

Research Article

The Effect of Value of Financial Flexibility on the Dividend Policies in Listed Companies in Tehran Stock Exchange

Naser Izadnia*

Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran

Ali Saadatnia

Ph.D. Student of Accounting, Faculty of Management and Economics, Tarbiat Modares University, Tehran, Iran

AminHajiannejad

Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran

Abstract

The main concern of managers of economic entities is to choose the optimal capital structure and different ways of providing resources and financial expenditures to maximize shareholders wealth. Maximizing the company's wealth requires the optimal use of financial resources and the earning the returns and the selection of appropriate risk through the selection of favorable financial policies for the company. Undoubtedly, one of the most important factors influencing financial policies is financial flexibility. Financial flexibility indicates the ability of a company to equip financial resources to maximize the value of the company and adapt the capital structure to the needs arising from changing circumstances. The purpose of this study is to investigate the effect of the value of financial flexibility on the dividend policies of companies of listed companies in Tehran Stock Exchange. The statistical sample includes 112 companies in the period 2010 to 2019. To test the hypotheses, a multivariate regression model, with pooled data is used and stata software is employed to analyse the data. Findings indicate a significant and inverse effect of the value of financial flexibility on dividend policies of companies listed on the Tehran Stock Exchange. Higher levels of financial flexibility value; a decrease in cash dividends will lead to a tendency not to pay cash dividends and to hold larger amounts of cash. Therefore, companies with more financial flexibility encourage their shareholders to keep cash in the company, or management has a greater ability to limit dividend payments.

Keywords: Financial Flexibility, Dividend Policy, Capital Structure, Cash Holdings.

*. n.izadnia@ase.ui.ac.ir

پژوهش‌های حسابداری مالی

سال دوازدهم، شماره چهارم، پیاپی (۴۶)، زمستان ۱۳۹۹

تاریخ وصول: ۱۳۹۸/۱۲/۱۶

تاریخ بازنگری: ۱۳۹۹/۰۳/۱۱، ۱۳۹۹/۰۸/۱۰

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۱۰/۰۹

صص: ۱۰۱-۱۱۲

مقاله پژوهشی

تأثیر ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

ناصر ایزدی‌نیا^{۱*}، علی سعادت‌نیا^{۲**}، امین حاجیان‌نژاد^{۳***}

* دانشیار حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران.

n.izadinia@ase.ui.ac.ir

** دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران.

a.saadatnia@modares.ac.ir

*** استادیار حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

a.hajiannejad@ase.ui.ac.ir

چکیده

دغدغه اصلی مدیران واحدهای اقتصادی، انتخاب ساختار مطلوب سرمایه و شیوه‌های مختلف تأمین منابع و مصارف مالی به منظور حداکثرسازی ثروت است. حداکثر کردن ثروت مستلزم به‌کارگیری بهینه منابع مالی و کسب بازدهی و انتخاب ریسک مناسب از طریق گزینش سیاست‌های مالی مطلوب برای شرکت است. بدون شک یکی از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر سیاست‌های مالی، انعطاف‌پذیری مالی است. انعطاف‌پذیری مالی بیان‌کننده توانایی یک شرکت برای تجهیز منابع مالی در راستای حداکثرسازی ارزش شرکت و تطبیق ساختار سرمایه با نیازهای ناشی از تغییر شرایط است. هدف پژوهش حاضر، بررسی اثر ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه آماری شامل ۱۱۲ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷ است. به منظور آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون چندمتغیره، داده‌های ترکیبی و نرم‌افزار استیما استفاده شده است. یافته‌های پژوهش حاکی از تأثیر معنادار و معکوس ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. سطوح بالاتر ارزش انعطاف‌پذیری مالی، کاهش در میزان پرداخت سود نقدی سهام، تمایل به پرداخت نکردن سود نقدی سهام و نگهداشت مقادیر بیشتری از وجوه نقد را به همراه خواهد داشت؛ بنابراین شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی بیشتر، سهامداران خود را برای نگهداشت وجه نقد در شرکت ترغیب می‌کنند یا مدیریت توانایی بیشتری در محدود کردن پرداخت سود سهام دارد.

واژه‌های کلیدی: انعطاف‌پذیری مالی، سیاست‌های تقسیم سود، ساختار سرمایه، نگهداشت وجه نقد

مقدمه

انتخاب ساختار مطلوب سرمایه و شیوه‌های مختلف تأمین منابع و مصارف مالی (سیاست‌های مالی)، دغدغه اصلی مدیران واحدهای اقتصادی است [۱۱]. ساختار سرمایه نامناسب بر زمینه‌های مختلف فعالیت شرکت تأثیر می‌گذارد و به بروز عدم کارایی در بازار محصولات، ناتوانی در به‌کارگیری مناسب نیروی انسانی و موارد مشابه منجر می‌شود [۷]. انتخاب سیاست‌های مالی، یکی از مهم‌ترین تصمیماتی است که مدیران با آن مواجه‌اند و تغییر در نسبت اهرمی بر ظرفیت تأمین مالی، ریسک، هزینه سرمایه، تصمیمات استراتژیک و در نهایت ثروت سهامداران تأثیر بگذارد [۹]. حداکثر کردن ارزش شرکت مستلزم به‌کارگیری بهینه منابع مالی و کسب بازدهی و انتخاب ریسک مناسب از طریق گزینش سیاست‌های مالی مطلوب برای شرکت است. با ترکیب مناسب منابع و مصارف وجوه به‌کاررفته شرکت، ارزش آن به حداکثر خواهد رسید [۱۲]. بدون شک یکی از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر سیاست‌های مالی، ارزش انعطاف‌پذیری مالی است که در این پژوهش، تأثیر ارزش انعطاف‌پذیری مالی^۱ بر سیاست‌های پرداخت بررسی می‌شود [۲۴].

یکی از عوامل مهم در اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، توجه به ساختار سرمایه شرکت‌های مختلف است [۲۶]. هدف از تعیین ساختار سرمایه، مشخص کردن ترکیب منابع مالی هر شرکت به‌منظور بیشینه سازی ثروت سهامداران آن است [۱۴]. دیدگاه سنتی در ساختار سرمایه، بر این نظریه استوار بود که می‌توان با استفاده از اهرم، ارزش شرکت را افزایش داد؛ اما مقاله اولیه مودیلیانی و میلر [۲۲] آغاز

نظریات مدرن ساختار سرمایه است. آنها اظهار کردند در شرایط خاص (وجود بازار رقابت کامل، نبود مالیات بر درآمد، نبود هزینه‌های ورشکستگی و نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی)، ارزش شرکت مستقل از ساختار سرمایه است. اندکی بعد و در سال ۱۹۶۳ این دو طی پژوهشی ایجاد اهرم مالی را باعث افزایش ارزش شرکت دانستند. انتخاب ساختار سرمایه مطلوب موجب کاهش هزینه سرمایه شرکت و افزایش ارزش بازار آن می‌شود [۷]. عوامل داخلی و خارجی بسیاری وجود دارد که بر سیاست‌های مالی و در نتیجه، ساختار سرمایه شرکت‌ها تأثیرگذار است. نظریه‌های گوناگون و الگوهای متعددی درباره چگونگی تأثیر این عوامل بر ساختار سرمایه تدوین شده‌اند. یکی از این عوامل مؤثر و مهم، انعطاف‌پذیری مالی شرکت است. در پژوهش‌های پیشین، به دلیل ابهامات زیاد در استفاده از این واژه، قضاوت درباره انعطاف‌پذیری مالی معمولاً ذهنی و غیررسمی‌اند و میزان آن نیز به‌ندرت بررسی و اندازه‌گیری می‌شود [۱۸]. در پژوهش حاضر، برای اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی روشی بدیع به کار رفته است که در واقع ارزش انعطاف‌پذیری مالی را به دست می‌دهد. سؤال اصلی پژوهش ما آن است که آیا انعطاف‌پذیری مالی بر سیاست‌های تقسیم سود تأثیر دارد یا خیر [۲۴].

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در این پژوهش، تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر سیاست تقسیم سود بررسی می‌شود. منظور از انعطاف‌پذیری مالی درجه‌ای از ظرفیت یک شرکت است که می‌تواند منابع مالی خود را در راستای فعالیت‌های واکنشی تجهیز کند تا ارزش شرکت به حداکثر برسد [۲۵]. انعطاف‌پذیری مالی بیان‌کننده

۱. Value of Financial Flexibility

توانایی یک شرکت برای رویارویی با اتفاقات آتی است و به معنی میزان توانایی شرکت در تطبیق ساختار سرمایه با نیازهای احتمالی ناشی از تغییر شرایط است [۱۷]. شرکت باید هر زمان که نیاز به وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری‌های سودآور دارد، بدون هرگونه تأخیر و هزینه‌ای بتواند تأمین مالی کند. برنامه مالی شرکت باید به اندازه کافی انعطاف‌پذیر باشد تا هر زمان که بخواهد بتواند ترکیب ساختار سرمایه را به تناسب خط‌مشی عملیاتی شرکت و نیازهای خود تغییر دهد [۸]. انتخاب ساختار مطلوب سرمایه و شیوه‌های مختلف تأمین مالی (سیاست‌های مالی) دغدغه اصلی مدیران مالی شرکت‌ها است. ساختار سرمایه نامناسب در هر شرکتی بر زمینه‌های مختلف فعالیت شرکت تأثیر می‌گذارد و به بروز مسائلی نظیر عدم کارایی در بازار محصولات، ناتوانی در به‌کارگیری مناسب نیروی انسانی و موارد مشابه منجر می‌شود [۶]. همچنین، تحقیقات مختلف نشان داده است با توجه به مشکلات نظریه‌های سنتی ساختار سرمایه، یکی از عوامل تأثیرگذار بر مسائل تأمین مالی شرکت‌ها، انعطاف‌پذیری مالی است. در این پژوهش، نقش انعطاف‌پذیری مالی در سیاست‌های مالی شرکت‌ها بررسی می‌شود [۱۲].

سیاست‌های تقسیم سود از طریق وضعیت و میزان پرداخت سود تبیین می‌شود [۱۵]. در این پژوهش، منظور از وضعیت پرداخت سود، پرداخت یا عدم پرداخت سود بیش از ۱۰٪ سود خالص^۱ [۹] و منظور از میزان پرداخت سود، نسبت سود سهام تقسیمی (سود سهام تقسیم‌شده بین سهامداران به سود خالص) تعیین می‌شود [۱۸ و ۲۱ و ۲۴]. مدیران شرکت‌ها به دلیل توانایی مالی برای تأمین مالی بابت

سرمایه‌گذاری‌ها، پرداخت بدهی‌های جاری و اجتناب از تحمّل هزینه‌های تأمین مالی سریع، تمایل به پرداخت نکردن سود سهام یا پرداخت حداقل سود سهام تا مقدار ممکن را دارند تا در موارد یادشده از وجه نقد کافی و به‌تبع آن، انعطاف مالی مناسب برخوردار باشند [۱۶]. در برخی پژوهش‌های اخیر، ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی و استفاده از اهرم بررسی شده است. در این پژوهش‌ها ابزارهای اهرمی براساس متغیرهای تعریف‌شده از اهمیت بالایی برخوردارند. نتایج این تحقیقات نشان‌دهنده وجود یک رابطه منفی بین انعطاف‌پذیری مالی و وجه نقد با اهرم به‌کار گرفته شده است [۱۴]. نگهداشت وجه نقد به‌عنوان سومین شاخص منتخب تبیین‌کننده سیاست‌های مالی شرکت، از انعطاف‌پذیری مالی شرکت تأثیرپذیر است؛ بدین معنی که هرچه انعطاف‌پذیری مالی شرکت بالاتر باشد تمایل به نگهداشت وجه نقد دارد و وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کند [۱۷]. یک ارتباط تعاملی بین سطح نگهداشت وجه نقد، ساختار سرمایه و انعطاف‌پذیری مالی وجود دارد؛ در نتیجه، پژوهش‌های اخیر حاکی از وجود رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و سیاست‌های مالی (سیاست‌های پرداخت، اهرم و نگهداشت وجه نقد) شرکت است [۱].

دغدغه اصلی مدیران شرکت‌ها تعیین سیاست مالی در ساختار سرمایه آن و شیوه‌های مختلف این تأمین مالی با حداقل هزینه است [۳]. هدف این پژوهش، بررسی انعطاف‌پذیری شرکت‌ها در تأمین مالی و سیاست‌های تأمین مالی آنها است و شرکت‌های با انعطاف‌پذیری مناسب، در زمانی که فرصت‌های مالی با سود مناسب و سرمایه محدود پیش آید، وجوه لازم را با حداقل هزینه، تأمین و سرمایه‌گذاری می‌کنند [۲۷]. همین‌طور راحت‌تر به

۱. به موجب مفاد ماده ۹۰ اصلاحیه قانون تجارت، در صورت وجود سود خالص، تقسیم ۱۰٪ آن الزامی است.

مارچیکا و مورا [۲۱] دریافتند رابطه‌ای قوی بین انعطاف‌پذیری مالی و سرمایه‌گذاری وجود دارد. بعد از یک دوره سیاست‌گذاری با درجهٔ اهرمی پایین، شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی، از توانایی بیشتری برای انجام مخارج سرمایه‌ای خود برخوردار بوده‌اند. با دنبال کردن استراتژی انعطاف‌پذیری مالی، شرکت‌ها توانسته‌اند مخارج سرمایه‌ای خود را حدود ۵۰ درصد بالا ببرند. سرمایه، شرکت‌ها را به حفظ انعطاف‌پذیری با هدف استفاده از فرصت‌های سودآور وادار کرده است [۲۳].

انعطاف‌پذیری مالی در اتخاذ تصمیمات بهینه و معقول در مقابله با فرصت‌های رشد آتی شرکت ضروری است و باعث ورود شرکت به بازارهای سرمایه‌گذاری می‌شود و برای ارزیابی توانایی شرکت برای ارزیابی نقدینگی ضروری است [۲]. انعطاف‌پذیری مالی عامل تعیین‌کنندهٔ ساختار سرمایهٔ بهینه و مطلوب است و بیان می‌دارد چه میزان از منابع شرکت از طریق منابع داخلی و چه مقدار از طریق منابع خارجی تأمین می‌شود. انعطاف‌پذیری مالی باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود و با قیمت سهام نیز ارتباطی مثبت دارد [۶].

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به اهداف پژوهش و مطالب ارائه‌شده در قسمت مبانی نظری، فرضیه‌های زیر تنظیم و آزمون شدند:

فرضیهٔ اول: ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر وضعیت^۱ پرداخت سود سهام تأثیر معنادار و معکوس دارد.

ریسک‌های مالی و فشارهای بازار واکنش نشان می‌دهند و یکی از دلایل محدودبودن پژوهش‌ها در این زمینه، مشاهده‌پذیر نبودن ارزش انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها به صورت مستقیم است [۱۸]؛ به این دلیل عموماً از شاخص‌های مالی جایگزین نظیر حساسیت جریان نقدینگی و سرمایه‌گذاری در تحقیقات پیشین استفاده شده است [۲۵]؛ اما این جایگزین‌ها سطح انعطاف‌پذیری مالی و نه مقدار آن را اندازه‌گیری می‌کنند؛ در نتیجه، نمی‌توانند توضیح دهند چرا بعضی از مدیران، سیاست‌های مالی دارای انعطاف‌پذیری بالا یا پایین را انتخاب می‌کنند [۴].

مدیران ارشد مالی شرکت‌ها ادعا می‌کنند انعطاف‌پذیری مالی نقش اساسی در سیاست‌های مالی شرکت‌ها دارد [۱۹، ۱۲].

استفان رپ و همکاران [۲۴] دریافتند شرکت‌هایی که سود سهام کمتری پرداخت می‌کنند، دارای اهرم مالی پایین‌تری هستند، سطح مطلوبی از وجه نقد را نگهداری می‌کنند و انعطاف‌پذیری مالی زیادی دارند.

بایون [۱۲] در پژوهشی شرکت‌ها را به سه دستهٔ شرکت‌های توسعه‌یافته، درحال توسعه و بالغ تقسیم کرد. نتایج تحقیق نشان دادند رابطهٔ معکوسی بین اهرم و انعطاف‌پذیری مالی وجود دارد و منافع و مخارج ناشی از انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. انعطاف‌پذیری مالی، واحد تجاری را قادر می‌سازد تا از فرصت‌های غیرمنتظرهٔ سرمایه‌گذاری به‌خوبی بهره‌گیرد و در دورانی که جریان‌های نقدی حاصل از عملیات، به‌طور مثال، به دلیل کاهش غیرمنتظره در تقاضا برای محصولات تولیدی واحد تجاری در سطح پایین و احتمالاً منفی قرار دارد، به حیات خود ادامه دهد [۱۸].

۱. منظور از وضعیت پرداخت سود سهام، پرداخت کردن یا نکردن سود سهام است.

فرضیه دوم: ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر میزان پرداخت سود سهام تأثیر معنادار و معکوس دارد.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش، همه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷ است. با توجه به اینکه در تخمین مدل‌های پژوهش به اطلاعات سال $t-1$ و $t-2$ نیاز است، اطلاعات موردنیاز سال‌های ۱۳۸۶ و ۱۳۸۷ نیز جمع آوری شده است. در پژوهش حاضر، برای انتخاب نمونه از روش حذف سامانمند استفاده شد و با اعمال شرایط زیر ۱۱۲ شرکت به‌عنوان نمونه آماری این پژوهش انتخاب شدند:

۱. به‌منظور مقایسه‌پذیر بودن اطلاعات، سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
 ۲. همه داده‌های موردنیاز پژوهش برای شرکت‌های بررسی شده، موجود و دردسترس باشد.
 ۳. معاملات سهام شرکت، بیش از سه ماه در بورس اوراق بهادار متوقف نشده باشد.
- با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار، در مجموع ۱۱۲ شرکت انتخاب شدند.

مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های این پژوهش، از مدل گامبا و تریانتیس [۱۸] و مدل مکمل پیشرفته آن، استفان رپ، اشמיד و اوربن [۲۴] استفاده شده است. در این پژوهش، برای اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی و بررسی اثر آن بر تصمیمات مالی شرکت‌ها سه مرحله انجام می‌شود؛ ابتدا جایگزین‌های تجربی پنج شاخص تعیین‌کننده ارزش انعطاف‌پذیری مالی براساس مدل گامبا و تریانتیس [۱۸] تبیین می‌شوند. در مرحله دوم،

پنج شاخص یادشده باهم ترکیب می‌شوند و شاخص واحدی را برای اندازه‌گیری ارزش انعطاف‌پذیری مالی به دست می‌دهند. برای به دست آوردن وزن هر یک از شاخص‌ها از روش فالکندر و وانگ [۱۷] استفاده می‌شود؛ و درنهایت در مرحله سوم، توانایی انعطاف‌پذیری مالی برای تبیین سیاست‌های مالی یک شرکت بررسی می‌شود.

مرحله نخست: جایگزین‌های تجربی شاخص

های ارزش انعطاف‌پذیری مالی

در مدل گاما و تریانتیس [۱۸]، پنج شاخص ارزشیابی انعطاف‌پذیری مالی تبیین شده‌اند. براساس این مدل، علاوه بر سوددهی و فرصت‌های رشد یک بنگاه، هزینه‌های نگهداشت وجه نقد، هزینه تأمین مالی خارجی و بازگشت‌پذیری سرمایه ارزش انعطاف‌پذیری مالی را تعیین می‌کنند. این شاخص‌ها مستقل از سیاست‌های مالی فعلی شرکت‌اند.

وجه نقد انعطاف‌پذیرترین منبع مالی یک واحد اقتصادی است [۲]؛ بنابراین، انتظار می‌رود واکنش بازار سرمایه به تغییرات در نگهداشت وجه نقد به میزان ارزش انعطاف‌پذیری مالی برای یک واحد اقتصادی خاص وابسته باشد؛ برای مثال، اگر شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد زیاد، بازده غیرعادی پایین به همراه افزایش نگهداشت وجه نقد داشته باشند، وزن کمی به شاخص فرصت‌های رشد آن اختصاص می‌یابد [۷]. بازده غیرعادی انباشته سالانه هر بنگاه اقتصادی بر پنج شاخص تجربی مؤثر بر ارزش انعطاف‌پذیری مالی - که در ادامه به آن پرداخته می‌شود - و تغییرات وجه نقد به همراه متغیرهای کنترلی و متغیرهای مجازی سال و صنعت تخمین زده می‌شود. بازده غیرعادی هر شرکت برابر با تفاوت بازده

$\Delta NA_{i,t}$: تغییرات در خالص دارایی‌ها نسبت به دوره قبل.

$\Delta RD_{i,t}$: تغییرات در مخارج تحقیق و توسعه نسبت به دوره قبل؛ در صورت عدم وجود، صفر قرار می‌گیرد.

$\Delta I_{i,t}$: تغییرات در نسبت هزینه بهره به دارایی‌ها نسبت به دوره قبل.

$\Delta D_{i,t}$: تغییرات در سود سهام تقسیمی نسبت به دوره قبل.

$L_{i,t}$: اهرم بازار؛ نسبت حاصل جمع بدهی‌ها به حاصل جمع بدهی‌ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.

$NF_{i,t}$: خالص تأمین مالی؛ تغییر در دارایی‌ها نسبت به دوره قبل.

$Z_{i,t}$: متغیر مجازی صنعت.

مرحله دوم: محاسبه ارزش انعطاف‌پذیری مالی

پنج شاخص ارزشیابی انعطاف‌پذیری مالی شامل سوددهی، فرصت‌های رشد، هزینه‌های نگهداشت وجه نقد، هزینه تأمین مالی خارجی و بازگشت‌پذیری سرمایه تعیین است. ارزش انعطاف‌پذیری مالی حاصل جمع وزنی پنج عامل یاد شده است:

رابطه (۲)

$$VOFF_{i,t} = \theta_1 + \theta_7 SGR_{i,t} + \theta_8 Prof_{i,t} + \theta_9 T_{i,t} + \theta_{10} CFI_{i,t} + \theta_{11} Tang_{i,t}$$

$VOFF_{i,t}$: ارزش انعطاف‌پذیری مالی.

$SGR_{i,t}$: لگاریتم طبیعی نرخ رشد فروش.

$Prof_{i,t}$: سودآوری در دوره t که از طریق رابطه (۳) محاسبه می‌شود:

$$Prof_{i,t} = \frac{\Delta E_{i,t}}{MI_{i,t-1}} \quad \text{رابطه (۳)}$$

$\Delta E_{i,t}$: تغییرات در سود نسبت به دوره قبل.

$MI_{i,t-1}$: ارزش بازار سهام در جریان در دوره قبل.

سالانه هر سهم و بازده سالانه کل صنعت مربوط به شرکت است.

وزن‌های لازم برای محاسبه ارزش انعطاف‌پذیری مالی از طریق رابطه (۱) استخراج می‌شود [۲۱، ۱۸، ۱۴] و [۲۴]:

رابطه (۱)

$$\begin{aligned} r_{i,t} - R_{i,t} = & \theta_0 + \theta_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \theta_2 SGR_{i,t} \\ & + \theta_3 \frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \theta_4 T_{i,t} + \theta_5 CFI_{i,t} \\ & + \theta_6 Tang_{i,t} + \theta_7 SGR_{i,t} \\ & \times \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \theta_8 \frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}} \times \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \\ & + \theta_9 T_{i,t} \times \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \theta_{10} CFI_{i,t} \\ & \times \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \theta_{11} Tang_{i,t} \\ & \times \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \theta_{12} \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} \\ & + \theta_{13} \frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \theta_{14} \frac{\Delta RD_{i,t}}{M_{i,t-1}} \\ & + \theta_{15} \frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \theta_{16} \frac{\Delta D_{i,t}}{M_{i,t-1}} \\ & + \theta_{17} L_{i,t} + \theta_{18} \frac{NF_{i,t}}{M_{i,t-1}} \\ & + \theta_{19} Z_{i,t} + u_{i,t} \end{aligned}$$

$r_{i,t}$: بازده سالانه شرکت.

$R_{i,t}$: بازده سالانه کل صنعت؛ تفاوت ارزش سهام شرکت‌های صنعت در زمان محاسبه با سال پایه.

$\Delta C_{i,t}$: تغییرات نقدینگی نسبت به دوره قبل.

$M_{i,t-1}$: ارزش بازار سهام.

$SGR_{i,t}$: لگاریتم طبیعی نرخ رشد فروش.

$\Delta E_{i,t}$: تغییرات در سود نسبت به دوره قبل.

$T_{i,t}$: نرخ مالیات.

$CFI_{i,t}$: هزینه تأمین مالی (میانگین موزون هزینه سرمایه).

$Tang_{i,t}$: دارایی‌های ثابت مشهود.

$C_{i,t-1}$: نقدینگی در دوره قبل.

$T_{i,t}$: نرخ مالیات.

$SGR_{i,t}$: لگاریتم نرخ رشد فروش.

$CFI_{i,t}$: هزینه تأمین مالی (میانگین موزون هزینه

$Logsize_{i,t}$: لگاریتم طبیعی دارایی‌ها.

سرمایه).

$Cash_{i,t}$: موجودی نقد و معادل نقد.

$Tang_{i,t}$: دارایی‌های ثابت مشهود.

$$DI_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 VOFF_{i,t-1} + \beta_3 RE_{i,t} + \beta_4 TE_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 SGR_{i,t} + \beta_7 Logsize_{i,t} + \beta_8 Cash_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (6) \text{ رابطه}$$

مرحله سوم: آزمون فرضیه‌ها

سیاست‌های پرداخت از طریق وضعیت پرداخت سود سهام و نسبت سود سهام تقسیمی به فروش خالص به شرح ذیل تبیین می‌شوند:

وضعیت پرداخت سود سهام: منظور از وضعیت پرداخت سود سهام، پرداخت کردن یا نکردن سود شرکت است که از طریق متغیر مجازی به صورت زیر اندازه‌گیری می‌شود:

$PayerD_{i,t}$: در صورت پرداخت بیش از ۱۰٪ سود سهام عدد ۱ و در غیر این صورت، عدد ۰ [۹].
نسبت سود سهام تقسیمی به فروش که از طریق رابطه (۴) محاسبه می‌شود:

$$DI_{i,t} = \frac{DPS_{i,t}}{SALE_{i,t}} \quad (4) \text{ رابطه}$$

$DI_{i,t}$: نسبت سود سهام تقسیمی به فروش خالص.

$DPS_{i,t}$: سود سهام تقسیمی.

$SALE_{i,t}$: فروش خالص.

برای آزمون فرضیه‌ها و استخراج ضرایب α_2 و β_2 به ترتیب رابطه‌های (۵) و (۶) برآورد می‌شوند:

$$PayerD_{i,t} = \alpha_1 + \alpha_2 VOFF_{i,t-1} + \alpha_3 RE_{i,t} + \alpha_4 TE_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 SGR_{i,t} + \alpha_7 Logsize_{i,t} + \alpha_8 Cash_{i,t} \quad (5) \text{ رابطه}$$

$VOFF_{i,t-1}$: ارزش انعطاف‌پذیری مالی دوره قبل.

$RE_{i,t}$: سود انباشته تقسیم بر دارایی‌ها.

$TE_{i,t}$: حقوق صاحبان سهام تقسیم بر دارایی‌ها.

$ROA_{i,t}$: نرخ بازده دارایی‌ها.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

نگاره شماره ۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش ۱۱۲ شرکت عضو نمونه را برای سال ۱۳۹۴ نشان می‌دهد. مقدار میانگین برای متغیر ارزش انعطاف‌پذیری مالی (VOFF) برابر با ۱/۱۴ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه، یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌طور که نتایج نشان می‌دهند میانه متغیر لگاریتم رشد فروش ($LnSGR$) برابر با ۰/۴۸- است. نکته مهم استنباط شده از مقایسه میانگین و میانه، نرمال بودن داده‌هاست. نزدیک بودن مقادیر میانه و میانگین به معنی نرمال بودن داده‌های متغیرها است. از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر اهرم بازار (L) برابر با ۰/۲۶ و برای متغیر سطح نگهداشت وجه نقد (ΔC) برابر با ۲/۹۵ است که نشان می‌دهد در بین متغیرهای پژوهش، این دو مورد به ترتیب دارای کمترین و بیشترین میزان پراکندگی‌اند. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می‌نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه ضریب

مثبت باشد، چولگی به راست و اگر منفی باشد، چولگی به چپ وجود خواهد داشت. میزان کشیدگی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را برجستگی یا کشیدگی می‌نامند. اگر کشیدگی حدود صفر باشد، منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی، وضعیت متعادل و نرمالی خواهد داشت. اگر این مقدار مثبت باشد، منحنی، برجسته و اگر منفی باشد، منحنی پهن است. متغیر (DI) کمترین برجستگی و متغیر (PROF) بیشترین برجستگی را نسبت به منحنی نرمال دارند.

نگاره ۱. آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
ارزش انعطاف‌پذیری مالی	VOFF	۱/۱۴	۱/۰۲	۲/۴۲	-۱/۰۷	۲/۴۰	۳/۵۵	۱۹/۷۳
لگاریتم رشد فروش	LnSGR	-۰/۶۱	-۰/۴۸	۰/۷۷	-۲/۲۱	۱/۴۴	-۱/۲۶	۳/۷۷
سودآوری شرکت	PROF	۱/۱۲	۰/۹۱	۵/۱۴	-۲/۷۲	۲/۰۳	۳/۸۷	۲۳/۸۳
هزینه تأمین مالی	CFI	۴/۲۲	۵/۰۴	۷/۷۱	۱/۱۵	۰/۰۴	-۳/۲۷	۱۳/۹۱
دارایی‌های ثابت مشهود	TANG	۹/۲۴	۷/۸۹	۲۸/۲۵	۵/۸۹	۱/۲۷	۴/۷۸	۷/۳۱
اهرم بازار	L	۰/۶۴	۰/۵۱	۱/۸۵	۰/۱۴	۰/۲۶	۱/۶۸	۸/۵۸
سیاست‌های پرداخت	DI	۰/۳۶	۰/۲۸	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۳۸	۰/۳۸	۱/۴۶
سطح نگهداشت وجه نقد	ΔC	۰/۳۸	۰/۵۹	۱/۱۵	-۰/۷۸	۲/۹۵	-۵/۵۶	۱۸/۵۶

منبع: یافته‌های پژوهش

داده‌های این پژوهش از نوع ترکیبی‌اند؛ اما قبل از تخمین مدل‌ها لازم است روش تخمین (تلفیقی یا تابلویی) مشخص شود. برای این منظور از آزمون F لیمر استفاده شده است. در مدلی که احتمال آزمون آنها بیشتر از ۵٪ باشد یا به عبارتی دیگر، آماره آزمون آنها کمتر از آماره جدول باشد، از روش تلفیقی استفاده می‌شود و برای مشاهداتی که احتمال آماره آزمون آنها کمتر از ۵٪ است، برای تخمین مدل از روش داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. برای تعیین

نوع مدل روش تابلویی (اثرات تصادفی یا ثابت)، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. در مدلی که احتمال آماره آزمون آنها کمتر از ۵٪ است، از روش اثرات ثابت و در مدلی که احتمال آماره آزمون آنها بیشتر از ۵٪ است، از مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل استفاده می‌شود. نتایج آزمون‌های انجام‌شده درخصوص مدل‌های این پژوهش به شرح نگاره ۲ است.

نگاره ۲: نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

آزمون هاسمن			آزمون F لیمر		
نتیجه	سطح معنی‌داری	آماره	نتیجه	سطح معنی‌داری	آماره
الگوی اول	۰/۴۹۷	۰/۴۶	تابلویی	۰/۰۰۰۰	۴/۰۴۷
الگوی دوم	۰/۵۱۲	۶/۵۲۶	تابلویی	۰/۰۰۰۰	۴/۱۴۱

منبع: یافته‌های پژوهش

به‌منظور رفع ناهمسانی واریانس، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) برای برآورد الگوها استفاده می‌شود. الگو دارای ناهمسانی واریانس بین مقاطع است. به‌منظور رفع ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) برای برآورد الگوها استفاده می‌شود.

در صورتی که تعداد واحدهای انفرادی بیشتر از دوره زمانی مطالعه شده باشد، می‌توان انتظار وجود ناهمسانی واریانس را داشت. در صورتی که سطح معنی‌داری (p-value) کمتر از ۰.۰۵ باشد، فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس پذیرفته نمی‌شود و الگو دارای ناهمسانی واریانس بین مقاطع است. با توجه به اینکه از آخرین نسخه نرم‌افزار استت استفاده می‌شود، برازش پرابیت نیز امکان‌پذیر است.

نگاره ۳. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

آزمون وایت				
شرح	آماره	سطح معنی‌داری	نتیجه	روش تخمین
الگوی اول	۹۳/۸۴	۰/۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس	GLS
الگوی دوم	۳۶۹/۳۱	۰/۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس	GLS

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج رگرسیونی فرضیه اول

است و ارزش انعطاف‌پذیری مالی تأثیر معنادار و معکوس بر سیاست‌های تقسیم سود دارد. با توجه به منفی بودن علامت آماره Z (۳/۵۷-) فرضیه اول رد نمی‌شود.

نگاره ۴ نتایج حاصل از برآورد الگوی اول پژوهش را با استفاده از نرم‌افزار Stata نشان می‌دهد. نتایج نشان می‌دهند ارزش انعطاف‌پذیری مالی با آماره احتمال ۰/۰۰۰ در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار

نگاره ۴. نتایج حاصل از برآورد الگوی اول پژوهش

نام متغیر	نماد	ضرایب	آماره Z	سطح معنی‌داری (p-value)
جزء ثابت	β_0	۰/۶۵۴	۳/۴۵	*۰/۰۰۰
ارزش انعطاف‌پذیری مالی	$VOFF_{i,t-1}$	-۰/۱۷۶	-۳/۵۷	*۰/۰۰۰
سود انباشته تعدیل شده	$RE_{i,t}$	۰/۰۰۳	۰/۵۶	۰/۶۵۵
سود انباشته تعدیل شده	$TE_{i,t}$	-۰/۳۶۵	-۳/۳۴	*۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی‌ها	$ROA_{i,t}$	۰/۱۶۵	۸/۸۵	*۰/۰۰۰
لگاریتم رشد فروش	$SGR_{i,t}$	-۰/۰۰۰	-۰/۰۹	۰/۶۵۲
لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها	$Logsize_{i,t}$	-۰/۰۸۹	-۳/۷۷	*۰/۰۰۰
موجودی نقد و معادل نقد	$Cash_{i,t}$	-۰/۳۹۰	-۰/۲۹	۰/۷۸۹
دوربین - واتسون	۱/۴۹۸	آماره کای دو	۳۲۵/۴۷۵	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۹۸	سطح معنی‌داری	(۰/۰۰۰)	

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج رگرسیونی فرضیه دوم

۰/۰۰۲ در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار است و ارزش انعطاف‌پذیری مالی تأثیر معنادار و معکوس بر میزان سود تقسیمی دارد. با توجه به منفی بودن علامت آماره Z (۳/۰۷-) فرضیه دوم رد نمی‌شود.

نگاره ۵ نتایج حاصل از برآورد الگوی دوم پژوهش را با استفاده از نرم‌افزار Stata نشان می‌دهد. نتایج نشان می‌دهند ارزش انعطاف‌پذیری مالی با آماره احتمال

نگاره ۵. نتایج حاصل از برآورد الگوی دوم پژوهش

نام متغیر	نماد	ضرایب	آماره Z	سطح معنی‌داری (p-value)
جزء ثابت	β_0	۰/۶۶۷	۳/۲۷	*۰/۰۰۰
ارزش انعطاف‌پذیری مالی	$VOFF_{i,t-1}$	-۰/۱۷۱	-۳/۰۷	*۰/۰۰۲
سود انباشته تعدیل شده	$RE_{i,t}$	۰/۰۱۶	۰/۶۹	۰/۵۱۱
سود انباشته تعدیل شده	$TE_{i,t}$	-۰/۹۲۱	-۳/۵۴	*۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی‌ها	$ROA_{i,t}$	۰/۰۱۸	۱۰/۳۴	*۰/۰۰۰
لگاریتم رشد فروش	$SGR_{i,t}$	-۰/۰۰۷	-۰/۸۵	۰/۵۵۲
لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها	$Logsize_{i,t}$	-۰/۰۳۱	-۲/۶۷	*۰/۰۰۷
نقد و معادل نقد	$Cash_{i,t}$	-۰/۰۰۰	-۰/۱۱	۰/۵۲۹
دوربین - واتسون	۱/۹۱۶	آماره کای دو		۱۱۹/۴۷۱
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۶۵	سطح معنی‌داری		(۰/۰۰۰)

منبع: یافته‌های پژوهش

نتیجه‌گیری

انتخاب ریسک مناسب از طریق گزینش سیاست‌های مالی مطلوب برای شرکت است. در این چارچوب، مدیران از دو طریق ارزش شرکت را حداکثر می‌کنند؛ افزایش بازده و کاهش هزینه سرمایه که هر دوی این روش‌ها با سیاست‌های مالی منتخب شرکت ارتباط دارد. با ترکیب مناسب منابع و مصارف وجوه به کاررفته شرکت، ارزش آن به حداکثر خواهد رسید.

انعطاف‌پذیری از موضوعات بااهمیت در تئوری‌ها و سیاست‌های مدیریت است. عواملی نظیر افزایش هزینه‌ها، نوسانات ناشی از تغییرات سریع محیط و ظهور بازارهای بسیار رقابتی، همگی مؤید آن‌اند که شرکت‌ها بدون داشتن توانایی انطباق سریع با تغییرات بازار، موفقیت و حتی حیات خود را به خطر خواهند انداخت. همواره این سؤال مطرح بوده است که سیاست‌های مالی و ترکیب منابع و مصارف مالی

انتخاب ساختار مطلوب سرمایه و شیوه‌های مختلف تأمین منابع مالی و مصارف مالی (سیاست‌های مالی)، دغدغه اصلی مدیران شرکت‌ها است. ساختار سرمایه نامناسب بر زمینه‌های مختلف فعالیت شرکت تأثیر می‌گذارد و به بروز مسائلی نظیر ناکارایی در بازار محصولات، ناتوانی در به‌کارگیری مناسب نیروی انسانی و موارد مشابه منجر می‌شود. هدف مدیران، حداکثرکردن ارزش شرکت است. انتخاب سیاست‌های مالی، یکی از مهم‌ترین تصمیماتی است که مدیران با آن مواجه‌اند و تغییر در نسبت اهرمی بر ظرفیت تأمین مالی، ریسک، هزینه سرمایه، تصمیمات استراتژیک و در نهایت ثروت سهامداران تأثیر می‌گذارد. حداکثرکردن ارزش شرکت مستلزم به‌کارگیری بهینه منابع مالی و کسب بازدهی و

منابع

- ۱- ثقفی، علی و سیدعباس هاشمی. (۱۳۸۳). بررسی تحلیلی رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی، ارائه مدل برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره اول، شماره ۳۸، صص ۲۹-۵۲.
- ۲- حسّاس یگانه، یحیی، جعفری، علی و امیر رسائیان. (۱۳۹۰). عوامل تعیین‌کننده سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. حسابداری مالی، دوره سوم، شماره ۹، صص ۳۹-۶۶.
- ۳- رحیمی دستجردی، محسن و ناصر ایزدی‌نیا. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در ایران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، دوره چهارم، شماره ۶۳، صص ۱۴-۶۳.
- ۴- شعری آناقیز، صابر و رحمانی، علی و بولو، قاسم و بهرام محسنی ملک‌ی. (۱۳۹۵). انعطاف‌پذیری مالی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه. دانش حسابداری مالی، دوره دوم، شماره ۵، صص ۷۳-۸۷.
- ۵- عرب صالحی، مهدی و حسن علی اخلاقی. (۱۳۹۱). تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع تأمین مالی و مالیات بر خط‌مشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بورس اوراق بهادار، دوره دوم، شماره ۱۶، صص ۳۶-۵۸.
- ۶- فخّاری، حسین و خدیجه عرب. (۱۳۹۳). مطالعه رابطه محافظه‌کاری با انعطاف‌پذیری در مدیریت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، دوره سوم، شماره ۱۶، صص ۱۳۶-۱۵۱.

واحد تجاری چگونه باید باشد تا شرکت به هدف اصلی خود یعنی کسب بیشترین بازده و افزایش ثروت سهامداران نزدیک شود. محققان برای تشریح سیاست‌های مالی و تعیین نسبت ترکیب منابع و مصارف مالی، شاخص‌های مختلفی ارائه کرده‌اند. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های اصلی حاکی از وجود رابطه معنادار و منفی بین ارزش انعطاف‌پذیری مالی و وضعیت و میزان پرداخت سود سهام است که مشابه نتایج پژوهش رپ و همکاران (۲۰۱۸) است. نتایج به‌دست‌آمده نشان می‌دهند شرکت‌های دارای سطوح بالای انعطاف‌پذیری مالی، سطوح بالایی از وجه نقد را نگهداری می‌کنند. نتایج آزمون این فرضیه در بورس اوراق بهادار تهران، مشابه نتایجی است که در پژوهش‌های رپ و همکاران (۲۰۱۸) و گامبا و تریانیتس (۲۰۱۴) به دست آمده است.

پیشنهاد‌های پژوهش

به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود به‌منظور رشد و ارتقای بهره‌وری در هر زمان، انعطاف‌پذیری مالی خاص خود را داشته باشند؛ زیرا انعطاف‌پذیری مالی از کلیدی‌ترین شاخص‌های راهبردی مالی است. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود به‌منظور کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و برآورد وضعیت و میزان تقسیم سود، انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها را بررسی کنند. درنهایت به پژوهشگران توصیه می‌شود با استفاده از یافته‌های این پژوهش، موضوع‌هایی از جمله بررسی تأثیر متقابل ارزش نهایی انعطاف‌پذیری مالی و سودآوری شرکت‌ها و نیز ارزش نهایی انعطاف‌پذیری مالی و ارزش بازار واحدهای اقتصادی را بررسی کنند.

- stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.
- 17- Faulkender, M. & Wang, R. (2011). Corporate Financial Policy and Cash Holdings *Journal of Finance*, 61(3), 130-159.
- 18- Gamba, A. & Triantis, A. (2014). The Value of Financial Flexibility. *Journal of Finance*, 63 (2), 163-206.
- 19- Graham, J. R. & Harvey, C. (2013). The theory and practice of corporate finance. *Journal of Financial Economics*, 60(3), 187-243.
- 20- Graham, J. R., Harvey, C. R. & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77, 483-527.
- 21- Marchica, M. & mura, R. (2010). financial flexibility and investment decisions. Available at SSRN 2612656.
- 22- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- 23- Myers, S. C. & Majluf, N.S. (2010). Corporate financing and investment decisions when firms have Information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221.
- 24- Steffen Rapp, M. , Schmid, T., Urban, D. (2018). The Value of Financial Flexibility and Corporate Financial Policy. *Journal of Corporate Finance*, 29(3), 288-302
- 25- Whited, T. M. & Wu, G. (2009). Financial constraints risk. *Review of Financial Studies*, 19, 131-159.
- 26- Wi., D. J. & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *Review of Financial Studies* 23, 247-269.
- Xhonalds, G. (2014). Strategy for Financial Mobility. Harvard Business School, Boston, Massachusetts
- ۷- فروغی، داریوش و سعید فرزادی. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر تغییرات جریان‌های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی*، دوره اول، شماره ۴، صص ۱۶۹-۱۴۷.
- ۸- نمازی، محمد و شیرزاده، جلال. (۱۳۹۴). بررسی ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره سوم، شماره ۴۲، صص ۷۵-۸۵.
- ۹- لایحه اصلاح موادی از قانون تجارت، مصوب سال ۱۳۴۷.
- 10- Almeida, H., Campello, M. & Weisbach, M. S. (2008). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- 11- Brounen, D., de Jong, A. & Koedijk, K. (2014). Capital structure policies in Europe: Survey evidence. *Journal of Banking & Finance*, 30, 409-442.
- 12- Byoun, S. (2015). Financial flexibility, leverage and firm size. *Journal of Accounting and Economics-Forthcoming*, 29, 225-468
- 13- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q. & Shevlin, T. (2010). Are family firms more tax aggressive than non-family firms?. *Journal of Financial Economics*, 95, 41-61.
- 14- Clark, B. (2013). The impact of financial flexibility on capital structure decisions *Available at SSRN 2416995*.
- 15- Cremers, K. J.M., Nair, V. B. & John, K. (2009). Takeovers and the cross-section of returns. *Review of Financial Studies* 22, 1409-1445.
- 16- Fama, E. F. & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on