

## تاثیر عملکرد پایداری شرکت بر رفتار سرمایه‌گذاران با نقش انعطاف‌پذیری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

زهرا شورورزی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران. (نویسنده مسئول).  
Shourvarzi.z@gmail.com

نسرين قديمياري

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء (س)، تهران، ایران.  
ghadamyari.acc@gmail.com

### چکیده

هدف پژوهش تاثیر عملکرد پایداری شرکت بر رفتار سرمایه‌گذاران با نقش انعطاف‌پذیری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. این پژوهش از نظر ماهیت و روش توصیفی و از نظر هدف، یک پژوهش کاربردی بوده و از آنجایی که در پژوهش حاضر وضعیت موجود متغیرها با استفاده از جمع‌آوری اطلاعات، از طریق اطلاعات گذشته مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است، در ردیف مطالعات توصیفی و از نوع پس‌رویدادی گنجانده می‌شود. در مسیر انجام این پژوهش، دو فرضیه تدوین و ۱۶۰ شرکت از طریق نمونه‌گیری به روش حذف سیستماتیک برای دوره زمانی ۸ ساله بین ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ انتخاب شده و داده‌های مربوط به متغیرهای پژوهش بعد از گردآوری در نرم‌افزار اکسل با استفاده از نرم‌افزار آماری ایویوز مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات نشان داد عملکرد پایداری شرکت بر رفتار سرمایه‌گذاران با نقش انعطاف‌پذیری مالی تاثیر مستقیم معناداری دارد.

**واژگان کلیدی:** عملکرد پایداری شرکت، رفتار سرمایه‌گذاران، انعطاف‌پذیری مالی.

### مقدمه

پس از مطالعه گراهام و هاروی (۲۰۰۱) که اهمیت انعطاف‌پذیری مالی برای مدیران مالی در بازارهای توسعه یافته را برجسته کرد، مطالعات انعطاف‌پذیری مالی را تنها به عنوان میزان ظرفیت بدهی مازاد اندازه‌گیری کردند. به دلیل تأکیدی که تئوری سفارش پکینگ بر نقش وجوه داخلی دارد، این یک نظارت قابل توجه است. علاوه بر این، ارسال آیدین و همکاران (۲۰۱۴) انعطاف‌پذیری مالی و عملکرد شرکت را مطالعه کرد و دریافت که برخی از شرکت‌ها از طریق مانده‌های نقدی بزرگ به انعطاف‌پذیری مالی دست یافته‌اند. این مطالعه کنونی این یافته‌ها را مورد بازجویی قرار می‌دهد و بررسی می‌کند که آیا ویژگی‌های شرکت مانند تمرکز مالکیت ممکن است به ترجیحات متفاوت حفظ انعطاف‌پذیری مالی منجر شود یا خیر. این مطالعه همچنین بررسی می‌کند که چگونه وجود رابطه نمایندگی اصلی و اصلی اساسی ممکن است بر توانایی شرکت برای دستیابی به انعطاف‌پذیری مالی تأثیر بگذارد. شناسایی عوامل محرک وضعیت انعطاف‌پذیری مالی شرکت به تحقیقات کمی در فرموله کردن مدلی کمک می‌کند که انعطاف‌پذیری مالی شرکت را پیش‌بینی می‌کند.

انعطاف‌پذیری مالی (انعطاف‌پذیری مالی) مخفف توانایی یک واحد تجاری برای افزایش سرمایه با هزینه کم، سرمایه‌گذاری آسان و سریع در پروژه‌های افزایش دهنده ارزش یا هر هدف موجه دیگری است. همچنین شرکت را قادر می‌سازد تا به شوک‌های منفی جریان‌های نقدی و نقدینگی شرکت پاسخ دهد. نه تنها دانشگاه، بلکه مقامات شرکت نیز قبول

دارند که انعطاف پذیری مالی بخش مهمی از سیاست مالی شرکت است. به گفته دی آنجلو و همکاران (۲۰۱۸)، انعطاف پذیری مالی بارزش است، زیرا شرکت‌ها برای بازگرداندن گزینه استقراض اهرمزدایی می‌کنند، و این ایده را که اکثر شرکت‌ها اهداف اهرمی مثبت مادی دارند، مورد تردید قرار می‌دهند. گراهام و هاروی (۲۰۰۱) مدیران ارشد مالی ۳۹۲ شرکت آمریکایی را مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که نقش انعطاف پذیری مالی موثرترین عامل تعیین کننده ساختار سرمایه است. مطالعات انعطاف پذیری مالی را به عنوان حلقه گمشده مهم تئوری ساختار سرمایه از نظر تجربی ارزشمند در نظر می‌گیرند. علاقه به حوزه ساختار سرمایه از مطالعه کلاسیک مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) پدیدار شد، که در آن پیشنهاد شده است که در دنیای کاملی که بازار اصطکاک ندارد، ساختار سرمایه به ارزش شرکت بی‌ربط است. اگر چنین دنیای ایده آلی وجود داشته باشد، هر ساختار سرمایه ای قابل قبول است و هیچ ارتباطی بین ساختار سرمایه شرکت و ارزش یک شرکت وجود ندارد. از زمان مطالعه پیشگام مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸)، نظریه ساختار سرمایه بی نتیجه است. مایرز (۱۹۸۴) اظهار داشت که این معمای ساختار سرمایه است. که مهمترین و حیاتی ترین عناصر تعیین کننده تصمیم تامین مالی شرکت به عنوان موضوع اصلی است که هنوز حل نشده است. مایرز و مجلوف (۱۹۸۴) مفهوم ساختار سرمایه بهینه را نادیده می‌گیرند و پیشنهاد می‌کنند که مدیران مالی از دستوری پیروی کنند تا از بین منابع مالی مختلف برای برآوردن نیازهای سرمایه انتخاب کنند. در ابتدا شرکت‌ها از منابع داخلی استفاده می‌کنند. دوم، زمانی که منابع داخلی تمام می‌شوند، از بدهی به عنوان منبع تامین مالی خارجی استفاده می‌شود، و سوم، زمانی که توانایی استقراض دست‌نخورده تمام شده است، از سرمایه به عنوان آخرین راه‌حل برای برآوردن نیازهای تامین مالی استفاده می‌کنند. این نظریه نشان می‌دهد که در ابتدا یک شرکت دارای انعطاف پذیری مالی کافی است، از این رو، از منابع داخلی استفاده می‌کند. پس از آن، دارای انعطاف پذیری مالی در قالب ظرفیت استقراض اضافی است، بنابراین، از بدهی استفاده می‌کند. پس از آن، زمانی که انعطاف پذیری مالی در قالب ظرفیت استقراض استفاده نشده تخلیه می‌شود، شرکت‌ها به عنوان آخرین راه‌حل اقدام به انتشار سهام می‌کنند. در ادبیات مالی شرکت، به خوبی پذیرفته شده است که عوامل درون‌زا و خارجی شرکت‌ها در سطح کشور، تصمیم‌های تامین مالی شرکت را تعیین می‌کنند. شرکت‌های چند ملیتی به دلیل دسترسی بین‌المللی به منابع مالی، دسترسی بهتری به منابع مالی خارجی نسبت به شرکت‌های داخلی دارند، از این رو عوامل کلان اقتصادی و نهادی محلی تأثیر کمتری بر شرکت‌های چند ملیتی دارند (جانگ، ۲۰۱۷).

پایداری به موضوعی حیاتی برای دنیای امروز و آینده فردا تبدیل شده است (یوتانی و همکاران، ۲۰۱۷). بخشی از جوامع تجاری در سراسر جهان شرکت‌ها در تعامل با محیط خود، فیزیکی، بیولوژیکی و اجتماعی، بر آن تأثیر می‌گذارند و تحت تأثیر آن قرار می‌گیرند. کاملاً طبیعی است که سازمان‌ها نقش مهمی در پایداری یک منطقه یا یک کشور ایفا کنند (فیلیس و دیویس، ۲۰۰۹). رویکرد به موضوع پایداری توسط سازمان‌های خصوصی و دولتی را می‌توان به عنوان راه‌حل توافقی ذینفعانی در نظر گرفت که در فرآیند تصمیم‌گیری تجاری درگیر هستند، با در نظر گرفتن هم‌افزایی بین افزایش انعطاف پذیری اکولوژیکی (سیاره) (A)، مردم (B) و سود (C). شرکت‌ها توسط دولت‌های اعضای سازمان ملل تشویق شدند تا اصول توسعه پایدار را در حاکمیت شرکتی خود بپذیرند. استفاده از این اصول شرکت‌ها را به سمت دستیابی به اهدافی در خصوص حفاظت از محیط زیست، برابری اجتماعی و رفاه اقتصادی سوق می‌دهد (بانسال، ۲۰۰۵). نتیجه دستیابی به این اهداف از طریق شفافیت در گزارش توسعه پایدار منعکس می‌شود. تجزیه و تحلیل این نوع اطلاعات، ارزیابی عملکرد پایدار را قادر می‌سازد و همچنین میزانی که عناصر اجتماعی و محیطی گزارش شده توسط شرکت‌ها برای کلیه فرآیندهای تصمیم‌گیری ذینفعان مفید باشد. در دهه‌های گذشته، مفهوم توسعه پایدار به تدریج رویکرد مدیریتی سازمانی سنتی را برای به حداکثر رساندن ارزش سهامداران با در نظر گرفتن متغیرهای جدیدی مانند حفاظت از محیط‌زیست، رفاه اجتماعی یا حقوق بشر تغییر داده است. هایوارد و همکاران (۲۰۱۳) نشان می‌دهد که اکثریت ۹۳٪ از مدیران عامل در سراسر جهان،

پایداری را برای موفقیت آینده کسب و کار خود مهم می دانند، در حالی که تنها ۳۸٪ معتقدند که می توانند ارزش طرح های پایداری خود را به طور دقیق تعیین کنند (ماس و همکاران، ۲۰۱۶). بنابراین می توان مشاهده کرد که از هسته تعریف آن و از طریق دیدگاه های اقتصادی، زیست محیطی و اجتماعی ( بوتانی و همکاران، ۲۰۱۷)، مفهوم پایداری یک مفهوم است. عامل بسیار مهم موفقیت کسب و کار دیدگاه های متفاوتی در ادبیات وجود دارد که آیا بین پایداری شرکت و عملکرد مالی همبستگی وجود دارد یا خیر. اورلیتزکی و همکاران (۲۰۰۳) به این نتیجه رسیدند که فضیلت شرکتی در قالب مسئولیت اجتماعی و تا حدی کمتر مسئولیت زیست محیطی احتمالاً نتیجه خواهد داد.

### مساله پژوهش

محققان دانشگاه آکسفورد ۱۹۰ مطالعه آکادمیک در مورد پایداری شرکت را بررسی کردند و دریافتند که عملکرد محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی نتایج عملیاتی بهتر، هزینه های سرمایه کمتر و عملکرد قیمت سهام را بهبود می بخشد (کلارک و همکاران، ۲۰۱۷). کلارکسون و همکاران (۲۰۱۱) دریافتند که شرکت هایی که اثرات منفی زیست محیطی (انتشارهای آلاینده) را کاهش می دهند، عملکرد مالی بهتری دارند (جریان نقدی، اهرم و رشد). بنابراین مسئولیت زیست محیطی برای تجارت خوب است. با این حال مطالعات دیگر استدلال می کنند که رابطه بین پایداری و عملکرد مالی مختلط است یا حتی وجود ندارد. بنابراین افزایش سودآوری یک شرکت با شروع ابتکارات زیست محیطی مختلف دشوار است. همچنین دیدن پایداری به عنوان یک محرک برای نوآوری یک وظیفه بزرگ است (مارکوس، ۲۰۱۵).

آنتولین - لویز و همکاران (۲۰۱۶) اشاره کرد که تنوع ابزارهای مرتبط با ارزیابی پایداری شرکت و فقدان دانش در مورد این موضوع پیچیدگی و سردرگمی را برای دانشگاهیان و متخصصان ایجاد می کند آن را برای بحث باز می گذارد. همچنین هیچ اتفاق نظری در مورد اینکه کدام ابعاد فرعی باید در هنگام اندازه گیری سه بعد پایداری شرکت (اقتصادی، اجتماعی و زیست محیطی) مرتبط در نظر گرفته شود، حاصل نشده است. پیش بینی در حین سرمایه گذاری اعتماد بیش از حد سرمایه گذاران فردی تأثیر قابل توجهی بر تصمیمات سرمایه گذاری دارد (پرادیکاساری و ایسبانه، ۲۰۱۸). باکار و یی (۲۰۱۶) نشان دادند که سوگیری بیش از حد اعتماد به نفس تأثیر منفی قابل توجهی بر تصمیم گیری سرمایه گذاران دارد. باربر و اودین (۲۰۰۱) بررسی کردند که اعتماد بیش از حد در بین زنان سرمایه گذار کمتر است و همچنین در مقایسه با مردان ریسک گریز هستند و تعداد معاملات سرمایه گذاران مرد در مقایسه با سرمایه گذاران زن بیشتر است و بازده آنها کمتر است.

مطالعات تحقیقاتی شواهد قابل توجهی از رفتار گله در بورس اوراق بهادار عمان، بازار سهام ترکیه و بازار سهام هند را توسط چاکان و بلاگیوزیان (۲۰۱۶) بررسی می کنند. مالک و الهی (۲۰۱۴) اظهار داشتند که سوگیری گله ای به طور قابل توجهی بر تصمیمات سرمایه گذاران تأثیر می گذارد. شفرین و استاتمن (۱۹۸۵) یک مدل نظری در رابطه با واگذاری سهام به دست آمده و اولویت برای حساب کردن روی دارایی هایی که زیان می دهند، ایجاد کردند. سرمایه گذار به احتمال زیاد دارایی زیان ده را نگه می دارد در حالی که سعی می کند سهام در حال افزایش را بفروشد (کومار و گوپال، ۲۰۱۵). بودناروک و سیمونوف (۲۰۱۵) وجود اثر تمایل را در مدیران صندوق های متقابل و هیچ شواهدی مبنی بر تمایل در میان سرمایه گذاران نهادی آلمانی مورد مطالعه قرار دادند. توما (۲۰۱۵) همچنین دریافت که سرمایه گذاران در هنگام تصمیم گیری سرمایه گذاری، تمایل به تأثیرگذاری دارند.

نقش انعطاف پذیری مالی شرکت در تصمیم گیری مالی به خوبی پذیرفته شده است. توانایی شرکت برای به دست آوردن منابع مالی با حداقل هزینه و با تلاش کم را افزایش می دهد. می توان آن را به عنوان توانایی یک شرکت برای دسترسی و بازسازی منابع مالی خود با هزینه کم تعریف کرد. دنیس (۲۰۱۱) انعطاف پذیری مالی را به عنوان توانایی یک شرکت برای پاسخگویی به موقع و به حداکثر رساندن ارزش به تغییرات غیرمنتظره در جریان های نقدی شرکت یا مجموعه فرصت

های سرمایه گذاری تعریف می کند. از این تعاریف، دسترسی به وجوه مورد نیاز برای تحقق هدف موجه با هزینه کم، هسته اصلی انعطاف پذیری مالی است. یک شرکت با انعطاف پذیری مالی کافی می تواند سرمایه مورد نظر را با حداقل تلاش و هزینه افزایش دهد. در مطالعه اصلی، گراهام و هاروی (۲۰۰۱) و بانسل و میتو (۲۰۰۴) یافته های نظرسنجی مدیران مالی ایالات متحده و اروپا را گزارش کردند و دریافتند که این مقامات مالی انعطاف پذیری مالی را مهمترین بخش استراتژی مالی شرکت می دانند. یکی از مزایای مهم انعطاف پذیری مالی توانایی آن در توانایی شرکت برای تحمل شوک های یک بحران مالی است، بنابراین مدیران برای رسیدن به انعطاف پذیری مالی تلاش می کنند. جرمیاس و بیگیت (۲۰۱۹) گزارش می دهند که اقتصادهای نوظهور مانند ترکیه اهرم مالی را پایین نگه می دارند و از این رو به انعطاف پذیری مالی می رسند. این تحقیق تأثیر تمرکز بخش شرکتی، توسعه بخش شرکتی و توسعه بازار سهام را بر انعطاف پذیری مالی شرکت اندازه گیری می کند.

مطالعات اخیر گراهام و هاروی (۲۰۰۱) نشان داده اند که یکی از ملاحظات اصلی در تصمیم گیری مالی شرکت، انعطاف پذیری مالی است. این توسط مودیلیانی و میلر (۱۹۶۳) به عنوان ذخایر قدرت استقراض استفاده نشده تعریف شد. تحقیقات انجام شده پس از گراهام و هاروی (۲۰۰۱) نشان داده است که انعطاف پذیری مالی به دلیل توانایی آن در افزایش تمایل به سرمایه گذاری (مارچیکا و مورا، ۲۰۱۰) و افزایش پرداخت سود سهام مهم است. بانسل و میتو (۲۰۱۱) ارزش انعطاف پذیری مالی را عمیق تر بررسی کردند و دریافتند که به عنوان یک عامل کاهش دهنده در برخورد با اثرات بحران مالی جهانی در نظر گرفته می شود. در حالی که تحقیقات موجود تا حد زیادی به مجموعه دانش پیرامون انعطاف پذیری مالی افزوده است، اکثر کارها در کشورهای توسعه یافته انجام شده است که در آن بازارهای سرمایه توسعه یافته و سیستم های حقوقی پیشرفته هستند. با این حال، همانطور که توسط ارسلان آیدین و همکاران (۲۰۱۴)، استدلال شده است. انعطاف پذیری مالی باید در حوزه های قضایی مختلف بررسی شود زیرا ارزش آن احتمالاً تحت تأثیر شرایط قانونی و اقتصادی متفاوت است. چنین تحقیقاتی به محققان اجازه می دهد تا ارزیابی کنند که آیا عواملی مانند تمرکز مالکیت، سیستم های حاکمیت ضعیف و محدودیت های مالی بر دستیابی و مزایای انعطاف پذیری مالی تأثیر می گذارد یا خیر. درصد بررسی تاثیر عملکرد پایداری شرکت بر رفتار سرمایه گذاران با نقش انعطاف پذیری مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

### پیشینه پژوهش

پهلوان زاد و برزگر (۱۴۰۲) به بررسی تاثیر انعطاف پذیری مالی شرکت بر فعالیت های سرمایه گذاری و نقدینگی پرداختند. یافته های این پژوهش نشان داد که انعطاف پذیری باعث افزایش توانایی سرمایه گذاری شرکت می شود و انعطاف پذیری حساسیت سرمایه گذاری را در برابر گردش وجه نقد کاهش می دهد و شرکت هایی که به لحاظ مالی انعطاف پذیرترند دارایی نقدی بالاتری دارند.

هاشمی و همکاران (۱۴۰۲) تأثیر الگوهای تصمیم گیری احساسی سرمایه گذاران بر عملکرد شرکت را ارائه دادند. نتایج نشان دهنده ارتباط منفی زیان گریزی سرمایه گذاران با عملکرد اقتصادی شرکت و ارتباط مثبت اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه گذاران با عملکرد بازار شرکت است. همچنین مشخص شد که در بازار سرمایه ایران، سوگیری اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه گذاران بر سوگیری زیان گریزی آن ها به میزان چشمگیری غلبه دارد.

حسین زاده و همکاران (۱۴۰۱) به شناسایی و اولویت بندی مؤلفه های مؤثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران: مدلی مبتنی بر نگرش و رفتار سرمایه گذاران پرداختند. یافته های پژوهش حاکی از آن است که نگرش رفتاری با تصمیم بهینه سرمایه گذاران رابطه منفی و معنی داری دارد؛ اما توانایی مالی دارای رابطه مثبت و معنی داری با تصمیم بهینه سرمایه گذاران است. نتایج



دیگر پژوهش مؤید آن است که درک از عملکرد خود با نگرش رفتاری رابطه منفی و معنی دار و در مقابل، با توانایی مالی رابطه مثبت و معنی داری دارد.

صفری و همکاران (۱۴۰۰) انعطاف پذیری مالی و عملکرد شرکت ها طی شیوع کووید ۱۹ را بررسی کردند. جامعه آماری پژوهش، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد و با استفاده از روش حذف سیستماتیک ۱۱۷ شرکت به عنوان نمونه پژوهش در دوره زمانی بین سالهای ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ انتخاب شد. نتایج پژوهش نشان داد انعطاف پذیری مالی بر عملکرد شرکتها تاثیر دارد همچنین انعطاف پذیری مالی بر عملکرد شرکتها در طی شیوع بیماری کووید ۱۹ تاثیر معنی داری دارد. جامعه آماری پژوهش، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد و با استفاده از روش حذف سیستماتیک ۱۱۷ شرکت به عنوان نمونه پژوهش در دوره زمانی بین سالهای ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ انتخاب شد. نتایج پژوهش نشان داد انعطاف پذیری مالی بر عملکرد شرکتها تاثیر دارد همچنین انعطاف پذیری مالی بر عملکرد شرکتها در طی شیوع بیماری کووید ۱۹ تاثیر معنی داری دارد.

قربانی بجنندی و شاهوردیانی (۱۳۹۹) عوامل رفتاری موثر بر رفتار سرمایه گذاران در فرهنگ های مختلف ایران را شناسایی کردند. ه این منظور سرمایه گذاران در ۵ شهر تهران، اهواز، تبریز، اصفهان و مشهد به عنوان نمونه به طور تصادفی انتخاب و دادهها به روش میدانی و از طریق پرسشنامه جمع آوری شده است. روایی محتوا و همچنین آلفای کرونباخ نشان دهنده اعتبار بالای پرسشنامه بود. دادههای جمع آوری شده از طریق نرم افزار spss مورد تحلیل قرار گرفت. نتایج تحقیق حاکی از آن است که بین سوگیری فرا اعتمادی و فرهنگ رابطه معناداری وجود دارد و سوگیری افسوس گریزی، دیرپذیری و فرهنگ فاقد رابطه معنادار می باشد.

خالقی مقدم و همکاران (۱۳۹۸) به ارائه مدل اندازه گیری انعطاف پذیری مالی متناسب با شرایط محیطی ایران (با تأکید بر نوع مؤلفه ها) پرداختند. بعد از ارائه مدل پیشنهادی مورد اجماع خبرگان، بررسی وضعیت انعطاف پذیری مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نتایج آزمون مدل های اندازه گیری مؤلفه های سه گانه با استفاده از تکنیک های آماری رگرسیون چند متغیره و تحلیل عاملی تأییدی (CFA) حاکی از تأثیر چهار عامل تعیین کننده بر مؤلفه نگهداشت وجه نقد (هشت عامل مورد اجماع خبرگان) و سه عامل بر مؤلفه ظرفیت بدهی (هفت عامل مورد اجماع خبرگان) بودند. همچنین، بررسی ماهیت شاخص های نقد شوندگی سهام (پنج شاخص مورد اجماع خبرگان) و ضرایب آنان در مدل، نشان از نقدشوندگی پایین سهام و به تبع آن عدم اتکای شرکت ها به مؤلفه بازار سرمایه انعطاف پذیری مالی دارد. وو و همکاران (۲۰۲۴) تأثیر انعطاف پذیری مالی بر عملکرد شرکت با اثرات تعدیل کننده کارایی سرمایه گذاری و مقیاس سرمایه گذاری را بررسی کردند. یافته های این مطالعه نشان می دهد که انعطاف پذیری مالی از طریق کاهش سرمایه گذاری بیش از حد، ناکارآمدی سرمایه گذاری را کاهش می دهد. انعطاف پذیری مالی به افزایش عملکرد حسابداری و بازار شرکت کمک می کند. علاوه بر این، کارایی سرمایه گذاری و مقیاس سرمایه گذاری اثرات تعدیل کننده ای بر رابطه بین انعطاف پذیری مالی و عملکرد شرکت دارند. با این حال، تأثیر کارایی سرمایه گذاری بیشتر از تأثیر مقیاس سرمایه گذاری است. در نهایت، نویسندگان دریافته اند که اثرات مستقیم و غیرمستقیم انعطاف پذیری مالی بر عملکرد بازار قوی تر از عملکرد حسابداری است، که نشان می دهد بازار نسبت به سیاست های مالی شرکت حساس تر است.

وو و همکاران (۲۰۲۳) اثرات تعدیل کننده حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری بر رابطه بین انعطاف پذیری مالی و عملکرد شرکت را بررسی کردند. یافته های این مطالعه نشان می دهد که انعطاف پذیری مالی باعث بهبود ارزش شرکت و همچنین عملکرد حسابداری می شود. علاوه بر این، نتایج نشان می دهد که هم کارایی سرمایه گذاری و هم حاکمیت شرکتی تأثیر انعطاف پذیری مالی بر عملکرد شرکت را تعدیل می کنند. نویسندگان ادبیات حوزه استراتژی های سرمایه

گذاری بهینه را با نشان دادن اینکه تاثیر ترکیبی مکانیسم های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری، پیوند بین انعطاف پذیری مالی و عملکرد شرکت را تقویت می کند، تکمیل و گسترش می دهند.

اوگلسپی و همکاران (۲۰۲۳) مقاله ای با عنوان استراتژی، انعطاف پذیری و عملکرد: چگونه عدم انعطاف ساختاری رهبران هزینه بر عملکرد غیرمالی تاثیر منفی می گذارد ارائه دادند. یافته ها نشان می دهد که انعطاف پذیری استراتژیک به روش های مختلف بر عملکرد مالی و غیرمالی تاثیر می گذارد. در حالی که عملکرد مالی تحت تاثیر هر دو بعد ساختاری و تصمیم گیری انعطاف پذیری استراتژیک است، عملکرد غیرمالی تنها تحت تاثیر انعطاف پذیری ساختاری است. علاوه بر این، این تحقیق رابطه منفی بین رهبری هزینه و انعطاف پذیری ساختاری را نشان می دهد و انعطاف پذیری ساختاری را به عنوان میانجی بین رهبری هزینه و عملکرد غیر مالی قرار می دهد.

### فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: عملکرد پایداری شرکت بر رفتار سرمایه گذاران تاثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: عملکرد پایداری شرکت بر رفتار سرمایه گذاران با نقش انعطاف پذیری مالی تاثیر معناداری دارد.

### روش شناسی پژوهش

تحقیقات علمی به سه دسته تحقیق بنیادی، تحقیق کاربردی و تحقیق توسعه ای تقسیم می شوند. این تحقیق از نظر هدف، تحقیقی کاربردی محسوب می شود. از آنجا که این نوشتار به توصیف آنچه که هست یا توصیف شرایط موجود بدون دخل و تصرف (و نه به الزام و توصیه خاص) می پردازد و با توجه به آن که قضاوت های ارزشی در این تحقیق کم رنگ است، تحقیق حاضر در زمره تحقیقات توصیفی حسابداری به شمار می رود. به علاوه با توجه به اینکه از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیه ها (همبستگی ارتباط بین متغیرها) استفاده شده است، با در نظر گرفتن ماهیت و روشی که در این مطالعه استفاده می شود، نوعی تحقیق توصیفی - همبستگی به شمار می رود. در مورد همبستگی رابطه و تاثیر پذیری میان متغیرها، از نظر هدف کاربردی (در پی حل یک مشکل خاص)، از بعد فرآیند، تحقیقی کمی (دارای نگرشی عینی به جمع آوری و تحلیل داده های کمی)، از نظر شیوه گردآوری و تحلیل اطلاعات، توصیفی - همبستگی (در پی تعریف و به دست آوردن اطلاعات از یک مشکل یا موضوع مشخص در روابط بین متغیرها) و از بعد منطقی، یک تحقیق استقرایی (درصد طراحی یک مدل کلی بر اساس مشاهدات تجربی و جمع آوری داده های کمی) است.

### جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه ۱۳۹۵-۱۴۰۲ است. علت انتخاب جامعه آماری امکان دسترسی به داده های موجود در صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است. در این پژوهش نمونه مورد مطالعه از طریق روش حذفی سیستماتیک از جامعه آماری انتخاب خواهد شد، به این ترتیب که نمونه آماری متشکل از کلیه شرکت های موجود در جامعه آماری است که حائز معیارهای زیر باشند:

۱. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
۲. در دوره (۸ ساله) مورد بررسی تغییر دوره مالی نداشته باشند.
۳. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش در دسترس باشد.
۴. سهام آن ها در بازار معامله شده باشد.
۵. جزء موسسات مالی، بانک، سرمایه گذاری و لیزینگ نباشد.

## مدل و متغیرهای پژوهش

مدل اول:

$$\text{Investor behavior}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ sustainability reporting}_{it} + \beta_2 \text{ Size}_{it} + \beta_3 \text{ CASH}_{it} + \beta_4 \text{ Growth}_{it} + \beta_5 \text{ TANG}_{it} + \beta_6 \text{ ROA}_{it} + \beta_7 \text{ LEV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل دوم:

$$\text{Investor behavior}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ sustainability reporting}_{it} + \beta_2 \text{ financial flexibility}_{it} + \beta_3 (\text{ sustainability reporting}_{it} * \text{ financial flexibility}_{it}) + \beta_4 \text{ Size}_{it} + \beta_5 \text{ CASH}_{it} + \beta_6 \text{ Growth}_{it} + \beta_7 \text{ TANG}_{it} + \beta_8 \text{ ROA}_{it} + \beta_9 \text{ LEV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

## متغیر وابسته

### رفتار سرمایه‌گذاران (Investor behavior)

برای اندازه‌گیری رفتار سرمایه‌گذاران از شاخص ارائه شده توسط جونز (۲۰۰۵) استفاده می‌شود. بنابراین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با استفاده از رابطه زیر قابل محاسبه می‌باشد (حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲):

$$\text{SENT}_{pt} = \frac{\sum (R_{it} - \bar{R}_r)(R_{iv} - \bar{R}_v)}{[\sum (R_{it} - \bar{R}_r) \sum (R_{iv} - \bar{R}_v)]} * 100, \quad -100 \leq \text{EMSI} \leq +100$$

که در آن:

$R_{it}$  = رتبه بازده ماهانه سهام شرکت  $i$  در ماه  $t$ .

$R_{iv}$  = رتبه نوسان پذیری تاریخی شرکت  $i$  در ماه  $t$ .

برای محاسبه نوسان پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه قبل استفاده می‌شود به طوری که انحراف معیار بازده را در پنج ماه قبل از ماه  $t$  محاسبه کرده و مقدار آنرا بر پنج ماه تقسیم می‌کنیم).

$\bar{R}_r$  = میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت‌های پرتفوی (براساس معیار اندازه شرکت در پنج پرتفوی (پنجگ)، به طوری که پرتفوی شماره ۱ شامل شرکت‌هایی با کمترین مقدار اندازه و پرتفوی شماره ۵ شامل شرکت‌هایی با بیشترین مقدار اندازه می‌باشد).

$\bar{R}_v$  = میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام شرکت‌های پرتفوی (برای محاسبه نوسان پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده ماهانه سهام پرتفوی پنج ماه قبل استفاده می‌شود؛ به طوری که انحراف معیار بازده را در پنج ماه قبل از ماه  $t$  محاسبه کرده و مقدار آنرا بر پنج ماه تقسیم می‌کنیم).

## متغیر مستقل

### عملکرد پایداری شرکت (sustainability reporting)

عملکرد پایداری شرکتی برای تعیین امتیاز عملکرد پایداری شرکتی از شاخص KLD استفاده گردید. مؤسسه آمریکایی KLD هر ساله سازمانها را بر اساس معیارهای اجتماعی زیست محیطی رتبه بندی میکند. این شاخص معیاری استاندارد جهت ارزیابی رویه‌ها و عملکرد پایداری زیست محیطی شرکت است که در تحقیقات پایداری و عملکرد اجتماعی شرکت از سال ۱۹۹۱ مورد استفاده قرار گرفته است (کیم، ۲۰۱۸).

سنجش عملکرد پایداری شرکتی از طریق شاخص KLD شامل مجموعه‌ای از نقاط قوت و نقاط ضعف یا نگرانی است که در پژوهش حاضر با استفاده از چک لیست رتبه بندی اجتماعی برای هر هفت بعد شامل اجتماعی، حاکمیتی، محیط

زیست، روابط کارکنان کیفیت محصول حقوق بشر و تنوع بخشی اندازه گیری میشود زیر مجموعه های این ابعاد عبارت انداز: (۱) بعد اجتماعی نقاط قوت: الف امور خیریه در صورتی که شرکت مبلغی را به امور خیریه مردمی اختصاص داده باشد. (ب) امور خیریه خارج از ایران کمک به کشورهای جنگ زده و آسیب دیده از بلایای طبیعی (پ) برنامه حمایت از مسکن برنامه های حمایتی مسکن در سطح شرکت و ملیت برنامه حمایت از تحصیل شرکت برنامه حمایتی برای تحصیل و آموزش شغل برای جوانان و کارکنان داشته باشد نقاط ضعف (الف) اثرات منفی اقتصادی شرکتهایی که دچار مسائل حقوقی آب، زمین، دفع ضایعات یا مسائل دیگری که تأثیر گذار بر زندگی مالیات یا ارزش دارایی جامعه باشد مانند تعطیلی کارخانه (ب) مشکلات مالیاتی در صورتی که شرکت دارای پرونده مالیاتی در هیئت حل اختلاف مالیاتی باشد. (۲) حوزه حاکمیتی نقاط قوت (الف) پاداش در صورتی که شرکت پاداشی در سال مالی به مدیران ارشد داده باشد. (ب) نفوذ قابل ملاحظه: در صورتی که شرکت، صاحب ۲۰ تا ۵۰ درصد از سهام شرکت دیگر باشد. (ج) شفافیت بالا: شرکت گزارش مؤثری از اندازه گیریهای محیطی اجتماعی و یا موضوع خاص شرکتی داشته باشد. نقاط ضعف: (الف) نگرانی های حسابداری شرکت دارای اظهار نظر حسابرسی مشروط باشد (ب) مشکلات شفافیت شرکت دارای ضعف در افشای اطلاعات مربوط به مسائل محیط و اجتماع باشد. (۳) تنوع نقاط قوت: (الف) مدیران اجرایی در صورتی که شرکت از مدیران اجرایی خانم و یا اقلیت جامعه استفاده کند. (ب) اعضای هیئت مدیره خانمها اقلیتها و افراد معلول عضو هیئت مدیره باشند. (پ) منافع شغلی زندگی منافع خارج از شرکت برای کودکان سالمندان یا اوقات فراغت (ت) کارمندان خانم و اقلیت: حداقل ۵ درصد کارمندان شرکت از این گروه باشند. ش به کارگیری کارمندان جانباز و معلول.

نقاط ضعف: (الف) مشکلات دادگاهی دعاوی مربوط به کارکنان و بیمه و .... (ب) نداشتن خانم در اعضای هیئت مدیره (۴) روابط کارکنان: نقاط قوت: (الف) مزایای غیر نقدی شرکت مزایای غیر نقدی را برای کارکنان خود در نظر گرفته باشد. (ب) توزیع نقدی درآمد شرکت دارای برنامه توزیع سود نقدی است که اخیراً آن را به اکثریت نیروی کار و سهامداران تقسیم کرده است. (پ) مشارکت کارکنان شرکت برای مشارکت کارکنان همچنین مشارکت در مالکیت راغب است. (ت) مزایای بازنشستگی شرکت دارای برنامه مزایای بازنشستگی قابل توجه است (ث سلامت و ایمنی شرکت دارای برنامه بهداشتی و ایمنی قوی است. نقاط قوت (الف) کاهش نیروی کار شرکت در آن سال مالی نیروی کار خود را کاهش داده باشد. (ب) سلامت و ایمنی شرکت جرائمی را بابت بهداشت و ایمنی پرداخت نموده باشد. (پ) ضعف در مزایای بازنشستگی: شرکت در این زمینه دچار کسری بودجه شده باشد (۵) محیط زیست: (الف) محصولات و خدمات سودمند ساخت محصول مطابق با محیط زیست و کارا در مصرف انرژی (ب) جلوگیری از آلودگی شرکت دارای برنامههای پیشگیری از آلودگی شدید، از جمله کاهش میزان انتشار و برنامه های کاهش سموم است (پ) بازیافت شرکت از مواد بازیافتی به عنوان مواد خام در فرآیندهای تولید استفاده می کند و یا عامل اصلی در صنعت بازیافت است. (ت) انرژی پاک شرکت اقدامات قابل توجهی را برای کاهش تأثیر بر تغییرات آب و هوایی و آلودگی هوا از طریق استفاده از انرژیهای تجدید پذیر و سوخت پاک یا از طریق بهره وری و صرفه جویی در انرژی انجام داده است. ث دریافت جایزه و لوح تقدیر در زمینه محیط زیست. (ج) اموال، ماشین آلات و تجهیزات: شرکت اموال ماشین آلات و تجهیزات خود را با عملکرد محیطی بالا برای صنعت خود حفظ می کند. (چ) سیستم های مدیریتی دریافت گواهینامه ایزو ۱۴۰۰۱ توسط شرکت برای سیستم های مدیریتی شرکت.

نقاط ضعف: (الف) فضولات خطرناک شرکت جزء پنج صنعت اول در ایجاد فضولات پرخطر باشد شیمیایی و نفت، چرم و نساجی، استخراج و تولید فلزات اساسی کاغذ و چاپ و رنگ شوینده و تمیز کننده (ب) مسائل قانونی پرداخت جرائم برای مسائل و مشکلات زیست محیطی ای که شرکت تولید کرده است (نقض مدیریت زباله و جریمه انرژی). (پ) مواد شیمیایی نازک کننده لایه اوزون شرکت جزء تولید کنندگان مواد شیمیایی از بین برنده لایه اوزون باشد. (ت) مواد شیمیایی کشاورزی شرکت تولید کننده مواد شیمیایی کشاورزی است یعنی آفت کشها یا کود شیمیایی و یا تولید مواد اولیه آنها. (ث) تغییرات



آب و هوایی شرکت باعث تغییرات اقلیمی و آب و هوا شود یا شرکت در آمد قابل توجهی از فروش زغال سنگ یا نفت و محصولات مشتق شده آن به دست می‌آورد یا درآمد قابل توجهی را به طور غیر مستقیم از احتراق زغال سنگ یا نفت و محصولات تولیدی به دست می‌آورد (۶) حقوق بشر

نقاط قوت: الف) روابط دوستانه با مردم بومی: شرکت ارتباطات خود را با مردم بومی برقرار کرده و به مسائل مربوط به آنها احترام میگذارد ایجاد فضای سبز برای استفاده عموم، برگزاری مراسم ها و جشن ها، احداث جاده برای راحتی مردم بومی استفاده از کارگران بومی برگزاری مسابقات ورزشی شهری و استانی برگزاری نمایشگاه در سطح شهر و استان کمک به روستا و شهر هم جوار گزارش رضایت همسایگان کارخانه). ب حقوق کارکنان و کارگران افشای مناسب برای حقوق کارکنان و کارگران وجود دارد نقاط ضعف ندارد. (۷)

کیفیت محصول: نقاط قوت (الف) کیفیت شرکت دارای یک برنامه کیفیت بلندمدت برای محصولات و خدمات باشد. ب) تحقیق و توسعه نوآوری شرکت دارای برنامه ای برای تحقیق و توسعه و نوآوری در صنعت خود است (پ) مزایای شرایط سخت اقتصادی: شرکت به عنوان بخشی از مأموریت اصلی خود محصولات یا خدمات را برای افراد محروم اقتصادی ارائه می کند. نقاط ضعف: الف) ایمنی محصول شرکت اخیراً جریمه های قابل توجهی در رابطه با ایمنی محصولات و خدمات پرداخت کرده است (ب نگرانیهای قراردادی / بازاریابی پرداخت جرائم و یا دعوی حقوقی مربوط به قراردادهای بازاریابی و شیوه تبلیغات و ...

پس از ادغام مؤلفه های روابط کارکنان در بخش اجتماعی حقوق بشر در بخش اخلاقی و در نظر گرفتن مؤلفه کیفیت محصول در بخش اقتصادی چک لیست نهایی بر اساس ابعاد پنج گانه عملکرد پایداری در پنج بعد طبقه بندی می شود که شامل حوزه های اجتماعی (SOC)، حاکمیتی (GOV)، زیست محیطی (INV)، اخلاقی (ETH) و اقتصادی (ECO) است که در آن بعد اقتصادی به عنوان بعد مالی عملکرد پایداری شرکتی و مجموع ابعاد زیست محیطی، حاکمیتی، اخلاقی و اجتماعی به عنوان بعد غیر مالی عملکرد پایداری شرکتی در نظر گرفته میشود در هر حوزه معیارهایی به عنوان نقاط قوت و نقاط نگرانی مطرح گردید. چنانچه شرکت مورد بررسی دارای معیارهای نقاط قوت باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق میگیرد از طرف دیگر چنانچه برای شرکتی معیارهای نقاط نگرانی برقرار باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می گیرد. جهت محاسبه امتیاز هر یک از ابعاد عملکرد پایداری برای هر شرکت مجموع نقاط نگرانی از مجموع نقاط قوت کسر و امتیاز عملکرد پایداری تعیین می شود (امین و همکاران، ۱۳۹۷). برای تعیین امتیاز عملکرد پایداری شرکت ها با استفاده از شاخص KLD گزارشهای هیئت مدیره که در سامانه کدال و سایت شرکت منتشر شده بود و نیز سایر گزارشهایی که طی دستورالعمل های الزام آور بورس اوراق بهادار تهران افشا گردیده اند استخراج و مورد ارزیابی قرار گرفت.

## متغیر تعدیل گر

### انعطاف پذیری مالی (financial flexibility):

در شرکتهای منظور از انعطاف پذیری در اکثر موارد انعطاف پذیری مالی می باشد از این رو در پژوهش حاضر نیز برای اندازه گیری این متغیر از انعطاف پذیری مالی استفاده شده است.

برای محاسبه انعطاف پذیری مالی از شاخص ارزش نهایی وجه نقد با استفاده از روشی مشابه فالكندر و وانگ (۲۰۰۶) استفاده شده است. ایده اصلی این است که بین تغییرات در ارزش بازار شرکت و تغییرات در مانده وجه نقد رگرسیون ایجاد کرده و همزمان برای کنترل سایر عوامل بالقوه تاثیرگذار در ارزش، از متغیرهای کنترلیب استفاده کنیم. در این صورت

ضریب رگرسیون به دست آمده برای متغیر تغییر در وجه نقد نگهداری شده، بیانگر ارزش نهایی وجه نقد نگهداری شده می باشد.

مدل برآورد اولیه ضرایب برای تعیین ارزش نهایی وجه نقد:

$$R_{i,t} - \bar{R}_{pt} = \lambda_0 + \lambda_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_2 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_3 \frac{CF_{i,t}}{TA_{i,t}} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_4 MB_{i,t} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_5 \frac{Dep_{i,t}}{TA_{i,t}} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_6 Size_{i,t} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_7 \frac{FA_{i,t}}{TA_{i,t}} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_8 \frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_9 \frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_{10} \frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_{11} \frac{\Delta D_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_{12} \frac{NF_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_{13} \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \lambda_{14} \frac{CF_{i,t}}{TA_{i,t}} + \lambda_{15} MB_{i,t} + \lambda_{16} \frac{Dep_{i,t}}{TA_{i,t}} + \lambda_{17} Size_{i,t} + \lambda_{18} \frac{FA_{i,t}}{TA_{i,t}} + \mu_{i,t}$$

در ادامه از مدل زیر، ارزش نهایی وجه برای هر سال شرکت بدست می آید:  
محاسبه انعطاف پذیری مالی (ارزش نهایی وجه نقد):

$$MVOC_C = \lambda_1 + \lambda_2 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \lambda_3 \frac{CF_{i,t}}{TA_{i,t}} + \lambda_4 MB_{i,t} + \lambda_5 \frac{Dep_{i,t}}{TA_{i,t}} + \lambda_6 Size_{i,t} + \lambda_7 \frac{FA_{i,t}}{TA_{i,t}}$$

در این دو مدل، متغیرهای مورد استفاده به شرح زیر است:

Rit: بازده واقعی سهام که از رابطه زیر به دست می آید:  
برابر بازده غیرعادی می باشد که در آن بازده واقعی سهام و بازده بازار می باشد که نشان دهنده بازده مورد انتظار است.

$$R_{i,t} = \frac{D_t + P_t(1 + \alpha + \beta) - P_{t-1} - C * \alpha}{P_{t-1} + C * \alpha}$$

Pt: قیمت سهام در ابتدای دوره t، Pt-1 قیمت سهام در ابتدای دوره، Dt: سود نقدی پرداختی، a: درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی، B: درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته قانونی، C: مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سرمایه گذار بابت افزایش سرمایه از محل آورده نقدی، Rpt: شاخص بازده کل بازار، Xit: تغییرات در متغیر Xi از زمان t-1 تا زمان t، C: وجه نقد موجود در شرکت، E: سود و زیان عملیاتی، NA: مجموع دارایی ها پس از کسر وجه نقد، I: هزینه مالی، D: سود تقسیم شده سهامداران عادی، L: نسبت اهرم مالی (مجموع بدهی به مجموع دارایی)، NF: خالص تامین مالی (مجموع بدهی و سهام منتشره)، TA: مجموع دارایی ها، CF: جریان وجه نقد ناشی از عملیات، MB: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، D: هزینه استهلاک، SIZE: لگاریتم طبیعی مجموع دارایی ها، FA: دارایی های ثابت مشهود، M: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.

### متغیر کنترلی

اندازه شرکت (SIZE): که از طریق لگاریتم ارزش بازار کل دارایی های شرکت بدست می آید.  
منابع نقدی (CASH): بیانگر میزان نگهداری وجه نقد در شرکت است که از طریق تقسیم مجموع وجه نقد و سرمایه گذاری های کوتاه مدت بر کل دارایی ها محاسبه میشود.  
فرصت رشد (Growth): نشان دهنده فرصت رشد در شرکت است که از تقسیم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان تقسیم به دست می آید.

دارایی های مشهود (TANG): نسبت دارایی های ثابت بر کل دارایی ها؛ استدلال بر این است با افزایش دارایی های مشهود سیاست تقسیم سود شرکت بهبود پیدا کند.  
سودآوری (ROA): شاخصی برای اندازه گیری سودآوری بوده و بیانگر بازده داراییها است. این معیار از طریق نسبت سود عملیاتی به ارزش دفتری کل داراییها حاصل می شود.  
اهرم مالی (LEV): که از طریق تقسیم کل بدهی ها به کل دارایی های شرکت در پایان سال به دست می آید.

### یافته های توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. نگاره ۱ آمار توصیفی داده های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق را نشان می دهد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

تعداد	میانگین	انحراف معیار	کواریانس	انحراف استاندارد	کواریانس	انحراف استاندارد	کواریانس	انحراف استاندارد	کواریانس	انحراف استاندارد
میانگین	۰.۵۲۶	۰.۰۳۶	۲۵.۴۹۷	۱۵.۷۴۱	۰.۰۴۶	۴.۹۸۹	۰.۲۱۲	۰.۵۴۲	۰.۰۵۶	۰.۰۳۶
میان	۱	۰.۰۳۹	۲۶.۱۱۸	۱۵.۳۹۸	۰.۰۲۸	۲.۶۵۹	۰.۱۷۰	۰.۵۳۱	۰.۰۴۰	۰.۰۳۹
بیشترین	۱	۰.۰۷۵	۹۸.۵۶۹	۲۲.۴۵۲	۰.۵۹۹	۷۵.۷۹۰	۰.۸۶۵	۳.۵۵۲	۰.۷۳۱	۰.۰۷۵
کمترین	۰	۰.۰۰۰	۰.۴۷۲	۱۱.۸۹۰	۰.۰۰۰	-۳۵.۵۸	۰.۱۵	۰.۰۱۲	-۰.۲۷۸	۰.۰۰۰
انحراف معیار	۰.۴۹۹	۰.۰۱۰	۱۹.۹۳۷	۱.۸۹۰	۰.۰۵۳	۸.۴۹۳	۰.۱۱۰	۰.۲۷۰	۰.۰۷۱	۰.۰۱۰
چولگی	-۰.۱۰۴	-۰.۸۴۹	۰.۴۰۴	۰.۷۵۱	۳.۱۶۴	۴.۵۶۳	۲.۹۸۰	۳.۱۸۰	۱.۴۹۳	-۰.۸۴۹
کشیدگی	۱.۰۱۱	۳.۷۲۱	۲.۷۳۷	۳.۳۰۶	۲۰.۲۵۳	۳۲.۰۱۶	۱۲.۵۵۳	۳۱.۳۷۵	۱۱.۲۱۹	۳.۷۲۱

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست.

### ضریب همبستگی

ضریب همبستگی یکی از معیارهای مورد استفاده در تعیین همبستگی دو متغیر می باشد. ضریب همبستگی، شدت رابطه و نیز نوع رابطه (مستقیم یا معکوس) را نشان می دهد. مفهوم معنی داری در همبستگی این است که آیا همبستگی بدست آمده بین دو متغیر را می توان شانس و تصادفی دانست یا واقعا " نشان می دهد بین دو متغیر همبستگی وجود دارد. این موضوع که عدد به دست آمده معنی دار است یا نه از خود عدد به دست آمده با اهمیت تر است (مومنی و فعال قیومی، ۱۳۸۷). در صورتی که داده های پژوهش از توزیع نرمال برخوردار نباشند از همبستگی اسپرمن و در صورتی که داده های پژوهش از توزیع نرمال برخوردار باشند از همبستگی پیرسون استفاده می گردد.

جدول (۲): ضریب همبستگی

۱								
۰.۱۴۶	۱							
-۰.۰۳۰	-۰.۰۴۲	۱						
۰.۰۴۴	-۰.۰۰۸	۰.۰۴۹	۱					
۰.۲۰۹	-۰.۰۰۳	-۰.۰۴۸	-۰.۰۳۱	۱				
۰.۰۷۹	۰.۰۷۸	-۰.۰۰۶	-۰.۰۵۵	۰.۰۳۲	۱			
۰.۱۱۰	-۰.۰۷۰	-۰.۰۵۷	۰.۰۰۷	۰.۳۰۹	۰.۰۰۴	۱		
۰.۰۲۱	-۰.۰۵۱	-۰.۱۱۱	-۰.۰۰۳	-۰.۲۵۷	۰.۰۰۳	۰.۰۸۴	۱	
۰.۰۳۸	۰.۰۳۲	-۰.۰۱۷	۰.۰۱۵	-۰.۱۶۳	-۰.۱۵۰	-۰.۰۷۰	۰.۰۰۸	۱

معمولاً از جدول ضریب همبستگی برای کشف هم خطی ساده استفاده می شود. مشاهده می شود که هیچ یک از ضرایب بین متغیرهای مستقل بیش از ۵۰ درصد نیست و این مورد بیانگر عدم وجود همبستگی شدید بین متغیرهای مستقل است و هم خطی ساده وجود ندارد برای بررسی هم خطی چندگانه از آزمون تورم واریانس استفاده شده که نتایج نشان داد هم خطی چندگانه نیز بین متغیرهای مستقل وجود ندارد.

### آزمون مانایی متغیرها

یکی از نکاتی که بایستی همیشه قبل از برآزش مدل‌ها در نظر داشت بررسی مانایی متغیرهای تحقیق می باشد. نامانایی متغیرها یا به عبارتی تصادفی بودن سری زمانی متغیرها منجر به کاذب شدن مدل رگرسیونی برآورد شده می گردد. اگر متغیرهای سری زمانی مورد استفاده در برآورد ضرایب مدل ناپایا باشند، در حالیکه هیچ رابطه مفهومی بین متغیرهای مدل وجود نداشته باشد، موجب می شود تا استنباط‌های نادرستی در مورد میزان ارتباط بین متغیرها انجام گیرد.

جدول (۳): آزمون مانایی (هادری) برای متغیرهای پژوهش

نام متغیر	آماره	معناداری	نتیجه
رفتار سرمایه‌گذاران	-۹.۰۰۱	۰.۰۰۰	مانا است
عملکرد پایداری شرکت	-۲۱.۲۲۳	۰.۰۰۰	مانا است
انعطاف پذیری مالی	-۱۲.۰۵۸	۰.۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	۱۶.۱۹۳	۱	مانا نیست
منابع نقدی	-۱۹.۱۰۹	۰.۰۰۰	مانا است
فرصت رشد	-۱۳.۰۲۴	۰.۰۰۰	مانا است
دارایی‌های مشهود	-۸.۹۷۲	۰.۰۰۰	مانا است
سودآوری	-۵.۱۸۴	۰.۰۰۰	مانا است
اهرم مالی	-۲۰.۳۲۲	۰.۰۰۰	مانا است
آزمون هم جمعی			
	آماره	سطح معناداری	
مدل دوم	-۲۱.۵۷۹	۰.۰۰۰	
مدل سوم	-۱۲.۰۷۷	۰.۰۰۰	

با توجه به جدول شماره ۳ مشاهده می شود سطح معناداری همه متغیرها (به جز اندازه شرکت) کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرهاست. همچنین در بررسی مدل خطاها مشاهده میشود سطح معناداری مدل دوم و سوم کمتر از ۵ درصد است و بیانگر مانا بودن آزمون‌ها میباشد.



## آزمون تشخیص توزیع نرمال

پس از انجام هر نوع اندازه‌گیری همواره تعدادی داده (عدد) در اختیار داریم که می‌خواهیم ارتباط بین آنها را کشف کنیم یا آنها را دسته‌بندی نماییم تا بتوانیم آنها را تجزیه و تحلیل کنیم. برای انجام این کار ابتدا می‌بایست نحوه توزیع داده‌ها را بدانیم. به عبارت ساده‌تر توزیع داده‌ها به ما می‌گوید که پراکندگی و گستردگی داده‌هایی که جمع‌آوری کرده ایم چگونه است. به منظور بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش از آزمون جارکوبرا استفاده شده است. در این آزمون هرگاه سطح معنی داری کمتر از ۵٪ باشد نشاندهنده ی توزیع نرمال نمی باشد:

جدول (۴): نتایج آزمون توزیع نرمال

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
رفتار سرمایه‌گذاران	-۸.۰۹۳	۱	توزیع نرمال دارد
عملکرد پایداری شرکت	۹.۶۶۳	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
انعطاف پذیری مالی	۱۱.۵۰۹	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اندازه شرکت	۸.۷۱۳	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
منابع نقدی	۱۳.۷۰۱	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
فرصت رشد	۱۵.۰۴۶	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
دارایی‌های مشهود	۱۴.۶۶۸	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
سودآوری	۱۲.۵۶۱	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اهرم مالی	۱۱.۵۵۷	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
آزمون نرمالیت خطا			
	آماره	سطح معناداری	
مدل دوم	۹.۴۲۷	۰.۳۲۶	
مدل سوم	۱۰.۷۹۴	۰.۴۷۹	

## نرمال بودن متغیرها

طبق نتایج آزمون مشاهده می‌شود که سطح معناداری متغیرها (به جز اظهارنظر حسابرس) کمتر از ۵ درصد می‌باشد لذا دارای توزیع نرمال نمی‌باشند. همچنین در بررسی مدل‌های خطا مشاهده می‌شود که سطح مدل‌های دوم و سوم بیشتر از ۵ درصد بوده و دارای توزیع نرمال می‌باشند.

## آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن

گاهی اوقات داده‌هایی که ما با آن‌ها روبرو هستیم هم دربرگیرنده داده‌های سری زمانی و هم مقطعی می‌باشد. به چنین مجموعه‌ای از داده‌ها عموماً پانلی از داده‌ها یا پانل دیتا شناخته شده است. در برآورد مدل پانل دیتا با دو حالت کلی روبرو هستیم. حالت اول این است که عرض از مبدأ برای کلیه مقاطع یکسان است که در این صورت با مدل پول دیتا (pool data) مواجه هستیم. حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام مقاطع متفاوت است که به این حالت پانل دیتا (panel data) گفته می‌شود. برای شناسایی دو حالت فوق از آزمونی به نام اف-لیمر استفاده می‌شود. بنابراین آزمون اف-لیمر برای انتخاب بین روشهای رگرسیون پول دیتا (تلفیقی) و رگرسیون با اثرات ثابت استفاده می‌شود. در صورتی که میزان معناداری آماره ی چاو (prob) کمتر از سطح ۰.۰۵ باشد، داده‌های تابلیوی (پانل دیتا) انتخاب می‌شود. در این حالت برای تشخیص اثرات ثابت یا تصادفی باید آزمون هاسمن نیز انجام شود.

#### جدول (۵): نتایج آزمون اف لیمر (چاو)

نام مدل	آماره آزمون	معناداری	نتیجه
مدل اول	۲.۱۴	۰.۰۰۰	داده های تابلویی
مدل دوم	۵.۶۰	۰.۰۰۰	داده های تابلویی

با توجه به جدول ۵، چون سطح معناداری آزمون اف لیمر در مدل های دوم و سوم کمتر از ۵ درصد است، از این رو رویکرد داده های تابلویی (پانل دیتا) در مقابل رویکرد داده های تلفیقی (پول) مورد پذیرش قرار می گیرند.

#### جدول (۶): نتایج آزمون هاسمن

نام مدل	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول	۱۶۱.۵۱	۰.۰۰۰	اثرات ثابت
مدل دوم	۲۲.۴۲	۰.۰۰۲	اثرات ثابت

با توجه به جدول ۶، چون سطح معناداری در مدل های دوم و سوم کمتر از ۵ درصد است، از این رو رویکرد اثرات ثابت در مقابل رویکرد اثرات تصادفی عرض از مبدا مورد پذیرش قرار می گیرند.

#### همسانی واریانس در مقادیر خطا

یکی از مفروضات مدل رگرسیونی خطی کلاسیک وجود همسانی واریانس جملات اخلاص می باشد. اما به طور متعارف در داده های سری زمانی و داده ها مقطعی ممکن است واریانس جملات اخلاص ثابت نموده و از مقادیر وقفه دار جملات اخلاص تبعیت نماید. در این صورت مشکل ناهمسانی واریانس بین جملات اخلاص بروز می کند و تخمین زنده های رگرسیون علی رغم بدون تورش بودن دارای کارایی نخواهد بود. فرض های آماری این آزمون به شرح ذیل است. فرضیه صفر ( $H_0$ ): واریانس مقادیر خطا همسان است. فرضیه مقابل ( $H_1$ ): واریانس مقادیر خطا همسان نیست.

#### جدول (۷): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس (بریوش - پاگان - گودفری)

مدل های پژوهش	آماره آزمون	معناداری	نتیجه
مدل اول	۹۰۱۲.۲۰	۰.۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
مدل دوم	۸.۵۰۶	۰.۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس

نتایج حاصل در جدول ۷ نشان می دهد که سطح معنی داری آزمون در مدل های دوم و سوم کمتر از ۵ درصد می باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص می باشد. لازم به توضیح است که این مشکل در تخمین نهایی مدل ها رفع گردیده (با روش وزن دهی به داده ها از طریق دستور gls) است.

#### خود همبستگی مقادیر خطا

در مطالعات اقتصادسنجی که بر مبنای سری های زمانی قرار دارند، فرض عدم خود همبستگی سریالی بین جملات پسماند که از فروض مهم مدل کلاسیک است، اغلب نقض می شوند، بنابراین لازم می باشد که قبل از تفسیر نتایج حاصل، به بررسی پدیده خود همبستگی سریالی بین جملات پسماند پرداخته شود؛ زیرا در صورت وجود خودهمبستگی سریالی بین اجزاء اخلاص، تخمین زن های OLS دیگر در بین تمام تخمین زن ها بدون تورش، کارا نیستند یعنی دارای حداقل واریانس نمی باشند و در نتیجه استنباط آماری، قابل اعتماد نخواهد بود این مشکل بیشتر در داده های سری زمانی دیده می شود. در این آزمون فرضیه ها به شکل زیر است:

H0: جملات پسماند دارای خودهمبستگی سریالی نیستند.

H1: جملات پسماند دارای خودهمبستگی سریالی هستند.

**جدول (۸): نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی (برپوش-گودفری)**

نتیجه	معناداری	آماره آزمون	مدل های پژوهش
لجستیک			مدل اول
عدم وجود خودهمبستگی سریالی	۰.۱۰۶	۲۶۳۰	مدل دوم
وجود خودهمبستگی سریالی	۰.۰۰۰	۶۱.۹۳۹	مدل سوم

با توجه به نتایج جدول شماره ۸، مشاهده می شود که سطح معناداری آزمون در مدل سوم کمتر از ۵ درصد می باشد و بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی است. که با استفاده از دستور AR(1) که همان خودرگرسیو مرتبه اول می باشد که در نرم افزار، این مشکل رفع شده است.

**آزمون فرضیه های پژوهش**

**فرضیه اول**

فرضیه اول: عملکرد پایداری شرکت بر رفتار سرمایه گذاران تاثیر معناداری دارد.

**جدول (۹): تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول (لجستیک)**

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عملکرد پایداری شرکت	۰.۰۱۴	۰.۰۰۷	۲	۰.۰۴۶
اندازه شرکت	۰.۲۶۲	۰.۰۳۵	۷.۳۱	۰.۰۰۰
منابع نقدی	۳.۹۲۴	۱.۱۴۳	۳.۴۳	۰.۰۰۱
فرصت رشد	۰.۰۰۷	۰.۰۰۸	۰.۹۳	۰.۳۵۳
دارایی های مشهود	۱.۷۵۲	۰.۵۶۲	۳.۱۲	۰.۰۰۲
سودآوری	۰.۶۷۶	۰.۲۲۷	۲.۹۸	۰.۰۰۳
اهرم مالی	-۲.۶۷۸	۰.۸۲۷	-۳.۲۴	۰.۰۰۱
عرض از مبدا	-۴.۹۱۳	۰.۶۴۲	-۷.۶۵	۰.۰۰۰
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین تعدیل شده	۷۸ درصد	دوربین واتسون	۲.۱۵	
آماره فیشر	۴.۷۵	سطح معناداری آماره فیشر	۰.۰۰۰	

مشاهده می شود که متغیر عملکرد پایداری شرکت دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که عملکرد پایداری شرکت بر رفتار سرمایه گذاران تاثیر مستقیم معناداری دارد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که متغیرهای مستقل توانسته اند ۷۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. دوربین واتسون در بازه ۱.۵ الی ۲.۵ قرار دارد و نشان از نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل دارد. سطح معناداری فیشر نیز کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان می دهد مدل از اعتبار کافی برخوردار است.

**فرضیه دوم**

فرضیه دوم: عملکرد پایداری شرکت بر رفتار سرمایه گذاران با نقش انعطاف پذیری مالی تاثیر معناداری دارد.

جدول (۱۰): تخمین نهایی مدل رگرسیونی سوم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عملکرد پایداری شرکت	۰.۱۳۱	۰.۰۳۵	۳.۶۷	۰.۰۰۰
رفتار سرمایه‌گذاران	-۰.۰۰۱	۰.۰۰۰	-۵.۰۹	۰.۰۰۰
تعدیل گر	۰.۰۷۷	۰.۰۱۸	۴.۲۶	۰.۰۰۰
اندازه شرکت	-۲۴.۳۷۱	۵.۲۰۲	-۴.۶۸	۰.۰۰۰
منابع نقدی	۴۳.۳۳۷	۵.۷۳۳	۷.۵۶	۰.۰۰۰
فرصت رشد	۰.۱۱۴	۰.۰۳۶	۳.۱۸	۰.۰۰۲
دارایی‌های مشهود	-۰.۰۰۱	۰.۰۰۰	-۴.۶۵	۰.۰۰۰
سودآوری	۰.۰۸۵	۰.۰۱۸	۴.۶۲	۰.۰۰۰
اهرم مالی	-۰.۰۱۶	۰.۰۰۷	-۲.۲۵	۰.۰۲۵
عرض از مبدا	۰.۰۶۵	۰.۰۲۰	۳.۱۷	۰.۰۰۲
سایر آماره‌های اطلاعاتی				
ضریب تعیین تعدیل شده	۷۸ درصد	دوربین واتسون		۲.۱۵
آماره فیشر	۴.۷۵	سطح معناداری آماره فیشر		۰.۰۰۰

مشاهده می‌شود که متغیر تعدیل گر دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که عملکرد پایداری شرکت بر رفتار سرمایه‌گذاران با نقش انعطاف‌پذیری مالی تأثیر معناداری دارد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل توانسته‌اند ۷۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. دوربین واتسون در بازه ۱.۵ الی ۲.۵ قرار دارد و نشان از نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل دارد. سطح معناداری فیشر نیز کمتر از ۵ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد مدل از اعتبار کافی برخوردار است.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادات

بخش مهم تحقیق، نتیجه‌گیری از فرضیه‌ها و تهیه طرح و تعمیم آن می‌باشد. این نتیجه‌گیری آخرین تأثیر را هم از حیث سبک نگارش و هم از جهت محتوا باید به خواننده القا نماید. نتیجه‌گیری باوری مبتنی بر استدلال و بر مبنای شواهد حاصل از پژوهش است که در اختیار خوانندگان پژوهش، علاقه‌مندان به اجرای پژوهش‌های آتی مبتنی بر پژوهش‌های کنونی و در نهایت استفاده‌کنندگان کاربردی، قرار می‌گیرد. نتایج حاصل از آزمون فرضیات نشان داد عملکرد پایداری شرکت بر رفتار سرمایه‌گذاران با نقش انعطاف‌پذیری مالی تأثیر مستقیم معناداری دارد. در این راستا پیشنهاداتی به شرح زیر ارائه می‌شود:

به سرمایه‌گذاران، اعتبار دهندگان و کلیه کسانی که قصد سرمایه‌گذاری در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار را دارند؛ توصیه می‌شود، به دلیل ارتباط مثبت میان بهبود در اظهار نظر حسابرسی و پایداری، شرکت‌هایی را انتخاب کنند که گزارش حسابرسی آنها شاهد بهبود در نوع اظهار نظر حسابرسی نسبت به سال قبل می‌باشد.

به سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیرتر توصیه می‌گردد که از میان شرکت‌هایی با بهبود در اظهار نظر حسابرسی نسبت به سال قبل و شرکتهایی با بهبود بیشتر در اظهار نظر حسابرسی نسبت به سال قبل شرکت‌هایی را انتخاب کنند که شاهد درجه بهبود بیشتری نسبت به سال قبل می‌باشند؛ چرا که گزارشگری پایداری شرکتی در این شرکت‌ها به نسبت شرکت‌های دیگر بیشتر می‌باشد و ریسک این سرمایه‌گذاری کم‌تر می‌گردد.

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.

به سازمان حسابرسی به عنوان متولی تدوین استانداردهای حسابداری و حسابرسی، پیشنهاد می‌شود، ضمن تحقیق و بررسی دقیقتر موضوع انعطاف‌پذیری و شیوه محاسبه آن، حداقل الزاماتی را برای افشای انعطاف‌پذیری مالی در نظر بگیرد و آن را همراه با صورت‌های مالی شرکتها در اختیار استفاده‌کنندگان قرار دهند.

## منابع

- ✓ پهلوان زاد، زهرا، برزگر خاندوزی، عابدین، (۱۴۰۲)، بررسی تاثیر انعطاف‌پذیری مالی شرکت بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و نقدینگی (مطالعه موردی: شرکت‌های صنعتی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۶-۱۴۰۰). هفتمین کنفرانس علمی دستاوردهای نوین در مطالعات علوم مدیریت، حسابداری و اقتصاد ایران.
- ✓ حسین زاده، زهرا، شفیعی، حسین، فتحی، زاده، (۱۴۰۱)، شناسایی و اولویت‌بندی مؤلفه‌های مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران: مدلی مبتنی بر نگرش و رفتار سرمایه‌گذاران، راهبرد مدیریت مالی، شماره ۳۹، صص ۱۹۷-۲۱۶.
- ✓ خالقی مقدم، حمید، حساس یگانه، یحیی، امیری، مقصود، شیره زاده، جلال، (۱۳۹۸)، ارائه مدل اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی متناسب با شرایط محیطی ایران (با تأکید بر نوع مؤلفه‌ها)، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی سال یازدهم، شماره ۴۳، صص ۴۹-۹۰.
- ✓ صفری، مهرانگیز، محمدی، احمد، وحدتی، فرخ، فیضی، حمیده، (۱۴۰۰)، انعطاف‌پذیری مالی و عملکرد شرکت‌ها طی شیوع کووید ۱۹، دوره ۱، شماره اول و دوم، صص ۱-۱۴.
- ✓ قربانی بجندی، شهلا، شاهوردیانی، شادی، (۱۳۹۹)، عوامل رفتاری مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران در فرهنگ‌های مختلف ایران، دوره ۹، صص ۱۲۱-۱۳۲.
- ✓ هاشمی، سیدعباس، رهروی دستجردی، علیرضا، حیدریان دولت‌آبادی، محمد، (۱۴۰۲)، تأثیر الگوهای تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران بر عملکرد شرکت، دوره ۲۵، شماره ۲، صص ۲۰۵-۲۲۷.
- ✓ Amini, M., Bienstock, C., 2014. Corporate sustainability: an integrative definition and framework to evaluate corporate practice and guide academic research. J. Clean. Prod. 76, 12e19.
- ✓ Bakar, S. and Yi, A.N.C. (2016), "The impact of psychological factors on investors' decision making in Malaysian stock market: a case of Klang Valley and Pahang", Procedia Economics and Finance, Vol. 35, pp. 319-328.
- ✓ Bancel, F. and Mittoo, U.R. (2004), "Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms", Financial Management, Vol. 33 No. 4, pp. 103-132.
- ✓ Bansal, P., 2005. Evolving sustainably: a longitudinal study of corporate sustainable development. Strat. Manag. J. 26, 197e218.
- ✓ Barber, B.M. and Odean, T. (2001), "Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment", Quarterly Journal of Economics, MIT Press, Vol. 116 No. 1, pp. 261-292
- ✓ Bodnaruk, A. and Simonov, A. (2015), "Do financial experts make better investment decisions?", Journal of Financial Intermediation, Elsevier, Vol. 24 No. 4, pp. 514-536.
- ✓ Bottani, E., Gentilotti, M.C., Rinaldi, M., 2017. A fuzzy logic-based tool for the assessment of corporate sustainability: a case study in the food machinery industry. Sustainability 9, 583.
- ✓ Cakan, E. and Balagyozyan, A. (2016), "Sectoral herding: evidence from an emerging market", Journal of Accounting and Finance, Vol. 16 No. 4, pp. 1-12.

- ✓ Chen, H. and Volpe, R.P. (2002), "Gender differences in personal financial literacy among college students", *Financial Services Review*, Vol. 11 No. 3, pp. 289-307.
- ✓ Clark, G., Feiner, A., Viehs, M., 2017. *From Stockholder to Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance*. University of Oxford. Retrieved July 14, 2017
- ✓ Clarkson, P., Li, Y., Richardson, G., Vasvari, F., 2011. Does it really pay to be green? Determinants and consequences of proactive environmental strategies. *J. Account. Public Policy* 20, 122e144
- ✓ Graham, J. and Harvey, C. (2001). "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field." *Journal of Financial Economics* Vol.60 No.2 pp.187-243.
- ✓ Hayward, R., Lee, J., Keeble, J., McNamara, R., Hall, C., Cruse, S., 2013. *The UN Global Compact-Accenture CEO Study on Sustainability 2013: Architects of a Better World*.
- ✓ Hilgert, M.A., Hogarth, J.M. and Beverly, S.G. (2003), "Household financial management: the connection between knowledge and behavior", *Federal Reserve Bulletin* HeinOnline, Vol. 89, p. 309.
- ✓ Jang, Y. (2017), "International corporate diversification and financial flexibility", *The Review of Financial Studies*, Vol. 30 No. 12, pp. 4133-4178.
- ✓ Jermias, J. and Yigit, F. (2019), "Factors affecting leverage during a financial crisis: evidence from Turkey", *Borsa Istanbul Review*, Vol. 19 No. 2, pp. 171-185.
- ✓ Kumar, S. and Goyal, N. (2015), "Behavioural biases in investment decision making—a systematic literature review", *Qualitative Research in Financial Markets*, Vol. 7 No. 1, pp. 88-108
- ✓ Maas, S., Reniers, G., 2014. Development of a CSR model for practice: connecting five inherent areas of sustainable business. *J. Clean. Prod.* 64, 104e114.
- ✓ Marchica, M. and Mura, R. (2010). "Financial Flexibility, Investment Ability, and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity." *Financial Management* Vol.39 No.4 pp.1339-1365.
- ✓ Oglesby, M.T., Parnell, J.A. and Kutz, D.C. (2023), "Strategy, flexibility and performance: how cost leaders' lack of structural flexibility negatively impacts nonfinancial performance", *Journal of Strategy and Management*, Vol. 16 No. 4, pp. 689-707.
- ✓ Orlitzky, M., Schmidt, F.L., Rynes, S.L., 2003. Corporate social and financial performance: a meta-analysis. *Organ. Stud.* 24 (3), 403e441.
- ✓ Pradikasari, E. and Isbanah, Y. (2018), "Pengaruh financial literacy, illusion of control, overconfidence, risk tolerance, dan risk perception terhadap keputusan investasi pada mahasiswa di Kota Surabaya", *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, Vol. 6 No. 4, pp. 108-117.
- ✓ President's Advisory Council on Financial Literacy (PACFL) (2008), "2008 annual report to the president"
- ✓ Roth, B. and Voskort, A. (2014), "Stereotypes and false consensus: how financial professionals predict risk preferences", *Journal of Economic Behavior and Organization*, Elsevier, Vol. 107, pp. 553-565.
- ✓ Shefrin, H. and Statman, M. (1985), "The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory and evidence", *The Journal of Finance*, Wiley Online Library, Vol. 40 No. 3, pp. 777-790.
- ✓ Sindhu, R., Jandail, R.R.S. and Kumar, R.R. (2014), "A novel approach for sentiment analysis and opinion mining", *International Journal of Emerging Technology and Advanced Engineering*, Vol. 4 No. 4, pp. 522-527.
- ✓ Statman, M. (2010), "The cultures of risk tolerance", available at: SSRN 1647086.
- ✓ Toma, M. (2015), "Behavioral biases of the inv investorson the buc", *Procedia Economics and Finance*, Vol. 32.

- ✓ Wu Wei & Chau Le & Shi Yulu & Fadi Alkaraan (2024). The influence of financial flexibility on firm performance: the moderating effects of investment efficiency and investment scale. March 2024 Journal of Applied Accounting Research.
- ✓ Wu, W., Alkaraan, F. and Le, C. (2023), "The moderating effects of corporate governance and investment efficiency on the nexus between financial flexibility and firm performance", Journal of Financial Reporting and Accounting, Vol. ahead-of-print No.

