



## رابطه هزینه فرصت وجه نقد و انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت

آناهیتا زندی<sup>۱</sup>

محسن تنانی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۰۶/۰۷

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۴/۰۳

### چکیده

در این مقاله به بررسی رابطه هزینه فرصت وجه نقد و انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت پرداخته شده است. در این تحقیق اطلاعات ۱۰۲ شرکت برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون قرار گرفت. آزمون فرضیات بر مبنای روش داده‌های تابلویی می‌باشد. پژوهش حاضر به صورت همبستگی است و از نظر هدف از نوع کاربردی است. مطابق فرضیه اول رابطه بین هزینه فرصت وجه نقد و عملکرد شرکت بررسی شد. نتایج نشان داد بین هزینه فرصت وجه نقد و عملکرد شرکت رابطه مستقیم است. به بیان دیگر، با افزایش (بهبود) عملکرد شرکت بر میزان هزینه فرصت وجه نقد در شرکت افزوده می‌گردد. مطابق فرضیه دوم رابطه انعطاف‌پذیری مالی و عملکرد شرکت مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد بین انعطاف‌پذیری مالی و عملکرد شرکت رابطه ای مستقیم است. به بیان دیگر، با افزایش (بهبود) عملکرد شرکت بر میزان انعطاف‌پذیری مالی شرکت افزوده می‌گردد.

واژه‌های کلیدی: چرخه تبدیل وجه نقد، انعطاف‌پذیری مالی، عملکرد شرکت.

۱- دانشجوی دکتری گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد سمنان، دانشگاه آزاد اسلامی، سمنان، ایران. مسئول مکاتبات

۲- استادیار گروه حسابداری، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران. نویسنده اصلی mohsentanani@gmail.com

## ۱- مقدمه

امروزه در بازارهای رقابتی، بنگاه‌هایی موفق هستند که برای آینده خود برنامه داشته باشند. برنامه‌ریزی مالی از مهم‌ترین رویکردهای برنامه‌ریزی است که اهمیت فراوانی دارد. به دلیل اهمیت فراوان وجوه نقد در موفقیت واحدهای اقتصادی و ضرورت آن برای ادامه بقای آن، وجوه نقد از اجزای جدایی‌ناپذیر برنامه‌ریزی مالی است. وجه نقد اولین و مهم‌ترین عامل حیات هر بنگاه اقتصادی است. در واقع فقط بنگاه‌هایی می‌توانند به بقای خود ادامه دهند که بتوانند بنیادهای نقدی خود را به‌موقع تأمین کنند (رحیمیان، ۱۳۹۱، ۷۸).

مدیریت وجه نقد، از مهم‌ترین وظایف در فرایند مدیریت مالی است؛ زیرا از یک‌سو کمبود وجه نقد موجب می‌شود که شرکت در برآورده کردن نیازهای روزمره خود با مشکل روبه‌رو شود و از سوی دیگر، نگهداری سطح بالایی از وجه نقد برای شرکت هزینه فرصت به همراه دارد. با وجود این، بسیاری از شرکت‌ها به دلیل انعطاف‌پذیری در نشان دادن واکنش‌های مناسب نسبت به موقعیت‌های پیش‌بینی‌نشده و همچنین نیازهای روزمره، تمایل به نگهداری مقادیر زیادی وجه نقد دارند (گارکی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹، ۹۵).

انعطاف‌پذیری به یکی از موضوعات مهم در تئوری‌ها و سیاست‌های مالی تبدیل شده است. بیشتر بحث‌های موجود پیرامون الگوهای انعطاف‌پذیری، بر سیاست‌های مالی متمرکز است؛ به‌طوری‌که این الگوها یکی از جنبه‌های مهم مدیریت منابع مالی می‌باشند. انعطاف‌پذیری مالی به‌عنوان درجه‌ای از ظرفیت یک شرکت است که می‌تواند منابع مالی خود را در جهت فعالیت‌های واکنشی تجهیز کند تا ارزش شرکت را به حداکثر برساند (هاشمی، ۱۳۸۹، ۳۷).

انعطاف‌پذیری نقش مهمی در توانمند ساختن مدیران در خصوص سرمایه‌گذاری در آینده ایفا می‌کند. مشکلات بازار سرمایه، حفظ انعطاف‌پذیری را برای شرکت‌ها جهت استفاده از فرصت‌های سودآور الزامی کرده است. میرز<sup>۲</sup> (۱۹۷۷) نشان داد که چگونه تهدیدات ناشی از بدهی شرکت‌ها ممکن است که مانع استفاده آن‌ها از فرصت‌های سودآور شود، حتی هنگامی که مدیران و سهامداران علاقه‌مند به استفاده از این فرصت‌ها هستند.

تحصیل بهینه منابع منجر به موفقیت شرکت‌ها در بازار شده و شرکت‌ها از این طریق می‌توانند فرصت‌های بازار را با موفقیت دنبال کنند و از مزایای فعالیت در بازار بهره‌مند شوند (خدائی، ۱۳۸۹، ۱۵۵).

مدیران بیان کرده‌اند که انعطاف‌پذیری نقش مهمی در توانمند ساختن آن‌ها در خصوص سرمایه‌گذاری در آینده ایفا می‌کند بر مبنای بحث‌های صورت گرفته توسط مودیگیلیانی و میلر و

میرز مشکلات بازار سرمایه، حفظ انعطاف‌پذیری را برای شرکت‌ها جهت استفاده از فرصت‌های سودآور الزامی کرده است.

شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی میزان قدرت استقراض ذخیره‌ای برای خود نگه می‌دارند تا بتوانند در سال‌های بعد با استفاده از سیاست محافظه‌کاری سرمایه‌گذاری بیشتری کنند. طبق مطالب فوق، انعطاف‌پذیری مالی باید رابطه مستقیم و تأثیر مهمی بر مخارج سرمایه‌ای داشته باشند. هم‌چنین شرکت‌های منعطف می‌توانند بعد از یک دوره سیاست اهرمی پایین، راحت‌تر وجوه خود را برای تأمین مالی پروژه‌هایشان بکار گیرند؛ و توانایی سرمایه‌گذاری آن‌ها باید کمتر وابسته به وجوه داخلی باشد. در نتیجه باید انتظار داشته باشیم که یک رابطه منفی بین سرمایه‌گذاری و عامل گردش وجوه نقدی وجود داشته باشد (خدائی، ۱۳۸۹، ۱۵۵).

وجه نقد در ارتباط با سرمایه و سود به این دلیل حائز اهمیت است که معرف قدرت خریدی است که می‌توان در اقتصاد بازار به اشخاص یا مؤسسات دیگر انتقال داد تا به مصرف تهیه کالاها و خدمات موردنیاز خود برسانند؛ بنابراین، بسیاری از اندازه‌گیری‌های حسابداری برگردش وجوه نقد در گذشته، حال و انتظارات آینده مبتنی می‌باشد. درآمد سرمایه‌گذاری‌ها معمولاً بر مبنای وجوه نقد خالصی اندازه‌گیری می‌شود که انتظار می‌رود از سرمایه‌گذاری‌ها تحصیل گردد. هزینه‌ها نیز معمولاً بر مبنای وجوه نقد پرداخت شده برای تحصیل کالاها و خدمات مورد استفاده واحد انتفاعی اندازه‌گیری می‌شود. بر اساس حسابداری تعهدی می‌توان بخشی از دریافت‌ها یا پرداخت‌های نقدی آتی را به دوره جاری تخصیص داد یا بخشی از دریافت‌ها یا پرداخت‌های نقدی گذشته را به دوره جاری یا دوره‌های آتی انتقال داد (شباهنگ، ۱۳۸۲، ۶۲).

در نهایت با توجه به اینکه انعطاف‌پذیری مالی شاخصی برای عکس‌العمل به موقع واحد اقتصادی می‌باشد و عدم بررسی آن در بیشتر پژوهش‌ها به چشم می‌خورد و این نکته سبب ضعف نتایج و یافته‌های کسب‌شده قبلی می‌باشد و بهبود عملکرد شرکت نیز در حد قابل قبول یکی از شاخص‌های افزایش انعطاف‌پذیری مالی و میزان هزینه فرصت وجه نقد شرکت است این پژوهش به بررسی تأثیر هزینه فرصت وجه نقد و انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

در این مقاله ضمن اشاره‌ای به پیشینه پژوهش‌های انجام‌گرفته در ارتباط با موضوع، مبانی نظری و فرضیات تحقیق مطرح و در نهایت ضمن معرفی متغیرهای موردنظر و روش مورد استفاده جهت انجام پژوهش، نتایج ارائه می‌گردد.

## ۲- چارچوب نظری پژوهش

در مفاهیم نظری استانداردهای حسابرسی ایران انعطاف‌پذیری مالی عبارت است از توانایی واحد تجاری مبنی بر اقدام مؤثر جهت تغییر میزان و زمان جریان‌های نقدی آن می‌باشد به گونه‌ای که واحد تجاری بتواند در قبال رویدادها و فرصت‌های غیرمنتظره واکنش نشان دهد. انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری را قادر می‌سازد تا از فرصت‌های غیرمنتظره سرمایه‌گذاری به‌خوبی بهره گیرد و در دورانی که جریان‌های نقدی حاصل از عملیات مثلاً به دلیل کاهش غیرمنتظره در تقاضا برای محصولات تولیدی واحد تجاری در سطح پایین و احتمالاً منفی قرار دارد به حیات خود ادامه دهد. (مراد زندی، ۵۷، ۱۳۹۴)

جریان‌ات ورودی و خروج وجه نقد یک واحد تجاری جزء اساسی‌ترین رویدادهایی است که شالوده بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان درباره آن واحد باشد. سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان تمایل دارند در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که جریان نقد آزاد بالایی داشته باشند. زیرا یکی از ابزارهای ارزیابی قدرت بازپرداخت بدهی و تعیین انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها، شاخص جریان نقد آزاد می‌باشد (رضوانی راز و حقیقت، ۱۳۸۴، ۵۰). این مطلوبیت جریان نقد آزاد بالا زمانی قابل قبول است که شرکت مرحله رشد را گذرانده و دیگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور بالایی نداشته باشد. (ستایش، ۱۶، ۱۳۹۴)

(۱) انعطاف‌پذیری مالی عبارت از توانایی واحد تجاری مبنی بر اقدام مؤثر جهت تغییر میزان و زمان جریان‌های نقدی آن می‌باشد به گونه‌ای که واحد تجاری بتواند در قبال رویدادها و فرصت‌های غیرمنتظره واکنش نشان دهد. مجموعه صورت‌های مالی، اطلاعاتی را که جهت ارزیابی انعطاف‌پذیری واحد تجاری مفید است منعکس می‌کند. انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری را قادر می‌سازد تا از فرصت‌های غیرمنتظره سرمایه‌گذاری به‌خوبی بهره گیرد و در دورانی که جریان‌های نقدی حاصل از عملیات مثلاً به دلیل کاهش غیرمنتظره در تقاضا برای محصولات تولیدی واحد تجاری در سطح پائین و احتمالاً منفی قرار دارد به حیات خود ادامه دهد.

(۲) توضیحات مکمل در ارتباط با وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی در یادداشت‌های توضیحی ارائه می‌شود جزء لاینفک صورت‌های مالی محسوب می‌گردد. و طبق مفاهیم نظری داریم:

(۳) انعطاف‌پذیری مالی معمولاً متضمن از دست دادن برخی منافع در قبال به دست آوردن مزایاست. به‌طور مثال نگهداری دارایی‌هایی که به‌راحتی در بازار قابل دادوستد است نشانگر انعطاف‌پذیری مالی است اما همین امر ممکن است متضمن بسنده کردن به نرخ

بازدهی باشد که به مراتب کمتر از نرخ است که می‌توان از سرمایه‌گذاری در دارایی‌هایی با نقدینگی کمتر به دست آورد. انعطاف‌پذیری مالی می‌تواند مخاطرات مرتبط با عملیات را، مثلاً با تقلیل خطر و ورشکستگی به هنگام تنزل خالص جریان‌های نقدی ناشی از عملیات کاهش دهد.

به‌طور کلی در هر سطح مخاطره عملیاتی، یک واحد تجاری که از انعطاف‌پذیری مالی بالایی برخوردار است در مقایسه با واحد تجاری با انعطاف‌پذیری مالی پایین در مجموع با مخاطره کمتری روبه‌رو است.

۴) صورت‌های مالی اساسی مجموعاً اطلاعاتی را که برای ارزیابی انعطاف‌پذیری مالی مفید است ارائه می‌کند. به‌طور مثال صورت جریان وجوه نقد این اطلاعات را از طریق گزارش جریان‌های نقدی ناشی از عملیات و افشای رابطه آن‌ها با سود فراهم می‌آورد. این اطلاعات می‌تواند در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی مفید واقع شود و عموماً برای هر واحد تجاری هر چه میزان خالص جریان‌های نقدی آتی ناشی از عملیات بیشتر باشد توان آن واحد تجاری برای مقابله با تغییرات نامساعد در شرایط عملیاتی بیشتر خواهد بود. (قائمی، ۶۷، ۱۳۹۱)

### ۳- پیشینه پژوهش

مرور مطالعات و پژوهش‌های مرتبط با موضوع از منابع مختلف نظیر دانشگاه‌ها و مراکز تهیه و تدارک‌کننده منابع علمی و پژوهشی، مؤید این نکته هستند که داخل ایران پژوهش‌های انجام‌شده درباره این موضوع اندک است، ولی تحقیقات نسبتاً مشابه انجام‌شده است که در زیر به برخی از آن‌ها پرداخته می‌شود.

خدایی و له‌زاده قرد و زارع تیموری در پژوهشی با عنوان «تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری» در پژوهش خود در پی یافتن پاسخی به این پرسش است که آیا بعد از یک دوره از اهرم‌های محافظه‌کارانه، شرکت‌ها به درجه‌ای از توانایی انعطاف‌پذیری مالی دست می‌یابند که آن‌ها را قادر می‌سازد تا بتوانند هزینه‌های سرمایه‌ای مهم‌تر و بیشتری انجام دهند؛ به عبارت دیگر آیا شرکت‌هایی که دارای انعطاف‌پذیری مالی هستند، آیا توانایی سرمایه‌گذاری آن‌ها بالا رفته است. در این پژوهش از اقلام تعهدی اختیاری با استفاده از مدل مارچیکا و مورا به‌عنوان شاخصی برای تعیین انعطاف‌پذیری در شرکت‌ها استفاده گردیده است. بدین منظور اطلاعات ۱۷۱ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۶ به کار گرفته شده است. نتایج حاصل از این پژوهش نشان‌دهنده عدم

وجود تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر هزینه‌های سرمایه‌گذاری و همچنین عدم رابطه بین گردش وجوه نقد و هزینه‌های سرمایه‌ای در شرکت‌های مورد بررسی بورس تهران می‌باشد. (خدائی، ۱۳۸۹، ۱۵۵)

میقانی در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه که هدف از این پژوهش بررسی ارزش نهایی وجه نقد برای سرمایه‌گذاران و بررسی رابطه انعطاف‌پذیری مالی و ساختار سرمایه و همچنین تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات ساختار سرمایه است. در این پژوهش اطلاعات ۹۴ شرکت طی ۶ سال از سال ۸۳ تا ۸۸ برای شرکت‌های تولیدی مورد آزمون قرار گرفت. آزمون فرضیات بر مبنای روش داده‌های تابلویی می‌باشد روش پژوهش به صورت همبستگی است و از نظر هدف از نوع کاربردی است. مطابق فرضیه اول آزمون شد که آیا در بورس اوراق بهادار تهران ارزش نهایی وجه نقد دارای ارزش مثبتی است و این که آیا سرمایه‌گذاران ارزشی برای انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها قائل‌اند. نتایج نشان داد که ارزش نهایی وجه نقد به روش فارکلندووانگ مثبت بود و ارزش نهایی وجه نقد به روش کلارک معنادار نمی‌باشد. نتایج حاصل از فرضیه دوم حاکی از آن است که بین انعطاف‌پذیری مالی و نسبت بدهی رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج حاصل از فرضیه سوم نیز بیان می‌کند که ارزش نهایی وجه نقد بیشترین تأثیر را بر تصمیمات ساختار سرمایه دارد؛ و فرضیه سوم پژوهش تأیید می‌گردد. (میقانی، ۱۳۸۹، ۹۷)

هاشمی، سجاد دوست این پژوهش بر رابطه انعطاف‌پذیری مالی با سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت و ارزش شرکت پرداخته است. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که انعطاف‌پذیری مالی نقش مهمی در توانایی واحدهای تجاری ایفا می‌کند و تأثیر چشمگیر و مثبتی بر فرصت‌های غیرمنتظره سرمایه‌گذاری آتی و حداکثر کردن ارزش شرکت دارد. انعطاف‌پذیری مالی یک حلقه ارتباط اساسی در رابطه با تئوری‌های ساختار سرمایه موجود می‌باشد و شرکت‌ها می‌توانند با به‌کارگیری آن از درماندگی در مقابل شوک‌های مالی بزرگ دوری کنند و به حل مشکلات مالی و عملیاتی بپردازند. هرچه میزان انعطاف‌پذیری مالی واحدهای تجاری بیشتر باشد، شرکت‌ها بهتر رشد می‌کنند و می‌توانند در تنگناهای اقتصادی وضعیت مالی بهتری داشته باشند و دامنه سرمایه‌گذاری‌های خود را گسترش دهند. (هاشمی، ۱۳۸۹، ۳۷)

حمید حقیقت و وهاب بشیری به بررسی اثر انعطاف‌پذیری مالی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۶ پرداخته‌اند. در این پژوهش انعطاف‌پذیری مالی از طریق چرخه حیات شامل تولد، رشد و بلوغ تعریف و به‌منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های مرحله تولد به انتشار سرمایه و بدهی کم‌خطر کنند و نسبت‌های اهرمی

متعادلی را نگهداری می‌نمایند. شرکت‌ها در مرحله رشد از تأمین مالی بدهی استفاده و نسبت‌های اهرمی بالایی را نگهداری می‌کنند. شرکت‌های مرحله بلوغ به تأمین مالی درون‌سازمانی متکی هستند و نسبت‌های اهرمی کمتری را نگهداری می‌نمایند. یافته‌های این پژوهش با نظریه ترجیحی در زمینه شرکت‌های در مرحله تولد مطابقت ندارد. (شیری، ۱۳۹۱، ۴۹)

محمدحسین قائمی و سید مصطفی علوی در پژوهشی با عنوان «رابطه بین شفافیت اطلاعات حسابداری و موجودی نقد» بیان داشتند که موجودی نقد دارایی مهمی برای شرکت‌هاست. میزان نگهداری وجه نقد کافی و یا مازاد با توجه به تصمیمات مدیریت و به‌منظور مواجهه نشدن با مخاطرات عدم تقارن اطلاعاتی است. افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها به‌طور شفاف که از طریق صورت‌های مالی اساسی منتشر می‌شود، عامل مهمی در جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان است. عدم تقارن اطلاعاتی منجر به افزایش صرف ریسک و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران می‌شود. از این‌رو شرکت‌ها به‌منظور جلوگیری از افزایش هزینه‌های خود به‌اجبار وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. در این مقاله تأثیر شفافیت اطلاعاتی را که به‌وسیله شفافیت سود حسابداری محاسبه‌شده بر میزان نگهداشت وجه نقد طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد، بین شفافیت اطلاعات و میزان نگهداری وجه نقد رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد؛ به‌عبارت‌دیگر شرکت‌هایی که دارای شفافیت اطلاعاتی بالاتری هستند، وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند. (قائمی، ۱۳۹۱، ۶۷)

رجایی به بررسی ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی و ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. انعطاف‌پذیری به عنوان یکی از موضوعات مهم در تفکر سازمانی قلمداد می‌شود. تعریف انعطاف‌پذیری ریشه در تئوری‌های پست مدرن و تئوری‌های مبتنی بر منابع و شامل توانایی‌های شرکت برای سازگاری با تغییرات غیر قابل پیش‌بینی و مهم محیط است و نیازمند توانایی‌ها و قابلیت‌های مناسب برای نشان دادن واکنش سریع نسبت به محیط می‌باشد که تأثیر بسیار زیادی بر عملکرد شرکت دارد. تضاد منافع سهامداران با مدیریت از موضوعات مهم مورد بحث است. طبق پژوهش‌های مرتبط با حاکمیت شرکتی ساختار مالکیت یکی از راه‌کارهای حل این معضل مطرح شده است. ساختار مالکیت در واقع یکی از عوامل تعیین‌کننده نظام حاکمیت شرکتی است؛ لذا در این پژوهش رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و ساختار مالکیت مورد بررسی و تبیین قرار گرفته است. برای دست‌یابی به این هدف، بررسی حاضر با انتخاب ۱۰۹ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۸ انجام شده است. (رجایی، ۱۳۹۲، ۳۳)

خسروفاغانی ماکرانی و آناهیتا زندی به بررسی تأثیر عکس‌العمل بازار در برابر نگهداشت وجه نقد مازاد در شرکت‌ها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی دوره ۱۳۸۸-۱۳۹۳ پرداختند. روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش داده‌های تابلویی می‌باشد که به کمک نرم افزارهای اکسل ۲۰۰۷ و Eviews 7 انجام پذیرفت. نتایج فرضیه‌های تحقیق بیان می‌کنند که بین نگهداشت وجه نقد مازاد و حجم معاملات، روزهای معاملات، بازدهی سهام، ریسک سیستماتیک رابطه مستقیم وجود دارد، بین واکنش بازار و نگهداشت وجه نقد مازاد هم رابطه مستقیم وجود دارد. در نهایت یافته‌های تحقیق نشان داد که شرکت‌هایی که وجه نقد زیاد در خود نگهداری می‌کنند باعث افزایش ریسک سیستماتیک می‌شود. (زندی، ۲۲، ۱۳۹۶)

بیان ایشان به پژوهش در زمینه ارتباط انعطاف‌پذیری مالی، اهرم و اندازه شرکت می‌پردازد. ایشان به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های کوچک دارای نسبت اهرمی پایین‌تری هستند که این موضوع به این علت پدیدار می‌شود که شرکت‌های کوچک از طریق افزایش سرمایه داخلی منابع خود را تأمین می‌کنند (مطابق با فرضیه انعطاف‌پذیری). بیان استدلال می‌کند که شرکت‌های کوچک نسبت بدهی و اهرمی خود را در سطح پایینی نگهداری می‌کنند تا انعطاف‌پذیری شرکت حفظ شود. قراردادهای بدهی اغلب دارای شرایط محدودکننده برای سرمایه‌گذاری و نسبت‌های بدهی است که می‌تواند عوارض سنگینی مخصوصاً برای شرکت‌های کوچک و با رشد داشته باشد. تأمین مالی داخلی از طریق سهامداران به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا نقدینگی خود را افزایش دهند بدون اینکه انعطاف‌پذیری شرکت از بین برود. بیان نتایج به دست آمده در پژوهش‌های قبلی مبنی بر رابطه مثبت بین اندازه شرکت، اهرم و انعطاف‌پذیری را رد می‌کند. بیان می‌کند که بین اهرم مالی و انعطاف‌پذیری رابطه معکوس وجود دارد. (بیون<sup>۳</sup>، ۲۰۱، ۲۰۰۷).

این پژوهش به بررسی ارتباط انعطاف‌پذیری مالی، اهرم مالی و اندازه شرکت پرداخته است. در این تحقیق به آزمون فرضیات به شرح ۱ و ۲ و ۳ پرداخته شده است. ۱- شرکت‌هایی که سوددهی کمتری دارند به احتمال زیاد اقدام به انتشار سهام به منظور تقویت نگهداشت وجه نقد برای حفظ انعطاف‌پذیری مالی می‌نمایند لذا از اهرم مالی پایینی برخوردار هستند. یا به عبارت دیگر نگهداشت وجه نقد با اهرم مالی ارتباط معکوسی دارد. ۲- شرکت‌هایی که توان سودآوری کمتری دارند احتمالاً انعطاف‌پذیری پایین و ظرفیت اعتبار‌گیری کمی دارند اما به صورت بیش‌ازاندازه نیازمند وجه نقد اضافی هستند و ۳- شرکت‌هایی که توانایی کسب سود بالاتر و نگهداشت آن را دارند اهرم مالی بالاتری از شرکت‌های دارای توان کمتر در کسب سود و نگهداشت را دارند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات به شرح ذیل بوده است: ۱- شرکت‌های با توان سودآوری کمتر در بیشتر مواقع سهام سرمایه بیشتری از شرکت‌هایی که توان سوددهی بیشتری دارند صادر کرده‌اند. ۲- زمانی که



شرکت‌های کوچک از تأمین مالی از طریق بدهی اجتناب نمودند آن‌ها به میزان بیشتری در کسب سرمایه خارجی فعال می‌شوند.<sup>۳</sup> شرکت‌های کوچک با توان سوددهی پایین نگهداشت وجه نقد پایین‌تری از سایر شرکت‌ها نداشته است و اینکه شرکت‌های با توان کسب سود پایین اهرم مالی پایینی نسبت به شرکت‌های با توان سوددهی بالا را دارند.<sup>۴</sup> اندازه شرکت ارتباط معنادار مثبتی با اهرم مالی شرکت دارد. (بیون ۲۰۰۷، ۲۰۱)

ارتباط انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری پژوهش کرده‌اند و به این نتیجه رسیدند که رابطه قوی بین انعطاف‌پذیری مالی و سرمایه‌گذاری وجود دارد؛ به عبارت دیگر بعد از یک دوره سیاست اهرم پایین، شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی، توانایی بیشتری برای انجام هزینه‌های سرمایه‌ای دارند. (مارجیا، ۹۸، ۲۰۰۷)

ایشان در این پژوهش ارزش انعطاف‌پذیری را اندازه‌گیری نمودند، آن‌ها نشان دادند که ارزش انعطاف‌پذیری به هزینه تأمین مالی خارجی، نرخ مالیات شرکت، هزینه فرصت نگهداری وجه نقد، فرصت‌های رشد بالقوه شرکت و برگشت‌پذیری سرمایه بستگی دارد. آن‌ها نشان دادند که شرکت‌هایی که با مشکلات مالی درگیر هستند باید به‌طور هم‌زمان هم استقراض کرده و هم قرض دهند. (گالمبیا، ۲۰۰۸؛ ۹۸)

در پایان‌نامه کسب درجه دکتری به بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد، ساختار سرمایه و انعطاف‌پذیری مالی پرداخته است. اطلاعات موردنیاز برای انجام این پژوهش از دیتابیس‌های شرکت‌های بورسی برای سال‌های بین ۱۹۷۰-۲۰۰۸ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. نتایج این پژوهش نشان داد که انعطاف‌پذیری مالی یکی از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه است. همچنین انعطاف‌پذیری مالی از دو جز انعطاف‌پذیری داخلی و انعطاف‌پذیری خارجی اندازه‌گیری شده است. در مورد انعطاف‌پذیری داخلی شواهد نشان داد که اثرات قابل توجهی بین نگهداشت وجه نقد و ظرفیت بدهی وجود دارد و شرکت‌ها باید هنگامی که ظرفیت بدهی افزایش می‌یابد کاهش نقدینگی داشته باشند. (شن، ۱۰۵۰۷، ۲۰۱۲)

این پژوهش به بررسی عملکرد شرکت‌ها در جذب سرمایه‌گذاری در دوران رکود با توجه به میزان انعطاف‌پذیری شرکت‌ها پرداخته است. یافته‌های پژوهش مذکور حاکی از آن است که انعطاف‌پذیری مالی یک عامل مهم در جذب سرمایه و سرمایه‌گذاری در طول دوران رکود می‌باشد. همچنین شواهدی به دست آمد که نسبت اهرم مالی یکی از اجزای مهم انعطاف‌پذیری مالی می‌باشد. همچنین نتایج نشان داد که شرکت‌های با انعطاف‌پذیری مالی کمتر در زمان پایین آمدن غیرمنتظره جریان نقد آسیب‌پذیرتر هستند. (اوزگ، ۲۰۱۲، ۱۲۳)

سندوی تحقیقی با عنوان بینش سرمایه‌گذار و نگهداشت وجه نقد انجام دادند. آن‌ها در این مطالعه، انگیزه شرکت‌ها را در نگهداری وجه نقد بررسی کردند. آن‌ها دریافتند که شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت‌تری هستند، وجه نقد بیشتری را نگهداری می‌کنند. همچنین آن‌ها دریافتند که شرکت‌هایی که فرصت بیشتری برای سرمایه‌گذاری دارند، سود کمتری سهامداران پرداخت می‌کنند (سندوی، ۲۰۱۲، ۵۵).

آورد در تحقیق خود با عنوان انعطاف‌پذیری مالی در درجه اول، سیاست‌های محافظه‌کارانه بدهی را در پیش می‌گیرند و به‌ندرت با نگهداری وجه نقد زیاد، به داشتن انعطاف‌پذیری مالی مبادرت می‌ورزند (مطابق یافته‌های آن‌ها، بدهی مهم‌ترین جزء انعطاف‌پذیری مالی است). نتایج تحقیق همچنین نشان می‌دهد شرکت‌هایی که در طول دوره بحران مالی انعطاف‌پذیری مالی داشته‌اند، توانایی بیشتر در جذب فرصت‌های سرمایه‌گذاری و وابستگی اندکی به در دسترس بودن منابع داخلی جهت سرمایه‌گذاری داشته‌اند. همچنین شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی، نسبت به شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری کم‌تری دارند عملکرد بهتری داشته‌اند. (آورد، ۲۰۱۲، ۲۲)

سکورس به بررسی رشد بهره وری، ارزیابی سهام و استفاده بهینه از منابع پرداخته است. رشد بهره وری قابل ملاحظه در اثر به حداکثر رساندن منابع سرمایه‌ای و اقتصادی است. اندازه‌گیری و رشد بهره‌وری به یک موضوع رایج در تغییرات منابع سرمایه‌ای و همچنین در ارزیابی سهام مبدل شده است. نتایج نشان دهنده ارتباط مستقیم رشد بهره وری، ارزیابی سهام و استفاده بهینه از منابع می‌باشد. (سکورس، ۲۰۱۵، ۳۲)

هو و همکاران به بررسی سهام مدیریتی، سرمایه‌گذاری انعطاف‌پذیری، ارزیابی سهام در بازارهای سهام چین ۲۰۰۳-۲۰۱۲ پرداخته‌اند. این مقاله به بررسی تأثیر سهام مدیریتی در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های بزرگ و ارزیابی سهام بر اساس تئوری ارزیابی پرداخته‌اند. نتایج تجربی نشان می‌دهد که سهام مدیریتی می‌تواند موجب افزایش انعطاف‌پذیری از مدیریت سرمایه‌گذاری، افزایش ارزش حقوق صاحبان سهام مربوطه شود. (هو، ۲۰۱۵، ۲۳)

#### ۴- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی اول: بین هزینه فرصت وجه نقد و عملکرد شرکت رابطه وجود دارد.

الف) بین هزینه فرصت وجه نقد و ROE رابطه وجود دارد.

ب) بین هزینه فرصت وجه نقد و ROA رابطه وجود دارد.

ج) بین هزینه فرصت وجه نقد و EVA رابطه وجود دارد.

فرضیه اصلی دوم: بین انعطاف پذیری مالی و عملکرد شرکت رابطه وجود دارد.  
 الف) بین انعطاف پذیری مالی و ROE رابطه وجود دارد.  
 ب) بین انعطاف پذیری مالی و ROA رابطه وجود دارد.  
 ج) بین انعطاف پذیری مالی و EVA رابطه وجود دارد.

### ۵- مدل تحقیق

برای بررسی رابطه «بین هزینه فرصت وجه نقد با عملکرد شرکت» از یک مدل رگرسیونی به صورت رابطه ۱ استفاده شده است:

(۱)

$$PSPRAD_{it} = a + B_1 performance_{it-1} + B_2 MTB_{it} + \epsilon_{it}$$

**PSPRAD = سطح انباشت وجه نقد**

سطح انباشته وجه نقد به صورت رابطه ۲ قابل محاسبه می باشد:

سطح انباشت وجه نقد: یکی از متغیرهای مستقل در این پژوهش سطح انباشت وجه نقد است که بر اساس رابطه ۲ قابل محاسبه است: (طبری، ۱۳۹۴، ۹۳)

(۲)

$$PSPRAD = \frac{\text{وجه نقد}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی}}$$

### بازده دارایی ها

بازده دارایی ها (ROA) بیانگر کارایی استفاده از دارایی هاست و میزان سود به ازای هر ریال از وجوه سرمایه گذاری شده در شرکت را نشان می دهد. به دست می آید.

(۳)

$$ROA = \frac{NI}{TA}$$

ROA: بازده دارایی ها

NI: سود خالص

TA: کل دارایی ها

### بازده حقوق صاحبان سهام

بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) بیانگر کارایی استفاده از حقوق صاحبان سهام عادی است و سود شرکت را درازای هر یک ریال حقوق صاحبان سهام نشان می‌دهد.

(۴)

$$ROE = \frac{NI}{SHE}$$

ROE: بازده حقوق صاحبان سهام

NI: سود خالص

SHE: حقوق صاحبان سهام

### ارزش افزوده اقتصادی (EVA)

طبق رابطه ۵ به دست می‌آید.

(۵)

$$EVA_t = NOPAT_t - (WACC_t \times Capital_{t-1})$$

EVA = ارزش افزوده اقتصادی

Capital = سرمایه بکار گرفته شده

NOPAT = سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات

WACC = میانگین موزون هزینه سرمایه

برای محاسبه نرخ هزینه سرمایه از میانگین موزون هزینه سرمایه استفاده شده است که برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران به صورت رابطه ۶ قابل محاسبه است:

(۶)

$$WACC = (W_s * K_s) + (W_d * K_d)$$

که در آن:

Wd و Ws = به ترتیب وزن بدهی و حقوق صاحبان سهام عادی به دست می‌آید.

(۷)

$$W_d = \frac{\text{ارزش دفتری بدهی های بهره}}{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام عادی} + \text{ارزش دفتری بدهی های بهره}}$$

(۸)

$$W_s = \frac{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام عادی}}{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام عادی} + \text{ارزش دفتری بدهی های بهره}}$$

Kd و Ks = به ترتیب نرخ هزینه بدهی و نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام عادی. که در این پژوهش نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام عادی (Ks) از تقسیم سود نقدی که شرکت به سهامداران پرداخت نموده بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به دست آمده است.

#### نرخ هزینه بدهی (Kd):

که در این پژوهش به دلیل عدم افشای نرخ هزینه تک تک اقلام بدهی‌های بهره دار، این نرخ از تقسیم هزینه‌های مالی شرکت بر بدهی‌های بهره طبق رابطه ۹ به دست آمده است. نرخ مؤثر مالیاتی (t) برای شرکت‌های بورسی بر اساس قانون جدید مالیات‌های مستقیم ۲۲/۵ درصد در نظر گرفته خواهد شد.

(۹)

$$K_d = \frac{\text{هزینه مالی}}{\text{مجموع بدهی های بهره}} (1 - t)$$

#### Financial LEVER = انعطاف پذیری مالی

انعطاف پذیری مالی: برای مشخص شدن شرکت‌های دارای انعطاف پذیری مالی، شرکت‌هایی که در سه سال متوالی دارای نسبت اهرمی کمتر از میانه جامعه آماری می‌باشند، به عنوان شرکت‌های دارای انعطاف پذیری مالی طبقه بندی شده‌اند. (مارجیا، ۲۰۰۷، ص ۳۹). البته در ایران نیز این فرمول توسط خدایی وله زاده قرد و همکاران (خدائی، ۱۳۸۹، ۱۵۵) بکار گرفته شده است. اهرم مالی: میزان استفاده از بدهی‌ها برای تأمین مالی دارایی‌های یک شرکت را اهرم مالی می‌گویند که طبق رابطه ۱۰ به دست می‌آید.

(۱۰)

$$\text{Financial LEVE} = \frac{\text{Total debt}}{\text{Total Asset}}$$

Financial LEVER = اهرم مالی

Total debt = ارزش دفتری کل بدهی‌ها

Total Asset = ارزش دفتری کل دارایی‌ها

برای آزمون رابطه «بین عملکرد شرکت با انعطاف پذیری مالی» از یک مدل رگرسیونی به صورت رابطه ۱۱ استفاده شده است.

(۱۱)

$$Financial\ LEVER_{it} = a_0 + B_1 Performance_{it-1} + B_2 MTB_{it} + \epsilon_{it}$$

## ۶- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر نوع هدف جزء پژوهش‌های کاربردی است. روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی همبستگی می‌باشد. انجام پژوهش در چارچوب استدلال‌ات قیاسی استقرایی صورت گرفته است. بدین ترتیب که مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه مطالعات کتابخانه‌ای، مقالات و سایت‌ها در قالب قیاسی و گردآوری اطلاعات برای تأیید و رد فرضیه‌ها به صورت استقرایی انجام گرفته است.

## ۷- جامعه آماری

جامعه آماری مورد مطالعه کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. انتخاب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری به علت قابلیت دسترسی و قابلیت اتکای بیشتر به اطلاعات می‌باشد چراکه این شرکت‌ها بعد از طی مراحل باید شرایط و معیارهای پذیرش را دارا باشند در بورس پذیرفته می‌شوند و مراحل حسابرسی و ارائه اطلاعات و... در هر دوره با نظارت و کیفیت بهتری انجام می‌شود و همچنین تنها شرکت‌هایی هستند که سهام آن‌ها در بورس قیمت گذاری و معامله شده و بیشتر مورد توجه سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان که به معیارهای عملکرد شرکت توجه دارند، واقع می‌شوند.

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۹۳ می‌باشد.

برای انتخاب نمونه آماری این تحقیق از روش نمونه‌گیری حذفی استفاده می‌شود بدین ترتیب که از بین جامعه آماری تحقیق که کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ملاک‌های زیر در نظر گرفته می‌شود.

(۱) شرکت‌های مورد نظر حداقل از ابتدای ۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران است پذیرفته شده باشند.

(۲) شرکت‌های مورد نظر از شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری نباشند.

(۳) شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها در طول دوره تحقیق تغییر نکرده باشند.

با توجه به شرایط فوق شرکت‌هایی که شرایط لازم را دارا باشند، نمونه آماری تحقیق را تشکیل می‌دهند.

جدول ۱- روند انتخاب نمونه

۴۷۵	تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۳۹۲
۱۵۹	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی برون‌رفت از بورس داشته‌اند
۱۵۶	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش وارد بورس شده‌اند
۳۲	تعداد شرکت‌هایی که سرمایه‌گذار و واسطه‌گر مالی بوده‌اند
۲۶	تعداد شرکت‌هایی که وقفه‌های معاملاتی بیش از ۳ ماه داشته‌اند
۱۰۲	تعداد نمونه مورد مطالعه

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۸- روش گردآوری اطلاعات

اطلاعات مورد استفاده در این پژوهش از صورت‌های مالی و یادداشت‌های پیوست صورت‌های مالی و همچنین از اطلاعات اولیه تابلوی بورس (گردآوری‌شده در نرم‌افزار تدبیر پرداز، ره‌آورد نوین و بانک اطلاعاتی اداره آمار شرکت بورس) استفاده شده است. قلمرو زمانی پژوهش حاضر بین سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۳۹۳ می‌باشد؛ و حجم نمونه با در نظر گرفتن شرایط طبق جدول ۱ گزیده شده است.

#### ۹- یافته‌های پژوهش

انجام آزمون فرضیه‌ها، مستلزم برقراری فرض‌های نرمال بودن متغیرهای وابسته، همسانی واریانس و عدم خودهمبستگی است؛ زیرا در صورت عدم برقراری، نتایج به‌دست‌آمده قابلیت اتکا ندارند و این امر موجب استنتاج‌های غلط می‌شود. پس از اطمینان از برقراری فروض رگرسیون، به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته شده است. برای بررسی نوع آزمون مدل در مقاطع و دوره‌های زمانی مختلف داده‌های ترکیبی از آزمون F مقطعی (چاو) و هاسمن استفاده شده است.

جدول ۲- شاخص آمار توصیفی متغیرها:

متغیرها	مرکزی		پراکندگی	توزیع	
	میانگین	میانه		انحراف استاندارد	چولگی
ROA	۰/۰۳۱۹	۰/۰۲۹۳۷	۰/۱۲۷۳	۲/۸۹۸۷	۰/۱۱۲۳۵۶
ROE	۱۰/۸۱۷۸	۰/۱۱۹۰۲	۰/۳۵۲۱۶۷	۰/۷۸۹۵۲	۰/۰۲۳۵۶
EVA	۰/۷۴۵۶	۰/۵۸۵	۰/۶۳۲۴۹۰	۲/۸۹۸۷	۰/۱۱۲۳۵۶
WACC	۰/۹۶۲۰۲۵	۰/۸۵۴	۰/۱۹۱۳۳۷	۰/۷۸۹۵۲	۰/۰۲۳۵۶
Ws	۰/۶۶۶۰۸۴	۰/۴۴۷۵۰۰	۰/۵۲۵۲۸۶	۲/۸۹۸۷	۰/۱۱۲۳۵۶
Wd	۰/۲۷۷۹۲۴	۰/۲۱۵۰۰	۰/۲۲۸۶۱۲	۰/۷۸۹۵۲	۰/۰۲۳۵۶
Kd	۰/۲۰۳۵۵۰۴	۰/۰۹۱۸۵۰۰	۵/۱۸۴۱۴۱	۲/۸۹۸۷	۰/۱۱۲۳۵۶
Financial LEVER	۰/۱۶۸۲۳۷	۰/۱۵۴۵۲۲	۰/۴۳۶۱۱۵	۳/۱۷۵۸۹۳	۰/۲۰۳۴۸۲

منبع یافته‌های پژوهشگر

با توجه به کشیدگی و چولگی بیان شده در جدول توصیفی ما از داده‌های نرمال استفاده کرده‌ایم چون چولگی بین عدد ۳+ و ۳- است، و کشیدگی بین ۱- و ۱+ است پس این داده‌ها نرمال می‌باشد. میانه شاخصی است که ۵۰ درصد (نیمی) مشاهدات از آن کوچک‌تر و ۵۰ درصد (نیمی) مشاهدات از آن بزرگ‌تر هستند. انحراف معیار (که با نماد  $\sigma$  نشان داده می‌شود) یکی از شاخص‌های پراکندگی است که نشان می‌دهد به طور میانگین داده‌ها چه مقدار از مقدار متوسط فاصله دارند. اگر انحراف معیار مجموعه‌ای از داده‌ها نزدیک به صفر باشد، نشانه آن است که داده‌ها نزدیک به میانگین هستند و پراکندگی اندکی دارند؛ در حالی که انحراف معیار بزرگ بیانگر پراکندگی قابل توجه داده‌ها می‌باشد. انحراف معیار برابر با ریشه دوم واریانس است. خوبی آن نسبت به واریانس، این است که هم‌بعد با داده‌ها می‌باشد.

با توجه به جدول ۲ که شرکت‌ها ۳,۱ درصد بازده دارایی را بر عهده می‌گیرند، ۷۴,۵ درصد ارزش افزوده اقتصادی است برای این شرکت‌ها است، ۶۶,۶ درصد وزن بدهی شرکت مورد قبول است، میانگین موزون هزینه سرمایه برابر ۹۶,۲ و نرخ هزینه بدهی شرکت‌ها برابر ۲۰,۳۵ درصد می‌باشد.

## ۹-۱- آزمون فرضیه اول

نتایج آزمون این فرضیه به‌طور خلاصه در جدول ۳ ارائه شده است:



جدول ۳- نتایج آماری آزمون مدل فرضیه اول

شرح	ضریب	t-static	p-value
ROA	۰/۱۴۱	۳/۱۶۵	۰/۰۰۰
ROE	۰/۷۴۵	۳۰/۸۰۱	۰/۰۰۰
EVA	۰/۱۹۵	۳/۶۱۸	۰/۰۰۰
MTB	۰/۳۲۵	۸/۳۳۳	۰/۰۰۰
ضریب ثابت	۰/۲۹۴	۶/۲۷۱	۰/۰۰۰۰
R-squared		۰/۵۴۲۱۵	
Adjusted R-squared		۰/۴۹۵۲۱	
F-static		۵/۳۲۱۵	
P-value		۰/۰۰۰۰	
D-W		۲/۰۱۲	
تعداد مشاهدات		۷۱۴	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج جدول ۱ آماره t و سطح معنی‌داری آن (p-value) برای سه معیار ارزیابی عملکرد شرکت مورد تأیید واقع گردیده است. با توجه به این که سطح خطای در نظر گرفته شده برای آزمون فرضیه‌های این پژوهش ۰/۰۵ بوده است، بنابراین فرضیه اول پژوهش با اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد. ضریب متغیر مستقل (معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت) مثبت می‌باشد. در نتیجه، نوع تأثیر بین هزینه فرصت وجه نقد و عملکرد شرکت تأثیری مستقیم است. به بیان دیگر، با افزایش (بهبود) عملکرد شرکت بر میزان هزینه فرصت وجه نقد در شرکت افزوده می‌گردد.

جدول ۴- نتایج آماری آزمون مدل فرضیه دوم

شرح	ضریب	t-static	p-value
ROA	۰/۲۷۲	۴/۶۲۵	۰/۰۰۰
ROE	۰/۲۹۵	۴/۹۵۸	۰/۰۰۰
EVA	۰/۳۲۵	۵/۲۶۵	۰/۰۰۰
MTB	۰/۲۰۱	۳/۳۰۱	۰/۰۰۰
ضریب ثابت	۰/۴۱۲	۵/۶۵۲	۰/۰۰۰۰
R-squared		۰/۶۱۲۵۲	
Adjusted R-squared		۰/۵۸۴۱۲	
F-static		۶/۳۳۱۵	

شرح	ضریب	t-static	p-value
P-value			۰/۰۰۰۰
D-W			۱/۹۷۴
تعداد مشاهدات			۷۱۴

منبع یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج جدول ۴ آماره t و سطح معنی‌داری آن (p-value) برای سه معیار ارزیابی عملکرد شرکت مورد تأیید واقع گردیده است. با توجه به اینکه سطح خطای در نظر گرفته‌شده برای آزمون فرضیه‌های این پژوهش ۰/۰۵ بوده است، بنابراین فرضیه دوم پژوهش با اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد. ضریب متغیر مستقل (معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت) مثبت می‌باشد. در نتیجه، نوع تأثیر بین انعطاف‌پذیری مالی و عملکرد شرکت تأثیری مستقیم است. به بیان دیگر، با افزایش (بهبود) عملکرد شرکت بر میزان انعطاف‌پذیری مالی شرکت افزوده می‌گردد.

#### ۱۰- بحث و نتیجه‌گیری

به‌طور کلی، نتایج حاصل از پژوهش نشان دهنده این است که رابطه منفی و معناداری بین شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و شاخص هزینه فرصت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. این بدان معنا است که با افزایش هزینه فرصت، واکنش رفتاری جریان نقد عملیاتی در قبال مخارج سرمایه‌ای، حساسیت داشته و در نتیجه حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری روند کاهشی خواهد داشت.

همان‌گونه که در بخش پیشینه پژوهش بیان شد، نتایج پژوهش با افزایش هزینه فرصت در گزارش مالی، حساسیت جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. شرکت‌ها با درجه بالاتر محافظه‌کاری حسابداری، انعطاف‌پذیری کمتری از جنبه حساسیت جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری دارند و با افزایش هزینه فرصت در گزارش مالی، حساسیت جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

با توجه به نتیجه حاصل از فرضیه اول مبنی بر این که «بین هزینه فرصت وجه نقد و عملکرد شرکت رابطه وجود دارد» که مورد تأیید واقع گردید به سهامداران و سایر سرمایه‌گذاران در شرکت‌های بورسی توصیه می‌گردد معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت را به‌عنوان عوامل تأثیرگذار بر هزینه فرصت وجه نقد شرکت در نظر داشته باشند زیرا با توجه به نتایج حاصل‌شده از فرضیه‌های این پژوهش با بهبود عملکرد شرکت بر میزان هزینه فرصت وجه نقد شرکت افزوده می‌گردد و شرکت‌هایی که دارای هزینه فرصت وجه نقد بالاتری باشند فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری

خواهند داشت و در این صورت می‌توانند سرمایه‌گذاری‌های با سودآوری بالاتر انجام داده و در نهایت بازدهی بالاتری را برای سهامداران خود ایجاد نمایند.

با توجه به نتیجه حاصل از فرضیه دوم مبنی بر این‌که «بین انعطاف‌پذیری مالی و عملکرد شرکت رابطه وجود دارد» که مورد تأیید واقع گردید به مدیران و مشاورین شرکت‌های بورسی توصیه می‌گردد با برنامه‌ریزی بهتر و بودجه عملیاتی‌تر سعی بر توسعه و بهبود فعالیت‌های شرکت داشته و عملکرد شرکت را بهبود بخشند زیرا با توجه به نتایج حاصل شده از فرضیه‌های این پژوهش با بهبود عملکرد شرکت بر میزان انعطاف‌پذیری مالی شرکت افزوده می‌گردد و قدر مسلم با افزایش انعطاف‌پذیری مالی در شرکت سودآوری آتی افزایش می‌یابد و شرکت قدرت بالاتری برای توسعه فعالیت‌های خود خواهد داشت و می‌تواند سرمایه‌گذاری‌های بیشتری با هزینه کمتر انجام دهد و در نهایت بازدهی بالاتری را برای سهامداران خود ایجاد نماید.

همان‌گونه که در بالا نیز به آن اشاره گردید تریان‌تیس و گامبا (گالمبا، ۲۰۰۸، ۹۸) ارزش انعطاف‌پذیری را اندازه‌گیری نمودند، آن‌ها نشان دادند که ارزش انعطاف‌پذیری به هزینه تأمین مالی خارجی، نرخ مالیات شرکت، هزینه فرصت نگهداری وجه نقد، فرصت‌های رشد بالقوه شرکت و برگشت‌پذیری سرمایه بستگی دارد؛ و نیز مارچیکا و مورا (مارجیا، ۲۰۰۷، ۳۹) ارتباط انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری را بررسی نمودند و به این نتیجه رسیدند که رابطه قوی بین انعطاف‌پذیری مالی و سرمایه‌گذاری وجود دارد؛ به عبارت دیگر بعد از یک دوره سیاست اهرم پایین، شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی، توانایی بیشتری برای انجام هزینه‌های سرمایه‌ای دارند، هاشمی، سجاد دوست (هاشمی، ۱۳۸۹، ۳۷) نیز به بررسی رابطه انعطاف‌پذیری مالی با سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت و ارزش شرکت پرداخته و نشان داد که انعطاف‌پذیری مالی یک حلقه ارتباط اساسی در رابطه با تئوری‌های ساختار سرمایه موجود می‌باشد و شرکت‌ها می‌توانند با به‌کارگیری آن از درماندگی در مقابل شوک‌های مالی بزرگ دوری کنند و به حل مشکلات مالی و عملیاتی بپردازند.

نتایج فرضیات در این تحقیق بدین صورت است رابطه منفی و معناداری بین شاخص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و شاخص هزینه فرصت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

### فهرست منابع

- ۱) حقیقت، حمید و وهاب بشیری، (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه انعطاف پذیری مالی و ساختار سرمایه. مجله دانش حسابداری"، سال سوم، شماره ۸، صص ۴۹ تا ۷۱.
- ۲) خدائی وله زاقرد، محمد و مهدی زارع تیموری، (۱۳۸۹)، "تأثیر انعطاف پذیری مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری"، مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، شماره ۳، صص ۱۵۵ تا ۱۷۳.
- ۳) رحیمیان، نظام الدین، هانیه کاکاوند و محمود حسن زاده، (۱۳۹۱)، "وجه نقد نگهداری شده و بازده سبد سرمایه گذاری سهام"، پژوهش های تجربی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۱، پیاپی (۳)، صص ۷۸-۹۲.
- ۴) رجایی، محمدحسین و مناباتوته، (۱۳۹۲)، "بررسی ارتباط بین انعطاف پذیری مالی و ساختار مالکیت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت.
- ۵) رضوانی راز، کریم، قاسم رکابدار و محمد رمضان احمدی، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین جریان های نقد آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۴، صص ۱۰۷-۹۲.
- ۶) ستایش، محمد و محسن صالحی نیا، (۱۳۹۴)، "تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان های نقدی آزاد"، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۷، شماره ۲۵، صص ۳۸-۲۱.
- ۷) شباهنگ، رضا، (۱۳۸۲)، "تئوری حسابداری"، جلد اول، سازمان حسابرسی، از انتشارات مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی.
- ۸) علوی، محمدحسین و سید مصطفی قائمی، (۱۳۹۱)، "رابطه بین شفافیت اطلاعات حسابداری و موجودی نقد"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت سال پنجم، شماره دوازدهم، صص ۶۷ تا ۷۸.
- ۹) علوی طبری، سید حسین و حدیثه حاجی مراد خانی، (۱۳۹۴)، "رابطه کیفیت حسابرسی و نقد شوندگی سهام"، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۷، صص ۹۳ تا ۱۰۹.
- ۱۰) فغانی ماکرانی، خسرو و آناهیتا زندگی، (۱۳۹۶)، "تأثیر عکس العمل بازار در برابر نگهداشت وجه نقد مازاد"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال ۶، شماره ۲۲، صص ۱ تا ۱۲.



## یادداشت‌ها

1. Garcia
2. Mirez
3. Byoun
4. Marchica
5. Garcia
6. Shen
7. Özgür

