



## رابطه بین انعطاف پذیری مالی و سیاست های مالی شرکتها

دکتر فرزین رضایی<sup>۱</sup>، اکرم چگینی<sup>۲</sup>  
۱- عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی  
واحد قزوین، دانشیار گروه حسابداری  
۲- کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت  
و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی قزوین، قزوین  
تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۰۶/۰۳ ، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۱۰/۲۱

### چکیده:

این تحقیق به بررسی رابطه بین انعطاف پذیری مالی و سیاست های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. انعطاف پذیری مالی از طریق پنج متغیر فرصت های رشد، نسبت سودآوری، نرخ موثر مالیاتی، شکاف قیمتی و شدت نقدینگی دارایی ها و سیاست های مالی نیز از طریق توزیع سود نقدی، اهرم مالی و نگهداشت وجوه نقد اندازه گیری گردید. نتایج آزمون ها با استفاده از اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۳ الی ۱۳۹۲ حاکی از آن است که بین متغیرهای انعطاف پذیری مالی (به غیر از نرخ موثر مالیاتی) و توزیع سود نقدی رابطه منفی و معنادار برقرار است. بین متغیرهای انعطاف پذیری مالی (نسبت سودآوری و شدت نقدینگی دارایی ها) و اهرم مالی رابطه منفی و معنی داری وجود دارد، همچنین نتایج نشان می دهد که بین متغیرهای انعطاف پذیری مالی، (نسبت سودآوری، شکاف قیمتی و شدت نقدینگی دارایی ها) و نگهداشت وجوه نقد رابطه مثبت و معنادار برقرار است.

**واژگان کلیدی:** انعطاف پذیری مالی، سیاست مالی، نسبت سودآوری، شدت نقدینگی، شکاف قیمتی.





### مقدمه:

یکی از مهم ترین موضوعات در بازار سرمایه آگاهی درباره‌ی انعطاف‌پذیری مالی است. انعطاف‌پذیری مالی مزیت رقابتی ایجاد نموده و ظرفیت لازم جهت تجهیز منابع مالی در پاسخ به احتمالات آتی را فراهم می‌آورد. اگر بازار مالی کامل باشد، نیاز به انعطاف‌پذیری مالی وجود ندارد. مطابق با نظریه‌ها، دو خط مشی وجود دارد که از طریق آن انعطاف‌پذیری مالی برای شرکت‌ها ارزشمند می‌شود. نخست، انعطاف‌پذیری مالی می‌تواند مشکلات ناشی از سرمایه‌گذاری را در جهت محدود کردن دستیابی به سرمایه، کمتر کند. دوم، انعطاف‌پذیری مالی می‌تواند به جلوگیری از هزینه‌های مرتبط با ورشکستگی مالی یاری رساند. سطح انعطاف‌پذیری مالی، به طور ذاتی بوسیله تصمیمات مالی اولیه تعیین می‌شود [۲۰].

در تحقیقات اقتصاد سنجی و تامین مالی، درک تصمیمات مالی شرکت به عنوان چالش کلیدی مطرح می‌باشد. طی دهه‌های گذشته، رویکردهای متفاوتی همچون هزینه نمایندگی یا ناسامانی‌های بازار مطرح شدند. یکی دیگر از عوامل انعطاف‌پذیری مالی است. انعطاف‌پذیری مالی «توانایی شرکت در دستیابی و تغییر ساختار مالی که نتیجه آن تامین مالی با کمترین هزینه ممکن می‌باشد» [۱۴].

پرداخت سود نقدی توسط شرکت‌ها منافع و هزینه‌هایی را متوجه شرکت می‌نماید. از طرفی توزیع سود میان سهامداران باعث ایجاد انگیزه میان سرمایه‌گذاران می‌شود [۱۵]؛ همچنین عدم تقسیم سود میان سهامداران باعث می‌شود مدیران شرکت‌ها از نقدینگی موجود در جهت منافع شخصی خود استفاده نمایند. در نتیجه پرداخت سود ممکن است به کاهش مشکلات ناشی از تضاد منافع میان سهامداران و مدیران کمک نماید [۱۵]؛ همچنین توزیع سود میان سهامداران باعث کاهش توانایی شرکت به منظور سرمایه‌گذاری‌های آتی شده [۹] و موجب هدایت شرکت به سمت تامین مالی برون سازمانی می‌گردد. که این مسیر هدایتی برای شرکت‌ها هزینه بر و زمانبر است [۲۱] و [۱۵] و [۹] در یافتند شرکت‌هایی که میزان سطح بدهی نسبتاً پائینی دارند، سود نقدی کمتری پرداخت می‌نمایند. در نتیجه، بر اساس آن یافته‌ها شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری مالی برای آنها ارزشمند است، تمایل دارند سود نقدی کمتری پرداخت نمایند. بنابراین فرض بر این است شرکت‌هایی که از انعطاف‌پذیری مالی (شامل فرصت‌های رشد، نسبت سودآوری، نرخ موثر مالیاتی، شکاف قیمتی و شدت نقدینگی دارایی‌ها می‌باشد) بالاتری برخوردارند، سود نقدی پائینی پرداخت نمایند. شرکت‌هایی که فرصت رشد و سرمایه‌گذاری بیشتری دارند برای تامین منابع مالی از راه‌های مختلف از جمله عدم توزیع نقدی سود استفاده می‌کنند. بنابراین هرچه فرصت رشد شرکت‌ها افزایش یابد، احتمال توزیع سود نقدی آنها کمتر می‌شود. همچنین شرکت‌هایی که نسبت سودآوری بیشتری دارند احتمال توزیع سود نقدی آنها کمتر می‌باشد. شرکت‌هایی که نرخ موثر مالیاتی آن بالا می‌باشد برای تامین مالی از راه‌های مختلف از جمله عدم توزیع نقدی سود استفاده می‌کنند. بنابراین هر چه نرخ موثر مالیاتی افزایش



یابد، احتمال توزیع سود نقدی آنها کمتر است. همچنین شرکتهایی که افزایش شکاف قیمتی و شدت نقدینگی دارایی‌ها در آنها وجود دارد نیز احتمال توزیع سود نقدی کمتر می‌باشد.

طبق الگو توازی، شرکت‌ها سطح اهرم بهینه را با برقراری توازن میان منافع و هزینه‌های بدهی تعیین می‌نمایند. در واقع، اگر هزینه‌ای برای تأمین مالی از طریق بدهی وجود نداشت، با در نظر گرفتن منافع آن، کلیه بنگاه‌ها تمایل به استفاده کامل از بدهی برای تأمین مالی نشان می‌دادند. اما با وجود منافع بدهی، هزینه‌هایی نیز برای آن وجود دارد که به عنوان عوامل محدود کننده استفاده از بدهی عمل می‌کنند. همچنین بر اساس الگوی ترجیحی، مدیران تأمین مالی از محل منابع داخلی شرکت را به منابع خارج از شرکت ترجیح می‌دهند؛ یعنی، ابتدا از محل سود انباشته تأمین مالی می‌کنند، اگر منابع داخلی تکافو نکرد از محل بدهی کم ریسک و سپس بدهی پرریسک تأمین مالی خواهند نمود و در صورتی که استقراض تکافو نکند و به منابع مالی بیشتری نیاز باشد، به انتشار سهام مبادرت می‌ورزند [۱۹].

شرکت‌ها معمولاً بخشی از ظرفیت بدهی خود را برای رویارویی با شوک‌های غیرمنتظره جریان‌های نقدی و همچنین مصرف در پروژه‌های آتی حفظ می‌نمایند. [۱۳] دریافتند که شرکت‌ها سطوح بدهی خود را کاهش می‌دهند تا بتوانند در زمان مناسب آن را افزایش داده و از آن در شرایط مناسب استفاده نمایند. پس به طور کلی می‌توان گفت اهرم بالاتر، توانایی شرکت را برای افزایش بدهی در آینده کاهش می‌دهد. در نتیجه فرض بر این است که شرکتهایی که انعطاف‌پذیری مالی بالاتری دارند سطح بالاتری از ظرفیت بدهی آتی خود را با انتخاب نسبت‌های اهرمی پائین ترجیح می‌دهند.

بنابراین انتظار می‌رود شرکتهایی که از انعطاف‌پذیری مالی بالاتری برخوردارند، سطح اهرم مالی پایینی حفظ نمایند. حال که برای اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری از متغیرهای فرصت‌های رشد، نسبت سودآوری، نرخ موثر مالیاتی، شکاف قیمتی و شدت نقدینگی دارایی‌ها استفاده شده است انتظار می‌رود با اهرم مالی ارتباط منفی و معناداری برقرار نمایند. همچنین نگهداشت وجه نقد، برای شرکت‌ها مزایا و معایبی را به دنبال دارد. از یک سو نقدینگی بالا می‌تواند منجر به ایجاد تضاد منافع میان سهامداران و مدیران شود و از سوی دیگر در شرایطی که تأمین مالی برون سازمانی زمان و هزینه بر است، وجود نقدینگی زیاد به شرکت‌ها اجازه می‌دهد در کمترین زمان از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب استفاده نمایند تأمین مالی از طریق سرمایه روی بازار تأثیر دارد. [۱۳] دریافتند که ارزش شرکت با تغییرات در نقدینگی شرکت مرتبط است. این مسئله برای شرکتهایی که تأمین مالی خارجی آنها با دشواری همراه است شدت بیشتری دارد، چون بانک‌ها معمولاً تمایلی به پرداخت وام به آنها ندارند. بنابراین انتظار است شرکتهایی که از انعطاف‌پذیری مالی بالاتری برخوردارند، میزان سطح نقدینگی خود را افزایش دهند. در نتیجه انتظار است بین پنج متغیر فرصت‌های رشد، نسبت سودآوری، نرخ موثر مالیاتی، شکاف قیمتی و شدت نقدینگی دارایی‌ها با نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری برقرار باشد.



بنابراین شاخص‌ها نمی‌توانند به این توضیحات کمک کنند که چرا بعضی شرکت‌ها سیاست‌های مالی را که نتیجه آن سطوح بالا یا پایین انعطاف‌پذیری مالی است، انتخاب می‌کنند. از این گذشته، این معیارها اغلب آینده‌نگر به نظر نمی‌رسند [۲۳]

انعطاف‌پذیری مالی به درجه ای از ظرفیت مالی شرکت اطلاق می‌شود که می‌تواند در واکنش به فعالیت‌های اقتصادی رو در روی شرکت از خود نشان دهد. این توانمندی ارزش آفرین بوده، و سبب افزایش ارزش شرکت می‌گردد. به بیان دیگر، به میزان توانایی شرکت در تطبیق ساختار سرمایه با نیازهای احتمالی ناشی از تغییر شرایط محیطی می‌باشد. شرکت باید هر زمان که نیاز به وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری‌های سودآور دارد بدون هرگونه تأخیر و هزینه‌ای بتواند تأمین مالی نماید. برنامه مالی شرکت باید به اندازه کافی انعطاف‌پذیر باشد تا هر زمان که بخواهد بتواند ترکیب ساختار سرمایه را به تناسب خط مشی عملیاتی شرکت و نیازهای خود تغییر دهد. شرکت‌های دارای توانایی انعطاف‌پذیری قادرند تا از فشارهای مالی در زمان مواجهه با شوک‌های منفی بکاهند و وجوه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری را در زمان به وجود آمدن فرصت‌های سودآور فراهم نمایند [۴]

با توجه به اینکه شناخت کمی در مورد انعطاف‌پذیری مالی و تأثیر آن در بالا بردن توانایی سرمایه‌گذاری وجود دارد، هم‌چنین به دلیل ابهامات زیاد در استفاده از این واژه، قضاوت در مورد سودمندی انعطاف‌پذیری مالی معمولاً ذهنی بود و میزان آن نیز به ندرت اندازه‌گیری می‌شد، انگیزه اصلی برای تحقیق را فراهم آورد. مدل [۱۴] نشان می‌دهد که، گذشته از فرصت‌های رشد شرکت و سودآوری، نرخ موثر مالیاتی، شکاف قیمتی، هم‌چنین شدت نقدینگی‌داری‌ها مقدار انعطاف‌پذیری مالی را تعیین می‌کنند که در مقابل از سیاست مالی شرکت‌ها مستقل بوده‌اند.

لذا مسئله اصلی تحقیق را می‌توان به شرح زیر مطرح نمود:

چگونه متغیرهای تبیین‌کننده انعطاف‌پذیری مالی بر سیاست‌های مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند؟

### مبانی نظری و پیشینه تحقیقات

انعطاف‌پذیری مالی توانایی یک شرکت جهت دست‌یابی و تجدید ساختار تأمین مالی خود با هزینه‌ای اندک تعریف می‌شود [۱۴] براساس مفاهیم نظری استانداردهای حسابرسی ایران، انعطاف‌پذیری مالی عبارت است از توانایی واحد تجاری در انجام اقدامی مؤثر جهت تغییر میزان و زمان جریان‌های نقدی، 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 به خوبی بهره‌گیرد و در دورانی که جریان‌های نقدی حاصل از عملیات به دلیل کاهش غیرمنتظره در تقاضا برای محصولات تولیدی واحد تجاری در سطح پایین و یا منفی قرار دارد، به حیات خود ادامه دهد. [۱۴] پژوهشی با عنوان ارزش انعطاف



پذیری مالی انجام دادند. نتایج بیانگر این بود که اهمیت انعطاف پذیری مالی بستگی به پنج شاخصه اصلی فرصت های رشد، نسبت سودآوری، نرخ موثر مالیاتی، شکاف قیمتی، شدت نقدینگی دارایی ها دارد.

آنها عقیده داشتند که این پنج شاخص توانایی پرداخت بدهیهای موسسه را با بکارگیری مجموع دارایی ها نشان میدهند و بیان میدارند که موسسه با توجه به فرصت رشدی که دارد میتواند با کسب بازدهی مناسب انعطاف پذیری مالی خود را افزایش دهد و در شرایط خاص توان پرداخت بدهیهای خود را دارد. همچنین نسبت سودآوری بالا باعث میگردد که نقدینگی شرکت در قبال دارایی های جاری افزایش یابد و می تواند باعث افزایش انعطاف پذیری مالی شرکت شود.

از منظر می شود کاهش نرخ موثر مالیاتی از طریق افشای اطلاعات با انگیزه نمایندگی باعث می گردد توان سود آوری و تامین افزایش یابد. همچنین کاهش نرخ موثر مالیاتی باعث می گردد که سودخالص شرکت افزایش یابد و این امر باعث افزایش انعطاف پذیری مالی شرکت میگردد.

همچنین شکاف قیمتی با توجه به تاثیرگذاری بر میزان حجم معاملات سرمایهگذاران میتواند انعطاف مالی موسسات را با کاهش همراه سازد و از طرفی دیگر میل و رغبت سرمایهگذاران جهت سرمایهگذاری در شرکت کم شود. که این امر با سرمایه در گردش رابطه مستقیم داشته و کاهش سود و متعاقب آن باعث کاهش انعطاف پذیری مالی می شود.

شدت نقدینگی دارایی ها در صورتی که افزایش یابد، باعث میگردد نسبتهای جاری و آتی با افزایش همراه گردد و با توجه به افزایش در این نسبتها مربوطه، انعطاف پذیری مالی موسسات با افزایش همراه خواهد شد. با افزایش فرصت های رشد، فروش آتی بیشتر می شود و افزایش جریانهای نقدی ورودی را به همراه خواهد داشت، و باعث توانایی بالاتر در پرداخت بدهی، توانایی سرمایه گذاری آتی بالاتر رود که در نتیجه انعطاف پذیری مالی افزایش می یابد.

هر گاه شکاف قیمتی کاهش یابد، تقاضای بالاتر معاملاتی را خواهیم داشت و جذابیت بالاتر سهام که باعث تامین مالی ارزانتر در بازار سرمایه خواهد شد. و امکان بالاتر پرداخت بدهی ها و انجام سرمایه گذاری که در نتیجه آن انعطاف پذیری مالی افزایش می یابد.

کاهش نرخ موثر مالیاتی، صرفه جویی نقدی ایجاد می کند و امکان سرمایه گذاری را افزایش داده و یا پرداخت بدهی ها آسانتر می گردد که اینها باعث افزایش انعطاف پذیری مالی می شود.

هر گاه شدت نقدینگی دارایی ها افزایش یابد، هزینه فرصت نگهداری وجه نقد کاهش یافته، هزینه تهیه پول افزایش یافته و امکان سرمایه گذاری با ریسک کمتر را ایجاد نموده که نتیجه آن افزایش انعطاف پذیری مالی است.

پیشینه تحقیقات

[۲۲] تحقیقی را تحت عنوان «ویژگیهای تولید، انعطاف پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه» انجام داد.



- نتایج نشان داد که شرکتها با انعطاف‌پذیری تولید بالا متکی به بدهی‌های مالی بالا هستند.
- [۱۳] تحقیقی را تحت عنوان «انعطاف‌پذیری مالی و نقدشوندگی شرکت» انجام داد. نتایج نشان داد قدرت و اهمیت انعطاف‌پذیری مالی از طریق بدهی بر انعطاف‌پذیری مالی از طریق نگهداری وجوه نقد است.
- [۷] تحقیقی را تحت عنوان «بررسی تاثیر انعطاف‌پذیری مالی بر سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکتها» انجام دادند. نتایج نشان داد انعطاف‌پذیری مالی یک تعیین‌کننده‌ی مهم برای سرمایه‌گذاری و عملکرد است.
- محققان تحقیقی را تحت عنوان «تاثیر انعطاف‌پذیری مالی بر سرمایه‌گذاری» انجام دادند. نتایج نشان داد که انعطاف‌پذیری مالی تاثیر مثبت و با اهمیتی روی سرمایه‌گذاری‌های آینده شرکت دارد.
- [۱۰] ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه را بررسی نمود. در آن تحقیق شرکت‌ها را به دسته شرکت‌های توسعه‌یافته، در حال توسعه و بالغ تقسیم نمود. نتایج نشان داد که رابطه‌ی معکوسی بین اهرم و انعطاف‌پذیری مالی وجود دارد و منافع و مخارج ناشی از انعطاف‌پذیری مالی، تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد.
- [۱۶] در خصوص ارتباط انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری به این نتیجه رسیدند که رابطه‌ی قوی بین انعطاف‌پذیری مالی و سرمایه‌گذاری وجود دارد. به عبارت دیگر بعد از یک دوره سیاست‌گذاری با درجه اهرمی پایین، شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی، از توانایی بیشتری برای انجام مخارج سرمایه‌های خود برخوردار بودند.
- [۱۲] ارتباط انعطاف‌پذیری مالی و استفاده از اهرم را بررسی نمودند، نتایج نشان دهنده یک رابطه‌ی منفی انعطاف‌پذیری مالی و وجه نقد با اهرم بکار گرفته شده بود.
- [۲] به بررسی رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و ساختار سرمایه پرداختند. یافته‌های تحقیق حاکی از آن بود که هر چه شرکتها از مرحله‌ی تولد به مرحله بلوغ نزدیک می‌شوند، از نسبت بدهی آن‌ها کاسته و بر درجه‌ی انعطاف‌پذیری آن‌ها افزوده می‌گردد.
- [۳] به بررسی رابطه سیاست تقسیم سود با جریانهای نقدی آزاد و سودهای آتی پرداختند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل ۱۲۵ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۱ در سطح اطمینان ۹۵٪ نشان می‌دهد بین سود هر سهم سال آتی، سود هر سهم دو سال آتی و جریانهای نقدی آزاد با نسبت سود تقسیمی (سیاست تقسیم سود) شرکت‌های پذیرفته‌شده شرکت در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- [۵] به بررسی تاثیر انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری و ارزش آفرینی پرداختند. یافته‌ها حاکی از آن بود که انعطاف‌پذیری مالی، تاثیر منفی بر میزان سرمایه‌گذاری در مخارج سرمایه‌ای داشته است.
- [۴] به بررسی رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌ها حاکی از آن بود که بین انعطاف‌پذیری مالی و هزینه‌های سرمایه‌گذاری و هم‌چنین بین



گردش و جوه نقد و مخارج سرمایه‌ای در شرکت‌ها رابطه‌ای وجود ندارد.

**[۶]** به بررسی تأثیر ویژگی‌های خاص شرکت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان داد که اندازه شرکت و رشد شرکت تأثیر مثبت و معنی‌داری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارند ولی اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیری ندارد، اما با توجه به در نظر گرفتن اندازه شرکت در شرکت‌های بزرگ اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معنی‌دار دارد، یعنی با افزایش اهرم مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد.

### فرضیه‌ها و الگوهای تحقیق

فرضیه ۱: بین انعطاف‌پذیری مالی و توزیع سود نقدی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.  
 فرضیه (۱-۱): بین فرصت‌های رشد و توزیع سود نقدی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.  
 فرضیه (۱-۲): بین نسبت سودآوری و توزیع سود نقدی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.  
 فرضیه (۱-۳): بین نرخ موثر مالیاتی و توزیع سود نقدی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.  
 فرضیه (۱-۴): بین شکاف قیمتی و توزیع سود نقدی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.  
 فرضیه (۱-۵): بین شدت نقدینگی دارایی‌ها و توزیع سود نقدی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲: بین انعطاف‌پذیری مالی و اهرم مالی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.  
 فرضیه (۲-۱): بین فرصت‌های رشد و اهرم مالی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.  
 فرضیه (۲-۲): بین نسبت سودآوری و اهرم مالی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.  
 فرضیه (۲-۳): بین نرخ موثر مالیاتی و اهرم مالی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.  
 فرضیه (۲-۴): بین شکاف قیمتی و اهرم مالی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.  
 فرضیه (۲-۵): بین شدت نقدینگی دارایی‌ها و اهرم مالی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه ۳: بین انعطاف‌پذیری مالی و نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.  
 فرضیه (۳-۱): بین فرصت‌های رشد و نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.  
 فرضیه (۳-۲): بین نسبت سودآوری و نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.  
 فرضیه (۳-۳): بین نرخ موثر مالیاتی و نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.  
 فرضیه (۳-۴): بین شکاف قیمتی و نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.  
 فرضیه (۳-۵): بین شدت نقدینگی دارایی‌ها و نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.



معرفی متغیرها و نحوه محاسبه آنها

نحوه اندازه‌گیری و محاسبه متغیرهای این الگوها در جدول شماره (۱) اشاره شد

جدول (۱). نحوه اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق

روش محاسبه	نماد	عنوان متغیر	توضیح
$\Delta Cash_{i,t} = \frac{C_{i,t} - C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}}$ <p><math>C_{i,t}</math>: وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت سال جاری.  <math>C_{i,t-1}</math>: وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت سال قبل.  <math>M_{i,t-1}</math>: ارزش بازار سهام شرکت در ابتدای سال.</p>	$\Delta Cash_{i,t}$	نگهداشت وجه نقد	وابسته
$Div_{i,t} = \frac{DPS}{EPS}$ <p><math>DPS</math>: سود سهام نقدی هر سهم.  <math>EPS</math>: سود هر سهم.</p>	$Div_{i,t}$	سیاست تقسیم سود	
$Lev_{i,t} = \frac{TD}{TD + M_{i,t-1}}$ <p><math>TD</math>: کل بدهی‌ها.  <math>M_{i,t-1}</math>: ارزش بازار سهام شرکت در ابتدای سال.</p>	$Lev_{i,t}$	اهرم مالی	
$SGR_{i,t} = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}$ $SGR_{i,t} = \text{Log}(SGR)$ <p><math>S_t</math>: فروش سال جاری  <math>S_{t-1}</math>: فروش سال قبل.</p>	$SGR_{i,t}$	فرصت‌های رشد	مستقل





$\Delta E_{i,t}$ : تغییرات سود قبل از بهره و مالیات. $M_{i,t-1}$ : ارزش بازار سهام شرکت در ابتدای سال. $CETR_{i,t} = \frac{TP}{PBT}$	$CETR_{i,t}$	نرخ موثر مالیاتی	
$TP$ : مالیات پرداخت شده. $PBT$ : سود قبل از مالیات. $Spread_{i,t} = stdev AR$ $AR = R_t - \hat{R}_{i,t}$ AR: بازده غیر عادی. $\hat{R}_{i,t}$ : بازده مورد انتظار. $R_i$ : بازده واقعی. $\hat{R}_{i,t} = MR + \beta(R_m - R_f)$ $R_m$ : بازده بازار. $B$ : ریسک. $MR$ : حداقل بازده مورد انتظار. $MR = Nr_f + In_f$ $Nr_f$ : حداقل نرخ بازده بانکی. $In_f$ : نرخ تورم واقعی.	$Spread_{i,t}$	شکاف قیمتی	
در ذیل صفحه توضیح داده شده است.	$VAF_{i,t}$	شدت نقدینگی دارایی‌ها	
$TobQ_{i,t-1} = \frac{(TA + M_{i,t-1}) - BV}{TA_{i,t}}$ TA: کل دارایی‌ها. BV: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام. $M_{i,t-1}$ : ارزش بازار سهام شرکت در ابتدای سال.	$TobQ_{i,t-1}$	شاخص کیوتوبین	
$\Delta NA_{i,t} = \frac{\Delta TA - \Delta Cash}{M_{i,t-1}}$ $\Delta TA$ : تغییرات کل دارایی‌ها. $\Delta Cash$ : تغییرات موجود نقد. $M_{i,t-1}$ : ارزش بازار سهام شرکت در ابتدای سال.	$\Delta NA_{i,t}$	تغییرات خالص دارایی‌ها	$\Delta NA_{i,t}$
$IE_{i,t} = \frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}}$ $\Delta I_{i,t}$ : تغییرات هزینه مالی شرکت در سال t. $M_{i,t-1}$ : ارزش بازار سهام شرکت در ابتدای سال.	$IE_{i,t}$	تغییرات هزینه مالی	
$Size_{i,t} = \ln TA_{i,t}$ TA: کل دارایی‌های شرکت در پایان سال t.	$Size_{i,t}$	اندازه شرکت	

منبع: یافته‌های پژوهشگر





نحوه اندازه‌گیری شدت نقدینگی دارایی‌ها (VAF)

۱. اندازه‌گیری این متغیر با استفاده از شاخص آنتروپی شانن و طی گام‌های زیر صورت پذیرفت.
۲. نسبت هر قلم دارایی جاری مندرج در ترازنامه نسبت به کل دارایی‌های جاری محاسبه شد.
۳. اهمیت هر قلم دارایی بر اساس شاخص آنتروپی محاسبه می‌شود، تا وزن یا اهمیت آن‌ها بدست آید. به این صورت که ابتدا شرکت‌ها را در هر صنعت مربوطه مرتب نموده سپس اقلام دارایی‌های جاری را در هر صنعت برای هر شرکت قرار دادیم.
۴. هر قلم اطلاعاتی در ترازنامه (گام اول) بصورت نسبی در اهمیت (وزن) متناظر (گام دوم) ضرب شد.
۵. بعد از ضرب مقادیر در اوزان متناظر، تجمیع کلیه مقادیر اقلام صورت گیرد.
۶. هر شرکت - سالی که دارای مجموع بالاتری بود، شدت نقدینگی دارایی‌های آن شرکت بالاتر است و بالعکس.

### روش تحقیق

این تحقیق به دنبال یافتن رابطه معنی‌داری بین متغیرهای مستقل فرصت‌های رشد، نسبت سودآوری، نرخ موثر مالیاتی، شکاف قیمتی، شدت نقدینگی دارایی‌ها و سیاست تقسیم سود، سیاست تأمین مالی بلند مدت (اهرم مالی) و سیاست تأمین مالی کوتاه مدت (نگهداشت وجه نقد) به عنوان متغیر وابسته می‌باشد، لذا تحقیق از این حیث توصیفی - همبستگی می‌باشد.

قلمرو مکانی پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو موضوعی پژوهش حاضر «رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و سیاست‌های مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» است. جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که، نمونه مورد نظر از بین آن‌ها انتخاب گردید. شرایط نمونه عبارت از:

۱. شرکت‌های غیرتولیدی نباشند. به دلیل تفاوت در ماهیت عملکردی شرکت‌های تولیدی از سایرین، شرکت‌های بیمه، سرمایه‌گذاری، هلدینگ، بانکها، واسطه‌گری‌های مالی و ... از دامنه تحقیق کنار گذاشته شدند.
۲. دوره مالی گزارشگری شرکت‌های نمونه منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد و در طی دوره تحقیق (۹۲-۸۳) عدم تغییر در دوره مالی داشته باشند.
۳. وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشند.
۴. اطلاعات در دسترس و کامل باشند. در نهایت تعداد ۸۴ شرکت حائز شرایط بوده و به عنوان نمونه انتخاب گردیدند.



## آمار توصیفی

جدول (۳)، مقادیر آمار توصیفی هر یک از متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد.

## جدول (۳). آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

نام متغیر	نماد	نعداد	میانگین	انحراف معیار	ضریب چولگی	ضریب کجی	حد اکثر	حد اقل
فرصت‌های رشد	$SGR_{i,t}$	۸۴۰	-۰/۷۷۳	-۰/۵۰۹	-۱/۴۰۱	۳/۵۳۱	۰/۳۳۳	-۳/۳۳۵
نسبت سودآوری	$PI_{i,t}$	۸۴۰	-۰/۰۱۹	-۰/۲۰۷	-۰/۵۵۸	۱۵/۴۴۴	۱/۲۸۳	-۱/۲۸۴
نرخ موثر مالیاتی	$CETR_{i,t}$	۸۴۰	-۰/۱۵۹	-۰/۱۷۹	۱/۶۵۸	۶/۱۱۷	-۰/۹۸۰	-۰/۸۳۷
شکاف قیمتی	$Spread_{i,t}$	۸۴۰	۴۵/۵۹۰	۳۴/۷۵۸	-۰/۲۵۳	-۰/۸۱۵	۹۹/۳۳۳	-۰/۱۷۴
تعدد نقدینگی دارایی‌ها	$VAF_{i,t}$	۸۴۰	-۰/۳۳۰	-۰/۰۵۰	-۰/۴۳۷	۱/۸۳۵	-۰/۴۴۹	-۰/۰۴۶
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	۸۴۰	۳۷/۴۹۴	۱/۵۱۵	-۰/۶۹۰	-۰/۷۴۴	۳۳/۳۷۰	۲۴/۶۱۳
تغییرات دارایی‌های خالص	$\Delta NA_{i,t}$	۸۴۰	-۰/۱۹۷	-۰/۳۸۷	-۰/۳۸۸	۵/۱۸۶	۱/۹۱۳	-۱/۹۸۰
شاخص کپو توین	$TobQ_{i,t}$	۸۴۰	۱/۴۲۸	-۰/۵۲۶	۱/۰۹۳	۱/۴۵۷	۴/۵۳۰	-۰/۳۹۳
تغییرات هزینه مالی	$IE_{i,t}$	۸۴۰	-۰/۰۵۷	-۰/۱۳۴	۴/۳۰۷	۲۲/۹۹۷	-۰/۹۸۰	-۰/۰۰۱
نگهداشت وجه نقد	$\Delta Cash_{i,t}$	۸۴۰	-۰/۰۳۰	-۰/۱۳۵	۱/۰۱۱	۱۴/۰۸۴	-۰/۸۸۶	-۰/۷۵۱
سیاست تقسیم سود	$Div_{i,t}$	۸۴۰	-۰/۸۹۷	۱/۳۲۸	۲/۸۶۳	۱۷/۴۵۶	۸/۸۱۵	-۰/۱۴۹
اعرم مالی	$Lev_{i,t}$	۸۴۰	-۰/۴۸۳	-۰/۳۳۳	-۰/۱۰۸	-۰/۱۷۵۰	-۰/۹۹۹	-۰/۰۰۳

نتایج آزمون چیدمان داده‌ها

## جدول (۴). خلاصه نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

آزمون هاسمن		آزمون F لیمر		الگوهای پژوهش
مدل انتخابی	سطح معناداری	مدل انتخابی	سطح معناداری	
اثرات تصادفی	۰/۰۸۷	تابلویی	۰/۰۴۳	الگوی اول
اثرات ثابت	۰/۰۰۰	تابلویی	۰/۰۰۰	الگوی دوم
اثرات تصادفی	۰/۱۶۱	تابلویی	۰/۰۰۰	الگوی سوم

بنابراین بدلیل این که میزان احتمال آماره F لیمر این مدل کمتر از ۵٪ است، فرض صفر آزمون لیمر، مبنی بر کاربرد داده‌های مقطعی رد شده و داده‌ها بر اساس روش تابلویی چیدمان می‌گردد. پس از انجام آزمون F لیمر و با نمایان شدن برتری استفاده از داده‌های تابلویی (۰/۰۵ < p-value)، در مرحله بعد، به منظور انتخاب بین اثرات ثابت و تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. آماره آزمون هاسمن





که برای تشخیص اثرات ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی محاسبه شد، دارای توزیع کای - دو با درجه آزادی برابر با تعداد متغیرهای مستقل است. فرض صفر آزمون هاسمن، استفاده از الگوی اثرات تصادفی و فرض یک، استفاده از مدل اثرات ثابت را نشان می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد سطح معنی داری گزارش شده در جدول فوق به ترتیب ۰/۰۸۷ برای الگوی اول بیانگر عدم رد فرضیه  $H_0$  و ۰/۰۰۰ برای الگوی دوم بیانگر عدم تایید فرضیه  $H_0$  و ۰/۱۶۱ برای الگوی سوم بیانگر عدم رد فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان ۹۵ درصد برای هر کدام از الگوها بوده و بر استفاده از روش اثرات تصادفی برای دو الگو اول و سوم و اثرات ثابت برای الگو دوم دلالت دارد.

### آزمون فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اصلی اول: بین انعطاف‌پذیری مالی و توزیع سود نقدی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد

### جدول (۵). نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از الگو (۱)

$Div_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 SGR_{i,t} + \gamma_2 PI_{i,t} + \gamma_3 CETR_{i,t} + \gamma_4 Spread_{i,t} + \gamma_5 VAF_{i,t} + \gamma_6 Size_{i,t} + \gamma_7 \Delta NA_{i,t} + \gamma_8 TobQ_{i,t} + \gamma_9 IE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}(1)$			
احتمال	آماره t	ضرایب	تعداد
۰/۴۵۰	-۰/۶۷۵	-۰/۲۰۹	عرض از مبدأ
۰/۰۰۱	-۴/۰۳۵	-۰/۱۴۶	$SGR_{i,t}$
۰/۰۰۱	-۵/۵۴۹	-۰/۵۰۴	$PI_{i,t}$
۰/۰۰۲	۴/۵۲۸	۰/۴۶۹	$CETR_{i,t}$
۰/۰۰۷	-۲/۳۸۵	-۰/۰۰۶	$Spread_{i,t}$
۰/۰۰۴	-۲/۳۰۶	-۰/۰۹۹	$VAF_{i,t}$
۰/۰۰۷	۲/۷۰۲	۰/۰۲۹	$Size_{i,t}$
۰/۶۲۸	-۰/۴۸۴	-۰/۰۲۴	$\Delta NA_{i,t}$
۰/۰۰۲	۳/۱۸۹	۰/۱۱۵	$TobQ_{i,t}$
۰/۴۳۴	-۰/۷۸۱	-۰/۱۱۶	$IE_{i,t}$
۷۸۱۷	DW	۰/۲۴۳	ضریب تعیین
		۰/۲۵۲	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۰۰۰	سطح معنی داری آماره F	۱۳/۱۲۴	آماره F
۰/۲۵۴	سطح معناداری آماره Z	۲/۴۴۵	آماره Z (K-S)



برای بررسی خودهمبستگی از آماره دوریین واتسون استفاده شد، با توجه به نتیجه جدول فوق میزان این آماره برابر ۱/۸۱۷ است بنابراین در جملات باقیماندهی این الگوی رگرسیونی خودهمبستگی وجود ندارد. این فرض با استفاده از آماره کولموگراف اسمیرنوف (K-S) آزمون میشود. سطح معناداری آماره ZK-S با مقدار ۲۵۴/۰ بیشتر از ۵٪ است لذا فرض صفر آزمون مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر توزیع سود نقدی و به همراه آن نرمال بودن توزیع باقیماندهها قابل پذیرش است.

برای پذیرش برقراری فرض معناداری کل مدل یا به عبارت دیگر وجود رابطه خطی معنادار میان متغیرهای مستقل و وابسته از آزمون F فیشر استفاده شد. نتایج جدول با سطح معناداری صفر (زیر ۵٪) بیانگر رد فرض صفر با اطمینان ۹۹٪ است، به عبارت دیگر بهطور کلی رابطه خطی معنادار بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد و الگواز اعتبار لازم برای تحلیل نتایج برخوردار است.

در این الگو ضریب تعیین برابر ۲۴٪ است بدین معنا که، متغیرهای مستقل ۲۴٪ از تغییرات تقسیمسود را توضیح میدهد.

فرضیه اصلی دوم: بین انعطاف پذیری مالی و اهرم مالی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.

### جدول (۶). نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل دادهها با استفاده از مدل (۲)

$Lev_{i,t} = y_0 + y_1 SGR_{i,t} + y_2 PI_{i,t} + y_3 CETR_{i,t} + y_4 Spread_{i,t} + y_5 VAF_{i,t} + y_6 Size_{i,t} + y_7 \Delta NA_{i,t} + y_8 TobQ_{i,t} + y_9 IE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$			
P-Value	آماره t	ضریب	متغیر
۰/۰۰۰	۷/۰۸۷	۰/۵۹۸	عرض از مبدأ
۰/۰۶۳	۰/۷۳۳	۰/۰۰۸	$SGR_{i,t}$
۰/۰۰۱	-۲/۴۵۲	-۰/۰۸۷	$PI_{i,t}$
۰/۰۰۱	۳/۴۶۱	۰/۰۹۸	$CETR_{i,t}$
۰/۰۵۳	۷/۱۴۳	۰/۰۰۱	$Spread_{i,t}$
۰/۰۴۹	-۱/۸۹۱	-۰/۰۲۲	$VAF_{i,t}$
۰/۰۰۱	۳/۵۳۳	۰/۰۱۰	$Size_{i,t}$
۰/۰۰۱	۶/۲۳۷	۰/۰۸۳	$\Delta NA_{i,t}$
۰/۰۰۱	-۲/۶۴۲	-۰/۲۹۴	$TobQ_{i,t}$
۰/۴۴۲	-۰/۷۶۹	-۰/۰۳۱	$IE_{i,t}$



۷۶۵۵	DW	-/۵۹۹	ضریب تعیین
		-/۵۹۳	ضریب تعیین تعدیل شده
-/۰۰۰	سطح معنی داری آماره F	۱۳/۳۷۹	آماره F
-/۱۹۰	سطح معناداری آماره Z	۷۰۸۵	آماره (K-S)Z

برای بررسی خود همبستگی از آماره دوربین واتسون استفاده شد. با توجه به نتیجه جدول فوق میزان این آماره برابر ۱/۶۵۵ است بنابراین در جملات باقیماندهی این الگوی رگرسیونی خودهمبستگی وجود ندارد. این فرض با استفاده از آماره کولموگراف اسمیرنوف (K-S) آزمون می شود. سطح معناداری آماره Z(K-S) با مقدار ۰/۱۹۰ بیشتر از ۵٪ است لذا فرض صفر آزمون مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر اهرم مالی و به همراه آن نرمال بودن توزیع باقی مانده ها قابل پذیرش است.

برای پذیرش برقراری فرض معناداری کل مدل یا به عبارت دیگر وجود رابطه خطی معنادار میان متغیرهای مستقل و وابسته از آزمون F فیشر استفاده شد نتایج جدول با سطح معناداری صفر (زیر ۵٪) بیانگر رد فرض صفر با اطمینان ۹۹٪ است، به عبارت دیگر بهطور کلی رابطه خطی معنادار بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد و الگوی اعتبار لازم برای تحلیل نتایج برخوردار است.

در این الگو ضریب تعیین برابر ۵۹٪ است بدین معنا که، متغیرهای مستقل ۵۹٪ از تغییرات اهرم مالی را توضیح می دهد.

فرضیه اصلی سوم: بین انعطاف پذیری مالی و نگهداشت وجوه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

### جدول (۷). نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از الگو (۳)

$\Delta cash_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 SGR_{i,t} + \gamma_2 PI_{i,t} + \gamma_3 CETR_{i,t} + \gamma_4 Spread_{i,t} + \gamma_5 VAF_{i,t} + \gamma_6 Size_{i,t} + \gamma_7 \Delta NA_{i,t} + \gamma_8 TobQ_{i,t} + \gamma_9 IE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$			
P-Value	آماره t	ضریب	متغیر
-/۱۵۸	- ۷۴۱۳	- /۱۱۱	عرض از مبدأ
-/۷۷۴	- /۳۵۲	- /۰۰۴	$SGR_{i,t}$
-/۰۰۵	۲/۷۸۷	- /۰۶۵	$PI_{i,t}$
-/۰۴۷	- ۷۹۸۸	- /۰۵۲	$CETR_{i,t}$
-/۰۴۶	۲/۰۷۶	- /۰۰۱	$Spread_{i,t}$
-/۰۴۲	۲/۱۳۴	- /۰۰۳	$VAF_{i,t}$



۰/۰۶۴	۷۸۵۰	۰/۰۰۴	$Size_{i,t}$
۰/۰۰۳	۲۹۱۴	۰/۰۳۶	$\Delta NA_{i,t}$
۰/۱۲۷	-۷۵۲۴	-۰/۰۱۴	TobQ <sub>i,t</sub>
۰/۲۴۹	-۰/۳۱۹	-۰/۰۱۲	$IE_{i,t}$
۲/۲۴۸	DW	۰/۲۱۴	ضریب تعیین
		۰/۲۱۳	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۰۰۰	سطح معنی داری آماره F	۴/۴۶۷	آماره F
۰/۳۲۱	سطح معناداری آماره Z	۲/۶۷۹	آماره (K-S)Z

برای بررسی خودهمبستگی از آماره دوربین واتسون استفاده شد، با توجه به نتیجه جدول فوق میزان این آماره برابر ۲/۲۴۸ است بنابراین در جملات باقیماندهی این الگوی رگرسیونی خودهمبستگی وجود ندارد. این فرض با استفاده از آماره کولموگراف اسمیرنوف (K-S) آزمون میشود. سطح معناداری آماره Z/K-S مقدار ۰/۳۲۱ بیشتر از ۰/۰۵ است لذا فرض صفر آزمون مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر نگه داشت وجه نقدی به همراه آن نرمال بودن توزیع باقیماندهها قابل پذیرش است.

برای پذیرش برقراری فرض معناداری کل مدل یا به عبارت دیگر وجود رابطه خطی معنادار میان متغیرهای مستقل و وابسته از آزمون F فیشر استفاده شد. نتایج جدول با سطح معناداری صفر (زیر ۰/۰۵) بیانگر رد فرض صفر با اطمینان ۹۹٪ است، به عبارت دیگر بهطور کلی رابطه خطی معنادار بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد و الگو از اعتبار لازم برای تحلیل نتایج برخوردار است.

در این الگو ضریب تعیین برابر ۰/۲۱ است بدین معنا که، متغیرهای مستقل ۲۱٪ از تغییرات نگهداشت وجوه نقد را توضیح میدهد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها

در جدول شماره (۸) نتایج حاصل از آزمون فرضیه های تحقیق به شرح زیر بیان گردید:

### جدول (۸). نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها

فرضیه اول: بین انطاف پذیری مالی و توزیع سود نقدی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.		
نتیجه	فرضیه های فرعی	تایید/رد
تایید	بین فرضیه های رشد و توزیع سود نقدی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.	۱-۲





تایید	بین نسبت سود آوری و توزیع سود نقدی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.	۲-۱
رد	بین نرخ موثر مالیاتی و توزیع سود نقدی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.	۳-۱
تایید	بین شکاف قیمتی و توزیع سود نقدی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.	۴-۱
تایید	بین شدت نقدینگی دارایی‌ها و توزیع سود نقدی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.	۵-۱
فرضیه دوم: بین انعطاف پذیری مالی و اهرم مالی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.		
نتیجه	فرضیه های فرعی	رد/تایید
رد	بین فرصتهای رشد و اهرم مالی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.	۱-۲
تایید	بین نسبت سودآوری و اهرم مالی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.	۲-۲
رد	بین نرخ موثر مالیاتی و اهرم مالی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.	۳-۲
رد	بین شکاف قیمتی و اهرم مالی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.	۴-۲
تایید	بین شدت نقدینگی دارایی‌ها و اهرم مالی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.	۵-۲
فرضیه سوم: بین انعطاف پذیری مالی و نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.		
نتیجه	فرضیه های فرعی	رد/تایید
رد	بین فرصتهای رشد و نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.	۱-۳
تایید	بین نسبت سود آوری و نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.	۲-۳
رد	بین نرخ موثر مالیاتی و نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.	۳-۳
تایید	بین شکاف قیمتی و نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.	۴-۳
تایید	بین شدت نقدینگی دارایی‌ها و نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.	۵-۳







### نتیجه گیری و تفسیر

نتایج آزمون فرضیات اول نشان می دهد رابطه منفی و معناداری میان فرصتهای رشد، نسبت سود آوری، شکاف قیمتی، شدت نقدینگی داراییها با توزیع سود نقدی برقرار است و تاثیر نرخ موثر مالیاتی بر توزیع سود نقدی مثبت و معنادار است. به عبارت دیگر شرکت‌هایی که از رشد فروش، شکاف قیمتی و نسبت سود آوری بالایی برخوردارند، سود نقدی کمتری توزیع می‌نمایند. از وجود شکاف قیمتی سود بیشتری در انجام معامله عاید سهامداران خواهد شد بنابراین هرچه شکاف قیمتی بیشتر شود، انعطاف پذیری شرکت در توزیع سهام جدید و جذب نقدینگی افزایش می یابد. زیرا سهامداران از تفاوت قیمت خرید و فروش سهم سود خود را بدست آورده اند و در نتیجه احتمالاً انتظار کمتری از دریافت سود تقسیمی دارند. همچنین شرکت‌هایی که نقدینگی بیشتری دارند و ترکیب نقدشوندگی دارایی‌های آن‌ها بالاتر است امکان بازپرداخت بدهی بیشتر می باشد و امکان توزیع سود در آینده با حاشیه اطمینان بیشتری دیده می شود. لذا تمایل دارند سود نقدی کمتری توزیع نمایند. بعلاوه شرکت‌هایی که مالیات بیشتری پرداخت می‌کنند تمایلی به توزیع سود نقدی بیشتری ندارند.

نتایج آزمون فرضیات دوم نشان می دهد رابطه ای مثبت میان فرصت های رشد، نرخ موثر مالیاتی و شکاف قیمتی با اهرم مالی برقرار است که این رابطه تنها میان نرخ موثر مالیاتی و اهرم مالی معنادار است. همچنین تاثیر شدت نقدینگی داراییها و سودآوری بر اهرم مالی منفی و معنادار است. به عبارت دیگر شرکت‌هایی که از رشد فروش، شکاف قیمتی و نرخ موثر مالیاتی بالایی برخوردارند، اهرم مالی بالایی دارند. همچنین شرکت‌هایی که سودآوری بالایی دارند، نقدینگی بیشتری دارند و ترکیب نقدشوندگی دارایی‌های آن‌ها بالاتر است، تمایل دارند اهرم مالی پایینی داشته باشند.

نتایج آزمون سوم نشان می دهد رابطه ای مثبت و معنادار میان شکاف قیمتی، شدت نقدینگی داراییها و سودآوری با نگهداشت وجوه نقد برقرار است. همچنین تاثیر فرصت‌های رشد و نرخ موثر مالیاتی بر نگهداشت وجوه نقد منفی است که این رابطه تنها میان نرخ موثر مالیاتی و نگهداشت وجوه نقد معنادار است. به عبارت دیگر شرکت‌هایی که از رشد فروش و نرخ موثر مالیاتی بالایی برخوردارند، وجه نقد کمتری نگهداری می‌نمایند. همچنین شرکت‌هایی که شکاف قیمتی بالایی دارند، سودآوری بالایی دارند، نقدینگی بیشتری دارند و ترکیب نقدشوندگی دارایی‌های آن‌ها بالاتر است، تمایل دارند وجه نقد بیشتری را حفظ نمایند.

### پیشنهادات حاصل از نتایج تحقیق

۱. شرکت‌هایی که از رشد فروش، شکاف قیمتی و نسبت سودآوری بالایی برخوردارند، سود نقدی کمتری توزیع می نمایند. لذا به سرمایه گذاران که قصد کوتاه مدت دارند توصیه می شود نسبت به خرید این دسته از





سهام احتیاط داشته باشند.

۲. شرکت‌هایی که سودآوری بالایی دارند، نقدینگی بیشتری دارند و ترکیب نقدشوندگی دارایی‌های آن‌ها بالاتر است، میزان سطح اهرم مالی پایینی حفظ می‌نمایند. لذا به اعتباردهندگان توصیه می‌شود در اعطای تسهیلات به این دسته شرکت‌ها با در نظر گرفتن سایر شرایط موکول به قانون عملیات بانکی بدون ربا در اولویت قرار داده شوند.

۳. شرکت‌هایی که شکاف قیمتی بالایی دارند، سودآوری بالایی دارند، نقدینگی بیشتری دارند و ترکیب نقدشوندگی دارایی‌های آن‌ها بالاتر است، میزان نقدینگی بیشتری را حفظ می‌نمایند. این دسته از شرکت‌ها از ریسک در ماندگی پایین تری برخوردارند. لذا، سرمایه‌گذار کوتاه مدت و یا اعطای اعتبار مالی به این گروه شرکت‌ها با ریسک کمی همراه خواهد بود.

### پیشنهاد برای تحقیقات آتی

تعیین آثار انعطاف‌پذیری مالی بر قیمت سهام و نوسان‌های قیمت سهام و روند سودآوری شرکت‌ها.



۱. بشیری، وهاب. (۱۳۸۸). "بررسی اثر انعطاف‌پذیری مالی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره) قزوین.

۲. حقیقت، حمید و وهاب بشیری. (۱۳۹۱). "بررسی رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و ساختار سرمایه"، فصلنامه دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۸، صص ۷۱-۴۹.

۳. حیدر پور، فرزانه و کاظم پور، مسعود. (۱۳۹۳). "رابطه سیاست تقسیم سود با جریانهای نقدی آزاد و سودهای آتی"، مجله‌ی تحقیقات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران. سال هفتم، شماره بیست و ششم، صص ۷۳-۵۸.

۴. خدائی، وله زاکردو زارع تیموری، مهدی. (۱۳۸۹). "تاثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری"، مجله‌ی مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی دانشگاه آزاد، صص ۱۷۳ تا ۱۵۵.



۵. رحمانی، علی، غلامی گاکیه، فردین، پاکیزه، کامران. (۱۳۹۱). "تأثیر انعطاف پذیری مالی بر میزان سرمایه گذاری و ارزش آفرینی"، *مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، دوره‌ی چهارم، شماره‌ی دوم، ص ص ۵۳ تا ۷۶.

۶. علی نژاد ساروکلائی، مهدی و شول، عباس، بحرینی، مریم. (۱۳۹۳). "تأثیر ویژگی های خاص شرکت بر فرصت های سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *مجله‌ی مطالعات حسابداری و مسابرسی*، انجمن حسابداری ایران. سال سوم، شماره یازدهم، ص ص ۶۵-۵۰.

7. Arslan, Ozgur, Florackis, Chrisostomos and AydinOzkan. (2012). "Financial Flexibility, Corporate Investment and Performance", **Springer Science**.

8. Bhattacharya, S. (1979). "Imperfect Information, dividend policy, and "bird in the hand" fallacy". **The Bell Journal of Economics**, Vol.10. No.1.

9. Blau, B. & Fuller, K. P. (2008). "Dividends and flexibility". **Journal of Corporate Finance**, 14 (2).

10. Byoun, Soku. (2008) "How and when do firms adjust their capital structures toward targets?" **Journal of Finance, Forthcoming**.

11. Chen, H., Kacperczyk, M., Ortiz-Molina, H. (2011). "Labor unions, operating flexibility, and the cost of equity". **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 46(1).

12. Clark, B. (2010). "The impact of financial flexibility on capital structure decisions: Some empirical evidence". **Working paper University of Liverpool, UK, University OF Hull, UK**.

13. Denis, D. J. , McKeon, S. B. (2012). "Debt financing and financial flexibility: Evidence from proactive leverage increases". **Review of Financial Studies**, 25.

14. Gamba, Andrea and Alexander J. Triantis. (2008). "The value of financial flexibility". **Journal of Finance forthcoming**.

15. Jensen, M. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance And Takeovers". **The American Economic Review**. Vol. 26. No. 2.

16. Marchica , M.T.& Mura. R. (2010). "Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firm with spare debt capacity", **Financial Management**.

17. Merton H. Miller; Kevin Rock. (1985). "Dividend Policy under Asymmetric Information". **The Journal Of Finance**, Vol. 40. No. 4.

18. Miller, Merton H ., and Franco Modigliani. (1963). "Dividend



Policy, growth, and the valuation of shares". **Journal of Business**, 34, 411-433.

19. Myers, S. C. (1984). "The Capital structure puzzle", **Journal of Finance**, 39,

20. Raap, S. M. & Schmid, T. & Urban, D. (2014). "The Value of financial flexibility and corporate financial policy" . **Journal Of corporate Finance**.

21. Ritter. J. (1987). "The Cost Of Going Public". **Journal Of Financial Economic**. Vol. 19.

22. Sebastian J. Reinartz, Thomas Schmid. (2013). "Production Characteristics, Financial Flexibility, AND Capital Structure Decisions".

23. Tao Chen, Jarrad Harford and Chen Lin. (2012). "Financial Flexibility and Corporate Cash Policy".

\*\*\*\*\*  
\*\*\*\*\*  
\*\*\*\*\*  
\*\*\*\*\*  
\*\*\*\*\*

\*\*\*\*\*  
\*\*\*\*\*

## نشانی فصلنامه

مطالعات حسابداری و حسابرسی

جنت آباد شمالی - بالای نیایش - گلستان شرقی

جنب خشکشویی - ساختمان ۸۴

تلفکس: ۴۴۸۴۴۷۰۵ و ۸۸۰۵۱۳۴۱

Email : [iranianiaa@yahoo.com](mailto:iranianiaa@yahoo.com)

\*\*\*\*\*  
\*\*\*\*\*

