

مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز  
دوره‌ی چهارم، شماره‌ی دوم، پاییز و زمستان ۱۳۹۱، پیاپی ۶۳/۳، صفحه‌های ۵۳-۷۶  
(مجله‌ی علوم اجتماعی و انسانی پیشین)

## تاثیر انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری و ارزش‌آفرینی

دکتر علی رحمانی\*  
دانشگاه الزهرا

فردین غلامی‌گاکیه\*\*  
دانشگاه علوم اقتصادی، تهران

دکتر کامران پاکیزه\*\*\*

### چکیده

تحقیق‌ها نشان می‌دهد که مهم‌ترین عامل تاثیرگذار بر مسائل تامین مالی (به عنوان چالش پیش روی شرکت‌ها)، حفظ انعطاف‌پذیری مالی است. در این تحقیق، تاثیر انعطاف‌پذیری مالی، بر میزان سرمایه‌گذاری و ارزش‌آفرینی بررسی شده است. برای شناسایی انعطاف‌پذیری مالی، از ظرفیت مازاد بدهی استفاده شده و سرمایه‌گذاری و ارزش‌آفرینی با استفاده از مخارج سرمایه‌ای و بازده سهام، تعریف عملیاتی شده‌اند. نمونه‌ی تحقیق شامل ۷۷ شرکت و دوره‌ی تحقیق سال‌های ۱۳۷۸-۱۳۸۸ است. نتایج تحقیق نشان داد، انعطاف-پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری، تاثیر منفی و بر ارزش‌آفرینی تاثیر مثبت با اهمیتی داشته و شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی، از دید بازار حائز ارزش بوده‌اند.

واژه‌های کلیدی: انعطاف‌پذیری مالی، ظرفیت مازاد بدهی، سرمایه‌گذاری، ارزش‌آفرینی، بازده سهام

\* استادیار (نویسنده مسئول) rahmani.ali@alzahra.ac.ir

\*\* کارشناسی‌ارشد حسابداری

\*\*\* استادیار

تاریخ دریافت ۱۳۹۰/۱۰/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۴/۲۰

## ۱. مقدمه

نظریه‌های مربوط به ساختار سرمایه و تامین مالی شرکت‌ها، همانند نظریه‌ی مودیلیانی و میلر<sup>۱</sup> (۱۹۵۸) که طبق آن ارزش شرکت تحت تاثیر ساختار سرمایه‌ی آن قرار ندارد، فصلی جدید در ادبیات تامین مالی شرکت‌ها ایجاد کرد.

تئوری‌های تعمیم یافته و اصلاح شده‌ی مودیلیانی و میلر، با در نظر گرفتن مالیات بر بی‌تاثیر بودن ساختار سرمایه و تامین مالی بر ارزش شرکت‌ها تاکید نمودند. تئوری‌های دیگری همانند تئوری توازن و سلسله مراتب تامین مالی، به نوعی راهکار و الگویی را برای تامین مالی شرکت‌ها پیش‌بینی و تبیین نمودند.

تئوری توازن، بیان می‌کند که وجود ساختار سرمایه‌ی بهینه، بیانگر وجود نوعی توازن میان مزایای مالیاتی حاصل از بدهی‌ها و هزینه‌های ورشکستگی است و نظریه‌ی سلسله مراتب تامین مالی عنوان می‌کند که در تامین مالی شرکت‌ها یک سلسله مراتب رعایت می‌گردد و شرکت‌ها ابتدا از محل منابع داخلی و سپس از محل بدهی و سرمایه، تامین مالی خود را انجام می‌دهند؛ اما تحقیق‌های متعددی که در زمینه‌ی ساختار سرمایه و تامین مالی انجام شده، نشان می‌دهد که بسیاری از شرکت‌ها کم‌تر از آنچه که تئوری‌های ساختار سرمایه پیش‌بینی می‌کنند، اقدام به استقراض می‌نمایند. به بیان دیگر با وجود این که شرایط مالی شرکت نشان می‌دهد که افزایش بدهی در ساختار سرمایه‌ی شرکت بسیار مناسب است، مدیران این شرکت‌ها از حداکثر توان خود برای این امر استفاده نمی‌نمایند و مازاد توان خود را برای واکنش مناسب در برابر فرصت‌های احتمالی پیش رو و خطرات احتمالی که واحد تجاری در آینده با آن‌ها رو به رو است، نگه می‌دارند.

گراهام (۲۰۰۰)، میتونوراک (۲۰۰۱) و استریبولوفویانگ (۲۰۰۸) طی تحقیق‌های خود، شواهدی را یافتند که نشان می‌داد شرکت‌های بزرگ که دارای نقدینگی بالا و سودآوری مناسب بودند، از بدهی به شکل محافظه‌کارانه‌تری استفاده نموده‌اند.

شواهد این تحقیق‌ها نشان می‌دهد که از مهم‌ترین مسائلی که تصمیم‌های مدیران را برای استقراض و افزایش بدهی در ساختار سرمایه تحت تاثیر قرار می‌دهد، انعطاف‌پذیری

مالی شرکت است. استدلال آن‌ها برای عدم استفاده از ظرفیت کامل بدهی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی و نیاز غیرمترقبه به وجه نقد است.

انعطاف‌پذیری مالی، عبارت است از توان شرکت‌ها برای تامین منابع مالی جهت عکس‌العمل مناسب در برابر رویدادها و موارد پیش‌بینی نشده، برای حداکثر کردن ارزش شرکت (بیون، ۲۰۰۸).

شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری مالی دارند، می‌توانند در برابر فشارهای مالی مقاومت نمایند و زمانی که فرصت‌های سودآور به وجود آید، وجوه لازم را جهت سرمایه‌گذاری با حداقل هزینه فراهم نمایند (گامبا و تریستان، ۲۰۰۸).

با وجود اهمیت و نقش این عامل مهم و تاثیرگذار در تامین مالی، پژوهش‌های گذشته‌ی داخلی، تاکنون نتوانسته‌اند انعطاف‌پذیری مالی را به شکل مناسب تعریف عملیاتی نمایند و در بیش‌تر موارد، تنها از آن تعریفی ذهنی همانند توانایی شرکت برای پاسخگویی در برابر رویدادهای غیرمنتظره‌ی آتی ارائه داده‌اند. در نتیجه، نبود مطالعه‌ی سیستماتیک در مورد انعطاف‌پذیری مالی در تحقیق‌های پیشین عجیب به نظر نمی‌رسد.

بنابراین، با توجه به ادبیات و پیشینه‌ی تحقیق که بیانگر استفاده‌ی فراوان از سیاست انعطاف‌پذیری مالی توسط شرکت‌ها است، سوال‌های تحقیق این است که این خط‌مشی بر میزان سرمایه‌گذاری، که به طور عمده تحت تاثیر میزان و نحوه‌ی تامین مالی است، چه تاثیری دارد؟ این الگوی مالی چه تاثیری بر ارزش آفرینی شرکت‌ها دارد که یکی از مهم‌ترین عوامل مدنظر سرمایه‌گذاران است؟

در ادامه، ابتدا مروری بر مهم‌ترین تحقیق‌های انجام شده در خصوص انعطاف‌پذیری مالی می‌شود و سپس فرضیه‌های تحقیق و روش تحقیق، ارائه و در نهایت نتایج تحقیق بیان می‌شود.

## ۲. مروری بر پیشینه‌ی تحقیق

با توجه به نوظهور بودن الگوی انعطاف‌پذیری مالی در ادبیات مالی، در این بخش به

مهم‌ترین تحقیق‌های انجام شده در این زمینه در ایران و خارج از کشور اشاره می‌شود. ارسال و فلوراکیس<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) در تحقیق خود نشان دادند که شرکت‌ها جهت حفظ انعطاف‌پذیری مالی در درجه‌ی اول، سیاست‌های محافظه‌کارانه‌ی بدهی را در پیش می‌گیرند و به ندرت با نگره‌داری و جوه نقد زیاد، به داشتن انعطاف‌پذیری مالی مبادرت می‌ورزند (مطابق یافته‌های آن‌ها، بدهی مهم‌ترین جزء انعطاف‌پذیری مالی است).

نتایج تحقیق هم‌چنین نشان می‌دهد شرکت‌هایی که در طول دوره‌ی بحران مالی انعطاف‌پذیری مالی داشته‌اند، توانایی بیش‌تری در جذب فرصت‌های سرمایه‌گذاری و وابستگی اندکی به در دسترس بودن منابع داخلی جهت سرمایه‌گذاری داشته‌اند. هم‌چنین شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی، نسبت به شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری کم‌تری دارند، عملکرد بهتری داشته‌اند.

نتایج تحقیق سوکوبیون<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) بیانگر این بود که شرکت‌های کوچک به دلیل تأمین مالی از طریق انتشار سهام و نه به دلیل تولید و جوه نقد داخلی، نسبت بدهی پایین‌تری دارند. هر چند که این یافته‌ی تحقیق، با تئوری سلسله مراتب تأمین مالی، سازگار نیست؛ اما آن‌ها توجیه این یافته را خط‌مشی شرکت‌های کوچک مبنی بر داشتن انعطاف‌پذیری مالی از طریق نسبت بدهی پایین معرفی می‌کنند و عنوان می‌دارند که این شرکت‌ها وجوه نقد خود را از طریق سرمایه و صدور سهام جدید تأمین می‌نمایند.

در تحقیق دیگری، دنیس<sup>۴</sup> (۲۰۱۱) نشان داد شرکت‌هایی که از طریق بدهی تأمین مالی نموده‌اند، در سال‌های بعدی با محدود کردن تقسیم سود سعی می‌نمایند تا به وضعیت قبلی خود برگردند.

این نتایج تحقیق، با نظریه‌ی سلسله مراتب تأمین مالی و انعطاف‌پذیری مالی مبنی بر داشتن ظرفیت مازاد بدهی و برتری تأمین مالی از طریق بدهی بر تأمین مالی به‌وسیله‌ی سرمایه مطابقت دارد. هم‌چنین، نتایج تحقیق بیانگر قدرت و اهمیت انعطاف‌پذیری مالی از طریق بدهی بر انعطاف‌پذیری مالی از طریق نگره‌داری و جوه نقد است.

کلارک<sup>۵</sup> (۲۰۱۰) در تحقیق خود نشان داد که انعطاف‌پذیری مالی، مهم‌ترین نکته‌ای

است که در تصمیم‌های مرتبط با ساختار سرمایه و ساختار مالی شرکت‌ها مد نظر قرار می‌گیرد.

هم‌چنین نتایج تحقیق نشان داد که شرکت‌های با انعطاف‌پذیری مالی بالاتر، تمایل دارند تا بخشی از ظرفیت بدهی خود را برای آینده حفظ کنند. هم‌چنین در خصوص شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری مالی بالایی داشتند و در دوره‌ی جاری، تامین مالی زیادی از طریق بدهی انجام داده‌اند، در سال‌های آینده برای حفظ ظرفیت مازاد بدهی خود، تامین مالی خارجی خود را بیش‌تر از طریق سرمایه انجام می‌دهند.

این یافته‌ی تحقیق نشان داد که شرکت‌ها، همواره سعی دارند تا نسبت بدهی خود را در سطح پایینی نگه دارند تا در آینده و در صورت نیاز از این ظرفیت مازاد در جهت رشد شرکت استفاده نمایند.

تحقیق دیگری در خصوص تأثیر انعطاف‌پذیری مالی و ساختار سرمایه توسط بیون<sup>۶</sup> (۲۰۰۸) انجام گرفت. نتایج به‌دست آمده از تحقیق، بیانگر این امر است؛ شرکت‌هایی که در مرحله‌ی تولد هستند به واسطه‌ی تامین مالی از طریق سرمایه و انگیزه‌ی حفظ انعطاف‌پذیری مالی، نسبت بدهی پایینی دارند و تامین مالی از طریق بدهی را در اولویت آخر خود قرار می‌دهند. در شرکت‌هایی که در مرحله‌ی رشد قرار دارند، تامین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری که انتظار می‌رود با جریان‌های نقدی آتی حاصل از محل سرمایه‌گذاری پرداخت گردد، از طریق بدهی انجام می‌گیرد و سرانجام شرکت‌هایی که در مرحله‌ی بلوغ هستند، از بدهی به نحو متعادلی استفاده می‌نمایند و به‌طور معمول، وابستگی بیش‌تری به منابع داخلی و وجوه عملیاتی دارند. نتیجه‌ی کلی این تحقیق، وجود رابطه‌ای محدب‌ی شکل، بین چرخه‌ی عمر شرکت‌ها و نسبت بدهی است.

نتایج تحقیق مارچیکا و مورا<sup>۷</sup> (۲۰۱۰) بیانگر این بود که تحت یک سیاست محافظه‌کارانه‌ی بدهی، شرکت‌ها این قابلیت را خواهند داشت تا یک ساختار مالی انعطاف‌پذیر داشته باشند. دارا بودن انعطاف‌پذیری مالی، شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا در زمان شوک‌های مثبت بازار برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری، دسترسی بهتری به منابع مالی داشته باشند و

وجوه مورد نیاز خود را برای تامین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری فراهم نمایند. بعد از دوره‌ی محافظه‌کارانه‌ی بدهی، شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی به شکل عمده‌ای مخارج سرمایه‌ای خود را نسبت به سال قبل افزایش داده‌اند و از طرف دیگر، افزایش زیادی در سرمایه‌گذاری آن‌ها مشاهده گردیده است. هم‌چنین دیگر نتایج تحقیق، نشان دهنده‌ی این امر است که شرکت‌هایی که در این تحقیق، به عنوان شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی طبقه‌بندی گردیده‌اند، وضعیت بهتری را در بازار داشته‌اند.

حقیقت و بشیری (۱۳۸۸) در تحقیق به این نتیجه رسیدند که هر چه شرکت‌ها از مرحله‌ی تولد به مرحله‌ی بلوغ نزدیک می‌شوند، از نسبت بدهی آن‌ها کاسته و بر درجه‌ی انعطاف‌پذیری آن‌ها افزوده می‌گردد. نتایج این تحقیق، به صورت ضمنی نشان دهنده‌ی تلاش شرکت‌ها در جهت حفظ ظرفیت خالی بدهی خود و استفاده‌ی محتاطانه از بدهی در فرآیند تامین مالی است.

نتایج تحقیق خدائی و زارع (۱۳۸۹) نشان دهنده‌ی عدم وجود تاثیر انعطاف‌پذیری مالی بر هزینه‌های سرمایه‌گذاری و هم‌چنین عدم رابطه‌ی بین گردش وجوه نقد و هزینه‌های سرمایه‌ای در شرکت‌های مورد بررسی است.

### ۳. روش‌شناسی تحقیق

#### ۳-۱. فرضیه‌های تحقیق

با توجه به مبانی نظری تحقیق و تحقیق‌های انجام شده در زمینه‌ی انعطاف‌پذیری مالی، فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر است.

(۱) بین انعطاف‌پذیری مالی و میزان سرمایه‌گذاری، رابطه‌ی مثبت و معناداری وجود

دارد.

(۲) انعطاف‌پذیری مالی بر ارزش‌آفرینی شرکت‌ها تاثیرگذار است.

## ۳-۲. جامعه‌ی آماری و نمونه‌ی تحقیق

قلمرو مکانی تحقیق را شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهد و قلمرو زمانی تحقیق، شامل یک دوره‌ی زمانی ۱۱ ساله، بین سال‌های ۱۳۷۸-۱۳۸۸ است.

جامعه‌ی آماری این تحقیق، شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که با تعدیل جامعه با قید شرایط زیر، نمونه‌ی آماری مشخص گردید.

(۱) عدم شمول موسسه‌های مالی و سرمایه‌گذاری.

(۲) داده‌های مورد نظر آن‌ها در دسترس باشد.

(۳) داده‌های حداقل ۵ شرکت در آن صنعت وجود داشته باشد.

(۴) پایان سال مالی شرکت‌های نمونه، اسفند ماه هر سال باشد.

با توجه به موارد و قیده‌های فوق، نمونه‌ی تحقیق مشتمل بر ۷۷ شرکت از ۹ صنعت بورس تهران، انتخاب گردید.

## ۳-۳. اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق

## ۳-۳-۱. انعطاف‌پذیری مالی

انعطاف‌پذیری مالی، عبارت است از توانایی واحد تجاری مبنی بر اقدام مؤثر جهت تغییر میزان و زمان جریان‌های نقدی، به گونه‌ای که واحد تجاری بتواند در قبال رویدادها و فرصت‌های غیرمنتظره واکنش مناسب نشان دهد (سازمان حسابرسی، ۱۳۸۶).

با توجه به مبانی نظری و پیشینه‌ی تحقیق، انعطاف‌پذیری مالی به دو صورت کلی مطرح می‌شود؛ برخی شرکت‌ها سعی می‌کنند تا با سیاست‌های مربوط به نگهداری وجه نقد<sup>۸</sup>، انعطاف‌پذیری مالی خود را حفظ کنند و برخی دیگر با یک خط‌مشی محافظه‌کارانه‌ی بدهی مبتنی بر داشتن ظرفیت مازاد بدهی<sup>۹</sup>، این سیاست را در پیش می‌گیرند.

با توجه به پیشینه‌ی تحقیق که بیان می‌دارد انعطاف‌پذیری مالی از طریق حفظ ظرفیت مازاد بدهی‌ها به دست می‌آید (اسکوین و ون‌هال، ۲۰۱۱؛ مارچیکا و مورا، ۲۰۱۰ و ارسلان و فلوراکیس، ۲۰۰۹)، در این تحقیق، برای اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی، از ظرفیت مازاد

بدهی شرکت و به شکل زیر استفاده می‌شود:

در نخستین گام در تحلیل‌های خود، از مدل فرانک و گویال (۲۰۰۹) و مارچیکا و مورا (۲۰۱۰) جهت شناسایی ظرفیت مازاد بدهی شرکت‌ها و به شرح زیر استفاده می‌شود.

$$LEV_{it} = \alpha_1 LEV_{it-1} + \beta_1 Ind_{it} + \beta_2 M/B_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Tan_{it} + \beta_5 Profitability_{it} + \beta_6 Inflation_t + \varepsilon_{it}$$

که در آن

**Lev**: نشان‌دهنده‌ی نسبت بدهی به جمع دارایی‌های شرکت

**Ind**: میانه‌ی بدهی شرکت‌های حاضر در صنعت

**M/B**: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (نشان‌دهنده‌ی فرصت‌های رشد شرکت) که

از طریق مجموع بدهی و ارزش بازار سهام به جمع دارایی‌ها مورد سنجش قرار می‌گیرد.

**Size**: لگاریتم دارایی‌های شرکت (در نظر گرفتن تاثیر اندازه‌ی شرکت بر فرآیند تامین

مالی)

**Tan**: نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها (قابلیت وثیقه‌گذاری دارایی‌ها)

**Profit**: سود قبل از بهره و مالیات به جمع دارایی‌ها

**Infla**: نرخ تورم سال، بر اساس رشد شاخص مصرف‌کننده مطابق اعلام بانک مرکزی

**E**: سایر عوامل (باقیمانده‌ی مدل)

در این مدل، شرکت‌هایی دارای ظرفیت مازاد بدهی در نظر گرفته می‌شود که یک

انحراف منفی<sup>۱۰</sup> بین مقادیر واقعی و مقادیر برآوردی (مقادیر واقعی کم‌تر از مقادیر مورد

انتظار باشد) داشته باشند.

برای حداقل کردن تاثیر اختلال<sup>۱۱</sup> احتمالی مدل و با توجه به تحقیق‌های گذشته، در

این تحقیق، برای نشان دادن ظرفیت مازاد بدهی از دو معیار استفاده می‌گردد. مطابق معیار

اول، زمانی که تفاوت مقادیر برآوردی (هدف) و مقادیر واقعی بدهی، نشان‌دهنده‌ی مقادیر

منفی باشد و این مقدار انحراف بزرگ‌تر از ۱۰٪ متغیر وابسته (نسبت بدهی) باشد، آن



شرکت دارای ظرفیت مازاد بدهی است (مارچیکا و مورا-۲۰۱۰) و مطابق معیار دوم، این مقدار منفی باید بزرگ‌تر از ۱,۵ برابر انحراف معیار نسبت بدهی باشد (هافورد-۱۹۹۹). با توجه به شرایط و تفاوت‌های محیطی و اقتصادی کشور با سایر کشورهایی که تحقیق‌های مشابه در آن انجام شده است، هر دو معیار مذکور استفاده می‌شود. سپس چنانچه شرکتی برای حداقل دو سال متوالی، دارای ظرفیت مازاد بدهی باشد، آن شرکت را دارای انعطاف‌پذیری مالی در نظر گرفته می‌شود. در نظر گرفتن معیار مذکور، به ما این اطمینان را می‌دهد که آنچه مشاهده می‌شود، یک اتفاق نبوده بلکه یک سیاست از پیش تعیین شده است و شرکت‌ها آگاهانه و با برنامه‌ریزی قبلی، بخشی از توان جذب بدهی را برای موارد پیش‌بینی نشده آتی حفظ نموده‌اند.

لازم به ذکر است که مدل مذکور در سطح هر شرکت اجرا می‌شود.

### ۲-۳-۳. سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری عبارت است از به‌کارگیری منابع جهت ایجاد و خلق ارزش. در این تحقیق، مقصود از سرمایه‌گذاری، مخارج سرمایه‌ای انجام شده در دارایی‌های ثابت است که اساس رشد و شکوفایی شرکت‌ها را تشکیل می‌دهد.

برای سنجش متغیر مذکور از مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها (وجوه پرداختی بابت خرید و تحصیل دارایی ثابت در صورت جریان وجوه نقد) استفاده می‌گردد (مارچیکا و مورا، ۲۰۱۰).

یکی از موارد مهم در دارایی‌های ثابت شرکت‌ها مبادله‌های غیر نقدی است. با بررسی‌های انجام شده، مشخص شد که تعداد این مبادله‌ها غیر نقدی، محدود بوده است. بنابراین، از مبادله‌های غیر نقدی شرکت‌ها، جهت اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری چشم پوشی می‌شود.

### ۳-۳-۳. ارزش آفرینی

ارزش آفرینی شرکت، فرایند استفاده از منابع داخلی و خارجی در جهت افزایش ارزش شرکت و ثروت سرمایه‌گذاران است. ارزش شرکت‌ها، تحت تاثیر اندازه‌ی آن‌ها قرار

دارد، بدین معنی که شرکت‌های بزرگ‌تر به واسطه‌ی داشتن سرمایه و منابع بیش‌تر، دارای ارزش بازار بیش‌تری هستند. بنابراین، برای اندازه‌گیری ارزش‌آفرینی شرکت‌ها (که دارای ارزش‌های بازار متفاوتی نسبت به یک‌دیگر هستند) باید از عاملی (روشی) استفاده کرد که تحت تاثیر اندازه‌ی شرکت قرار نگیرد.

در این تحقیق، برای اندازه‌گیری ارزش‌آفرینی شرکت‌ها، از بازده سهام استفاده می‌شود. با توجه به نحوه‌ی محاسبه‌ی بازده سهام، در عمل، اقدام به هم‌مقیاس کردن می‌شود و می‌توان بازده سهام دو شرکت را که دارای ارزش‌های بازار بسیار متفاوت هستند، با یکدیگر مقایسه کرد و در خصوص عملکرد و ارزش‌آفرینی آن‌ها برای سهام‌دارانشان، اظهارنظر کرد. بنابراین، در این تحقیق برای اندازه‌گیری ارزش‌آفرینی از بازده سهام استفاده می‌شود.

منظور از بازده، مجموعه مزایایی است که در طول سال به سهام‌تعلق می‌گیرد و نسبت به قیمت ابتدای سال، محاسبه می‌گردد. بازده سرمایه‌گذاری در سهام عادی در این تحقیق و در یک دوره‌ی معین با توجه به قیمت‌های اول و آخر دوره و منافع حاصل از مالکیت و افزایش سرمایه‌ی شرکت و از رابطه‌ی زیر محاسبه گردیده است (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳).

$$R_{it} = \frac{(1 + \alpha_{it}) \times P_{it} - P_{i(t-1)} + D_{it} - M}{P_{i(t-1)}}$$

که در آن :

$R_{it}$ : نشان دهنده‌ی بازده سهام  $i$  در دوره‌ی  $t$ ،  $P_{it}$ : قیمت سهام  $i$  در دوره‌ی  $t$ ،

$D_{it}$ : سود تقسیمی سهام  $i$  در دوره‌ی  $t$ ،  $M$ : آورده‌ی نقدی صاحبان سهام و

$\alpha_{it}$ : نسبت افزایش سرمایه شرکت  $i$  در دوره‌ی  $t$  است.

در این تحقیق، بازده شرکت‌های نمونه از نرم افزار ره آورد نوین، استخراج گردیده

است.

۳-۴. نحوه‌ی آزمون فرضیه‌های تحقیق

#### ۳-۴-۱. آزمون فرضیه‌ی تاثیرگذاری انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری

در تئوری تغییر یافته‌ی سلسله مراتب تامین مالی (میرز، ۱۹۸۴) عنوان می‌شود که شرکت‌ها ممکن است به دو دلیل از تامین مالی به وسیله‌ی بدهی خودداری کنند، این دلایل عبارتند از؛ فرار از هزینه‌های درماندگی مالی<sup>۱۲</sup> و حفظ پویایی ساختار (انعطاف‌پذیری مالی)<sup>۱۳</sup>.

با توجه به این مطلب، در این تحقیق در پی پاسخ‌گویی به این سوال هستیم که آیا شرکت‌هایی که از بدهی به شکل محافظه‌کارانه‌ای استفاده می‌نمایند، در مخارج سرمایه‌ای خود، تغییراتی می‌دهند و یا خیر؟

به عبارت دیگر، داشتن ظرفیت استفاده نشده بدهی، شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی را قادر خواهد ساخت تا جهت انجام سرمایه‌گذاری در سال‌های آتی، تامین مالی منابع مورد نیاز خود را به وسیله‌ی منابع خارج از شرکت، افزایش دهند و آیا انعطاف‌پذیری مالی بر مخارج سرمایه‌ای آن‌ها تاثیرگذار است. برای آزمون فرضیه‌ی تاثیرگذاری انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، از مدل زیر استفاده می‌شود (مارچیکا و مورا، ۲۰۱۰).

$$Investment_{it} = \alpha Investment_{it-1} + \beta_1 Cash Flow_{it-1} + \beta_2 Tobin Q_{it} + \beta_3 FF_{it} + \beta_4 (Cash Flow_{it-1} \times FF_{it}) + \varepsilon_{it}$$

در این مدل یک متغیر مجازی است و چنانچه شرکت دارای انعطاف‌پذیری مالی باشد، مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر را می‌پذیرد. چنانچه فرضیه‌ی تحقیق درست باشد، متغیر مجازی باید تاثیر مثبت و معناداری بر مخارج سرمایه‌ای شرکت داشته باشد.

#### ۳-۴-۲. آزمون فرضیه‌ی تاثیرگذاری انعطاف‌پذیری مالی بر ارزش آفرینی شرکت

برای بررسی فرضیه‌ی تاثیرگذاری انعطاف‌پذیری مالی بر ارزش آفرینی<sup>۱۴</sup> (ارزش

افزایی) شرکت‌ها، تاثیر این سیاست را بر عملکرد بلندمدت شرکت و با به‌کارگیری تحلیل‌های سری زمانی<sup>۱۵</sup> و مقطعی آزمون خواهیم نمود. یکی از محدودیت‌های تحلیل عملکرد بلندمدت شرکت‌ها در همبستگی احتمالی رویدادها در رویکرد مقطعی قرار دارد، به همین دلیل از رویکرد مقطعی و سری‌زمانی به‌طور همزمان استفاده می‌شود. با توجه به این‌که ارزش شرکت‌ها تحت تاثیر اندازه‌ی آن‌ها است، برای سنجش و اندازه‌گیری ارزش آفرینی شرکت‌ها از بازده آن‌ها استفاده می‌شود. بدین منظور، بازده اضافی ماهیانه‌ی پرتفوی شرکت‌هایی که دارای وضعیت انعطاف‌پذیری مالی هستند، مورد تحلیل قرار می‌گیرد. بدین منظور، از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای<sup>۱۶</sup> (CAPM) جهت تحلیل بازده اضافی استفاده می‌شود (مارچیکا و مورا، ۲۰۱۰).

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha + \beta_i (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it}$$

که در این مدل  $R_{it}$  نشان‌دهنده‌ی بازده ماهیانه‌ی شرکت‌های حاضر در نمونه‌ی تحقیق،  $R_{ft}$  نرخ بازده بدون ریسک است که براساس نرخ سود، اوراق مشارکت بانک مرکزی تعیین می‌گردد،  $R_{mt}$  بازده ماهیانه بازار و  $\beta$  نشان‌دهنده‌ی ضریب بتا است که این ضریب نشان‌دهنده‌ی میزان تغییرات و واکنش بازده شرکت، نسبت به تغییرات بازده بازار است. چنان‌چه فرضیه‌ی تحقیق درست باشد و شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی از دیدگاه بازار دارای برتری باشند، باید ضریب  $a$  در این مدل بزرگ‌تر از صفر و مقدار آن از لحاظ آماری با اهمیت باشد. برای اطمینان از تاثیرگذار بودن این سیاست و تصادفی نبودن نتیجه‌ی به‌دست آمده در خصوص شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی، میانگین  $a$  گروه شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی را با سایر شرکت‌ها، مقایسه می‌شود. با انجام این تحلیل، می‌توان در خصوص تاثیرگذاری انعطاف‌پذیری مالی بر ارزش و ارزش‌آفرینی شرکت‌ها اظهار نظر نمود.

#### ۴. یافته‌های تحقیق

برای آزمون فرضیه‌های تحقیق، در وهله‌ی اول، شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی، شناسایی گردید. از دو معیار مذکور جهت شناسایی انعطاف‌پذیری مالی استفاده گردید، اما معیار ۱,۵ برابر انحراف معیار فاقد معنا بوده و هیچ یک از شرکت‌های نمونه، دارای انعطاف‌پذیری مالی شناسایی نشدند.

بنابراین، از معیار حداقل ۱۰٪ نسبت بدهی جهت شناسایی انعطاف‌پذیری مالی استفاده شد. در مجموع، تعداد ۴۳ شرکت-سال از مجموع ۷۷۰ شرکت-سال نمونه، دارای انعطاف‌پذیری مالی بوده‌اند که این تعداد، نشان دهنده‌ی حدود ۶٪ از تعداد شرکت-سالها (تعداد نمونه‌ها) است.

تعداد نمونه‌های تحقیق که دارای انعطاف‌پذیری مالی بوده‌اند، برخلاف آنچه تصور می‌شد، تعداد اندکی است که این واقعیت را از چند دیدگاه می‌توان بررسی و تحلیل کرد. شاید یکی از دلایل این امر را تامین مالی اکثر شرکت‌های نمونه از محل بدهی، به دلیل محدودیت‌ها و دشواری‌های تامین مالی، توسط سرمایه دانست که تامین مالی از طریق بدهی را به عنوان در دسترس‌ترین شیوه‌ی تامین مالی تبدیل می‌نماید (باقرزاده، ۸۲) و همین امر باعث عدم وجود ظرفیت مازاد بدهی در اکثر شرکت‌ها خواهد شد.

#### ۴-۱. نتایج آزمون فرضیه‌ی تأثیرگذاری انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری

برای آزمون فرضیه‌ی اول، ابتدا نرمال بودن اطلاعات آزمون شد و جهت از بین بردن پراکندگی، از روش تبدیل متغیر استفاده گردید. به این ترتیب که به جای استفاده از متغیر سرمایه‌گذاری در تحلیل‌های آماری، لگاریتم طبیعی آن وارد مدل شد. نتایج حاصل از تحلیل‌های آماری مدل مذکور به شرح زیر است:

نگاره ۱: نتایج آزمون فرضیه‌ی تاثیرگذاری انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری

متغیر	ضرایب	آماره-t	سطح معناداری	آزمون هم خطی
سرمایه‌گذاری	۰/۷۰۴	۹/۲۱۳	۰/۰۰۰	۱/۱۴۶
جریان‌های نقد عملیاتی	۰/۰۳۳	۰/۷۸۱	۰/۴۳۵	۱/۲۵۰
Q توبین	۰/۰۱۳	۴/۳۴۴	۰/۰۰۰	۱/۰۵۲
انعطاف‌پذیری مالی	-۰/۸۹۳	-۳/۲۰۳	۰/۰۰۱	۱/۷۴۴
انعطاف‌پذیری مالی* جریان‌های نقدی	۰/۳۶۴	۳/۰۸۰	۰/۰۰۲	۱/۱۵۷
مقدار				
R <sup>2</sup>		۰/۱۸۱		
آماره دوربین-واتسون		۱/۷۶۶		
آماره F		۳۲/۶۶۴		
سطح معناداری		۰/۰۰۰		

در این مدل، مقدار احتمال F برابر با ۰/۰۰۰ است و این بدان معناست که مدل معنی‌داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین یا R<sup>2</sup> برابر با ۰/۱۸ است و مقدار آماره‌ی دوربین واتسون برابر با ۱/۷۷ است که این مقدار عدم وجود خودهمبستگی را نشان می‌دهد.

در سطح اطمینان ۹۹ درصد تمام متغیرهای مدل به استثنای Cash Flow(t-1) (جریان‌های نقد عملیاتی) معنادار است. هم‌چنین آماره‌ی VIF که مربوط به هم خطی متغیرهای مستقل است، بررسی شد و نتایج آن نشان می‌دهد که بین متغیرهای مستقل، هم خطی وجود ندارد.

وجود رابطه‌ی منفی (ضریب -۰/۸۹۳ در نگاره فوق) بین متغیر مجازی FF و Investment و نتایج به دست آمده در آزمون فوق نشان می‌دهد که فرضیه‌ی نخست تحقیق (با استفاده از جریان‌های نقد عملیاتی مبتنی بر استانداردهای حسابداری ایران) در فاصله‌ی اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود. هر چند که متغیر مجازی FF از لحاظ آماری معنادار

است؛ اما برخلاف آنچه انتظار می‌رفت، ضریب این متغیر ( $\beta_3$ ) منفی است که این امر نشان می‌دهد انعطاف‌پذیری مالی تأثیر منفی و قابل ملاحظه‌ای بر میزان سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت (مخارج سرمایه‌ای) شرکت‌های نمونه، داشته است.

مدل مربوط به فرضیه‌ی نخست تحقیق با جریان‌های نقد عملیاتی مربوط به صورت جریان وجوه نقد ۵ طبقه‌ای، بررسی شد. برای حصول اطمینان از این‌که این نتیجه‌ی تحت تأثیر نحوه‌ی تهیه صورت جریان وجوه نقد (۳ یا ۵ طبقه‌ای بودن) قرار نگرفته است، از اطلاعات صورت جریان وجوه نقد ۳ طبقه‌ای در مدل مربوط به فرضیه‌ی نخست و به عنوان آزمون تکمیلی استفاده گردید که نتایج مشابهی حاصل شد. در هر دو مدل، فرضیه‌ی تحقیق در خصوص تأثیرگذاری (تأثیر مثبت) انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۹٪ رد شد.

بنابراین، می‌توان گفت که انعطاف‌پذیری مالی تأثیر مثبتی بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نداشته است.

## ۲-۴. نتایج آزمون فرضیه‌ی تأثیرگذاری انعطاف‌پذیری مالی بر ارزش آفرینی شرکت‌ها

برای آزمون فرضیه‌ی تأثیرگذاری انعطاف‌پذیری مالی بر ارزش آفرینی شرکت‌ها، بازده اضافی ماهیانه‌ی شرکت‌ها، با استفاده از مدل زیر و تقسیم بندی شرکت‌ها به دو دسته‌ی شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی و شرکت‌هایی که این ویژگی را ندارند، بررسی شد. مدل زیر برای هر یک از شرکت‌ها به صورت جداگانه برازش گردیده است و سپس میانگین  $\alpha$  شرکت‌های دو گروه، محاسبه گردیده است.

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون این فرضیه، از آزمون مقایسه‌ی میانگین دو گروه استفاده شده است؛ یعنی مقدار میانگین  $\alpha$  برای شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی (FF) و شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری مالی ندارند (NFF) به صورت کلی و گروه کنترل مشابه (از لحاظ اندازه و نوع صنعت)، مقایسه می‌شود.

قبل از آزمون مقایسه‌ی میانگین‌ها، ابتدا آزمون همسانی واریانس‌ها انجام گرفت. نگاره شماره‌ی ۲ آزمون همسانی واریانس و برابری میانگین برای دو گروه از شرکت‌ها را نشان می‌دهد.

### نگاره ۲: آزمون همسانی واریانس‌ها و مقایسه‌ی میانگین دو گروه

آزمون t-مقایسه میانگین‌ها			آزمون لون برای برابری واریانس‌ها		
تفاوت میانگین‌ها	سطح معناداری	آماره t	سطح معناداری	F	
-۱,۵۴۲	۰,۰۳۰	-۲,۱۷۷	۰,۶۲۲	۰,۲۴۳	فرض برابری واریانس‌ها
-۱,۵۴۲	۰,۰۲۵	-۲,۲۹۶			عدم فرض برابری واریانس‌ها

با توجه به نگاره فوق، سطح معناداری آزمون لون، برابر با  $۰/۶۲$  است؛ یعنی واریانس این متغیر در دو گروه با هم برابر است. بنابراین، تحت فرض همسانی واریانس، سطح معناداری آزمون t برابر با  $۰/۳$  است و این بدان معناست که فرض صفر (برابری میانگین آلفا برای دو گروه از شرکت‌ها) رد می‌شود. این نتیجه نشان می‌دهد که مقدار میانگین  $\alpha$  برای شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی (FF) به صورت معناداری بزرگ‌تر از مقدار میانگین برای شرکت‌هایی است که در وضعیت داشتن انعطاف‌پذیری مالی قرار ندارند (NFF).

### نگاره ۳: مقادیر میانگین و انحراف معیار A در دو گروه

انحراف معیار	میانگین $\alpha$	وضعیت انعطاف‌پذیری مالی
۴,۸۲۳	۱,۳۴۶	دارای انعطاف‌پذیری مالی
۵,۱۴۳	-۰,۱۹۶	فاقد انعطاف‌پذیری مالی



نتایج حاصل از آزمون همسانی واریانس‌ها و آزمون برابری میانگین‌ها در خصوص مدل فوق نشان می‌دهد که مقدار میانگین شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی (FF) از شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری مالی ندارند، بزرگ‌تر است و همان‌طور که در نگاره فوق می‌توان مشاهده نمود، مقدار میانگین آلفا ( $\alpha$ ) در شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی ۱/۳۴ است و این در حالی است که رقم مشابهی آن در شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری مالی ندارند، ۰/۱۹- است. بنابراین، می‌توان گفت انعطاف‌پذیری مالی بر ارزش آفرینی شرکت‌ها تاثیر مثبت و با اهمیتی دارد.

برای اطمینان از نتایج به دست آمده، مربوط به فرضیه‌ی تاثیرگذاری انعطاف‌پذیری مالی بر ارزش آفرینی، نمونه‌ی شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی را با تعداد نمونه‌ای برابر از شرکت‌های فاقد انعطاف‌پذیری مالی که از لحاظ نوع صنعت و جمع دارایی‌ها (اندازه) مشابه‌اند، مقایسه شده که نتایج آن به شرح نگاره زیر است:

نگاره ۴: آزمون همسانی واریانس‌ها و برابری میانگین برای گروه‌های مشابه (اندازه و نوع صنعت)

آزمون t- مقایسه میانگین‌ها			آزمون لون برای برابری واریانس‌ها		
تفاوت میانگین-ها	سطح معناداری	آماره t	سطح معناداری	F	
-۱,۳۱۶۵	۰,۰۳۴	-۱,۴۹۸	۰,۲۱۱	۱,۵۹۷	فرض برابری واریانس‌ها
-۱,۳۱۶۵	۰,۰۸۷	-۲,۵۲۲			عدم فرض برابری واریانس‌ها

همان‌طور که در نگاره فوق مشاهده می‌شود، با توجه به سطح معناداری آزمون همسانی واریانس‌ها می‌توان نتیجه گرفت که واریانس دو جامعه با هم برابر است. با توجه به برابری واریانس دو جامعه و با در نظر گرفتن نتایج به دست آمده از آزمون مقایسه‌ی دو گروه (آزمون t)، میانگین  $\alpha$  در دو گروه با هم برابر نیست و این بدان

معناست که انعطاف‌پذیری مالی بر ارزش‌آفرینی شرکت‌ها تاثیرگذار بوده است. نتایج به‌دست آمده در تحلیل مدل مربوط به فرضیه‌ی دوم، بیانگر تایید فرضیه‌ی تحقیق در خصوص تاثیرگذاری انعطاف‌پذیری مالی بر ارزش‌آفرینی شرکت‌ها است و همان‌طور که ملاحظه گردید عامل (ویژگی) داشتن انعطاف‌پذیری مالی، تاثیر مثبت و با اهمیتی بر بازده اضافی شرکت‌ها دارد.

### ۳-۴. بررسی فرضیه‌ی تاثیر انعطاف‌پذیری مالی بر ارزش‌آفرینی شرکت‌ها با روش ناپارامتریک

فرضیه‌ی دوم تحقیق که مربوط به تاثیرگذاری انعطاف‌پذیری مالی بر ارزش‌آفرینی شرکت‌ها است، بدین صورت انجام گرفته است که میانگین ضریب  $\alpha$  در مدل ارزش-گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی با شرکت‌هایی که فاقد انعطاف‌پذیری هستند، مقایسه گردیده است. نتایج آزمون فرضیه‌ی مذکور نشان داد که میانگین  $\alpha$  در شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی از شرکت‌های فاقد انعطاف‌پذیری مالی بزرگ‌تر بوده و این تفاوت از لحاظ آماری معنادار است. برای اطمینان از صحت نتیجه‌ی مذکور از آزمون ناپارامتریک من ویتنی<sup>۱۷</sup> و به شرح زیر استفاده گردید. نتایج آزمون مذکور به شرح زیر است:

#### نگاره ۵: نتایج آزمون من ویتنی

رتبه‌ها		
مجموع رتبه‌ها	میانگین رتبه‌ها	وضعیت انعطاف‌پذیری مالی
۲۱۱۹۰	۳۷۱٫۷۵	دارای انعطاف‌پذیری مالی
۲۰۵۶۱۱	۳۳۳٫۷۸	فاقد انعطاف‌پذیری مالی
آماره‌های آزمون		
۱۵۵۷۵	آزمون Mann-Whitney U	
۲۰۵۶۱۱	آزمون Wilcoxon W	
-۲٫۲۴۸	Z	
۰٫۲۵	سطح معناداری	

آزمون ناپارامتری "من ویتنی" متفاوت بودن مقادیر میانگین  $\alpha$  در شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی را نسبت به شرکت‌های فاقد انعطاف‌پذیری مالی نشان می‌دهد. مقدار سطح معناداری آزمون برابر با ۰/۰۲۵ است و این مقدار از مقدار ۰/۰۵ کم‌تر است، بنابراین، مقادیر میانگین  $\alpha$  در این دو گروه با هم متفاوت است. میانگین  $\alpha$  در شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی (FF) (با میانگین رتبه ۳۷۱/۷۵) بزرگتر از مقدار میانگین  $\alpha$  در شرکت‌های فاقد انعطاف‌پذیری مالی (NFF) (با میانگین رتبه ۳۳۳/۷۸) است. بنابراین با استفاده از آزمون ناپارامتریک "من ویتنی" نتایج مشابهی با آزمون مقایسه‌ی میانگین دو جامعه مشاهده می‌شود و می‌توان نتیجه گرفت که در سطح اطمینان ۹۵٪، انعطاف‌پذیری مالی تأثیر مثبتی بر ارزش آفرینی شرکت‌ها دارد.

### ۵. نتیجه‌گیری

در این تحقیق، تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر متغیرهای سرمایه‌گذاری و ارزش آفرینی شرکت‌ها بررسی شد. در این تحقیق، برای اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی از ظرفیت مازاد بدهی استفاده گردید. داشتن ظرفیت مازاد بدهی، باعث خواهد شد تا شرکت در مواقع نیاز به تامین مالی، جهت تامین مخارج سرمایه‌ای خود اقدام نموده و بدین شکل میزان سرمایه‌گذاری (مخارج سرمایه‌ای) خود را افزایش دهد. بنابراین، داشتن انعطاف‌پذیری مالی باعث خواهد شد تا شرکت در مواقع نیاز اقدام به تامین مالی خارج از سازمان نموده و میزان مخارج سرمایه‌ای خود را بالا ببرد. نتایج تحقیق، بیانگر این امر است که برخلاف آنچه انتظار می‌رفت، انعطاف‌پذیری مالی، تأثیر مثبتی بر میزان سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای (مخارج سرمایه‌ای) نداشته است و بر عکس تأثیر آن منفی و از لحاظ آماری معنادار بوده است.

نتیجه‌ی به‌دست آمده در این تحقیق، با مبانی نظری انعطاف‌پذیری مالی و تحقیق‌های خارجی انجام شده (ارسلان و فلوراکیس، ۲۰۰۹ و مارچیکا و مورا، ۲۰۱۰) هماهنگی ندارد؛ اما نتیجه‌ی به‌دست آمده، مشابهی نتیجه‌ی تحقیق خدائی و زارع (۱۳۸۹) است که

در آن نتیجه‌ی تحقیق، بیانگر بی‌تاثیر بودن انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری (مخارج سرمایه‌ای) بوده است.

شاید بتوان یکی از دلایل این امر را ویژگی‌های خاص محیط اقتصادی ایران دانست که شرایط سرمایه‌گذاری شرکت‌های ایران را تحت تاثیر قرار می‌دهد. هم‌چنین برای بررسی تاثیرگذاری انعطاف‌پذیری مالی بر ارزش‌آفرینی شرکت‌ها، شرکت‌های نمونه با توجه به وضعیت آن‌ها در خصوص داشتن و یا نداشتن انعطاف‌پذیری مالی به دو گروه تقسیم گردیدند و بازده اضافی ماهیانه این شرکت‌ها در طول دوره‌ی تحقیق بررسی شد.

نتایج به‌دست آمده در تحقیق، نشان دهنده‌ی این امر است که ضریب  $\alpha$  (نشان دهنده‌ی ویژگی‌های خاص شرکت که بر بازده اثرگذار است)، در بین شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی و شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری مالی ندارند، با هم برابر نیست و مقدار ضریب مذکور، در شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی مثبت و بزرگ‌تر از صفر و از لحاظ آماری معنادار بوده است و این در حالی است که مقدار این ضریب در شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری مالی ندارند، کم‌تر و حتی منفی بوده است.

در تحقیق‌های مشابه خارجی (مارچیکا و مورا، ۲۰۱۰) مقدار میانگین آلفا ( $\alpha$ ) در شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی نسبت به شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری مالی نداشته‌اند، بزرگ‌تر و از لحاظ آماری معنادار بوده است. این نتیجه‌ی تحقیق، یکی از دلایل استفاده‌ی گسترده‌ی شرکت‌ها از این رویکرد در تامین مالی را نشان می‌دهد.

این نتیجه‌ی تحقیق، گویای اثرگذاری انعطاف‌پذیری مالی بر ارزش‌آفرینی و رشد شرکت‌ها است. نتیجه‌ی به‌دست آمده، در خصوص تاثیرگذاری انعطاف‌پذیری مالی بر ارزش‌آفرینی شرکت‌ها از بعد تئوری‌های مالی رفتاری حائز اهمیت است. اثرگذاری انعطاف‌پذیری مالی بر ارزش‌آفرینی شرکت‌ها که در ضریب  $\alpha$  متجلی است، نشان دهنده‌ی واکنش سرمایه‌گذاران به ارزش انعطاف‌پذیری مالی بوده است و گویای درک سرمایه‌گذاران از اثرات انعطاف‌پذیری مالی بر جنبه‌های گوناگون شرکت است.

### ۶. محدودیت‌های تحقیق

در هر پژوهش و تحقیقی که انجام می‌شود، محدودیت‌هایی وجود دارد که این محدودیت‌ها، موانع مربوط به تعمیم‌دهی نتایج حاصل از تحقیق است. این تحقیق، همانند سایر تحقیقات مبتنی بر روش علمی، دارای یک سری محدودیت‌هایی است که در ذیل به آن‌ها اشاره می‌شود:

- یکی از محدودیت‌های تحقیق، عدم وجود مبانی نظری و ادبیات تحقیق کافی، برای انعطاف‌پذیری مالی و تحقیق‌های اندک انجام شده در این زمینه با توجه به نوپا بودن این الگوی مالی بوده است.
- کم بودن تعداد مشاهده‌ها جهت اجرای مدل به عنوان یک محدودیت دیگر تحقیق مطرح است.

### ۷. پیشنهاد‌های تحقیق

پیشنهاد‌های تحقیق را می‌توان به دو شکل زیر مورد توجه قرار داد:

#### ۷-۱. پیشنهاد‌های مبتنی بر نتایج تحقیق

با توجه به نتیجه‌ی تحقیق، مبنی بر تأثیرگذاری انعطاف‌پذیری مالی بر ارزش آفرینی شرکت‌ها، پیشنهاد می‌شود مدیران و سیاست‌گذاران مالی شرکت‌ها به این خط‌مشی مالی توجه نموده و سیاست‌های خود را به این سمت و سوی، سوق دهند تا در زمان بروز مشکلات پیش‌بینی نشده بتوانند واکنش مناسب، نشان دهند. هم‌چنین پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران این سیاست مالی را در تصمیم‌های خود تأثیر دهند تا بازدهی مناسب‌تر و با ریسک کم‌تری به دست آورند.

#### ۷-۲. پیشنهاد تحقیق‌های آتی

این تحقیق را می‌توان جز نخستین تحقیق‌های انجام شده در خصوص انعطاف‌پذیری

- مالی در ایران دانست. بنابراین، با توجه به اهمیت این موضوع به عنوان یکی از تئوری‌های تامین مالی در جهان، و تاثیر این عامل بر گروه‌های مختلف ذینفعان، مدیران شرکت‌ها و تحلیل‌گران، زمینه‌های بسیاری نظیر موارد زیر جهت انجام پژوهش وجود دارد:
- شاخص‌سازی برای تعیین انعطاف‌پذیری مالی بر مبنای معیارهای مختلف ترازنامه و صورت جریان نقد یا شاخص‌های ترکیبی و آزمون اعتبار آنها
  - شناسایی و اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی با استفاده از مدل‌های دیگری هم‌چون جریان‌های نقد آزاد و تعیین بهترین مدل شناسایی انعطاف‌پذیری مالی در بورس تهران
  - تعیین آثار انعطاف‌پذیری مالی بر قیمت سهام و نوسان‌های قیمت سهام و روند سودآوری شرکت‌ها
  - بررسی تاثیر انعطاف‌پذیری عملیاتی بر انعطاف‌پذیری مالی و ارزش شرکت
  - بررسی رابطه‌ی انعطاف‌پذیری مالی با ساختار مالکیت
  - بررسی تاثیر انعطاف‌پذیری مالی بر هزینه‌ی سرمایه و ریسک شرکت‌ها

#### یادداشت‌ها

- |  |  |
|--|--|
| 1. Modigliani and Miller               | 2. Özgür Arslana, Chrisostomos Florackis |
| 3. Soku Byoun                          | 4. David J. Denis                        |
| 5. Brian Clark                         | 6. Soku Byoun                            |
| 7. Maria-Teresa Marchica, Roberto Mura |  |
| 8. Cash Holding                        | 9. Spare Debt Capacity                   |
| 10. Negative Deviation                 | 11. Noise                                |
| 12. Costs Of Financial Distress        | 13. Financial Slack                      |
| 14. Value Enhancing                    | 15. Time Series Analysis                 |
| 16. Capital Assets Pricing Model       | 17. Mann-Whitney Test                    |

## منابع

الف. فارسی

- آذر، عادل و مومنی، منصور. (۱۳۸۱). آمار و کاربرد آن در مدیریت، تهران: انتشارات سمت.
- باقرزاده، سعید. (۱۳۸۲). تبیین الگوی ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه‌ی تحقیقات مالی، ۱۶: ۲۳-۴۷.
- بشیری، وهاب؛ حقیقت، حمید. (۱۳۸۸). تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر چرخه‌ی حیات شرکت‌ها. پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، قزوین.
- خدائی، وله‌زافرد و زارع تیموری، مهدی. (۱۳۸۹). تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری. مجله‌ی مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی دانشگاه آزاد، ۳: ۱۷۳-۱۵۵.
- جهانخانی، علی و پارسایان، علی. (۱۳۸۰). مدیریت مالی. جلد ۱ و ۲، تهران: انتشارات سمت.
- راعی، رضا و تلنگی، احمد. (۱۳۸۳). مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته. تهران: انتشارات سمت.
- سازمان حسابرسی، کمیته‌ی تدوین استانداردهای حسابداری. (۱۳۸۶). استانداردهای حسابداری. نشریه‌ی ۱۶۰.
- عبدالخلیق، رشاد؛ بیپین ب و آجین کیا. (۱۳۷۹). پژوهش‌های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش‌شناختی. ترجمه‌ی محمد نمازی، شیراز: انتشارات دانشگاه شیراز.
- مومنی، منصور و فعال قیومی، علی. (۱۳۸۶). تحلیل‌های آماری با استفاده از SPSS، تهران: انتشارات کتاب نو.

ب. انگلیسی

- Arslana, Ö. & Florackis, C. (2009). Financial flexibility, corporate investment and performance. SSRN Working Paper.
- Byoun, S. (2007). Financial flexibility, leverage, and firm size, SSRN Working Paper.
- Byoun, S. (2008). Financial flexibility and capital structure decision, SSRN Working Paper.

- Clark, B. (2010). The impact of financial flexibility on capital structure decisions: Some empirical evidence, SSRN Working Paper.
- Denis, D. J. (2011). Financial flexibility and corporate liquidity. *Journal of Corporate Finance*, 17, 667-674.
- Denis, D. J, & McKeon, S. B. (2011). Debt financing and financial flexibility evidence from pro-active leverage increases, SSRN Working Paper.
- Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important, SSRN Working Paper.
- Gamba, A. & Triantis. A. (2008). The value of financial flexibility. *The Journal of Finance*, 63(5), 263-296.
- Graham, J. R. (2000). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance*, 54, 1997-1969.
- Marchica, M. T. & Mura. R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity, *Financial Management*, 1339-1368.
- Minton, B. A. & Wruck, K. H. (2001). Financial conservatism: Evidence on capital structure from low leverage firms, Dice Center Working Paper.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1985). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53, 433-443.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Schoubben, F. & Hulle, C. V. (2011). Stock listing and financial flexibility, *Journal of Business Research*, 64, 483-489.
- Strebulaev, I. A. & Yang, B. (2008). The mystery of zero-leverage firms, SSRN Working Paper.