوند. استدلال

1. Pusia and Jones
2. Donaldson
3. DeAngelo
4. Dimitris and Maria

گروه دوم بر این اساس است که ساختار سرمایه عبارت است از منابع تأمین مالی بلندمدت شرکت. از آنجایی که صرف امور جاری شرکت می‌شود، تاثیر انعطاف‌پذیری بسزایی بر بازده حقوق صاحبان سهام و در نتیجه ارزش شرکت ندارد. به تعبیری ساختار سرمایه شرکت معرف وجوه بلندمدت مورد استفاده است (مشایخ، ۱۳۸۴).

بلکویی (۱۹۹۹) 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، بدهی مالیاتی، بدهی‌های مزایای بازنشستگی، پاداش معوق برای مدیران و کارکنان، سپرده‌های حسن انجام کار، تعهدات مرتبط با کالا و سایر بدهی‌های احتمالی می‌داند (ستایش و همکاران، ۱۳۹۰). هدف از تعیین ساختار سرمایه، مشخص کردن ترکیب منابع مالی به منظور حداکثر کردن ثروت سهامداران یا همان مالکان واقعی شرکت است. البته تغییرات ثروت سهامداران تحت تاثیر انعطاف‌پذیری عوامل مختلفی است که ترکیبات ساختار سرمایه یکی از آنهاست. اگر شرکتی اوراق قرضه بیشتری منتشر نماید، نقطه سربه‌سر مالی و درجه اهرم مالی آن بالا خواهد رفت. اگر شرکت به نرخ بازدهی بیشتری از نرخ وام‌ها دست بیابد سود هر سهم افزایش خواهد یافت، در غیر این صورت با کاهش EPS مواجه خواهد شد (جهان‌خانی و دمنه، ۱۳۸۴).

۳- انعطاف‌پذیری مالی و ساختار مالی

انعطاف‌پذیری شرکت‌ها را می‌توان با سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی یا مالی ذخیره کرد. انعطاف‌پذیری مالی به علت اینکه تأمین مالی خارجی پرهزینه است می‌تواند برای سهامداران بسیار مفید باشد. انعطاف‌پذیری شرکت از یک‌سو، با افزایش نقدینگی و افزایش ارزش وثیقه‌گذاری دارایی‌ها خود، باعث افزایش ظرفیت بدهی و همچنین، کاهش هزینه‌های ورشکستگی می‌شود (ماور و تریانت یس، ۱۹۹۴). با این حال اگرچه ممکن است شرکت‌ها از داشتن انعطاف‌پذیری زمانی که هزینه فرصت سرمایه‌گذاری در انعطاف‌پذیری کم است بهره ببرند، اما حفظ انعطاف‌پذیری خود نیز پرهزینه است. به‌طور کلی، وقتی عدم اطمینان در تصمیم‌گیری‌ها افزایش می‌یابد، ارزش دارایی‌های انعطاف‌پذیر نیز افزایش می‌یابد. از این رو، تغییر در سطوح بدهی، منعکس‌کننده تعدیلاتی است که می‌تواند اطلاعات در مورد انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها ارائه دهد. ارزش انعطاف‌پذیری مالی با افزایش تفاوت در هزینه‌های تأمین مالی خارجی و داخلی، افزایش می‌یابد. از این رو شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری مالی کمتری دارند، احتمال بیشتری برای روبرو شدن با محدودیت‌های مالی هستند که ممکن است شرکت را مجبور به تعدیل سرمایه‌گذاری‌های ثابت خود و تبدیل آن‌ها به پول نقد در جریان‌های شوک نقدینگی کند. در اینجا انعطاف‌پذیری واقعی اشاره به منابع واقعی شرکت‌ها دارد که باعث بهبود توانایی شرکت برای انجام عملیات آتی، نیازهای سرمایه‌گذاری و فرصت‌های رشد می‌شود.

زمانی که ارزش نهایی انعطاف‌پذیری مالی بالا است، تاثیر انعطاف‌پذیری متغیرها (برای مثال سود، استهلاک و هزینه استهلاک، دارایی‌های ثابت و غیره) بر اهرم از اهمیت کمی برخوردار خواهد بود و تغییر



قابل مشاهده کمی بر اهرم می گذارند. مطابق با پیش بینی های دی آن جلو و روایند (۲۰۱۰) نتایج نشان می دهد که شرکت هایی که دارای ارزش نهایی بالایی از انعطاف پذیری مالی می باشند، تمایل به حفظ ظرفیت بدهی در دوره فعلی دارند، اما به طور قابل توجهی این احتمال وجود دارد که در آینده نزدیک مبادرت به ایجاد انحرافات عمدی اما موقتی، از نسبت های اهرمی مورد هدف خود نمایند. علاوه بر این، شرکت های که دارای ارزش نهایی بالایی در زمینه انعطاف پذیری مالی هستند و مقادیر زیادی از منابع مالی را در دوره جاری مصرف می کنند، به منظور حفظ ظرفیت بدهی به جای استفاده از اوراق بدهی موقتی به میزان قابل توجهی دست به انتشار سهام می زنند. در نهایت، انعطاف پذیری مالی به طور پویایی بر تطبیقت ساختار سرمایه تاثیر انعطاف پذیری می گذارد به این معنی که شرکت های دارای بالاترین ارزش نهایی از انعطاف پذیری مالی، وقتی که اهرم مالی مورد هدفشان پایین است، تمایلی به افزایش آن ندارند.

۴- تاثیر انعطاف پذیری انعطاف پذیری ساختار مالی بر تقسیم سود نقدی و هزینه سرمایه

انعطاف پذیری نقش مهمی در توانمند ساختن مدیران در خصوص سرمایه گذاری در آینده ایفا می کند. هدف از پژوهش حاضر بررسی تاثیر انعطاف پذیری ساختار مالی بر تقسیم سود نقدی و هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران است. انعطاف پذیری مالی توانایی شرکت را در پرداخت به موقع بدهی ها و سرمایه گذاری ها بالا می برد. در یک نگاه اصلی ترین مطلب در شرکت ها بالا بردن ارزش شرکت و در حقیقت حقوق صاحبان آن شرکت است که این مطلب مهم ترین وظیفه مدیران مالی در روش انتخاب ساختار مالی آن شرکت است. تقسیم سود نقدی در شرکت ها به صورت قسمتی از سود تصویب شده است و بقیه آن به صورت سود انباشته برای استفاده به موقع از آن جمع آوری می شود. هزینه سرمایه همان هزینه تأمین مالی است که حداقل نرخ هزینه سرمایه که شرکت باید به دست آورد تا ارزش شرکت تغییر نکند.

تهرانی و نوربخش (۱۳۸۶) سیاست های مالی (خط مشی مالی) را معیارهایی که بیانگر راه حل های شرکت در ارتباط با ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام، ساختار سررسید، روش های تأمین مالی پروژه های سرمایه گذاری و تصمیمات مربوط به پوشش ریسک باهدف حداکثرسازی ارزش شرکت برای سهامداران هستند، تعریف می کنند. در نتیجه، تصمیمات مربوط به سیاست های مالی شرکت تحت تاثیر انعطاف پذیری عوامل مختلفی قرار می گیرد که انعطاف پذیری مالی شرکت از آن جمله است. به طور کلی سیاست های شرکت در حوزه مالی را می توان به صورت سیاست های ساختار سرمایه، سیاست سرمایه در گردش و سیاست بودجه بندی سرمایه ای تقسیم بندی کرد.

دنيس و مکيون^۱ (۲۰۱۱) در تعریف خود در رابطه با انعطاف پذیری مالی چنین بیان نمودند: «حلقه های مفقوده در تئوری ساختار سرمایه است که ناشی از ظرفیت بدهی بدون استفاده به اندوخته های نقدی ذخیره شده است». انگیزه شرکت ها برای دستیابی به انعطاف پذیری مالی ناشی از نیاز شرکت ها به منابع مالی خارجی است که باعث افزایش توانایی شرکت به هنگام مواجهه با رویدادهای غیرمنتظره می شود. انعطاف پذیری مالی به سیاست های تأمین مالی و تصمیمات نقدینگی نیز بستگی دارد. به طور کلی،

پرداخت‌های نقدی با سود و زیان شرکت مرتبط است. توزیع سود در میان سهامداران ممکن است این پیام را برای سهامداران داشته باشد که شرکت از نظر درآمدی چشم‌انداز خوبی دارد.

گامیا و تریانتیس (۲۰۰۸) معتقدند وجود هزینه‌های انتشار بدهی، شرکت‌ها را حتی با وجود بدهی‌های معوقه، به نگهداشت وجوه نقد به جای تقسیم سود هدایت می‌کند.

از دیدگاه رپ و همکاران^۱ (۲۰۱۴) ذخایر نقدی هم مفید هستند هم مضر. ذخایر نقدی از یک‌سو می‌توانند زمینه‌ساز مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامدار باشند و از سوی دیگر، به شرکت‌ها این امکان را می‌دهد تا هنگامی که تأمین مالی خارجی زمان‌بر و پرهزینه است، تأمین مالی داخلی یک فرصت مناسب باشد. برخلاف تأمین مالی با بدهی، ذخایر نقدی هم سریع‌تر است و هم نسبت به نوسانات بالقوه بازار حساسیت کمتری دارد. از جمله عواملی که تحت تأثیر انعطاف‌پذیری محدودیت مالی قرار می‌گیرد، هزینه سرمایه است.

لین و پرویزینی^۲ (۲۰۱۳) استدلال کردند هنگامی که شرکت‌ها با محدودیت‌های مالی مواجه می‌شوند، نوسان جریان نقدی آن‌ها افزایش می‌یابد و همچنین، کمبود اعتبار موجب افزایش کوواریانس بین بازده سهام و بازده بازار شده، در نتیجه، باعث افزایش ریسک سیستماتیک شرکت شده و هزینه سرمایه شرکت را افزایش می‌دهد. بنابراین، محدودیت‌های مالی منجر به هزینه سرمایه بالاتر می‌شود. با توجه به مطالب بیان‌شده می‌توان رابطه بین محدودیت‌های مالی و هزینه سرمایه شرکت را مورد بررسی قرارداد که در این پژوهش تأثیر محدودیت مالی از بعد انعطاف‌پذیری مالی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد.

دیدگاه سنتی ساختار سرمایه مبتنی بر این فرض است که ساختار سرمایه بهینه وجود دارد و مدیریت می‌تواند با افزایش بدهی و کمک گرفتن از اهرم مالی، ارزش شرکت را افزایش دهد. این نظریه پیشنهاد می‌کند شرکت هزینه سرمایه خود را از طریق افزایش میزان بدهی‌ها کاهش دهد. اگرچه سهامداران عادی همگام با افزایش اهرم مالی بر نرخ بازده مورد انتظار خود می‌افزایند، لکن این افزایش تحت تأثیر انعطاف‌پذیری منابع بدهی مورد استفاده کمتر احساس می‌شود. هم‌زمان با به‌کارگیری اهرم سرمایه‌گذاران نیز هزینه سهام عادی را افزایش می‌دهند، تا جایی که این افزایش دیگر کاملاً با منافع بدهی ارزان‌تر خنثی نمی‌شود. التزام اصلی نگرش سنتی آن است که هزینه سرمایه بر ساختار سرمایه متکی بوده و ساختار سرمایه بهینه‌ای وجود دارد که هزینه سرمایه را حداقل می‌سازد؛ این ترکیبی از مدل سود خالص و سود عملیاتی است.

روش‌شناسی پژوهش

جامعه و نمونه

روش پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر اجرا، توصیفی-همبستگی است و به لحاظ ماهیت داده‌ها پس از رویداد است، زیرا هدف پژوهش شناخت رابطه همبستگی بین متغیرهای مستقل و وابسته

1. Dennis et McKeon
2. Rapp et al
3. Lane and Pravisini



است. به علاوه، سعی شده است رابطه متغیرهای مختلف با استفاده از ضریب همبستگی کشف و تعیین شود. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و نمونه به روش حذف سیستماتیک با اعمال شرایط زیر معادل ۱۰۳ شرکت انتخاب گردیده است:

- ۱- تاریخ پذیرش آن‌ها در بورس قبل از سال ۱۳۹۱ و تا پایان سال ۱۳۹۸ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند.
- ۲- سال مالی به پایان اسفند منتهی باشد و در دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند.
- ۳- شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مالی و واسطه‌گری به دلیل اینکه نسبت‌های مالی متفاوتی نسبت به سایر شرکت‌ها دارند از نمونه انتخابی حذف می‌شوند.
- ۴- شرکت‌های که دارایی وقفه معاملاتی سهام به مدت سه ماه و بیشتر داشته باشند از نمونه انتخابی حذف می‌شوند.

گردآوری داده‌ها

به منظور جمع‌آوری داده‌ها برای آزمون فرضیات از صورت‌های مالی حسابرسی شده جامعه آماری و سایر گزارش‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. نحوه گردآوری این اطلاعات نیز مشاهده صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های از طریق بانک‌های اطلاعاتی سازمان بورس نظیر؛ نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز و سایت کدال برای دوره مالی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ بوده است.

انعطاف‌پذیری مالی (MVOce): برای مشخص شدن شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی، شرکت‌هایی که در سه سال متوالی دارای نسبت اهرمی کمتر از میانه جامعه آماری می‌باشند، به عنوان شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری طبقه‌بندی می‌شوند (ماجیا، ۲۰۰۷). البته در ایران نیز، این رابطه توسط خدایی و له‌زاده قرد و همکاران بکار گرفته شده است (خدائی، ۱۳۸۹). انعطاف‌پذیری مالی (ارزش نهایی وجه نقد) است و به عنوان معیاری لحاظ می‌شود.

$$MVOce = \alpha_1 + \alpha_2(Cit - 1/mit - 1) + \alpha_3(Cfit - 1/TAIT - 1) + \alpha_4(Dep/Ta) + size_{i,t} \quad (1)$$

$$Size_{i,t} = \log(Sale_{1,t}) \quad (2)$$

اهرم مالی (DFL): در این پژوهش اهرم مالی شرکت به دو روش اندازه‌گیری شده است:

الف- ارزش دفتری جمع بدهی‌ها به ارزش دفتری جمع دارایی‌ها

ب- ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت بر ارزش دفتری جمع دارایی‌ها

افزایش بدهی در ساختار سرمایه ریسک مالی را افزایش می‌دهد، زیرا، بدهی همراه با پرداخت سود است و شرکت مجبور به پرداخت آن است. به میزان استفاده از بدهی برای تأمین مالی دارایی‌های یک شرکت اهرم مالی گویند و طبق رابطه (۳) محاسبه می‌شود:



(۳) سود خالص قبل از مالیات (EBT) / سود قبل از بهره و مالیات (EBIT) = (DFL) مالی اهرم

عدد حاصل از رابطه (۳) نشان دهنده عملکرد کلی شرکت است و باید با دقت محاسبه شود. تغییرات اهرم مالی در سود و زیان شرکت بسیار مؤثر است.

هزینه سرمایه (میانگین موزون هزینه سرمایه): هزینه سرمایه یک شرکت، نرخ متوسط بازده موردنظر سرمایه‌گذارانی است که در اوراق بهادار شرکت سرمایه‌گذاری کرده‌اند. به عبارت دیگر میانگین موزون هزینه تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های شرکت را هزینه سرمایه می‌گویند. منابع تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های شرکت، شامل بدهی‌های بلندمدت (نظیر وام و انواع مختلف اوراق قرضه)، سهام عادی و سهام ممتاز است. برای محاسبه نرخ هزینه سرمایه از میانگین موزون هزینه سرمایه استفاده شده است، که برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار ایران به صورت رابطه (۴) قابل محاسبه است:

$$WACC = (W_s + K_s) + (W_d + K_d) \quad (4)$$

در رابطه (۴)، W_s بیانگر وزن حقوق صاحبان سهام؛ W_d ، وزن بدهی؛ K_d ، نرخ هزینه بدهی و K_s ، نرخ هزینه حقوق صاحبان سرمایه است.

نرخ بازده موردنظر صاحبان سهام حداقل نرخ است که سهامداران انتظار دارند تا از سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده به دست آورند و به منظور تخمین آن اغلب از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) استفاده می‌شود. برای تعیین نرخ بازده بدهی‌ها نیز از نرخ بازاری که شرکت بدهی‌های خود را با آن نرخ بازپرداخت می‌کند، استفاده می‌شود.

قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای

$$R_i = R_f + B_i (R_m - R_f) \quad (5)$$

در رابطه فوق، R_i ، بازده مورد انتظار دارایی‌ها؛ R_m ، بازده مورد انتظار بازار؛ R_f ، بازده بدون ریسک بازار و B_i ، بتای دارایی‌ها و همان ریسک سیستماتیک است، ریسکی که بر کل بازار بورس و اوراق بهادار حاکم است و هیچ ربطی به شرکت یا سهام به خصوصی ندارد. ریسک سیستماتیک را ریسک بازار یا ریسک غیرقابل حذف نیز، می‌گویند. این ریسک بر کل بازار حاکم بوده و در اکثر مواقع غیرقابل پیشگیری است. علاوه بر این ریسک، هر شرکتی می‌تواند یک ریسک مختص به خود را نیز تجربه کند.

$$B_i = \text{میانگین بازدهی} / \text{بازده بازار} \quad (6)$$

نکته مهمی که در استفاده از مدل‌های تنزیل شده جریان‌ات نقدی باید رعایت کرد این است که با توجه به اینکه چه جریان‌ات نقدی قرار است تنزیل شوند، باید نرخ تنزیل مناسب انتخاب شود. اگر جریان‌ات نقدی پس از کسر هزینه‌های بدهی تخمین زده شده‌اند، این جریان‌ات نقدی مربوط به سهامداران شرکت است و بنابراین، نرخ تنزیل مناسب همان نرخ بازده موردنظر سهام است، اما اگر جریان‌ات نقدی هم شامل

پرداختی به بدهی‌ها و هم سهامداران باشد، نرخ تنزیل مناسب میانگین موزون هزینه سرمایه خواهد بود. رابطه محاسباتی این متغیر از مجموع میانگین هزینه سهام عادی و هزینه بدهی به شرح (۷) به دست می‌آید.

$$WACC = [Kd(1 - t)] \times Wd + (Ke \times We) \quad (7)$$

هزینه بدهی

در این پژوهش نرخ بدهی حداقل نرخ سود تضمین شده اوراق مشارکت در قلمرو و زمانی پژوهش در نظر گرفته شده است که این نرخ تقریباً فاقد ریسک است. همچنین، با توجه به مفاد ۱۴۳ قانون مالیات‌های مستقیم که اشاره می‌کند «شرکت‌های که سهام آن‌ها برای معامله در بورس قبول می‌شود، از سال پذیرش تا سالی که فهرست نرخ در بورس حذف شده است در صورتی که کلیه نقل و انتقالات سهام از طریق کارگزاران بورس انجام و در دفاتر مربوطه ثبت گردد، از پرداخت ۱۰٪ مالیات شرکت معاف است». لذا نرخ مالیات یا t با توجه به معافیت مالیاتی مذکور به صورت ذیل مفروض شده است.

$$T = \%25 - 10\% (25\%) = 22/5\%$$

هزینه سهام عادی با استفاده از مدل رشد گوردون و رابطه (۸) قابل محاسبه می‌شود.

$$Ke = Do(1 + g)/po + g \quad (8)$$

برای محاسبه g از فرمول مقابل استفاده می‌شود:

در رابطه فوق، P_0 بیانگر ارزش سهام عادی در ابتدای سال مالی؛ D_0 ، سود تقسیمی هر سهم در سال گذشته؛ g ، نرخ رشد سود تقسیمی سالانه؛ Ke ، نرخ بازده مورد انتظار سهامداران عادی؛ D_1 ، سود تقسیمی هر سهم در پایان سال مالی و K_d ، در این پژوهش نرخ هزینه بدهی حداقل نرخ سود تضمین شده اوراق مشارکت در قلمرو و زمانی پژوهش در نظر گرفته شده است که نرخ تقریباً فاقد ریسک ملحوظ گردید.

ارزش ذاتی سهام

مدل رشد گوردون را می‌توان طبق رابطه (۹) برای تعیین ارزش شرکت استفاده کرد:

$$V_0 = DPS / (ke - g) \quad (9)$$

در این رابطه، V_0 بیانگر ارزش سهام؛ DPS ، سود نقدی موردانتظار سال آینده؛ Ke ، هزینه سرمایه صاحبان سهام و g ، نرخ رشد سود نقدی است.

تقسیم سود نقدی: صورت جریان نقدی یا همان گردش وجوه نقد مشخص می‌کند یک واحد اقتصادی سرمایه خود را چطور خرج می‌کند، این سرمایه چطور وارد این کسب‌وکار می‌شود و در مجموع تحلیل صورت گردش وجوه نقد وضعیت کلی گردش وجوه نقد را در یک شرکت بررسی می‌کند و به

تصمیم‌گیری کمک می‌کند. تقسیم سود نقدی جز بورس به شمار می‌آید و به همین دلیل شرکت‌هایی که سود نقدی بالاتری تقسیم می‌کنند تقریباً قبل از برگزار مجمع عمومی عادی سالیانه رشد می‌کند و میزان سود نقدی احتمالی چند ماه قبل از برگزاری مجمع، در انتهای گزارش مالی برخی شرکت‌ها ذکر می‌شود. زمانی که یک شرکت بورس بعد از سوددهی تصمیم می‌گیرد که پرداخت سود تقسیمی بیشتر را به حالت تعلیق دریاورد، در این حالت سرمایه‌گذارانی که علاقه‌مند به سود نقدی هستند تمایل کمتری نسبت به نگهداری سهم در زمان برگزاری مجمع نشان می‌دهند. از آنجا که سود سالانه شرکت به دو بخش؛ بخش اول، به‌عنوان سود صاحبان سهام و بخش دوم، به‌عنوان سود انباشته تقسیم می‌گردد. بخش مربوط به صاحبان سهام همان نرخ هزینه سرمایه و بخش دوم، به‌عنوان اندوخته‌ای به‌عنوان منبعی برای تأمین سرمایه به حساب می‌آید. نحوه اندازه‌گیری سود تقسیمی در این پژوهش سود تقسیمی هر سهم شرکت از طریق میزان سود تقسیمی هر سهم شرکت تقسیم بر جمع دارایی‌های ابتدای دوره به ازای هر سهم به دست می‌آید و جهت محاسبه آن از رابطه (۱۰) استفاده می‌شود:

$$DIV^* = DIV / TAI, t = 1 \quad (10)$$

در رابطه (۱۰)، DIV^* معرف میزان سود تقسیمی هر سهم شرکت تقسیم بر جمع دارایی‌های ابتدای دوره به ازای هر سهم؛ DIV ، میزان سود تقسیمی هر سهم شرکت در دوره موردنظر و $TA_{i,t}$ ، کل دارایی‌های ابتدای دوره به ازای هر سه است.

تحلیل داده‌ها

به‌منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها اطلاعات به‌دست‌آمده از نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز و سایت اطلاعاتی بورس (کدال) در صفحه گسترده اکسل جمع‌آوری و سپس، جهت آزمون فرضیات و تجزیه و تحلیل از نرم‌افزار Eviews استفاده شده و برای آزمون فرضیه نیز از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. روش آماری مورد استفاده پژوهش داده‌های تلفیقی (پنل) می‌باشند. جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات و داده‌ها از آماره‌های توصیفی شامل: میانگین، میانه، انحراف معیار و ... و آمار استنباطی شامل: همبستگی، رگرسیون، آزمون‌های مرتبط با رگرسیون اعم از آزمون (T)، (F) و دوربین واتسون استفاده شده است.

یافته‌های پژوهش

به‌منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است.

جدول ۱ آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش را نشان می‌دهد. آمار توصیفی مربوط به ۱۰۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۸ ساله (۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸) در جدول زیر ارائه شده است.



جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	انحراف معیار	حداکثر	حداقل	تعداد مشاهدات
سود نقدی	DPS	-۰/۰۱	-۰/۰۲	۳/۷۰	-۲/۳۶	۸۲۴
هزینه سرمایه	COFC	۰/۱۱	۰/۱۱	۰/۱۹	۰/۰۰	۸۲۴
رشد شرکت	GROWTH	۰/۲۱	۰/۱۹	۱/۳۹	-۰/۹۶	۸۲۴
ارزش ذاتی سهام	V	۱/۴۶	۱/۳۵	۲/۵۴	-۱۵/۶۵	۸۲۴
نسبت بدهی	DEBT_RATIO	۰/۴۰	۰/۴۲	۰/۶۶	۰/۱۳	۸۲۴
انعطاف پذیری مالی	FF	۰/۳۶	۰/۰۰	۱/۰۰	۰/۴۸	۸۲۴
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۲۳	۱۴/۱۱	۱۹/۲۴	۱۰/۵۰	۸۲۴
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	BM	۰/۱۳	۰/۱۴	۰/۹۷	-۰/۹۳	۸۲۴
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۴	۰/۱۱	۰/۴۸	۰/۰۰	۸۲۴
اهرم مالی	LEV	۰/۴۰	۰/۴۲	۰/۶۶	۰/۱۳	۸۲۴

منبع: یافته‌های پژوهش

در ادامه، به منظور بررسی تحلیل همبستگی متغیرهای مورد مطالعه از آزمون همبستگی استفاده شده است. اگر ضرایب همبستگی بین متغیرها نسبت بزرگ باشد، بیانگر هم خطی نسبت شدید است. جدول ۲ ضرایب همبستگی بین متغیرهای پژوهش را نمایش می‌دهد.

جدول ۲. همبستگی متغیرهای پژوهش

متغیر	سود نقدی	هزینه سرمایه	رشد شرکت	ارزش ذاتی سهام	نسبت بدهی	انعطاف‌پذیری مالی	اندازه شرکت	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	بازده دارایی‌ها	اهرم مالی
سود نقدی	۱									
هزینه سرمایه	۰/۷۵۲	۱								
رشد شرکت	۰/۶۵۲	۰/۷۲۲	۱							
ارزش ذاتی سهام	۰/۵۴۲	۰/۶۲۳	۰/۳۲۰	۱						
نسبت بدهی	۰/۴۲۳	۰/۷۱۰	۰/۴۲۰	۰/۵۳۲	۱					
انعطاف‌پذیری مالی	۰/۳۲۵	۰/۶۲۰	۰/۳۳۵	۰/۴۲۳	۰/۵۱۰	۱				
اندازه شرکت	۰/۴۵۲	۰/۴۲۲	۰/۷۵۲	۰/۵۰۲	۰/۴۲۱	۰/۵۶۲	۱			
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۰/۶۵۲	۰/۳۲۱	۰/۵۶۲	۰/۷۴۸	۰/۴۹۶	۰/۷۲۲	۰/۵۵۲	۱		
بازده دارایی‌ها	۰/۷۴۵	۰/۷۴۵	۰/۷۰۲	۰/۶۲۲	۰/۳۷۵	۰/۶۲۰	۰/۳۵۳	۰/۵۶۲	۱	
اهرم مالی	۰/۶۲۲	۰/۶۰۲	۰/۶۰۲	۰/۷۶۹	۰/۶۵۲	۰/۵۶۲	۰/۴۲۳	۰/۵۲۲	۰/۵۹۱	۱

*سطح خطای ۵ درصد منبع: یافته‌های پژوهش

در اینجا فرضیه H_0 این است که مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. با توجه به احتمال آماره F که از ۵ درصد بیشتر است، فرضیه H_0 را پذیرفته و گفته می‌شود در این رگرسیون مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. به علاوه طبق نتایج جدول ۲، ضرایب حاصل از ماتریس همبستگی بیانگر این است که ارتباط و همبستگی بین متغیرها در حد قوی است.

تعیین روش به کارگیری داده‌های پانل

تخمین مدل

در تخمین‌های تک معادله‌ای برای اخذ تصمیم اخیر از آماره آزمون F (لیمر) استفاده می‌شود. بر اساس نتایج این آزمون، درباره رد یا پذیرش فرضیه برابری آثار ثابت خاص شرکت‌ها و در نهایت، درباره انتخاب روش کلاسیک یا روش داده‌های پانل تصمیم‌گیری می‌شود.

جدول (۳) نتایج آزمون چاو (آماره F) مربوط به فرضیه فوق را در مورد مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد.

جدول ۳. نتایج آزمون F (لیمر) برای انتخاب روش ترکیبی (Pooling) یا تلفیقی (Panel)

مدل	فرضیه صفر (H_0)	آماره F	p-value	نتیجه آزمون
مدل اول	اثرات خاص شرکت معنی‌دارگر نیستند (روش Pooling مناسب است)	۲/۸۸	۰/۰۰	عدم تأیید H_0 (روش داده‌های پانل انتخاب می‌شود)
مدل دوم		۲/۶۵	۰/۰۰	عدم تأیید H_0 (روش داده‌های پانل انتخاب می‌شود)
مدل سوم		۱/۳۴	۰/۰۱	عدم تأیید H_0 (روش داده‌های پانل انتخاب می‌شود)
مدل چهارم		۳/۴۸	۰/۰۰	عدم تأیید H_0 (روش داده‌های پانل انتخاب می‌شود)
مدل پنجم		۳/۲۶	۰/۰۰	عدم تأیید H_0 (روش داده‌های پانل انتخاب می‌شود)

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌گونه که در جدول (۳) دیده می‌شود، در سطح اطمینان ۹۵ درصد در مدل پژوهش فرض صفر آزمون رد شده است، بنابراین، باید از روش داده‌های پانل استفاده نمود (در این آزمون با توجه به آماره F برای تمامی مدل‌های مورد بررسی پژوهش روش داده‌های تابلویی مورد پذیرش قرار گرفته است، زیرا در مدل مورد نظر این احتمال صفر شده است). در نتیجه، بحث انتخاب از بین مدل‌های اثرات ثابت و تصادفی پیش می‌آید که برای این منظور از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

انتخاب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی

برای انتخاب بین مدل اثرات تصادفی یا اثرات ثابت از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج آزمون هاسمن برای مدل‌های پژوهش به شرح جدول (۴) است. نتایج جدول بیانگر آن است که در مدل پژوهش باید هم از روش اثرات ثابت و هم از روش اثرات تصادفی استفاده نمود.

جدول ۴. نتایج آزمون هاسمن برای انتخاب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی

مدل	فرضیه صفر (H_0)	آماره χ^2	p-value	نتیجه آزمون
مدل اول	روش اثرات تصادفی مناسب است	۰/۷۷	۰/۹۷	تائید H_0 (روش اثرات تصادفی انتخاب می‌شود)
مدل دوم		۶/۶۵	۰/۲۴	تائید H_0 (روش اثرات تصادفی انتخاب می‌شود)
مدل سوم		۱۵/۸۳	۰/۰۰	عدم تائید H_0 (روش اثرات ثابت انتخاب می‌شود)
مدل چهارم		۱۰/۱۸	۰/۰۷	تائید H_0 (روش اثرات تصادفی انتخاب می‌شود)
مدل پنجم		۲۹۷۸/۲	۰/۰۰	عدم تائید H_0 (روش اثرات ثابت انتخاب می‌شود)

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

۱- بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با سود نقدی ارتباط معنی‌داری وجود دارد. فرضیه اول پژوهش بیان می‌دارد که بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با سود نقدی ارتباط معنی‌داری وجود دارد. همان‌طور که در جدول ۵ ملاحظه می‌شود، ضریب برآوردی (0/15) و آماره t (2/08) مربوط به انعطاف‌پذیری ساختار مالی (FF) مثبت و از نظر آماری معنی‌دار (0/03) است. بر این اساس، نتایج به‌دست‌آمده فرضیه اول پژوهش در سطح خطای ۵ درصد مورد تأیید واقع می‌شود. بنابراین، می‌توان گفت بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با سود نقدی رابطه‌ی مثبت و معنی‌دار وجود دارد و متغیر کنترلی بازده دارایی و اهرم مالی دارای رابطه مثبت و معنی‌دار با متغیر سود نقدی می‌باشند.

۲- بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با هزینه سرمایه ارتباط معنی‌داری وجود دارد. فرضیه دوم پژوهش بیان می‌دارد بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با هزینه سرمایه ارتباط معنی‌داری وجود دارد. همان‌طور که در جدول ۵ ملاحظه می‌شود، ضریب برآوردی (-0/00) و آماره t (-1/06) مربوط به انعطاف‌پذیری ساختار مالی (FF)، منفی و از نظر آماری معنی‌دار (۰/۲۸) نیست. بر این اساس، نتایج به‌دست‌آمده فرضیه دوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد مورد تأیید واقع نمی‌شود. بنابراین، با توجه به این نتایج می‌توان گفت، بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با هزینه سرمایه رابطه معنی‌دار وجود ندارد و متغیر کنترلی بازده دارایی و اهرم مالی دارای رابطه مثبت و معنی‌دار با متغیر هزینه سرمایه می‌باشند.

۳- بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با رشد شرکت ارتباط معنی‌داری وجود دارد. فرضیه سوم پژوهش بیان می‌دارد بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با رشد شرکت ارتباط معنی‌داری وجود دارد. همان‌طور که در جدول ۵ ملاحظه می‌شود، ضریب برآوردی (0/08) و آماره t (3/58) مربوط به

انعطاف‌پذیری ساختار مالی (FF) مثبت و از نظر آماری معنی‌دار (0/00) است. بر این اساس، نتایج به‌دست‌آمده فرضیه سوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد مورد تأیید واقع می‌شود. بنابراین، با توجه به این نتایج می‌توان گفت بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با رشد شرکت رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار وجود دارد و متغیر کنترلی بازده دارایی و اهرم مالی دارای رابطه مثبت و معنی‌دار با متغیر رشد شرکت می‌باشند.

۴- بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با ارزش ذاتی سهام شرکت ارتباط معنی‌داری وجود دارد. فرضیه چهارم پژوهش بیان می‌دارد بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با ارزش ذاتی سهام شرکت ارتباط معنی‌داری وجود دارد. همان‌طور که در جدول ۵ ملاحظه می‌شود، ضریب برآوردی (0/62) و آماره t (2/58) مربوط به انعطاف‌پذیری ساختار مالی (FF) مثبت و از نظر آماری معنی‌دار (0/00) است. بر این اساس، نتایج به‌دست‌آمده فرضیه چهارم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد مورد تأیید واقع می‌شود. بنابراین، با توجه به این نتایج می‌توان گفت بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با ارزش ذاتی سهام شرکت رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار وجود دارد و متغیر کنترلی ارزش دفتری به بازار و بازده دارایی و اهرم مالی به ترتیب دارای رابطه منفی، مثبت و مثبت و معنی‌دار با متغیر ارزش ذاتی سهام شرکت می‌باشند.

۵- بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با نسبت بدهی ارتباط معنی‌داری وجود دارد. فرضیه پنجم پژوهش بیان می‌دارد بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با نسبت بدهی ارتباط معنی‌داری وجود دارد. همان‌طور که در جدول ۵ ملاحظه می‌شود ضریب برآوردی (6/05-) و آماره t (1/90-) مربوط به انعطاف‌پذیری ساختار مالی (FF) منفی و از نظر آماری معنی‌دار (0/05) نیست. بر این اساس، نتایج به‌دست‌آمده فرضیه پنجم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد مورد تأیید واقع نمی‌شود. بنابراین، با توجه به این نتایج می‌توان گفت، بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با نسبت بدهی رابطه معنی‌دار وجود ندارد و متغیر کنترلی اندازه شرکت و بازده دارایی و اهرم مالی به ترتیب دارای رابطه منفی، مثبت و مثبت و معنی‌دار با متغیر نسبت بدهی می‌باشند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش مدل‌های رگرسیونی برازش شده و به‌طور خلاصه در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵. خلاصه نتایج فرضیه‌های پژوهش

ردیف	فرضیه‌ها	رد یا تأیید فرضیه	نوع رابطه
۱	بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با سود نقدی ارتباط معنی‌داری وجود دارد.	تأیید	مثبت
۲	بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با هزینه سرمایه ارتباط معنی‌داری وجود دارد.	عدم تأیید	-
۳	بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با رشد شرکت ارتباط معنی‌داری وجود دارد.	تأیید	مثبت
۴	بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با ارزش ذاتی سهام شرکت ارتباط معنی‌داری وجود دارد.	تأیید	مثبت
۵	بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با نسبت بدهی ارتباط معنی‌داری وجود دارد.	عدم تأیید	-

منبع: یافته‌های پژوهش

بحث و نتیجه‌گیری

با توجه به نتایج پژوهش مشخص شد که بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با سود نقدی ارتباط معنی‌داری وجود دارد و این نتایج همسو با نتایج پژوهش نمازی و شیرزاد (۱۳۸۳) است. آن‌ها در مطالعه خود به این نتیجه رسیدند که به‌صورت کلی بین ساختار سرمایه شرکت و سودآوری آن رابطه مثبتی وجود دارد. اما این رابطه از نظر آماری در حد ضعیفی است. آن‌ها در تحلیل خود چنین استنباط کردند که رابطه بین ساختار سرمایه و سودآوری به نوع صنعت و تعریف سودآوری نیز بستگی دارد.

به علاوه، با توجه به نتایج پژوهش حاضر مشخص شد بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با هزینه سرمایه ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. نتایج این پژوهش عدم همسویی با زندگی و تنانی را نشان می‌دهد. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که بین انعطاف‌پذیری مالی (از شاخص‌های مانده وجه نقد به دارایی‌ها و مانده بدهی‌ها به دارایی‌ها استفاده نمودند) و عملکرد شرکت رابطه مستقیم وجود دارد. به بیان دیگر با افزایش و بهبود عملکرد شرکت بر میزان انعطاف‌پذیری مالی افزوده می‌شود. همچنین، نتایج این پژوهش عدم همسویی با نتایج گامبار و تریانتیس را نشان می‌دهد. آن‌ها در این پژوهش ارزش انعطاف‌پذیری را اندازه‌گیری نمودند و نشان دادند که ارزش انعطاف‌پذیری به هزینه تأمین مالی خارجی، نرخ مالیات شرکت، هزینه فرصت نگهداری وجه نقد، فرصت‌های رشد بالقوه شرکت و برگشت‌پذیری سرمایه بستگی دارد. آن‌ها نشان دادند که شرکت‌هایی که با مشکلات مالی درگیر هستند، باید به‌طور هم‌زمان هم استقراض کرده و هم قرض دهند. همچنین، نتایج این پژوهش عدم همسویی با نصیرزاده و مستقیمان (۱۳۹۰) را نشان می‌دهد. نتایج به‌دست‌آمده توسط آن‌ها به شرح مقابل بود: "بین ساختار دارایی‌ها و فرصت‌های رشد شرکت با ساختار سرمایه رابطه معنی‌داری وجود ندارد، اما بین مؤلفه‌های سودآوری، نقدینگی و رشد شرکت با ساختار سرمایه رابطه معکوس معنی‌داری وجود دارد". به‌هر حال، نتایج به‌دست‌آمده از آزمون فرضیه‌های پژوهش اگرچه قطعی نیست اما، بیشتر مؤید تئوری سلسله مراتبی است.

همچنین، با توجه به نتایج مشخص شد بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با ارزش ذاتی سهام شرکت ارتباط معنی‌داری وجود دارد. نتایج این پژوهش همسویی با امیاجر (۲۰۱۶) را نشان می‌دهد. او تاثیر انعطاف‌پذیری ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر عملکرد شرکت‌های خریدار (جذب و تحصیل)، سایر شرکت‌ها شامل تفاوت‌های میان شرکت‌های درون‌گروهی و شرکت‌های مشابه خارج از گروه و همچنین، تأثیر بحران مالی ۲۰۰۸ را مورد ارزیابی قرار داد. اطلاعات پژوهش حداقل سال‌های (۲۰۱۲-۲۰۰۵) که دربرگیرنده ۳۸۸۲ مورد جذب تحصیل سایر شرکت‌ها توسط شرکت‌های خریدار (منجر به توسعه شرکت‌های اروپایی و آمریکایی گردید) بود و تاثیر انعطاف‌پذیری ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر بازده غیرعادی انباشته شرکت‌های خریدار (تلفیقی) مورد انتظار بود، اما شواهد اساسی نشان از تاثیر انعطاف‌پذیری مثبت ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر شرکت‌های تلفیقی و شرکت‌های مشابه خارج از گروه را داشت.

در نهایت، با توجه به نتایج پژوهش مشخص شد بین انعطاف‌پذیری ساختار مالی با نسبت بدهی ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. نتایج این پژوهش عدم همسویی را با پژوهش خالقی مقدم و همکاران (۱۳۹۸) نشان می‌دهد. مطابق اجماع نظر خبرگان، مدل آن‌ها دارای دو بعد انعطاف‌پذیری مالی درونی و

انعطاف‌پذیری مالی بیرونی و سه مؤلفه اساسی ظرفیت بدهی، نگهداشت وجه نقد و اندازه بازار سرمایه است. هریک از مؤلفه‌ها نیز از طریق شاخص‌ها و عوامل تعیین‌کننده متعددی قابل‌محاسبه و اندازه‌گیری هستند. همچنین، نتایج این پژوهش با عدم همسویی را نشان می‌دهد. آن‌ها نشان دادند رابطه معنی‌داری بین نسبت بدهی شرکت و ساختار دارایی، سودآوری، ارزش بازار به ارزش دفتری، نسبت آبی و بازده دارایی‌ها وجود دارد. همچنین، رابطه مثبت و معنی‌داری بین ساختار سرمایه شرکت با اندازه شرکت با اندازه شرکت و نسبت پوشش هزینه بهره وجود دارد.

پیشنهاد‌های کاربردی

با توجه با نتایج به‌دست‌آمده به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه توصیه می‌شود اطلاعات مربوط به انعطاف‌پذیری مالی را مدنظر قرارداد و در تصمیم‌گیری‌های خود لحاظ کنند. به سازمان بورس و اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود به‌صورت ادواری شرکت‌ها را از نظر معیارهای انعطاف‌پذیری مالی رتبه‌بندی نماید، تا هم بر شفافیت بازار افزوده شود و هم سرمایه‌گذاران بازار سرمایه بتوانند با اتکا بر آن‌ها تصمیمات بهتری اتخاذ نمایند. با توجه به اینکه در اقتصاد امروز شرکت‌ها بایستی از هر فرصتی سرمایه‌گذاری و کسب سود استفاده نمایند، لذا شرکت‌هایی که دارای انعطاف‌پذیری بیشتری باشند قادر خواهند بود سودآوری خود را در آینده افزایش دهند لذا، به مؤسسات تحلیل‌گری توصیه می‌شود، شرکت‌ها را از نظر انعطاف‌پذیری رتبه‌بندی نمایند تا هم بر شفافیت بازار افزوده شود و هم سرمایه‌گذاران بازار سرمایه بتوانند با اتکا بر آن‌ها تصمیمات بهتری اتخاذ نمایند.

به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که با اتکا بر نتایج پژوهش ارزش‌نهایی وجه نقد را برای شرکت‌های خود محاسبه نمایند و آن را در تصمیمات اخذ بدهی و تسهیلات مالی مور نظر قرار دهند. با توجه به اهمیت انعطاف‌پذیری در شرکت و توان بالقوه شرکت‌های با انعطاف‌پذیری مالی بیشتر در مقابله با بحران‌های مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری، پیشنهاد می‌شود، مدیران شرکت‌ها تصمیمات ساختار سرمایه خود را با توجه به حفظ انعطاف‌پذیری مالی شرکت و یا افزایش انعطاف‌پذیری شرکت اتخاذ نمایند. ارائه آموزش‌های لازم از طرق سازمان بورس اوراق بهادار به سهامداران، سرمایه‌گذاران و همچنین، کارشناسان بورس و سایر علاقه‌مندان در جهت افزایش آمادگی عمومی و آشنایی با معیارهای انعطاف‌پذیری مالی نیز پیشنهاد می‌گردد.

ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده‌است.



References

- Booth L, V. Aivazian, A. K, Demircuc & V. Maksimovic (2001). Capital Structure in developing Countries. *The Journal of Finance*, Vol. LVI, No .App: 87-130.
- youn, S. (2008), How and when do firms adjust their capital structures toward targets? *The Journal of Finance*, 63(6), 3069-3096
- Clark, B. J., (2010). The Impact of Financial Flexibility on Capital Structure Decisions: Some Empirical Evidence. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1499497> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1499497>
- DeAngelo, H. & DeAngelo, L. (2007). Capital structure, payout policy, and financial flexibility. Marshall School of Business, *California. SSRN Electronic Journal*, 1-25.
- DeAngelo, H. DeAngelo, L. & Whited, T. M. (2010) Capital structure dynamics and transitory debt, *Journal of Financial Economics* 99(2), 235-261.
- Dastgir, M. (2014). The Basics of Financial Management, Volume II, *Nofardazan Publishing House*, Tehran.
- Donaldson G. (1969), *Strategy for Financial Mobility*, Harvard Business School, Boston, Massachusetts.
- Donaldson G. (1969), *Strategy for Financial Mobility*, Harvard Business School, Boston, Massachusetts.
- Fama. E.F, & French. K.R, (1992), The cross-section of expected stock returns, *Journal of finance*, 47, 427-465
- Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67 (2), 217-248.
- Hong, Z & Jason, Z. X. (2006). The Financing Behavior of Listed Chinese Firms. *The British Accounting Review*, 38, 239-258.
- Haqit, H. & Bashiri, W. (2019), Investigating the relationship between financial flexibility and capital structure, *Journal of Accounting Knowledge*, 3 (8), 49- 71. (In Persian).
- Khodaei, M. & Zareteymori, M. (2010). Effect of Financial Flexibility on Investment Decisions, *Financial Engineering and Portfolio Management*, 4(3), pp.155-173. (In Persian)
- Marchica, M. & Mura R., (2007). Financial Flexibility and Investment Decisions: Evidence from Low-Leverage Firms, *SSRN Electronic Journal*. DOI:10.2139/ssrn.1108544
- Meier, I., Bozec, Y., & Laurin, C. (2013). Financial Flexibility and the Performance During the Recent Financial Crisis. *International Journal of Commerce and Management*, 23(2): 74- 46.
- Pourzmani, Z. & Maleki, M. (2019), Investigation of the relationship between financial flexibility and capital expenditures, Master's thesis of Azad University, Tehran Branch (In Persian).

Rahmani, A. & Gholami, F. (2019). The effect of financial flexibility on the amount of investment and value creation of companies, Master's thesis, *Faculty of Economics and Finance* (In Persian).

Rapp, S.M., Schmid, T., & Urban, D. (2014). The Value of Financial Flexibility and Corporate Financial Policy. *Journal of Corporate Finance*, 24: 211-312.

Sajjadi, S. H., Mohammadi, K. & Abbasi S. (2019), Investigating the effect of capital structure selection on financial flexibility, *Journal of Accounting and Auditing*, 12(42), 95. (In Persian)

Smith, G. (2014). After a Market Panic: Cash is King. *Managerial Finance*, 41(5), 516-534.

Sheri Anaghiz, S. Ghorbauni, N. (2015). The Relation between Financial Flexibility and Performance of Iranian Investment Firms from the Market Point of View. *Empirical Research in Accounting*, 4(3), 165-180. (in persian)

Shyam Sunder, L. & Myers, S.C. (1999). Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219- 244.

Takami, Shigoo. (2016). Preserving and Exercising Financial Flexibility in the Global Financial Crisis Period: The Japanese Example. *Corporate Accounting & Finance*, 27(4), 13- 25.

Yan, B. (2013). An Analysis of the Factors Affecting Debt Financing Structure, *International Conference on Advances in Social Science, Humanities and Management*, 931-937.

Yung, k., Diane Li, D., & Jian, Y. (2015). The Value of Corporate Financial Flexibility in Emerging Countries. *Journal of Multinational Financial Management*, 32, 25-41.

COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.