

فصلنامه راهبرد مدیریت مالی / سال نهم، شماره سی و دوم، بهار ۱۴۰۰ / صفحات ۱۵۴-۱۳۳

تأثیر تضاد مالکانه بر رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی با شدت سرمایه‌گذاری و تقسیم سود<sup>۱</sup>

سید علی واعظ<sup>۲</sup>، رحیم بنابی قدیم<sup>۳</sup> و ساناز قاسمی<sup>۴</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۱۰/۲۹

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۳/۱۱

## چکیده

انعطاف‌پذیری مالی را می‌توان پیوندی دانست که از طریق وجوه داخلی انباشته‌شده و ظرفیت وام‌گیری خارجی، شرکت را قادر می‌سازد در زمان مناسب و به‌طور رقابتی، گزینه‌های رشد را به اجرا رسانده و پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت را انجام دهند ولی وجود تضاد مالکانه به سبب جدایی مالکیت از مدیریت، می‌تواند این اثربخشی را تحت تأثیر قرار دهد. هدف این پژوهش بررسی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر شدت سرمایه‌گذاری و تقسیم سود با تأکید بر نقش تضاد مالکانه در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران است. به‌طور کلی استفاده از یک نمونه (۱۰۲ شرکت) از شرکت‌های بورس اوراق بهادار به در فاصله سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۶ تحلیل بر اساس رگرسیون خطی، بیانگر این نتیجه بوده است که شاخص ترکیبی انعطاف‌پذیری مالی دارای تأثیرگذاری مثبت معنی‌دار بر شدت سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود است و اثر تعاملی شاخص ترکیبی انعطاف‌پذیری مالی و شاخص ترکیبی تضاد مالکانه دارای اثر تعدیل‌کنندگی بر شدت سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود بوده و سبب تأثیرگذاری منفی معنی‌دار بر شدت سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود می‌شود.

**واژگان کلیدی:** انعطاف‌پذیری مالی، تضاد مالکانه، شدت سرمایه‌گذاری، تقسیم سود.

طبقه‌بندی موضوعی: G35 E22 D74.

۱. DOI مقاله: 10.22051/jfm.2020.26310.2095

۲. دانشیار گروه حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران. Email: sa.vaez@gmail.com

۳. استادیار گروه حسابداری، واحد هشتگرد، دانشگاه آزاد اسلامی، هشتگرد، ایران. نویسنده مسئول،

Email: rahim.bonabi@yahoo.com

۴. کارشناس ارشد حسابداری، واحد مرنده، دانشگاه آزاد اسلامی، مرنده، ایران.

Email: ghasemi\_2000@yahoo.com

## مقدمه

گزارشگری مالی با کیفیت می‌تواند با کاهش مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی بین واحد تجاری و ذینفعان، پیامدهای اقتصادی مهمی از جمله افزایش کارایی سرمایه‌گذاری داشته باشد و یکی از عوامل مؤثر بر کیفیت گزارشگری مالی، انعطاف‌پذیری مالی در شرایط محیطی پیش‌بینی‌نشده است (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷)؛ بنابراین یکی از عناصر کلیدی در انجام تصمیمات کارایی سرمایه‌گذاری، انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها در مدیریت منابع آن است (بنکل و میتو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). با وجود منابع محدود در بازار سرمایه، نگهداشت سطح بهینه از انعطاف‌پذیری مالی برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری امری اجتناب‌ناپذیر است. به‌طور کلی انعطاف‌پذیری مالی اشاره به میزان توانمندی یک شرکت در تجهیز منابع مالی خود نسبت به فعالیت‌های غیرمنتظره در راستای بیشینه کردن ارزش شرکت است (بیان<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷). به عبارتی شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری بالایی دارند و در راستای به‌کارگیری استراتژی محافظه‌کارانه سرمایه در گردش، وجوه داخلی و نقدینگی بیشتری را نگهداری می‌کنند و در این راستا توانایی وام‌گیری را در آینده برای خود حفظ می‌کنند، توانایی بیشتری برای تقسیم سود خواهند داشت (استویک<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵؛ دی انجلو<sup>۴</sup>، ۲۰۱۰؛ افزا و میرزا<sup>۵</sup>، ۲۰۱۱؛ پاترا و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۲)؛ یعنی شرکت‌هایی که نقدینگی و وجوه داخلی بیشتری نگه می‌دارند، توانایی سرمایه‌گذاری بیشتری را نیز دارند (استویک، ۲۰۱۵؛ لی و ژیانو<sup>۷</sup>، ۲۰۱۱؛ دی انجلو، ۲۰۱۰)، به عبارتی شرکت‌های منعطف می‌توانند راحت‌تر وجوه خود را برای تأمین مالی پروژه‌هایشان بکار گیرند و توانایی سرمایه‌گذاری آن‌ها باید کمتر به وجوه داخلی وابسته باشد. در نتیجه باید انتظار داشته باشیم که یک رابطه منفی بین سرمایه‌گذاری و عامل گردش وجوه نقدی وجود داشته باشد (استویک، ۲۰۱۵). در این میان تصمیمات سرمایه‌گذاری و تقسیم سود شرکت‌ها و نیز تغییر رفتارشان در این زمینه متأثر از انگیزه‌های متفاوت سهامداران و مدیران شرکت و انتظارات آن‌ها است که می‌تواند در راستای منافع شخصی هر یک از این گروه‌ها باشد و منجر به نوعی تضاد مالکانه شود (استویک، ۲۰۱۵؛ ولوری و جنکینز<sup>۸</sup>، ۲۰۰۶؛ مارچیا و مورا<sup>۹</sup>، ۲۰۱۰). اعتقاد بر این است که شرکت‌های با توان انعطاف‌پذیری مالی بالا برای تأمین نیازهای مالی در شرایط فرصت‌های رشد جدید و کمبود عایدی‌های غیرمنتظره، دسترسی راحت‌تری بر بازارهای خارجی خواهند داشت و بدین طریق از بروز شرایطی که سبب سرمایه‌گذاری نامطلوب و عملکرد ضعیف و به دنبال آن کاهش ارزش شرکت می‌شود، جلوگیری می‌کنند. در این میان تضاد منافع بین مالکان و ذینفعان شرکت مانعی بر سر راه دستیابی به تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه و تقسیم به‌موقع سود است (استویک، ۲۰۱۵). به‌عنوان مثال مالکان عمده و سرمایه‌گذاران نهادی، انگیزه بیشتری برای نظارت فعال بر مدیریت دارند؛ زیرا مالکان عمده و سرمایه‌گذاران نهادی، بازیگران اصلی بازارهای مالی هستند. به دلیل اینکه که وجود مالکان عمده و نظارت

- 
1. Bancel & Mittoo
  2. Byoun
  3. Estwick
  4. DeAngelo
  5. Afza & Mirza
  6. Patra et al
  7. Lee & Xiao
  8. Velury & Jenkins
  9. Marchica & Mura

آن‌ها بر مدیریت ممکن است به تغییر نگرش شرکت‌ها در اتخاذ تصمیمات مالی منجر شود، انتظار بر این است که مالکیت عمده و متمرکز نیز تصمیمات مربوط به انعطاف‌پذیری مالی را تحت تأثیر قرار دهد (بنکل و میتو، ۲۰۱۱؛ ولوری و جنکینز، ۲۰۰۶). با توجه به اینکه سیاست‌های حاکمیت شرکتی در راستای کنترل مشکلات نمایندگی تدوین شده است، مدیریت انعطاف‌پذیری مالی در شرایط تضاد مالکانه بالاتر ممکن است رویه‌های حاکمیت شرکتی را برای پیشینه کردن ثروت سهامداران تحت تأثیر قرار دهد. با توجه به مبانی نظری ذکر شده، سؤال اصلی این پژوهش عبارت است از اینکه انعطاف‌پذیری مالی بر شدت سرمایه‌گذاری و تقسیم سود چه تأثیر دارد؟ آیا تضاد مالکانه در شرکت‌ها تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر شدت سرمایه‌گذاری و تقسیم سود را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟ و این تأثیرگذاری به چه نحوی است؟

### مبانی نظری پژوهش

انعطاف‌پذیری مالی دارای دو بعد «انعطاف‌پذیری مالی درونی» و «انعطاف‌پذیری مالی بیرونی» و سه مؤلفه اساسی «ظرفیت بدهی»، «نگهداشت وجه نقد» و «اندازه بازار سرمایه» است (خالقی مقدم و همکاران، ۱۳۹۶) و همچنین انعطاف‌پذیری مالی با سطوح بالای سرمایه‌گذاری (مرچیا و مورا، ۲۰۱۰) و سطوح بالای تقسیم سود (اودد، ۲۰۰۸) همراه است. به عبارتی شرکت‌های با انعطاف‌پذیری مالی بالاتر، از طریق ظرفیت بدهی مازاد برای سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند (اسمیس<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴). اگرچه مطالعات قبلی انعطاف‌پذیری مالی را با ظرفیت بدهی استفاده نشده ارتباط می‌دهند، انگیزه پیشگیرانه و انگیزه هزینه معاملات برای نگهداشت نقدینگی، بیانگر این است که نقدینگی و وجوه داخلی منجر به سطح بالای سرمایه‌گذاری می‌شود همچنین یک شرکت با ظرفیت بدهی کمتر، نسبت به شرکت‌های با ظرفیت بدهی بیشتر، کمتر سرمایه‌گذاری خواهند کرد زیرا شرکت‌های با ظرفیت بدهی کمتر دارای منابع بیشتری برای تأمین مالی ندارند (لی و ژیاو<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱؛ استویک، ۲۰۱۵؛ دی انجلو، ۲۰۱۰). همچنین شرکت‌های با انعطاف‌پذیری مالی، سطح بالایی از تقسیم سود را انجام می‌دهند (استویک، ۲۰۱۵؛ اودد، ۲۰۰۸) زیرا انعطاف‌پذیری مالی بیشتر با ظرفیت بدهی استفاده نشده و در نتیجه تقسیم سود بیشتر همراه است (لی و ژیاو، ۲۰۱۱؛ دی انجلو، ۲۰۱۰). با این حال افزا و میرزا (۲۰۱۱) عکس این را بیان می‌کنند یعنی به اعتقاد آن‌ها شرکت‌های با نقدینگی بالاتر، بیانگر علامت‌دهی در راستای پس‌انداز بیشتر برای بهره‌گیری از فرصت‌های سودآور آتی است و در نتیجه این شرکت‌ها سود کمتری را تقسیم می‌کنند. انتظار بر این است که سطح بالای وجوه نقد داخلی، منجر به تقسیم سود بیشتری شود چراکه تصمیم برای تقسیم سود متأثر از جریان نقدی و سودآوری است (افزا و میرزا، ۲۰۱۱؛ پاترا و همکاران، ۲۰۱۲) که هر دو عامل تعیین‌کننده نسبت به وضعیت وجوه داخلی هستند همان‌طور که دی انجلو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) نشان دادند که رابطه مثبتی بین وجوه داخلی و تقسیم سود وجود دارد.

طبقات مختلف سهامداران ممکن است اثرات متفاوتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، تأمین مالی نظیر سررسید بدهی‌ها و تقسیم سود داشته باشند و دلیل این امر انگیزه‌های متفاوت آن‌ها و تضاد مالکانه است

---

1. Smith

2. Lee & Xiao

3. DeAngelo et al

(مارچیا و مورا، ۲۰۱۰). منظور از تضاد مالکانه، تلاش مدیریت برای انتقال ناعادلانه دارایی‌ها و اتخاذ تصمیمات فاقد ارزش افزوده در نتیجه اهداف و منافع شخصی متضاد گروه‌های تصمیم‌گیرنده است که سبب مشکلات و هزینه‌های نمایندگی می‌شود (استویک، ۲۰۱۵؛ یانگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸) و هرچه قدر هزینه‌های نمایندگی بیشتر شود سرمایه‌گذاری‌ها در راستای تأمین منافع شخصی گروه‌های خاصی خواهد بود و برای جلب رضایت سهامدار، سطح تقسیم سود شرکت نیز افزایش می‌یابد (راجش کومار و سوچیت<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸). در این میان تضاد مالکانه در سایه نظام راهبری شرکتی ضعیف و مالکیت متمرکز اتفاق می‌افتد (یانگ و همکاران، ۲۰۰۸). بر این اساس تمرکز مالکیت شاخصی برای تضاد مالکانه است (هو و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰؛ یانگ و همکاران، ۲۰۰۸؛ استویک، ۲۰۱۵). به اعتقاد جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۹) و شلیفر و ویشنی (۱۹۸۶)، یک هیئت‌مدیره مستقل می‌تواند کاهش ارزش شرکت ناشی از مالکیت غالب سهامداران را جبران کند؛ بنابراین استقلال هیئت‌مدیره شاخصی معکوس برای تضاد مالکانه است (استویک، ۲۰۱۵). به اعتقاد سو و همکاران (۲۰۰۸)، اندازه بزرگ هیئت‌مدیره با سطح بالای تمرکز مالکیت در ارتباط است و شاخصی مستقیم برای تضاد مالکانه است (گو<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۹؛ استویک، ۲۰۱۵؛ سو و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸). تحت فرضیه نظارت فعال به دلیل حجم ثروت سرمایه‌گذاری شده، نهادها و مالکان عمده احتمالاً سرمایه‌گذاری خود را به‌طور فعال مدیریت می‌کنند. بر اساس این نگرش نظارت فعال سرمایه‌گذاران نهادی و عمده مانع از اتخاذ تصمیماتی از سوی مدیریت شرکت‌ها می‌شود که انعطاف‌پذیری مالی شرکت را به خطر بیندازد. در مقابل، حامیان فرضیه منافع شخصی معتقدند سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ ممکن است تمایل کمتری به تشویق مدیریت برای انعطاف‌پذیری بیشتر داشته باشند. به عبارتی با متمرکز شدن هر چه بیشتر مالکیت نهادی در دست تعداد اندکی سهامدار، انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها کاهش می‌یابد (استویک، ۲۰۱۵؛ سو و همکاران، ۲۰۰۸). وجود تضاد مالکانه ممکن است سبب کاهش تقسیم سود به دلیل تخصیص دارایی‌های شرکت گردد. ماری و پاچوست<sup>۶</sup> (۲۰۰۲) نشان دادند که وجود سهامداران مسلط، دارای اثر منفی بر سطح تقسیم سود می‌باشد. این وضعیت منجر به تضاد بین مدیریت و سهامداران مسلط می‌گردد که منجر به هدایت نقدینگی به سمت منافع شخصی سهامداران عمده می‌گردد. یکی از جنبه‌های مهم مدیریت مالی که سبب افزایش نگرانی نسبت به تضاد مالکانه می‌شود، وجود نقدینگی مازاد است (کالچوا و لین<sup>۷</sup>، ۲۰۰۷؛ ماری و پاچست، ۲۰۰۵). با این حال پیندادو و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۱۲) بیان کردند که سطح تقسیم سود در شرکت‌هایی با چنین نقدینگی مازاد، بیشتر است این به دلیل کاهش مقدار نقدینگی در دسترس و از بین بردن ترس و نگرانی سهامداران اقلیت است. تضاد مالکانه همچنین سبب افزایش هزینه سرمایه می‌شود

---

1. Young

2. Rajesh Kumar & Sujit

3. Hu et al

4. Gu

5. Su et al

6. Maury & Pajuste

7. Kalcheva & Lins

8. Pindado et al

(یانگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵؛ لینز<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳). در چنین شرایطی این رویه ممکن است سبب کاهش توانایی شرکت برای تأمین وجوه بیشتر برای سرمایه‌گذاری و در نتیجه سبب کاهش سطح سرمایه‌گذاری شود (استویک، ۲۰۱۵؛ مورک و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۵)؛ بنابراین با وجود تضاد مالکانه، منافع حاصل از انعطاف‌پذیری مالی به‌شدت کاهش می‌یابد.

### مروری بر پیشینه پژوهش

گو و همکاران (۲۰۱۹) با بررسی اثر سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی: شواهدی از چین، نشان دادند که شرکت‌های با ارتباطات سیاسی بیشتر و با مالکان دولتی، سرعت تعدیل بیشتری را نیز تجربه می‌کنند و انعطاف‌پذیری بالایی دارند. لامبرینوداکیس<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۱۹) با بررسی ساختار سرمایه و انعطاف‌پذیری مالی: برآوردی از شوک‌های آتی، نشان دادند که به دنبال هرگونه پیش‌بینی شوک‌های آتی، اهرم مالی شرکت کاهش می‌یابد این رابطه وقتی عوامل تعیین‌کننده اهرم و احتمال ورشکستگی شرکت مورد کنترل قرار می‌گیرد، شدیدتر است. راجش کومار و سوچیت (۲۰۱۸) نشان دادند که شرکت‌های با بدهی کمتر، سودآوری بیشتر و نقدینگی بیشتر، سود بیشتری تقسیم می‌کنند. چن و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۷) نشان دادند که رابطه بین مالکیت خارجی و کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی که مالکیت دولتی و سطوح مالکان نهادی ضعیفی دارند، قوی‌تر است. یافته‌های آن‌ها اهمیت نقش نوع مالکیت در تعیین رفتار و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را برجسته می‌کند. تاکامی<sup>۶</sup> (۲۰۱۶) نشان داد هنگامی که شرکت‌ها به‌طور غیرمنتظره با کمبود وجه نقد مواجه می‌شوند، انعطاف‌پذیری مالی را با افزایش ظرفیت بدهی استفاده نشده و پرداخت‌های سود تقسیمی بالا حفظ می‌کنند. لارا و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۶) نشان دادند که شرکت‌های محافظه‌کار، سرمایه‌گذاری بیشتری دارند و بدهی بیشتری را برای کاهش سرمایه‌گذاری کمتر از حد منتشر می‌کنند و چنین کاهش برای شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، شدیدتر است. چن و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۱۵) نشان دادند که بیش سرمایه‌گذاری حساسیت بیشتری به جریان‌های نقد آزاد دارد و متناسب با آن افزایش می‌یابد. همچنین وجود مالکیت دولتی سبب افزایش بیش سرمایه‌گذاری می‌شود، درحالی‌که در شرکت‌های با هیئت‌مدیره بیشتر، بیش سرمایه‌گذاری کمتر است. کینگ وارا<sup>۹</sup> (۲۰۱۵) نشان داد که با افزایش ارزش انعطاف‌پذیری مالی، سطح تقسیم سود کاهش می‌یابد. رپ و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۴) نشان می‌دهند که بین ارزش انعطاف‌پذیری مالی و پرداخت سود تقسیمی و مقدار سود سهام رابطه مستقیمی وجود دارد و شرکت‌های با ارزش انعطاف‌پذیری مالی بالا، با خرید سهام برای آن‌ها اهمیت بالاتری دارد و نسبت بدهی کمتری انتخاب می‌کنند و در نهایت شرکت‌هایی با ارزش انعطاف‌پذیری مالی بالاتر ذخایر نقدی بیشتری را نگهداری می‌کنند. مارچیکا و مورا (۲۰۰۷)، به این نتیجه رسیدند که انعطاف‌پذیری مالی تأثیر

- 
1. Yung
  2. Lins
  3. Morck et al
  4. Lambrinouidakis
  5. Chen et al
  6. Takami
  7. Lara et al
  8. Chen et al
  9. King'wara
  10. Rapp et al

معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری دارد و بعد از یک دوره سیاست‌گذاری با درجه اهرمی پایین، شرکت‌های با ظرفیت انعطاف‌پذیری مالی، از توانمندی زیادی برای انجام مخارج سرمایه‌ای خود برخوردار هستند. نجفی مقدم (۱۳۹۶) با بررسی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات ساختار سرمایه با استفاده از دو مدل برایان کلارک و فولک اندرووانگ، نشان داد زمانی که ارزش نهایی انعطاف‌پذیری مالی بالا است، تأثیر متغیرها (برای مثال سود، هزینه استهلاک، دارایی‌های ثابت و غیره) بر اهرم از اهمیت کمی برخوردار خواهد بود و تغییر قابل‌مشاهده کمی بر اهرم می‌گذارد. شرکت‌هایی که دارای ارزش نهایی بالایی از انعطاف‌پذیری مالی می‌باشند، تمایل به حفظ ظرفیت بدهی در دوره فعلی دارند اما به‌طور قابل‌توجهی این احتمال وجود دارد که در آینده نزدیک مبادرت به انحرافات تعمدی ولی موقتی از نسبت‌های اهرمی مورد هدفشان کنند. خالقی مقدم و همکاران (۱۳۹۶)، به بررسی مدلی برای انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند، در این پژوهش، مدل پیشنهادی انعطاف‌پذیری مالی با اجماع نظر خبرگان و استفاده از آزمون‌های آماری میانگین، تحلیل عاملی تأییدی (CFA) و ضریب همبستگی کندال ارائه گردیده است. این مدل دارای دو بعد «انعطاف‌پذیری مالی درونی» و «انعطاف‌پذیری مالی بیرونی» و سه مؤلفه اساسی «ظرفیت بدهی»، «نگهداشت وجه نقد» و «اندازه بازار سرمایه» است. شعری آناقیز و محسنی ملکی (۱۳۹۴) نشان دادند که انعطاف‌پذیری مالی دوره جاری دارای رابطه مثبت و معناداری با ساختار سرمایه است. رحمانی، عالمی (۱۳۹۰) نشان دادند که انعطاف‌پذیری مالی تأثیر مثبتی بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ندارد اما دیگر نتایج پژوهش نشان می‌دهد که انعطاف‌پذیری مالی و بااهمیتی بر ارزش آفرینی شرکت‌ها داشته است. آنچه مطالعه حاضر را از مطالعات دیگر تفکیک می‌کند، مطالعه اثر تعدیل‌کنندگی تضاد مالکانه بر رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و سرمایه‌گذاری و تقسیم سود، معرفی و به‌کارگیری شاخص ترکیبی بر اساس میانگین رتبه چارکی ۳ معیار معرفی شده برای شاخص تضاد مالکانه و به‌کارگیری شاخص ترکیبی بر اساس میانگین رتبه چارکی ۳ معیار انعطاف‌پذیری مالی برای افزایش قابلیت اتکای نتایج است که در پژوهش‌های قبلی به آن‌ها پرداخته نشده است.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری ذکر شده در قسمت‌های قبلی، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شوند:

فرضیه ۱) انعطاف‌پذیری مالی بر شدت سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

فرضیه ۲) انعطاف‌پذیری مالی بر سطح تقسیم سود تأثیر دارد.

فرضیه ۳) تضاد مالکانه تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر شدت سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند.

فرضیه ۴) تضاد مالکانه تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر سطح تقسیم سود را تعدیل می‌کند.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس هدف، از نوع توصیفی و بر اساس ماهیت و روش از نوع همبستگی و پس‌رویدادی است. جامعه آماری مورد مطالعه این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ است. در این پژوهش، برای انتخاب نمونه، از کل داده‌های در دسترس استفاده شده می‌شود. نخست تمام شرکت‌هایی که می‌توانستند در نمونه‌گیری شرکت کنند، انتخاب، سپس به روش حذف سیستماتیک از بین کلیه

شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و در نهایت شرکت‌های باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب شدند: عضویت پیش از سال ۱۳۸۹ در بورس تهران، دوره‌ی مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه، عدم تغییر فعالیت یا دوره‌ی مالی طی دوره موردنظر، نمونه آماری شامل شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه گذاری، لیزینگ، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه نباشند و در دسترس بودن اطلاعات. بر این اساس تعداد ۱۰۲ شرکت و ۷۱۴ سال - شرکت انتخاب و با استفاده از رگرسیون چند متغیره مورد آزمون و مطالعه قرار گرفتند.

### متغیرهای پژوهش

#### متغیر مستقل

انعطاف‌پذیری مالی (*financial flexibility*): بر اساس پژوهش‌های قبلی، نقدینگی، وجوه داخلی و ظرفیت بدهی، سه عنصر اصلی انعطاف‌پذیری مالی هستند (بنکل و میتو، ۲۰۱۱، استویک، ۲۰۱۵، مرچیا و مویا، ۲۰۱۰، اودد، ۲۰۰۸؛ بوچانی و گانباری، ۲۰۱۵):

نقدینگی (*liquidity*)، وجوه نقد تقسیم بر کل دارایی‌ها (بنکل و میتو، ۲۰۱۱، استویک، ۲۰۱۵)  
ظرفیت بدهی (*udc*)، حداکثر ظرفیت استقراض شرکت را بیان می‌کند که با استفاده از ارزش تصفیه پیش‌بینی شده دارایی‌ها (به جز وجه نقد) محاسبه می‌شود (استویک، ۲۰۱۵):  
کل دارایی‌ها / [اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات + موجودی کالا + حساب‌های دریافتی] = ظرفیت بدهی  
وجوه داخلی (*intfund*)، سودهای انباشته تقسیم بر کل دارایی‌ها (بنکل و میتو، ۲۰۱۱، استویک، ۲۰۱۵).  
در پژوهش حاضر برای سنجش انعطاف‌پذیری مالی از یک شاخص ترکیبی بر اساس میانگین رتبه چارکی ۳ معیار مذکور، برای هر شرکت - سال استفاده شده است. برای این منظور، ابتدا شرکت‌ها بر اساس هر یک از این معیارهای انعطاف‌پذیری مالی (نقدینگی، وجوه داخلی و ظرفیت بدهی) در هر سال، در ۴ طبقه (چارک) رده‌بندی می‌شوند. به طوری که شرکت‌های دارای پایین‌ترین میزان انعطاف‌پذیری مالی در چارک اول و شرکت‌های بالاترین انعطاف‌پذیری مالی در چارک چهارم قرار گیرند. سپس مجموع اعداد رتبه چهارکی به دست آمده از هر یک از معیارهای ذکر شده برای هر سال شرکت بر عدد ۳ (تعداد معیارها) تقسیم می‌شود تا شاخص انعطاف‌پذیری مالی به دست آید. دامنه تغییرات این شاخص از ۱ تا ۴ است؛ یعنی مقادیر بزرگ‌تر بیانگر انعطاف‌پذیری بیشتری است. استفاده از این روش چولگی ناشی از به کارگیری مجزای هر یک از معیارهای پیش گفته را کاهش می‌دهد.

#### متغیرهای وابسته

شدت سرمایه‌گذاری (*invratio*): شدت سرمایه‌گذاری اشاره به توانایی شرکت برای انجام پروژه‌های سرمایه‌گذاری بیشتر است. بر اساس پژوهش لمون و روبرتز<sup>۲</sup> (۲۰۱۰)، شدت سرمایه‌گذاری عبارت است از مجموع مخارج سرمایه‌ای و افزایش در سرمایه‌گذاری منهای فروش دارایی‌های ثابت که بر جمع دارایی‌ها تقسیم می‌شود (لمون و روبرتز، ۲۰۱۰؛ استویک، ۲۰۱۵).

- 
1. Bouchani & Ghanbari
  2. Lemmon & Roberts

تقسیم سود (Payout): سود تقسیمی عبارت است از درصد سودی که بین سهامداران شرکت در قالب سود تقسیمی توزیع می‌شود؛ بنابراین سود تقسیمی عبارت است از سود تقسیمی تقسیم بر دارایی‌های شرکت (مارچیسو و مورا، ۲۰۱۰؛ مک نالتی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳؛ استویک، ۲۰۱۵).

### متغیر تعدیل‌گر

تضاد مالکیت (Principal-principal Conflict): بر اساس پژوهش‌های قبلی تضاد مالکانه در سایه نظام راهبری شرکتی ضعیف و مالکیت متمرکز اتفاق می‌افتد (یانگ و همکاران، ۲۰۰۸). بر این اساس تمرکز مالکیت شاخصی مستقیم برای تضاد مالکانه است (هو و همکاران، ۲۰۱۰؛ یانگ و همکاران، ۲۰۰۸؛ استویک، ۲۰۱۵). به اعتقاد جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۹) و شلیفر و ویشنی (۱۹۸۶)، یک هیئت‌مدیره مستقل می‌تواند کاهش ارزش شرکت ناشی از مالکیت غالب سهامداران را جبران کند؛ بنابراین استقلال هیئت‌مدیره شاخصی معکوس برای تضاد مالکانه است (استویک، ۲۰۱۵). به اعتقاد سو و همکاران (۲۰۰۸)، اندازه بزرگ هیئت‌مدیره با سطح بالای تمرکز مالکیت در ارتباط است و شاخصی مستقیم برای تضاد مالکانه است (استویک، ۲۰۱۵؛ سو و همکاران، ۲۰۰۸)؛ بنابراین سه شاخص تضاد مالکانه عبارت‌اند از: تمرکز مالکیت (*owncon*)، (درصد سهام نگهداری شده توسط سهامداران با مالکیت بالای ۵ درصد)، استقلال هیئت‌مدیره (*brddep*)، (درصد مدیران غیرموظف به کل اعضای هیئت‌مدیره) و اندازه هیئت‌مدیره (*brdsize*) (تعداد اعضای هیئت‌مدیره شرکت).

در پژوهش حاضر برای سنجش تضاد مالکیت از یک شاخص ترکیبی بر اساس میانگین رتبه چارکی ۳ معیار مذکور، برای هر شرکت - سال استفاده شده است. برای این منظور، ابتدا شرکت‌ها بر اساس هر یک از این معیارهای تضاد مالکیت در هر سال، در ۴ طبقه (چارک) رده‌بندی می‌شوند. به طوری که شرکت‌های دارای پایین‌ترین میزان تضاد مالکانه در چارک اول و شرکت‌های بالاترین تضاد مالکانه در چارک چهارم قرار گیرند. سپس مجموع اعداد رتبه چارکی به دست آمده از هر یک از معیارهای ذکر شده برای هر سال شرکت بر عدد ۳ (تعداد معیارها) تقسیم می‌شود تا شاخص تضاد مالکانه به دست آید. دامنه تغییرات این شاخص از ۱ تا ۴ است؛ یعنی مقادیر بزرگ‌تر بیانگر تضاد مالکانه بیشتری است. استفاده از این روش چولگی ناشی از به کارگیری مجزای هر یک از معیارهای پیش گفته را کاهش می‌دهد.

### متغیرهای کنترل

بر اساس پژوهش‌های قبلی، متغیرهای زیر به عنوان متغیر کنترل انتخاب شدند (استویک، ۲۰۱۵؛ سو و همکاران، ۲۰۰۸):

اندازه شرکت (*size*). لگاریتم کل دارایی‌های شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام (*mtb*)، فرصت رشد (*growthopp*). نرخ رشد فروش سال جاری (فروش سال جاری منهای فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل)، شدت سرمایه‌گذاری سال قبل ( $inv_{ratio} t-1$ ). شدت سرمایه‌گذاری عبارت است از مجموع مخارج سرمایه‌ای و افزایش در سرمایه‌گذاری منهای فروش دارایی‌های ثابت سال قبل که بر جمع دارایی‌های سال قبل تقسیم می‌شود، نسبت تقسیم سود سال قبل (*Payout*). سود تقسیمی عبارت است



از سود تقسیمی سال قبل تقسیم بر دارایی‌های سال قبلی شرکت. بر اساس پژوهش استویک (۲۰۱۵) مدل‌های مورد استفاده در این پژوهش برای آزمون فرضیات به شرح زیر هستند:

مدل آزمون فرضیه اول و دوم:

$$Payout \text{ و } Inv_{ratio} = \alpha + \beta_1 liquidity + \beta_2 udc + \beta_3 intfund + \beta_4 f - flex + \beta_5 size + \beta_6 mtb + \beta_7 growthopp + \beta_8 inv_{ratio}_{t-1} + \varepsilon$$

مدل آزمون فرضیه سوم و چهارم:

$$Payout \text{ و } Inv_{ratio} = \alpha + \beta_1 PCONFLICT + \beta_2 lig * PCONFLICT + \beta_3 udc * PCONFLICT + \beta_4 intfunds * PCONFLICT + \beta_5 f - flex * PCONFLICT + \beta_6 size + \beta_7 mtb + \beta_8 growthopp + \beta_9 inv_{ratio}_{t-1} + \varepsilon$$

### تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

#### آمار توصیفی

همان‌طور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود، نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش نشان داده شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نماد متغیر	مأخذ	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
liquidity	صورت‌های مالی	۰/۰۴۱۹	۰/۰۲۶۲	۰/۴۶۰	۰/۰۰۰۱	۰/۰۴۹۱
udc	صورت‌های مالی	۰/۹۵۲۰	۰/۶۳۳۹	۰/۹۸۹	۰/۵۴۴۱	۰/۲۰۶۱
intfund	صورت‌های مالی	۰/۰۹۴۰	۰/۱۱۸۹	۰/۶۸۵۴	-۲/۸۹۸	۰/۳۱۷۲
f-flex	صورت‌های مالی	۱/۴۲۵	۱/۱۹۲	۳/۶۳۷	۱/۰۰۰	۰/۶۹۲
owncon	گزارش هیئت‌مدیره	۰/۶۳۸۷	۰/۵۵۳۵	۰/۹۶۹	۰/۰۰۰	۰/۳۲۲۱
brddep	گزارش هیئت‌مدیره	۰/۶۷۵۷	۰/۶۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۷۹۱
brdsize	گزارش هیئت‌مدیره	۵/۰۶۳	۵/۰۰۰	۱۰/۰۰۰	۵/۰۰۰	۰/۳۸۵۸
PPconflict	گزارش هیئت‌مدیره	۱/۳۶۱	۱/۰۱۸	۳/۴۴۲	۱/۰۰۰	۰/۵۷۶
invRatio	صورت‌های مالی	۰/۰۲۹۴	۰/۰۲۱۸	۰/۴۶۷۴	-۱/۰۵۸	۰/۰۸۰۴
Payout	صورت‌های مالی	۱/۰۶۰۹	۰/۰۲۲۷	۰/۲۶۳۳	۰/۰۰۰	۰/۰۹۴۶
size	صورت‌های مالی	۱۴/۲۲۵	۱۳/۹۶۱	۱۹/۰۶۶	۱۰/۹۵۲	۱/۴۷۹
MTB	صورت‌های مالی	۳/۱۶۱	۲/۴۲۱	۱۸/۸۷۸	۰/۳۰۶۹	۲/۵۵۲
grow	صورت‌های مالی	۰/۱۷۸۸	۰/۱۴۸۳	۲/۳۹۴	-۰/۸۱۲	۰/۳۵۱۴
inv <sub>t-1</sub>	صورت‌های مالی	۰/۰۳۰۸	۰/۰۲۴۰	۰/۴۶۷۴	-۱/۰۵۸	۰/۰۸۱۶
Pay t - 1	صورت‌های مالی	۰/۰۶۳۷	۰/۰۲۶۵	۰/۲۱۳۳	۰/۰۰۰	۰/۰۹۵۹

میانگین متغیر لگاریتم طبیعی تغییر در نقدینگی شرکت (liquidity) برابر ۰/۰۴۱۹ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. نتایج جدول فوق بیانگر این است که به‌طور میانگین تمرکز مالکیت (owncon)، استقلال هیئت‌مدیره (brddep) و اندازه هیئت‌مدیره (brdsize) به ترتیب معادل ۶۳ درصد، ۶۷ درصد و ۵ می‌باشد. همان‌گونه که در نگاره (۴-۱) مشاهده

می‌شود، میانه متغیر نقدینگی (liquidity) برابر با ۰/۰۲۶۲ که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. همچنین پارامترهای پراکندگی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها با یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر نقدینگی (liquidity) معادل ۰/۰۴۹۱، برای ارزش بازار (MTB) برابر ۲/۵۵۲ و برای متغیر اندازه شرکت (SIZE) برابر با ۱/۴۷۹ است که نشان می‌دهد در بین متغیرهای پژوهش، MTB و SIZE به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میزان پراکندگی هستند. همچنین، لازم به توضیح است به منظور اجتناب از تأثیر داده‌های پرت بر نتایج تحقیق، کلیه داده‌های پرت متغیرها در سطح یک درصد حذف شده‌اند.

### آمار استنباطی

نتایج حاصل آزمون F لیمر و هاسمن برای مدل‌های پژوهش در جدول ۲ نشان داده شده است که نتیجه بیانگر ارجحیت به‌کارگیری الگوی داده‌های تلفیقی در مقابل الگوی داده‌های تابلویی برای همه مدل‌های پژوهش است.

جدول ۲. نتایج آزمون F لیمر برای مدل‌های پژوهش

مدل موردبررسی	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته‌شده
مدل (۱)	۱/۰۸۲۶	۰/۳۷۱۲	روش داده‌های تلفیقی
مدل (۲)	۲/۰۳۸۳	۰/۰۵۸۵	روش داده‌های تلفیقی
مدل (۳)	۱/۰۷۹۲	۰/۳۷۳۳	روش داده‌های تلفیقی
مدل (۴)	۱/۱۳۰۳	۰/۳۴۲۸	روش داده‌های تلفیقی

منبع: یافته‌های پژوهش

طبق نتایج آزمون جارکو- برا (جدول ۳)، مشاهده می‌شود که سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر غیر نرمال بودن توزیع خطاهای باقی مانده در مدل‌های رگرسیونی فوق می‌باشد. با اینکه داده‌های پرت در سطح ۲ درصد حذف شدند ولی برای اجتناب از ایجاد متغیرهایی با رفتاری متفاوت از متغیرهای اولیه، از تبدیلاتی مانند جانسون استفاده نشد بلکه طبق قضیه مشهور آماری حدی مرکزی، توزیع مجموع متغیرهای مستقل و وابسته به سمت توزیع نرمال میل می‌کند. قضیه حدی مرکزی به شکل دیگر بیان می‌کند که اگر تعداد متغیرها خیلی زیاد نباشد و یا اگر این متغیرها کاملاً مستقل نباشند، باز هم ممکن است مجموعشان به‌طور نرمال توزیع شود.

جدول ۳. نتایج آزمون نرمال (برای جملات خطا)

مدل‌های پژوهش	سطح معنی‌داری	نتیجه
---------------	---------------	-------

1. Jarque and Bera

مدل اول	۰/۰۰۰	غیر نرمال بودن
مدل دوم	۰/۰۰۰	غیر نرمال بودن
مدل سوم	۰/۰۰۰	غیر نرمال بودن
مدل چهارم	۰/۰۰۰	غیر نرمال بودن

آزمون بروش پاگان گادفری (Breusch-Pagan-Godfrey)، به منظور آزمودن واریانس ناهمسانی در مدل‌های رگرسیون خطی استفاده می‌شود و وابستگی واریانس جملات پسماند به دست‌آمده از رگرسیون خطی را به مقادیر متغیرهای توضیح‌دهنده مدل، بررسی می‌کند.

#### جدول ۴. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

مدل‌های پژوهش	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه
مدل اول	۱/۹۴۴۰	۰/۱۶۶۱	عدم وجود ناهمسانی واریانس
مدل دوم	۴۲/۹۷۳۵۱	۰/۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
مدل سوم	۱/۳۴۸۲۴۸	۰/۲۱۶۳	عدم وجود ناهمسانی واریانس
مدل چهارم	۱/۳۴۶۷۹۴	۰/۲۱۷۱	عدم وجود ناهمسانی واریانس

نتایج حاصل در جدول ۴ نشان می‌دهد که سطح معنی‌داری آزمون بروش پاگان گادفری در مدل اول و سوم، بیشتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر عدم وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص می‌باشد و در مدل شماره یک، دوم و چهارم کمتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص می‌باشد که با استفاده از دستور GLS در نرم‌افزار ایویوز، این مشکل رفع شده است.

افزون بر این، با توجه به مقدار آماره‌ی دوربین واتسون که برای چهار مدل پژوهش به ترتیب برابر ۲/۲۳۸، ۲/۰۳۲، ۲/۲۳۷ و ۲/۲۱۸ است، می‌توان ادعا کرد که خودهمبستگی مرتبه‌ی اول میان باقی‌مانده‌های مدل‌های پژوهش وجود ندارد. همچنین مقدار تلورانس برای هر چهار مدل پژوهش بیشتر از ۰/۲ است که بیانگر عدم وجود هم خطی بین متغیرهای مورد مطالعه در مدل‌های رگرسیونی است.

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۵ و با توجه آماره‌ی F به دست‌آمده (۶/۴۵۵۰۹) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در مجموع مدل پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل‌شده به دست‌آمده برای مدل که برابر ۱۰ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیش از ۱۰ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. از بین متغیرهای انعطاف‌پذیری مالی، ظرفیت بدهی با سطح معنی‌داری (۰/۰۴۵۸) و ضریب (۰/۰۳۰-) و وجوه داخلی با سطح معنی‌داری (۰/۰۰۲۱) و ضریب (۰/۰۲۸۷) بیانگر تأثیرگذاری به ترتیب منفی و مثبت معنی‌دار بر شدت سرمایه‌گذاری است ولی متغیر نقدینگی با سطح معنی‌داری (۰/۸۲۰۷) بیانگر عدم اثرگذاری آن بر شدت سرمایه‌گذاری است. شاخص ترکیبی انعطاف‌پذیری مالی با سطح معنی‌داری (۰/۰۰۴۳) و ضریب (۰/۵۴۱۵)، بیانگر تأثیر مثبت معنی‌دار بر شدت سرمایه‌گذاری است. از بین متغیرهای کنترل پژوهش، تنها متغیر اندازه و شدت سرمایه‌گذاری دوره قبل به ترتیب با ضرایب

(۰/۰۰۴ و ۰/۲۰۵۹) دارای اثر مثبت معنی‌داری بر شدت سرمایه‌گذاری در دوره جاری است یعنی شرکت‌های بزرگ و شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری بیشتری در دوره قبل داشتند، توان بالایی برای سرمایه‌گذاری در دوره جاری دارند؛ و مابقی متغیرهای کنترل، یعنی فرصت رشد و ارزش بازار شرکت، تأثیر معنی‌داری بر شدت سرمایه‌گذاری شرکت ندارند.

**جدول ۵. نتایج حاصل از برآورد مدل (۱) پژوهش برای آزمون فرضیه اول**

متغیر	ضریب متغیر	انحراف استاندارد	آماره تی	سطح خطا	تلورانس (VIF/۱)
$\alpha_0$	-۰/۰۲۱۳	۰/۰۳۶۲	-۰/۵۸۸	۰/۵۵۶۶	
LIQUIDITY	۰/۰۱۳۹	۰/۰۶۱۶	۰/۲۲۶۷	۰/۸۲۰۷	۰/۹۱۰۸
UDC	-۰/۰۳۰۰	۰/۰۱۵۰	-۲/۰۰۱	۰/۰۴۵۸	۰/۹۰۰۰
INTFUND	۰/۰۲۸۷	۰/۰۰۹۳	۳/۰۸۲۶	۰/۰۰۲۱	۰/۹۴۹۹
F-FLEX	۰/۵۴۱۵	۰/۱۶۶۴	۳/۲۵۴	۰/۰۰۴۳	۰/۹۰۰۱
SIZE	۰/۰۰۴۰	۰/۰۰۲۱	۱/۹۲۸	۰/۰۵۴۳	۰/۹۶۴۹
MTB	۰/۰۰۱۵	۰/۰۰۱۱	۱/۲۶۶۳	۰/۲۰۵۸	۰/۹۶۰۶
GROWTH	۰/۰۱۳۲	۰/۰۰۸۷	۱/۵۲۰	۰/۱۲۸۸	۰/۹۴۴۵
INVratio t-1	۰/۲۰۵۹	۰/۰۳۶۴	۵/۶۵۷	۰/۰۰۰	۰/۹۳۱۴
ضریب تعیین	۰/۱۰۵۶۰۷				
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۰۹۳۴۸۵				
آماره‌ی دوربین-واتسون	۲/۲۳۸۰۵				
آماره‌ی F	۶/۴۵۵۰۹				
احتمال آماره‌ی F	۰/۰۰۰				

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج قابل‌مشاهده در جدول ۶ و با توجه آماره‌ی F به‌دست‌آمده (۱۰۵/۴۷۲۶) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در مجموع مدل پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل‌شده به‌دست‌آمده برای مدل که برابر ۱۵ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیش از ۱۵ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. از بین متغیرهای انعطاف‌پذیری مالی، نقدینگی با سطح معنی‌داری (۰/۳۲۱۴) و ظرفیت بدهی با سطح معنی‌داری (۰/۱۱۹۶) بیانگر عدم تأثیرگذاری آن‌ها بر سیاست تقسیم سود است ولی متغیر وجوه داخلی با سطح معنی‌داری (۰/۰۰۰) و ضریب (۰/۰۳۹۸) بیانگر اثرگذاری مثبت معنی‌دار بر سیاست تقسیم سود است. شاخص ترکیبی انعطاف‌پذیری مالی با سطح معنی‌داری (۰/۰۱۲۲) و ضریب (۰/۵۷۳۳) حاکی از تأثیرگذاری مثبت معنی‌دار بر سیاست تقسیم سود است و از بین متغیرهای کنترل پژوهش، تنها متغیر سیاست تقسیم سود دوره قبل با ضریب (۰/۷۲۱۰) دارای تأثیر مثبت معنی‌داری بر سیاست تقسیم سود در دوره جاری است یعنی شرکت‌ها رویه‌ای مشابه برای تقسیم سود در دوره جاری نسبت به سال قبل

دارند و مابقی متغیرهای کنترل، یعنی اندازه شرکت، فرصت رشد و ارزش بازار شرکت، تأثیر معنی‌داری بر سیاست تقسیم سود شرکت ندارند.

جدول ۶. نتایج حاصل از برآورد مدل (۲) پژوهش برای آزمون فرضیه دوم

متغیر	ضریب متغیر	انحراف استاندارد	آماره تی	سطح خطا	تلورانس (VIF/۱)
$\alpha_0$	۰/۰۱۱۳	۰/۰۲۶۲	۰/۴۳۴۰	۰/۶۶۴۴	
LIQUIDITY	۰/۰۴۴۹	۰/۰۴۵۳	۰/۹۹۲۳	۰/۳۲۱۴	۰/۸۸۳۰
UDC	-۰/۰۱۶۹	۰/۰۱۰۸	-۱/۵۵۸۵	۰/۱۱۹۶	۰/۹۰۳۱
INTFUND	۰/۰۳۹۸	۰/۰۰۷۳	۵/۴۱۱۴	۰/۰۰۰	۰/۸۰۶۷
F-FLEX	۰/۵۷۳۳	۰/۲۵۱۸	۲/۲۷۶	۰/۰۱۲۲	۰/۹۰۲۵
SIZE	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۱۵	۰/۵۸۹۶	۰/۵۵۵۶	۰/۹۶۲۸
MTB	-۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۸	-۰/۳۷۴۱	۰/۷۰۸۴	۰/۹۵۰۷
GROWTH	-۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۶۳	-۰/۲۵۳۰	۰/۸۰۰۳	۰/۷۶۹۸
PAYOUT t – 1	۰/۷۲۱۰	۰/۰۲۴۸	۲۹/۰۳۷	۰/۰۰۰	۰/۸۱۵۳
ضریب تعیین			۰/۱۶۵۲۳۱		
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۱۵۱۸۵۳		
آماره‌ی دوربین-واتسون			۲/۰۳۲۹۷۰		
آماره‌ی F			۱۰۵/۴۷۲۶		
احتمال آماره‌ی F			۰/۰۰۰		

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۷ و با توجه آماره‌ی F به دست آمده (۵/۸۵۶۱۵۱) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در مجموع مدل پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای مدل که برابر ۸ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیش از ۸ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. بر اساس نتایج قابل مشاهده، متغیر ترکیبی تضاد مالکانه با سطح معنی‌داری (۰/۰۰۳۲) و ضریب (۰/۰۴۲۹-) دارای تأثیر منفی معنی‌دار بر شدت سرمایه‌گذاری است. از بین متغیرهای انعطاف‌پذیری مالی، اثر تعاملی نقدینگی و ظرفیت بدهی با تضاد مالکانه بیانگر عدم تأثیرگذاری معنی‌دار آن‌ها بر شدت سرمایه‌گذاری است بنابراین تضاد مالکانه تأثیر نقدینگی و ظرفیت بدهی بر شدت سرمایه‌گذاری را تعدیل نمی‌کند. ولی اثر تعاملی تضاد مالکانه با متغیر وجوه داخلی با سطح معنی‌داری (۰/۰۰۱۲) و ضریب (۰/۰۴۲۹-) بیانگر اثرگذاری منفی معنی‌دار بر شدت سرمایه‌گذاری است؛ بنابراین تضاد مالکانه، تأثیر وجوه داخلی بر شدت سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند. اثر تعاملی بین شاخص ترکیبی انعطاف‌پذیری مالی و تضاد مالکانه با سطح معنی‌داری (۰/۰۳۷۴) و ضریب (۰/۰۴۴۹-) حاکی از تأثیر منفی معنی‌دار آن بر شدت سرمایه‌گذاری

است یعنی تضاد مالکانه سبب تعدیل تأثیر انعطاف‌پذیری مالی از تأثیرگذاری مثبت به تأثیرگذاری منفی می‌شود. از بین متغیرهای کنترل پژوهش، تنها متغیر اندازه شرکت و شدت سرمایه‌گذاری دوره قبل به ترتیب با ضریب (۰/۰۱۳۷ و ۰/۲۰۲۶) دارای تأثیر مثبت معنی‌داری بر شدت سرمایه‌گذاری در دوره جاری است و مابقی متغیرهای کنترل، یعنی فرصت رشد و ارزش بازار شرکت، تأثیر معنی‌داری بر شدت سرمایه‌گذاری شرکت ندارند.

جدول ۷. نتایج حاصل از برآورد مدل (۳) پژوهش برای آزمون فرضیه سوم

متغیر	ضریب متغیر	انحراف استاندارد	آماره تی	سطح خطا	تلورانس (VIF/۱)
$\alpha_0$	-۰/۰۴۶۳	۰/۰۲۹۸	-۱/۵۵۰۴	۰/۱۲۱۵	
<i>PPCONFLICT</i>	-۰/۰۴۲۹	۰/۰۱۴۴	-۲/۹۶۲۷	۰/۰۰۳۲	۰/۸۸۸۷
<i>lig * PPCONFLICT</i>	۰/۰۰۳۶	۰/۰۸۳۹	۰/۰۴۲۸	۰/۹۶۵۸	۰/۷۸۶۵
<i>udc * PPCONFLICT</i>	-۰/۰۳۹۳	۰/۰۲۰۹	-۱/۸۷۶۸	۰/۰۶۱۰	۰/۲۲۰۱
<i>intfunds * PPCONFLICT</i>	-۰/۰۴۲۹	۰/۰۱۴۴	-۲/۹۶۲۷	۰/۰۰۱۲	۰/۹۲۱۰
<i>f - flex * PPCONFLICT</i>	-۰/۰۴۴۹	۰/۰۲۱۵	-۲/۰۸۴۸	۰/۰۳۷۴	۰/۹۱۸۶
SIZE	۰/۰۱۳۷	۰/۰۰۵۴	۲/۵۳۷	۰/۰۱۰۷	۰/۹۶۱۹
MTB	۰/۰۰۱۴	۰/۰۰۱۲	۱/۱۹۶۱	۰/۲۳۲۰	۰/۹۶۷۱
GROWTH	۰/۰۱۳۸	۰/۰۰۸۶	۱/۵۹۳۴	۰/۱۱۱۵	۰/۹۳۸۴
$INV_{ratio\ t-1}$	۰/۲۰۲۶	۰/۰۳۶۴	۵/۵۶۲	۰/۰۰۰	۰/۸۸۸۷
ضریب تعیین	۰/۱۰۵۷۱۱۱				
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۰۸۷۶۹۳				
آماره‌ی دوربین-واتسون	۲/۳۳۷۳۳۸				
آماره‌ی F	۵/۸۵۶۱۵۱				
احتمال آماره‌ی F	۰/۰۰۰				

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج قابل‌مشاهده در جدول ۸ و با توجه به آماره‌ی F به‌دست‌آمده (۵/۸۵۲۷) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در مجموع مدل پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل‌شده به‌دست‌آمده برای مدل که برابر ۸ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیش از ۸ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. بر اساس نتایج قابل‌مشاهده در جدول ۸، متغیر ترکیبی تضاد مالکانه با سطح معنی‌داری (۰/۰۱۱۲) و ضریب (۰/۰۲۷۲) تأثیر مثبت معنی‌دار بر سیاست تقسیم سود دارد. از بین متغیرهای انعطاف‌پذیری مالی،

اثر تعاملی نقدینگی با تضاد مالکانه با سطح معنی‌داری (۰/۳۷۳۱) و اثر تعاملی ظرفیت بدهی با تضاد مالکانه با سطح معنی‌داری (۰/۱۳۰۲) بیانگر عدم تأثیرگذاری معنی‌دار آن‌ها بر سیاست تقسیم سود است؛ بنابراین تضاد مالکانه تأثیر نقدینگی و ظرفیت بدهی بر سیاست تقسیم سود را تعدیل نمی‌کند. ولی اثر تعاملی تضاد مالکانه با متغیر وجوه داخلی با سطح معنی‌داری (۰/۰۰۰) و ضریب (۰/۰۶۵۶) بیانگر اثرگذاری مثبت معنی‌دار بر سیاست تقسیم سود است؛ بنابراین تضاد مالکانه، تأثیر وجوه داخلی بر سیاست تقسیم سود را تعدیل می‌کند. اثر تعاملی شاخص ترکیبی انعطاف‌پذیری مالی با شاخص ترکیبی تضاد مالکانه با سطح معنی‌داری (۰/۰۲۲۴) و ضریب (-۰/۰۳۶۱) حاکی از تأثیر منفی معنی‌دار آن بر سیاست تقسیم سود است یعنی تضاد مالکانه سبب تعدیل اثر مثبت انعطاف‌پذیری مالی به تأثیر منفی آن بر سیاست تقسیم سود می‌شود. از بین متغیرهای کنترل پژوهش، تنها متغیر اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود دوره قبل به ترتیب با ضرایب (۰/۰۰۳۶) و (۰/۰۴۸۱) دارای اثر مثبت معنی‌داری بر سیاست تقسیم سود در دوره جاری است و مابقی متغیرهای کنترل، یعنی فرصت رشد و ارزش بازار شرکت، تأثیر معنی‌داری بر سیاست تقسیم سود شرکت ندارند.

**جدول ۸. نتایج حاصل از برآورد مدل (۴) پژوهش برای آزمون فرضیه چهارم**

متغیر	ضریب متغیر	انحراف استاندارد	آماره تی	سطح خطا	تلورانس (VIF/۱)
$\alpha_0$	۰/۰۰۹۰	۰/۰۲۳۱	۰/۳۹۲۲	۰/۶۹۵۰	
PPCONFLICT	۰/۰۲۷۲	۰/۰۱۱۶	۲/۳۴۴	۰/۰۱۱۲	۰/۴۳۹۳
lig * PPCONFLICT	۰/۰۵۴۹	۰/۰۶۱۶	۰/۸۹۱۳	۰/۳۷۳۱	۰/۸۵۹۸
udc * PPCONFLICT	-۰/۰۲۲۹	۰/۰۱۵۱	-۱/۱۵۵۲	۰/۱۳۰۲	۰/۴۶۴۸
intfunds * PPCONFLICT	۰/۰۶۵۶	۰/۰۱۱۴	۵/۷۲۲۳	۰/۰۰۰	۰/۹۱۴۷
f - flex * PPCONFLICT	-۰/۰۳۶۱	۰/۰۱۴۵	-۲/۴۸۹	۰/۰۲۲۴	۰/۹۰۶۶
SIZE	۰/۰۰۳۶	۰/۰۰۱۱	۳/۲۷۲	۰/۰۰۶۲	۰/۹۵۹۴
MTB	-۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۸	-۰/۳۳۲۳	۰/۷۳۹۸	۰/۹۵۷۵
GROWTH	-۰/۰۰۲۰	۰/۰۰۶۳	-۰/۳۳۱۰	۰/۷۴۰۷	۰/۹۵۰۸
PAYOUT <sub>ratio t-1</sub>	۰/۰۴۸۱	۰/۰۲۳۱	۲/۰۸۲	۰/۰۰۰	۰/۴۳۹۳
ضریب تعیین	۰/۱۰۳۶۱				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۸۶۴۵				
آماره‌ی دوربین-واتسون	۲/۲۱۸۵۶۲				
آماره‌ی F	۵/۸۵۲۷۳				
احتمال آماره‌ی F	۰/۰۰۰				

منبع: یافته‌های پژوهش

**نتیجه‌گیری و بحث**

توانایی سرمایه‌گذاری و تقسیم سود شرکت در راستای بیشینه کردن منافع همه گروه‌های ذینفع در شرکت متأثر از انعطاف‌پذیری مالی شرکت در مدیریت و به‌کارگیری منابع آن است. مزایای این انعطاف‌پذیری نیز می‌تواند تحت تأثیر رفتارهای فرصت‌طلبانه گروه‌های با اهداف متضاد از دیگر گروه‌ها، به‌شدت کاهش یابد که مشکلات و هزینه‌های نمایندگی و در نتیجه کاهش ارزش شرکت را به دنبال خواهد داشت. بر اساس نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش، شاخص ترکیبی انعطاف‌پذیری مالی سبب افزایش شدت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شود. به عبارتی بر اساس نتایج به‌دست‌آمده می‌توان بیان کرد شرکت‌ها با حفظ نقدینگی، ظرفیت استقراض بیشتر و افزایش ظرفیت استقراض در آینده و همچنین حفظ وجوه داخلی انباشته‌شده خود در حال حاضر به دلیل اقتصاد تورمی و با صرفه بودن استفاده از استقراض در این شرایط (بازپرداخت معادل ریالی با ارزش کمتر در آینده)، اقدام به تأمین مالی برای سرمایه‌گذاری‌های بیشتری می‌کنند و از آن‌ها به‌عنوان سوپاپ اطمینان در آینده استفاده می‌کنند. به‌طورکلی شرکت‌های با انعطاف‌پذیری بیشتر، می‌توانند مقاومت بیشتری در مقابل فشارهای مالی نشان دهند و زمان مواجهه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور، می‌توانند با کمترین هزینه، وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری را فراهم کنند که شدت سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. این نتایج در رابطه با متغیر نقدینگی و ظرفیت بدهی مخالف با نتایج پژوهش‌های قبلی مانند افزا و میرزا (۲۰۱۱)، مرچیا و مورا (۲۰۱۰) و گامبا و تریانتیس<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) است ولی در رابطه با متغیر وجوه داخلی و شاخص ترکیبی انعطاف‌پذیری مالی موافق با نتایج پژوهش‌های قبلی مانند استویک (۲۰۱۵)، لی و ژیاو (۲۰۱۱)، دی انجلو (۲۰۱۰)، مرچیا و مورا (۲۰۱۰) و گامبا و تریانتیس (۲۰۰۵) است. بر اساس نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش به‌طورکلی شرکت‌های با انعطاف‌پذیری بیشتر، سود بیشتری را بین سهامداران تقسیم می‌کنند که بیانگر این است که شرکت‌های با انعطاف‌پذیری بالاتر، جریان‌های نقدی بیشتر و مطمئن‌تری را دارند و ضمن جلوگیری از افزایش هزینه‌های نمایندگی، به‌راحتی می‌توانند با حفظ ظرفیت استقراض و نقدینگی، سود منظمی را بین مالکان تقسیم کنند. شاید به این دلیل است که شرکت‌ها وجوه نقد عملیاتی و ظرفیت استقراضی خود را برای سرمایه‌گذاری‌هایی با بازدهی بیشتری بکار می‌گیرند تا سود و بازدهی بیشتری را در آینده نصیب مالکان کنند. این نتایج در رابطه با متغیر نقدینگی و ظرفیت بدهی مخالف با نتایج پژوهش‌هایی مانند راجش کومار و سوجیت (۲۰۱۸)، دی‌انجلو (۲۰۰۷)، اودد (۲۰۰۸)، مرچیا و مورا (۲۰۱۰)، افزا و میرزا (۲۰۱۱)، پاترا و همکاران (۲۰۱۲) است. درحالی‌که این نتایج در رابطه با متغیر وجوه داخلی و شاخص ترکیبی انعطاف‌پذیری مالی مخالف با نتایج پژوهش کینگ‌وارا (۲۰۱۵)، ولی هم‌راستا با نتایج راجش کومار و سوجیت (۲۰۱۸)، رپ و همکاران (۲۰۱۴)، استویک (۲۰۱۵)، لی و ژیاو (۲۰۱۱)، دی انجلو (۲۰۱۰)، دی انجلو (۲۰۰۶)، افزا و میرزا (۲۰۱۱)، پاترا و همکاران (۲۰۱۲) است.



بر اساس نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش، تضاد مالکانه و اثر متقابل آن با شاخص ترکیبی انعطاف‌پذیری مالی سبب کاهش شدت سرمایه‌گذاری می‌شود. دلیل این نتیجه را می‌توان به این شکل بیان کرد که وجود تضاد مالکانه در سایه حاکمیت شرکتی ضعیف اتفاق می‌افتد که به سبب وجود و تسلط فرضیه منافع شخصی در سایه تضاد مالکیت، درجه انعطاف‌پذیری شرکت و در نتیجه سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد به عبارتی وجود تضاد مالکانه سبب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه افزایش هزینه نمایندگی و هزینه سرمایه شرکت می‌شود که میزان دسترسی شرکت برای وجوه ارزان‌قیمت برای سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد همچنین وجود انعطاف‌پذیری بالا بیانگر سرمایه‌گذاری بیشتر نیست زیرا شاید وجوه داخلی و نقدینگی به جای سرمایه‌گذاری ترجیح داده شود که برای جلوگیری از رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران، این وجوه بین سهامداران تقسیم شود و همچنین وجود انعطاف‌پذیری بالا به سبب بالا بودن ظرفیت استقراض، نشانگر نبود فرصت‌های سرمایه‌گذاری و کاهش آن است. این نتیجه هم‌راستا با نتایج پژوهش استویک (۲۰۱۵)، مورک و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۵)، کالچوا و لین (۲۰۰۷)، مک نالتی و همکاران (۲۰۱۳)، ولوری و جنکینز (۲۰۰۶)، عبدالسلام و سایرین<sup>۲</sup> (۲۰۰۸)، میچلی و وینسنت<sup>۳</sup> (۲۰۱۳)، دلابراسلری و لاتروس<sup>۴</sup> (۲۰۱۴) است. بر اساس نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش اثر متقابل شاخص ترکیبی تضاد مالکانه و انعطاف‌پذیری مالی، سبب کاهش سود تقسیمی شده است؛ یعنی وجود تضاد مالکانه، انعطاف‌پذیری شرکت‌ها را در استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور و با ارزش خالص فعلی مثبت، کاهش می‌دهد و حتی به صورت فرصت‌طلبانه به جای تقسیم سود، منابع موجود در شرکت در راستای منافع شخصی گروه‌های خاصی بکار گرفته می‌شود. همچنین در شرکت‌های با تضاد مالکانه بیشتر، به سبب هزینه نمایندگی بیشتر و عدم اطمینان نسبت به جریان‌های نقدی، سود تقسیمی کمتر خواهد بود. این نتیجه هم‌راستا با نتایج پژوهش‌های قبلی مانند کینگ‌وارا (۲۰۱۵)، ماندناستویک (۲۰۱۵)، ماری و پاچوست (۲۰۰۲)، استراتیس و وو<sup>۵</sup> (۲۰۰۴)، عبدالسلام و همکاران (۲۰۰۸) و لیم و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۷)، مورک و همکاران (۲۰۰۵) و پیندادو و همکاران (۲۰۱۲) است.

با توجه به نتایج به دست آمده به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود، برای کسب منفعت سرمایه‌ای ناشی از شدت سرمایه‌گذاری و منفعت نقدی ناشی از سود نقدی، بیشتر در شرکت‌های با انعطاف‌پذیری مالی (نقدینگی - وجوه داخلی - ظرفیت بدهی) سرمایه‌گذاری کنند و همچنین به سهامداران پیشنهاد می‌شود

1. Morck et al
2. Abdelsalam et al
3. Michaely & Vincent
4. De La Bruslerie & Latrous
5. Stouraitis & Wu
6. Lim et al

رویه‌های نظارتی و حاکمیت شرکتی در شرکت را متناسب با درجه تضاد مالکانه موجود در شرکت، تعدیل کنند تا از انتقال ناعادلانه منابع و به‌کارگیری فرصت‌طلبانه آن‌ها به‌وسیله گروهی خاص جلوگیری به عمل آید که نیازمند بسط و توسعه ابزارهای اجرایی حاکمیت شرکتی به‌تناسب محیط تجاری و شرایط موجود است. چراکه به نظر می‌رسد به سبب وجود تضاد مالکانه، ابزارهای حاکمیت شرکتی به‌اندازه خود حاکمیت شرکتی رشد نیافته‌اند.



## منابع

- خالقی مقدم، حمید، حساس یگانه، یحیی، امیری، مقصود و شیره زاده، جلال. (۱۳۹۶). مدلی برای انعطاف پذیری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *راهبرد مدیریت مالی*، ۴(۴)، صص. ۴۵-۶۷.
- رحمانی، علی؛ غلامی گاکیه، فردین؛ پاکیزه، کامران. (۱۳۹۱). تاثیر انعطاف پذیری مالی بر میزان سرمایه گذاری و ارزش افرینی. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۴(۲)، صص. ۷۶-۵۳.
- شعری آنقیز، صابر و قربانی، ناهید. (۱۳۹۴). رابطه انعطاف پذیری مالی با عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران از منظر بازار. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۴(۳)، صص. ۱۸۰-۱۶۵.
- مدرس، احمد و حصار زاده، رضا. (۱۳۸۷). کیفیت گزار شگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری. *سازمان بورس و اوراق بهادار*، ۱(۲)، صص. ۱۱۶-۸۵.
- نجفی مقدم، علی. (۱۳۹۶). تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات ساختار سرمایه با استفاده از دو مدل برایان کلارک و فولک اندرووانگ. *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۸(۳۳)، صص. ۱۵۳-۱۸۲.
- Abdelsalam, O. El-Masry, A. & Elsegini, S. (2008). **Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policies in an Emerging Market Further Evidence from CASE 50.** *Managerial Finance*: 34(12), pp.953-964.
- Afza, T. & Mirza, H. (2011). **Institutional shareholdings and corporate dividend policy in Pakistan.** *African Journal of Business Management*, 5 (22), pp.8941-8951.
- Bancel, F. & Mittoo, U. (2011). **Financial flexibility and the impact of the global financial crisis: evidence from France.** *International Journal of Managerial Finance* 7 (2), pp.179-216.
- Bouchani, Z. & Ghanbari, M. (2015). **The relation between financial flexibility and financial performance with the ratio of book value to market value in Tehran listed firms.** *Journal of Scientific Research and Development*. 2 (2), pp.216-222.
- Byoun, S. (2007). **Financial flexibility, leverage, and firm size, Waco, TX, January, 3.** *SSRN Electronic Journal*. pp.1-38.
- Byoun, S. (2008). **Financial flexibility and capital structure decision, SSRN Electronic Journal.** 1108850. pp.1-60.
- Chen, T. Xie. L. & Zhang. Y. (2017), **How Does Analysts' Forecast Quality Relate to Corporate Investment Efficiency?** *Journal of Corporate Finance*, 43(3), pp.408- 421.
- Chen, X. Sun, Y. & Xu, X. (2015). **Free Cash Flow, Over-Investment and Corporate Governance in China,** *Pacific-Basin Finance Journal*, 37(3), pp.81-103.
- De La Bruslerie, H. & Latrous, I. (2014). **Ownership Structure and Debt Leverage: Empirical Test of a Trade-off Hypothesis on French Firms.** *Journal of Multinational Financial Management*, 22 (4), pp.111-130.
- DeAngelo, H. & DeAngelo, L. (2007). **Capital structure, payout policy, and financial flexibility.** Marshall School of Business, California. *SSRN Electronic Journal*, pp.1-25.

DeAngelo, H. DeAngelo, L. & Stulz, R. M. (2006). **Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory.** *Journal of Financial Economics*, 81(2), pp. 227-254.

DeAngelo, H. DeAngelo, L. & Whited, T. M. (2010). **Capital structure dynamics and transitory debt,** *Journal of Financial Economics*. 99(2), pp.235-261.

Damoori, D, & Ghadakfroshan, M. (2018). **Financial Policies and Investment Efficiency in the Companies Listed in Tehran Stock Exchange.** *Financial Management Strategy*, 6(4), pp.157-175. (In Persian)

Estwic. S. (2015). **Financial Flexibility and the Moderating Role of Principal-principal Conflict.** *Journal of Financial Issues*, 14(2). pp.1-35.

Gamba, A. & Triantis. A. (2008). **The value of financial flexibility.** *The Journal of Finance*, 63(5), pp.263-296.

Gu, X. Hasan, I. & Zhu, Y. (2019). **Political influence and financial flexibility: Evidence from China,** *Journal of Banking & Finance*, 99(3), pp.142-156.

Hu, H. Tam, O. & Tan, M. (2010). **Internal governance mechanisms and firm performance in China.** *Asia Pacific Journal of Management*, 27 (4), pp.727-749.

Kalcheva, I. & Lins, K. (2007). **International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems.** *Review of Financial Studies*, 20 (4), pp.1087-1112.

King'wara, R. (2015). **The Relationship between Financial Flexibility and Dividend Payouts: A Case of Listed Firms in Kenya,** *European Journal of Business and Management*, 7(3), pp.51-58.

Khodae, M. & Zareteymori, M. (2010). **Effect of Financial Flexibility on Investment Decisions,** *Financial Engineering and Portfolio Management*, 4(3), pp.155-173. (In Persian)

Khaleghi Moghaddam, H, Hassas Yeganeh, Y, Amiri, M. Shirehzadeh, J. (2018). **A Model for Financial Flexibility of Accepted Companies in Tehran Stock Exchange.** *Financial Management Strategy*, 5(4), pp.45-67. (In Persian)

Lambrinoudakis, C. Skiadopoulos, G.S. & Gkionis, K. (2019). **Capital Structure and Financial Flexibility: Expectations of Future Shocks.** 104(10), pp.1-18.

Lara, J.M.G. Osma, B.G. Penalva, F. (2016). **Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency,** *Journal of Accounting and Economics*, 61 (1), pp.221- 238.

Lee, S. & Xiao, Q. (2011). **An examination of the curvilinear relationship between capital intensity and firm performance for publicly traded US hotels and restaurants.** *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 23(6), pp.862 – 880.

Lemmon, M. & Roberts, M. (2010). **The response of corporate financing and investment to changes in the supply of credit.** *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(3), pp.555-587.

Lim, S. Matolcsy, Z. & Chow, D. (2007). **The association between board composition and different types of voluntary disclosure.** *European Accounting Review*. 16(3), pp.555-583.

Lie, E. (2005). **Financial flexibility, performance, and the corporate payout choice.** *The Journal of Business*. 78 (6), pp.2179-2202.

- Lins, K. (2003). **Equity ownership and firm value in emerging markets.** *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (1), 159-184.
- Marchica, m. & Mura, R. (2007). **Financial flexibility and investment decisions,** *SSRN Electronic Journal*, September, pp.1-48.
- Marchica, M. & Mura, R. (2010). **Financial flexibility, investment ability, and firm value: evidence from firms with spare debt capacity.** *Financial Management*, 39 (4), pp.1339-1365.
- Maury, B. & Pajuste, A. (2005). **Multiple large shareholders and firm value.** *Journal of Banking & Finance*, 29 (7), pp.1813-1834.
- Maury, C. & Pajuste, A. (2002). **Controlling shareholders, agency problems, and dividend policy in Finland.** *Journal of LTA*, 1 (2), pp.15-45.
- McNulty, T. Florackis, C. & Ormrod, P. (2013). **Boards of directors and financial risk during the credit crisis.** *Corporate Governance: An International Review*, 21 (1), pp.58-78.
- Michaely, R. & Vincent, C. (2013). **Do Institutional Investors Influence Capital Structure Decisions?** *SSRN Electronic Journal*. pp.1-54.
- Modares, A, & Hesarzadeh, R. (2008). **Financial reporting quality and investment efficiency.** *Journal of Stock Exchange Organization*, 1(2), pp.85-116. (In persian)
- Morck, R. Wolfenzon, D. & Yeung, B. (2005). **Corporate governance. economic entrenchment, and growth.** *Journal of Economic Literature*, 43 (3), pp.655-720.
- Najafi moghadam, A. (2017). The impact of financial flexibility on capital structure decisions with Using Brian Clark and Farkland and Wang. 8(33), pp.153-182. (In persian)
- Oded, J. (2008). Payout policy, **financial flexibility, and agency costs of free cash flow.** *SSRN Electronic Journal*. pp.1-44.
- Patra, T. Poshakwale, S. & Ow-Yong, K. (2012). **Determinants of corporate dividend policy in Greece.** *Applied Financial Economics*, 22 (13), pp.1079-1087.
- Pindado, J. Requejo, I. & Torre, C. (2012). **Do family firms use dividend policy as a governance mechanism? evidence from the Euro zone.** *Corporate Governance: An International Review*, 20 (5), pp.413-431.
- Rahmani, A. Gholami Gakieh, F. Pakizeh, K. (2012). **The Impact of Financial Flexibility on Investment Ability and Firm's Value Enhancing.** *Journal of Accounting Advances (JAA)*, 4(2), pp.53-76. (in Persian)
- Rajesh Kumar, B. & Sujit, K.S. (2018). **Determinants of dividends among Indian firms—An empirical study,** *Cogent Economics & Finance*, 6(1), pp.1-18.
- Rapp, S.M. Schmid, T. & Urban, D. (2014). **The Value of Financial Flexibility and Corporate Financial Policy.** *Journal of Corporate Finance*, 29(14), pp.211-312.
- Sheri Anaghiz, S. Ghorbauni, N. (2015). **The Relation between Financial Flexibility and Performance of Iranian Investment Firms from the Market Point of View.** *Empirical Research in Accounting*, 4(3), pp.165-180. (in persian)
- Smith, G. (2014). **After a Market Panic: Cash is King.** *Managerial Finance*, 41(5), pp.516-534.
- Stouraitis, A. & Wu, L. (2004). **The Impact of Ownership Structure on the Dividend Policy of Japanese Firms with Free Cash Flow Problem.** In AFFI December meeting. *SSRN Electronic Journal*. 4 (1), pp.74-93.

Su, Y. Xu, D. & Phan, P. (2008). **Principal–principal conflict in the governance of the Chinese public corporation.** *Management and Organization Review*, 4 (1), pp.17-38.

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

Velury, U. & Jenkins, D.S. (2006). **Institutional Ownership and The Quality of Earnings.** *Journal of Business Research*, 59(9), pp.1043-1051.

Young, M. Peng, M. Ahlstrom, D. Bruton, G. & Jiang. Y. (2008). **Corporate governance in emerging economies: a review of the principal–principal perspective.** *Journal of Management Studies*, 45 (1), pp.196-220.

Yung, k. Diane Li, D. & Jian, Y. (2015). **The Value of Corporate Financial Flexibility in Emerging Countries.** *Journal of Multinational Financial Management*, 32(33), pp.25-41.

