تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

رابطه انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه

رویا دارابی[۱]

چکیده

هدف از این مطالعه، بررسی رابطه انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. روش پژوهش از نوع توصیفی – همبستگی است وفرضیه‌هابا استفاده از مدل‌های رگرسیون و روش داده‌های پانل مورد آزمون قرار گرفتند. دوره زمانی پژوهش شامل ۵ سال از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ و نمونه آماری پژوهش شامل ۸۲ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

نتایج حاصل از پژوهش نشان داد کهارزش نهایی وجه نقد از منظر بازار منفی است. همچنین بین ارزش نهایی انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها رابطه معنی‌داری وجود ندارد و شرکت‌ها در تصمیمات مربوط به افزایش و یا کاهش بدهی‌های خود به سطح انعطاف‌پذیری شرکت توجه نمی‌کنند که این موضوع می‌تواند در بلندمدت به از دست رفتن انعطاف‌پذیری مالی و از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور برای شرکت‌ها بینجامد.

واژه‌های کلیدیانعطاف‌پذیری مالی، ارزش نهایی وجه نقد، ساختار سرمایه، اهرم مالی، بازدهی غیرعادی.

طبقه‌بندی موضوعی: G11- G32- M41

۱- استادیار، عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، royadarabi110@yahoo.com

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	**فصلنامه راهبرد مدیریت مالی**	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

مقدمه

امروزه با بزرگ شدن شرکت‌ها و توسعه تکنولوژی، نیاز به منابع مالی و منابع هنگفت سرمایه شدت گرفته و این امر موضوع تصمیمات بودجه بندی سرمایه‌ای و تأمین مالی شرکت‌ها را به یکی از اصلی ترین حوزه‌های تصمیم‌گیری مدیران مالی شرکت‌های سهامی عام تبدیل کرده است. مباحث تئوریک در خصوص ساختار سرمایه، در پی رسیدن به حدی از تعادل بین دو منبع اصلی تامین مالی یعنی بدهی و حقوق صاحبان سرمایه است که بتواند در آن نقطه، ارزش سهام شرکت را به حداکثر رسانیده، در مقابل هزینه منابع تامین مالی را نیز به حداقل ممکن کاهش دهد. به چنین نقطه‌ای حد تعادل ساختار سرمایه مطلوب گفته می‌شود. ساختار سرمایه نامناسب همه زمینه‌های فعالیت یک شرکت را تحت تاثیر خود قرار می‌دهد و می‌تواند سبب بروز مسائلی نظیر افزایش هزینه سرمایه شرکت، کاهش ارزش شرکت، افزایش ریسک شرکت و در نهایت ورشکستگی واحد تجاری شود (تهرانی۱۳۸۴، ۳۵).

چندین عامل بر تصمیمات ساختار سرمایه اثر می‌گذارند . اولین عامل، ریسک تجاری شرکت یا میزان ریسک مربوط به دارایی‌ها در صورت عدم استفاده از بدهی می‌باشد. هر چه میزان ریسک تجاری شرکتی بیشتر باشد، نسبت بدهی بهینه آن کمتر خواهد بود. دومین عامل کلیدی، وضعیت مالیاتی شرکت است. مهمترین استفاده از بدهی، مورد قبول بودن هزینه بهره آن توسط وزارت اقتصاد و دارایی می‌باشد که هزینه مؤثر بدهی را کاهش می‌دهد. سومین عامل، انعطاف‌پذیری مالی می‌باشد(کلارک، ۲۰۱۰، ۹۷۱).

انعطاف‌پذیری مالی عبارت از توانایی واحد تجاری در اقدام مؤثر برای تغییر میزان و زمان جریان‌های نقدی آن به گونه‌ای است که واحد تجاری بتواند در قبال رویدادها و فرصتهای غیرمنتظره واکنش نشان دهد(رضایی و پیری، ۱۳۹۰، ۱۵۹).

انعطاف‌پذیری مالی ، واحد تجاری را قادر می‌سازد تا از فرصت های غیرمنتظره سرمایه‌گذاری به‌خوبی بهره گیرد و در دورانی به حیات خود ادامه می‌دهد که جریان‌های نقدی حاصل از عملیات به‌عنوان مثال در نتیجه کاهش غیرمنتظره در تقاضا برای محصولات تولیدی واحد تجاری در سطح پایین و شاید منفی قرار دارد(جعفری رکنی، ۱۳۸۹، ۹۵).

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

انعطاف‌پذیری مالی از منابع مختلفی سرچشمه می گیرد. به‌طور مثال توان کسب سرمایه جدید در کوتاه‌مدت از طریق صدور اوراق مشارکت، توان دستیابی به وجه نقد از طریق فروش دارایی ها بدون اختلال در عملیات مداوم و توان نیل به بهبود سریع در خالص جریان های نقدی حاصل از عملیات، از جمله این منابع است(دنیس و مک کین، ۲۰۰۹،۱۲۶۵).

نتایج مطالعات اخیرنشان می‌دهدکه تئوری‌های سنتی ساختار سرمایه از قبیل تئوری سلسله مراتبی و تئوری موازنه ایستا به دلیل عدم توجه به ارزش انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها، قادر به تبیین تصمیمات ساختار سرمایه در دنیای واقعی نیست(اسلامی بیدگلی و مظاهری،۱۳۸۸، ۹). در این میان، موضوع دیگری که به نوعی با ساختار سرمایه شرکت‌ها در ارتباط است، انعطالف پذیری مالی می‌باشد. انعطاف‌پذیری مالی به عنوان درجه ای از ظرفیت یک شرکت است که می‌تواند منابع مالی خود را در جهت فعالیت واکنشی تجهیز کند تا ارزش شرکت را به‌بیشترین حد خودبرساند. مشکلات بازار سرمایه، حفظ انعطاف‌پذیری مالی برای شرکت‌ها را برای استفاده از فرصت‌های سودآور ضروری کرده است (خدایی ولدزاده فرد و تیموری،۱۳۸۹،۵). به همین منظوردر مطالعه حاضر تلاش خواهد شد تا ضمن بررسی رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و نسبت اهرمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چگونگی تأثیرپذیری ساختار سرمایه شرکت‌های فعال در بازار سرمایه ایران از میزان انعطاف‌پذیری پذیری مالی آن‌ها تبیین‌شود. پایین بودن سطح نگهداشت وجه نقد و بالا بودن نسبت اهرمی شرکت‌های ایران ضرورت توجه به موضوع انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه و همچنین روابط میان آن‌ها را دوچندان می کند. همچنین با توجه به اینکه پژوهشگراندر زمینه شیوه‌های تامین مالی نظریات و تئوری‌های مختلفی را بیان کرده‌اند و حتی برخی نظرات همدیگر را نقض کرده اند،پژوهش حاضر از این منظر نیز حائز ضرورت و اهمیت بوده و نتایج آن باعث بسط، گسترش و رفع ابهامات تئوری‌ها و نظریات پیشین خواهد شد.

هدف اصلی مطالعه حاضر، بررسی رابطه انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. ابتدا رابطه میان ارزش نهایی وجه نقد و بازدهی غیرعادی سهام شرکت‌ها و ارزش نهایی انعطاف‌پذیری و تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها در بخش ادبیات نظری مورد توجه قرار گرفته و سپس فرضیه‌ها و روش پژوهش مطرح و نوع و

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

چگونگی تأثیرپذیری بازدهی غیرعادی از ارزش نهایی وجه نقد نیز با استفاده از مدل فالکندر و وانگ (۲۰۰۶)[۲] آزمون خواهد شد و در نهایت پیشنهادهایی بر اساس نتایج پژوهش بیان خواهد شد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

برای ساختار سرمایه، تعاریف مختلفی ارائه شده است. بلکویی ساختار سرمایه را تعادل بین بدهی‌ها و دارایی‌ها، ماهیت دارایی‌ها و ترکیب استقراض شرکت بیان می‌کند. او ساختار سرمایه را ادعای کلی بر دارایی‌های شرکت معرفی می‌کند(بادآورنهندی و همکاران،۱۳۸۹، ۷۸).

سیاست ساختار سرمایه، موازنه بین ریسک و بازده را برقرار می‌کند. از یک سو استفاده از بدهی بیشتر، ریسک جریان سودآوری شرکت را بیشتر می‌کند و از سوی دیگر به نرخ بازده مورد انتظار بیشتری می‌انجامد(بایون،۲۰۱۱، ۳۸).

ساختار سرمایه مطلوب، ساختار سرمایه ای است که تعادل بهینه ای را بین ریسک و بازده ایجاد کرده و در نتیجه باعث کاهش هزینه سرمایه و به حداکثر رسانیدن قیمت سهام و ارزش شرکت شود(اسلامی بیدگلی و مظاهری،۶،۱۳۸۸).

تصمیمات تامین مالی، یکی از وظایف مهم شرکت در تعیین بهترین ترکیب ساختار سرمایه است. شناخت و ارزش‌گذاری شرکت‌ها بر اساس دارایی‌ها و چگونگی تامین مالی آنها به شناخت ساختار سرمایه وابسته است (مودیلیانی و میلر،۴۴۱،۱۹۶۳).

یکی دیگر از پژوهش‌های بنیادی، پژوهش مشترک تیتمن و وسلز (۱۹۸۸)[۳] تحت عنوان بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه است که در آن، با استفاده از روش تحلیل آماری، مهمترین عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه از جمله مزایای مالیاتی غیراز بدهی، رشد شرکت، انحصاری بودن محصولات شرکت، نوع صنعت، نوسان‌پذیری سود و سودآوری شرکت
مورد بررسی قرار گرفت. نتیجه پژوهش این بود که نسبت بدهی به سرمایه شرکت با انحصاری بودن محصولات آن رابطه منفی دارد. همچنین بدهی کوتاه مدت شرکت با اندازه شرکت،

2.Faulkender and Wang, 2006
3. Titman and Wessels, 1988

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

رابطه منفی دارد. در این تحقیق، هیچ گونه ارتباط معنی‌دار بین مزایای مالیاتی غیر از بدهی، نوسان‌پذیری سود، ارزش وثیقهای داراییها و رشد آتی شرکت یافت نشد(تیتمن و وسلز، ۱۹۸۸،۱۷).

جامع‌ترین و برجسته‌ترین پژوهش مرتبط با ساختار سرمایه، به راجان و زینگالس(۱۹۹۵)[۴] تعلق دارد که تحت عنا وین درباره ساختار چه می دانیم؟ پاره‌ای شواهد بین‌المللی، به بررسی عوامل تعیین کننده الگوی ساختار سرمایه شرکت‌ها از منظر بین‌المللی پرداخته است.

راجان و زینگالس درپژوهش مشترک خود، ترازنامه های نمونه وسیعی از شرکت‌های سهامی عام، در هفت کشور بزرگ صنعتی دنیا(آمریکا، انگلیس، کانادا، فرانسه، آلمان، ایتالیا و ژاپن) را مورد بررسی قرار دادند. آنها ابتدا با استفاده از ارزش‌های دفتری و بازار، حقوق صاحبان سهام نسبت‌های بدهی را محاسبه کردند،اما در عین حال دریافتند که حاکم بودن اصول و روش های حسابداری متفاوت در هر یک از کشورهای مورد مطالعه، مقایسه پذیری نتایج را تا اندازه‌ای خدشه‌دار می‌سازد. لذا به تعدیل نسبت‌های ارزش دفتری و بازار اقدام نمودند. راجان و زینگالس سپس بابرآورد یک مدل رگرسیون چند متغیره به بررسی رابطه بین چهار متغیر بنیادی حسابداری (ارزش دارایی‌های ثابت، ارزش بازار به دفتر، لگارتیم فروش و سودآوری) با ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که اهرم مالی در هر یک از این کشورها با دو عامل نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و سود آوری شرکت رابطه منفی و با دو عامل ارزش دارایی‌های ثابت مشهود و انداره شرکت، رابطه مثبت دارد. بنابراین با اندکی اغماض می‌توان گفت که عوامل مرتبط با الگوی ساختار سرمایه در این هفت کشور به استثنای کشور آلمان عمومیت دارند(راجان و زینگالس۱۴۵۸،۱۹۹۵).

از آخرین پژوهش‌های انجام گرفته در زمینه ساختار سرمایه، پژوهش بایون(۲۰۰۷)[۵] تحت عنوان ساختار سرمایه و عوامل تعیین کننده آن در بازار سرمایه کشور انگلیس می‌باشد. در این پژوهش، یافته‌های راجان و زینگالس (۱۹۹۵) در مورد ساختار سرمایه واحد های تجاری کشور انگلیس ، دوباره مورد بررسی قرار گرفت و حساسیت متغیرهای توضیحی مورد مطالعه راجان و زینگالس بامعیارهای مختلف بدهی و عناصر تشکیل دهنده آن ، مورد آزمون قرار گرفت. نتایج بدست آمده نشان داد که

---

4. Rajan and Zingales, 1995
5. Byoun, 2007

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

پژوهش راجان و زینگالس به تعریف اهرم یا نسبت بدهی وابسته است. براساس دیگر یافته‌های این پژوهش، نقش بدهی‌های کوتاه مدت در ساختار سرمایه

شرکت‌های انگلیسی بسیار حائز اهمیت است و تجزیه و تحلیل‌های صرفا مبتنی بر بدهی‌های بلند مدت، بینش و درک محدودی از ساز و کارهای دخیل در ساختار مالی شرکت‌ها ارائه می‌کند(بایون،۲۰۰۷).

فاما و فرنچ (۲۰۰۵)[۶] پژوهشی را تحت عنوان آزمون الگوهای ارائه شده توسط تئوری توازی و ترجیحی در مورد سود سهام و بدهی در امریکا انجام دادند. جامعه آماری شامل شرکت‌های امریکا در دوره ۱۹۶۵ تا ۱۹۹۹ بود که شرکت‌های تامین مالی و عام المنفعه از نمونه خارج شده‌اند. الگوهای ارائه شده توسط تئوری سازش و ترجیحی به شرح زیر هستند (فاما و فرنچ،۲۰۰۵،۶۷):

با کنترل متغیر فرصت های سرمایه‌گذاری شرکت‌های با دارایی بالا، سود سهام بالاتری پرداخت می‌کنند و نسبت اهرم به ارزش دفتری و بازار پایینی دارند.

با کنترل متغیر سودآوری، شرکت‌های با سرمایه‌گذاری جاری و مورد انتظار بالا، سود سهام بالایی پرداخت می‌نمایند.

طبق مدل ساده این تئوری، شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بیشتر، نسبت اهرم به ارزش دفتری بالایی دارند.

طبق مدل پیچیده این تئوری، زمانی که شرکت‌ها هزینه تامین مالی جاری و آینده مورد انتظار خود را متعادل می‌کنند، شرکت‌هایی که با نوسان های خالص جریان‌های نقدی بیشتری روبرو هستند، سود سهام پایینی پرداخت نموده و اهرم پایینی را نگه‌داری می‌نمایند. شرکت‌ها (خصوصا شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت می‌کنند) با سرمایه‌گذاری مورد انتظار بیشتر ، اهرم کوتاه مدت پایینی دارند. ارتباط بین اهرم و نسبت سود سهام پرداختی همچنین منفی است (مدل تئوری ترجیحی مایرز،۱۹۸۴،۵۷۶).

بایون (۲۰۰۸) پژوهشی را تحت عنوان « شرکت‌ها چگونه و چه وقت ساختار سرمایه خود را به سوی اهداف تعیین شده تغییر می‌دهند؟ » در امریکا انجام داد که در آن، جامعه آماری شامل همه شرکت‌های امریکادر دوره ۱۹۷۱ تا ۲۰۰۳ است که به پیروی از مطالعات گذشته، شرکت‌های

---

6. Fama and French, 2005

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

تامین مالی و شرکت‌های عام المنفعه را از نمونه خارج کرد. نتایج نشان داد کهبیشترین تغییرات در ساختار سرمایه زمانی اتفاق می افتد که شرکت‌ها مازاد وجه نقد داشته و سطح بدهی آنها بالاتر از ظرفیت بدهی تعیین شده شرکت است. زمانی که شرکت‌ها کسری وجه نقد داشته و سطح بدهی آنها پایین‌تر از ظرفیت بدهی تعیین شده شرکت است،یا زمانی که مازاد وجه نقد داشته و بدهی آنها پایین‌تر از ظرفیت بدهی تعیین شده شرکت است ، سرعت این تغییرات کاهش پیدا می‌کند. همچنین سرعت تغییر در ساختار سرمایه شرکت‌های با وجه نقد مازاد و بدهی بالاتر از ظرفیت بدهی تعیین شده شرکت، بالاتر از سرعت تغییرات شرکت‌هایی است که کسری وجه نقد داشته و بدهی آنها پایین‌تر از ظرفیت بدهی تعیین شده شرکت است که این امر ممکن است که هزینه‌های تغییر حاصل از کاهش بدهی، کمتر از هزینه‌هایی باشد که صرف افزایش بدهی می‌شود یا هزینه‌های نگهداشت بدهی بالاتر از ظرفیت بالاتر از هزینه‌های نگهداشت بدهی پایین‌تر از ظرفیت بدهی تعیین شده شرکت باشد. بایون به این نتیجه رسید که شرکت‌های با بدهی پایین‌تر از ظرفیت، نسبت به شرکت‌های با بدهی بالاتر از ظرفیت برای تامین مالی از بدهی استفاده می‌کنند(بایون۳۰۷۵،۲۰۰۸).

مارچیکا و مورا(۲۰۰۷)[۷] در خصوص ارتباط انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری‌پژوهش کرده و به این نتیجه رسیده‌اند که بین انعطاف‌پذیری مالی و سرمایه‌گذاوی‌ابطه قوی وجود دارد. به عبارت دیگر، بعد از یک دوره سیاست اهرم پایین، شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی، توانایی بیشتری برای انجام هزینه‌های سرمایه‌ای دارند(مارچیکا و مورا،۲۰۰۷).

در کشور ما پژوهش‌های مربوط به علوم مالی، به ویژه ساختار سرمایه سابقه چندانی ندارد. تعدادی از آنها در ادامه بطور مختصر می‌آید:

باقرزاده (۱۳۸۲) پژوهشی را تحت عنوان تعیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داد. نمونه مورد بررسی شامل ۱۵۸ شرکت تولیدی از بین ۲۵۲ شرکت

---

7. Marchica and Mura, 2007

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

تشکیل دهنده کل جامعه آماری طی قلمرو زمانی ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۱ است. نتایج پژوهش حکایت از این دارد که الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران به‌طور عمده تابع متغیرهایی نظیر میزان دارایی‌های ثابت شرکت (دارایی‌هایی که ارزش و وثیقه داشته باشند)، اندازه شرکت و سودآوری آن است. نتایج این پژوهش اگر چه پیش‌بینی تئوری سلسله مراتب گزینه‌های تامین مالی و فرضیه دوم تقارن اطلاعاتی را تایید نمی‌کند، اما به نظر می‌رسد شرکت‌های عضو بورس تهران در تامین منابع مالی مورد نیاز خود در عمل ، سلسله مراتب گزینه‌های تامین مالی را طی می‌کنند. علاوه بر این،شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران در تامین مالی برون سازمانی استقراض را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند. بنابراین یافته‌های این پژوهش، پیش بینی تئوری توازن پایدار ساختار سرمایه را تایید اما پیش بینی تئوری سلسله مراتب گزینه‌های تامین مالی را تایید نمی‌کند(باقرزاده،۱۳۸۲، ۶۰).

نمازی و شیرزاد۱۳۸۴) رابطه میان ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (با تاکید بر نوع صنعت) را مورد بررسی قرار می‌دهند. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهراندر سال‌های ۱۳۷۵ تا ۱۳۷۹ است و تکنیک‌های آماری مورد استفادهبرای آزمون فرضیه‌هایپژوهش، ضریب همبستگی و رگرسیون است. نتایج بررسی۱۰۸ شرکت از منابع مختلف حاکی از وجود رابطه مثبت میان ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌هاست، اما این رابطه از نظر آماری ضعیف است. رابطه میان ساختار سرمایه و سودآوری به صنعت نیز بستگی دارد و ساختار بهینه سرمایه را می‌توان در صنایع گوناگون تعیین کرد (نمازی و شیرزاد،۱۳۸۴).

محمدی (۱۳۸۴) پژوهشی را تحت عنوان بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داد. جامعه آماری شامل همه شرکت‌های موجود در پنج صنعت بزرگ بورس اوراق بهادار (سیمان، قطعات خودرو، دارویی، لوازم خانگی و قندی) در دوره زمانی ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۲ است. این پژوهش به دنبال بررسی ارتباط معنی‌دار بین متغیرهای ساختار، سرمایه نقدینگی، رقابت شرکت‌ها، سودآوری، رشد سودآوری و رشد فروش و میزان استفاده از اهرم در ساختار سرمایه شرکت‌ها می‌باشد. نتایج حاصله نشان داده که در دوره زمانی پژوهش، عوامل رقابت، ساختار دارایی‌ها(نسبت دارایی ثابت به مجموع دارایی‌ها)،سودآوری و نقدینگی جزء عواملی

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

هستند که ارتباط معنی‌داری با ساختار سرمایه دارند و دو متغیر رشد سودآوری ، رشد و فروش، ارتباط ضعیف با ساختار سرمایه دارند(محمدی،۱۳۸۴،۸۳).

نمازی و حشمتی (۱۳۸۶) پژوهشی را تحت عنوان بررسی تاثیر سازها و متغیرهای تاخیری بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام می‌دهند. جامعه آماری شامل ۱۶۴ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۳ است. با بکارگیری مدل رگرسیون داده‌های تابلویی، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین سودآوری، بازده سهام، کسری مالی و نسبت ارزش بازار بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت با ساختار سرمایه رابطه معنی‌دار وجود دارد. این رابطه در مورد سودآوری از قوت بالایی برخوردار بوده و پایداری تاثیر آن بر اهرم بازار تا دو سال ادامه می‌یابد. همچنین در مورد فشار مالی نیز تاثیر آن بر اهرم دفتری تا دو سال ادامه می‌یابد. تاثیر بازده سهام بر اهرم دفتری یک سال پایدار است. اما نسبت ارزش بازار بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت تنها متغیری می‌باشد که دارای تاثیر کوتاه مدت هم بر اهرم بازار و هم بر اهرم دفتری است و تاثیر آن بر دوره های دیگر تسری پیدا نمی‌کند(نمازی و حشمتی،۱۳۸۶،۱۱۸)

سجادی و جعفری (۱۳۸۶) به بررسی ساختار سرمایه شرکت‌های کوچک و کارآفرین در ایران می‌پردازند. پس از بررسی ۷۰ نمونه از شرکت‌های شهر اهواز در دوره زمانی منتهی به پایان سال ۸۴، یافته‌های پژوهش نشان داد که بین اندازه شرکت، سن مدیران، میزان تحصیلات، ترجیحات و سلایق آنان و سن مالکان شرکت‌ها و ساختار سرمایه شرکت‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد اما بین عمر شرکت و میزان آشنایی مدیران با مفاهیم مالی با ساختار سرمایه شرکت‌ها رابط معنی‌داری وجود ندارد(سجادی و جعفری،۱۳۸۶،۴۶).

کردستانی و نجفی (۱۳۸۷) به بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه در ایران می پردازند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که بین اندازه شرکت و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری رابطه مثبت و معنی‌دار و میان صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری و بازار رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد که مطابق با نظریه موازنه ایستا است. بین فرصت‌های رشد و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری مطابق با نظریه ترجیحی رابطه مثبت و معنی‌دار و میان نوسان پذیری سود و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری و بازار و بین سود سهام پرداختی و نسبت بدهی بر مبنای ارزش

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

دفتری بر خلاف پیش‌بینی‌های دو مدل موازنه ایستا و ترجیحی رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. بین قابلیت مشاهده دارایی‌ها و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری و بین سودآوری شرکت و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری و بازار مطابق با نظریه ترجیحی رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد (کردستانی و نجفی،۵۹،۱۳۸۷).

فرضیات پژوهش

با توجه به اهداف پژوهش، ادبیات نظری وپیشینه پژوهش فرضیه‌های زیر تدوین شد:

۱) رابطه معناداری بین ارزش نهایی وجه نقد با بازده غیر عادی سهامداران وجود دارد.

۲) رابطه معناداری بین ارزش نهایی انعطاف‌پذیری و نسبت اهرمی وجود دارد.

۳) رابطه معناداری بین ارزش نهایی انعطاف‌پذیری و تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها وجود دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی واز نظر جمع آوری داده‌ها از نوع توصیفی – همبستگی است و در این پژوهش به منظور انجام آزمون فرضیه‌ها از روش تحلیل رگرسیون وداده‌های پانل استفاده شد. جامعه آماری این پژوهش شامل همه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که از ابتدای سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ در بورس فعال بوده‌اند. برای انتخاب نمونه آماری از روش حذفی استفاده و برای این منظور معیارهای زیر در نظر گرفته شد و در صورتی که شرکتی همه معیارها را احراز کرده باشد، به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده است.

- شرکت باید قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۸۹ در بورس فعال باشد.
- شرکت در سال های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ تغییر سال مالی نداده باشد و سال مالی آن به پایان اسفند ماه منتهی شود.
- شرکت دارای فعالیت مستمر بوده و دارای حداقل ۸۰ روز معاملاتی در سال باشد.
- شرکت در گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا واسطه گری های مالی نباشد.

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

بعد از مد نظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۸۲ شرکت باقی ماندندکه تمامی آن‌ها به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند. بنابراین مشاهدات ما به ۴۱۰ سال – شرکت رسید که این مشاهدات در قالب ۲۲ صنعت مختلف می‌باشد.

متغیرهای پژوهش

در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از مدل فالکندر وانگ استفاده شده است که به شکل زیر تعریف می‌شود (فالکندر اند وانگ،۱۹۶۹،۲۰۰۶):

مدل۱

$$r_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_3 L_{i,t} \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_5 \frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_6 \frac{\Delta RD_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_7 \frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_8 \frac{\Delta D_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_9 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \beta_{10} L_{i,t} + \beta_{11} \frac{NF_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

در ادامه با استفاده از مدل ارائه شده توسط کلارک (۲۰۱۰) و خروجی‌های حاصل از مدل فالکندر وانگ (۲۰۰۶) ارزش نهایی انعطاف‌پذیری مالی محاسبه شد:

مدل۲

$$MVOC_{FW} = \beta_1 + \beta_2 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i.t-1}} + \beta_3 L_{i,t}$$

پس از محاسبه ارزش نهایی انعطاف‌پذیری مالی، رابطه میان ارزش نهایی انعطاف‌پذیری مالی و نسب اهرمی وهمچنین میزان تأثیر ارزش نهایی انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها با استفاده از مدل رگرسیونی زیر مورد آزمون قرار گرفت:

مدل۳

$$\hat{L}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{CF_{i,t}}{TA_{i,t}} + \alpha_2 MB_{i,t} + \alpha_3 \frac{Dep_{i,t}}{TA_{i,t}} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 \frac{FA_{i,t}}{TA_{i,t}} + \alpha_6 \frac{RD_{i,t}}{TA_{i,t}} + \alpha_7 MVOC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$r_{i,t}$=بازدهی غیر عادی انباشته شرکت می‌باشد.

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

$\hat{L}_{i,t}$ = نسبت اهرمی شرکت می‌باشد که به صورت زیر محاسبه خواهد شد.

$$L_{i,t} = \frac{Total\ Debt}{Total\ Assets}$$

$\Delta C_{i,t}$ = تغییرات در وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت شرکت نسبت به سال گذشته است که از تفاوت وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت سال جاری و وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت سال گذشته شرکت به دست می آید.

$M_{i,t-1}$ = ارزش بازار در ابتدای دوره پژوهش است که از طریق ضرب تعداد سهام در قیمت ابتدای دوره هر شرکت بدست خواهد آمد.

$\Delta E_{i,t}$ = تغییر در سود قبل از بهره و مالیات شرکت است ودر واقع از تفاوت سود قبل از مالیات و بهره سال جاری و سود قبل از بهره و مالیات سال قبل بدست می‌آید.

$\Delta NA_{i,t}$ = تغییر در کل دارایی به غیر از وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت است و به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\Delta NA_{i,t} = \left(Total\ Assets_{i,t} - Cash_{i,t} - marketable\ Securities_{i,t}\right) - \left(Total\ Assets_{i,t-1} - Cash_{i,t-1} - marketable\ Securities_{i,t-1}\right)$$

$\Delta RD_{i,t}$ = تغییر در هزینه‌های پژوهش و توسعه است که اگر در صورت‌های مالی گزارش نشود، آن را صفر در نظر می‌گیریم.

$\Delta I_{i,t}$ = تغییر در هزینه‌های بهره می‌باشد و همانند متغیرهای بالا از تفاوت هزینه‌های بهره سال جاری و سال قبل محاسبه خواهد شد.

$\Delta D_{i,t}$ = کل تغییر در سود تقسیمی شرکت.

$NF_{i,t}$ = کل تامین مالی شرکت است که به صورت زیر محاسبه خواهد شد.

$$NF = \left(\Delta Debt_{i,t} + \Delta Equity_{i,t}\right)$$

$Equity$ = در رابطه بالا منظور همان کل سرمایه شرکت است نه حقوق صاحبان سهام.

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

$CF_{i,t}$ = جریان وجه نقد شرکت است که از صورت جریان وجه نقد شرکت به دست خواهد آمد.

$TA_{i,t}$ = کل دارایی‌های شرکت می‌باشد

$Dep_{i,t}$ = هزینه استهلاک شرکت می‌باشد.

$Size_{i,t}$ = اندازه شرکت است که از طریق لگاریتم کل دارایی‌های شرکت بدست خواهد آمد.

$FA_{i,t}$ = کل دارایی‌های ثابت شرکت است.

$RD_{i,t}$ =هزینه پژوهش و توسعه شرکت برای سال جاری است.

با توجه به مدل مطرح شده، متغیرهای مستقل عبارتند از: واکنش بازار نسبت به تغییرات وجه نقد($\frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}}$)و ارزش نهایی وجه نقدو متغیرهای وابسته پژوهش عبارتند از: بازدهی غیر عادی سهامداران($r_{i,t}$)، نسبت اهرمی($L_{i,t}$) و روش گردآوری اطلاعات.

داده‌های مورد نیاز پژوهش در آزمون فرضیه‌ها از طریق مراجعه به صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران) و نیز نرم افزار شرکت تدبیر پرداز (حاوی اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اعم از صورت‌های مالی، قیمت، شاخص های گوناگون و...) گردآوری شده است. ابزارهای مورد استفاده در گردآوری اطلاعات نیز شامل مشاهده، آزمون‌های آماری، بانک‌های اطلاعاتی، نرم‌افزارهای وی یوز و نرم‌افزار اکسل می‌باشد. اطلاعات مربوط به مبانی نظری و تئوریک پژوهش نیز به صورت کتابخانه‌ای و با استفاده از کتب، مقالات فارسی و لاتین گردآوری شده است.

نتایج یافته‌های پژوهش

روش تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل اطلاعات آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده می‌شود. روش آماری مورد استفاده در پژوهش، روش داده‌های پانل می‌باشد. برای آزمون فرضیات ابتدا با استفاده از آزمون F مقید، درستی ادغام داده‌ها مورد آزمون قرار گرفته و سپس بر اساس نتایج آزمون هاسمن، نوع روش آزمون (اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) تعیین و با توجه به نوع روش نسبت به برآورد مدل اقدام می‌شود. برای بررسی

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

معنی‌دار بودن کل مدل از آماره F و برای بررسی معنی‌دار بودن ضریب متغیرهای مستقل در هر مدل از آماره t استفاده شده و در سطح اطمینان ۹۵٪ نسبت به پذیرش یا رد فرضیه‌ها تصمیم‌گیری می‌شود. همچنین به منظور بررسی نرمال بودن متغیرها، همسان بودن واریانس خطاها و استقلال خطاها به ترتیب از آزمون جارکیو-برا، آزمون بروش-پاگان و آماره دوربین- واتسون استفاده می‌شود.

نتایج آزمون مفروضات آماری مدل

برای سنجش اعتبار مدل و بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک بایستی آزمونهایی در ارتباط با نرمال بودن باقی‌مانده‌ها، همسانی واریانس ها، استقلال باقی‌مانده‌ها، عدم وجود خطای تصریح مدل و آزمون عدم وجود همخطی میان متغیرهای پژوهش انجام شود.

برای آزمون نرمال بودن جملات خطا از آزمونهای مختلفی می‌توان استفاده کرد. یکی از این آزمون‌ها، آزمون جارکیو برا می‌باشد که درپژوهش حاضر نیز از این آزمون استفاده شده است. نتایج آزمون جارکیو-برا حاکی از این است که باقی‌مانده‌های حاصل از برآورد مدل پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند. بطوری که احتمال مربوط به این آزمون (۰/۸۰۳) بزرگتر از ۰/۰۵ می‌باشد. همسانی واریانس‌ها به این معنی است که واریانس خطاها ثابت است. ناهمسانی واریانس‌ها، برآوردکننده خطی ناریب نبوده و کمترین واریانس را نخواهد داشت. در این مطالعه برای بررسی همسانی واریانس ها از آزمون برش پاگان استفاده شده است. با توجه به سطح اهمیت (۰/۷۶۴) نتایج نشان می‌دهد که فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس تأیید می‌شود. یعنی مدل از مشکل ناهمسانی واریانس رنج نمی برد و می‌توان از حداقل مربعات معمولی استفاده نمود. همچنین در این مطالعه برای آزمون همبسته نبودن واریانس های بیان نشده در دوره‌های مختلف که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل و تحلیل رگرسیون می‌باشد و خود همبستگی نامیده می‌شود، از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. در این ارتباط، مقدار آماره دوربین-واتسون (۲/۳۰) نزدیک به عدد ۲ بوده و از این رو استقلال باقیمانده‌ها پذیرفته می‌شود. علاوه بر این، برای آزمون اینکه مدل دارای رابطه خطی است و اینکه آیا مدل مورد نظرپژوهش از نظر رابطه خطی بودن و یا غیر خطی بودن درست تبیین شده است، از آزمون رمزی استفاده شود و چون سطح اهمیت آزمون رمزی

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

(۰/۵۴۳۴) بزرگتر از ۵ درصد می‌باشد، فرضیه صفرپژوهش مبنی بر صحیح بودن مدل رد نمی‌شود و مدل دارای خطای تصریح نمی‌باشدخلاصه نتایج آزمون های فوق در جدولا ارائه شده است.

جدول ۱: نتایج آزمون‌های مربوط به مفروضات آماری مدل ۱

آماره -جارکیو برا		آماره برش پاگان		آماره دوربین واتسون	آماره رمزی	
χ^2	$P-Value$	F	$P-Value$	D	F	$P-Value$
۰/۴۳۷۴	۰/۸۰۳۵	۰/۶۵۷۰	۰/۷۶۴۲	۲/۳۰۹	۰/۳۶۹۹	۰/۵۴۳۴

همچنین در بررسی همخطی متغیرهابا توجه به اینکه شاخص تورم واریانس برای تمامی متغیرها کمتر از ۵ می‌باشد، عدم وجود همخطی بین متغیرهای مدلپژوهش مورد تأیید قرار می گیرد

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

هدف از آزمون فرضیه اول پژوهش، بررسی این موضوع می‌باشد که آیا رابطه معنی‌داری بین ارزش نهایی وجه نقد و بازده غیر عادی سهام وجود دارد یا خیر؟ فرضیه آماری آن بصورت زیر تعریف می‌شود:

H_0: میان ارزش نهایی وجه نقد و بازده غیر عادی سهام رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

H_1: میان ارزش نهایی وجه نقد و بازده غیر عادی سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

این فرضیه با استفاده از مدل (۱) بصورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_1 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد، مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$r_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_3 L_{i,t} \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_5 \frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_6 \frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_7 \frac{\Delta D_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_8 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \beta_9 L_{i,t} + \beta_{10} \frac{NF_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (۱)$$

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = 0 \\ H_1 : \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

انتخاب الگو برای مدل پژوهش

برای تشخیص کارآمدی استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد مدل مورد نظر، از آزمون چاو یا F مقید استفاده می‌شود. در این آزمون فرضیه H_0 بیانگر یکسان بودن عرض از مبداءها بوده و در صورت رد آن، استفاده از روش داده‌های پانل پذیرفته شده و می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده کرد. نتایج حاصل از این آزمون در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲: نتایج آزمون چاو برای مدل ۱

آزمون	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	F	۲/۶۵۸	(۸۱ ،۳۱۸)	۰/۰۰۰

با توجه به نتایج آزمون و $P\text{-}Value$ آن (۰/۰۰۰)، فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده نمود.

همچنین برای تشخیص اینکه کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) در برآورد مناسب‌تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. در این آزمون فرضیه H_0 بیان می‌کند که ارتباطی بین جزء اخلال مربوط به عرض از مبدأ و متغیرهای توضیحی وجود ندارد و آن‌ها از یکدیگر مستقل هستند. در آزمون هاسمن اگر فرضیه H_0 رد شود، از روش اثرات ثابت و درصورتی که فرضیه H_0 پذیرفته شود، از روش اثرات تصادفی بهره گرفته می‌شود. نتایج حاصل از این آزمون در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳: نتایج آزمون هاسمن برای مدل ۱

آزمون	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
هاسمن	χ^2	۶۰/۶۸۹	۱۰	۰/۰۰۰

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

با توجه به نتایج آزمون و $P\text{-}Value$ آن (۰/۰۰۰) که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه H_1 پذیرفته می‌شود. بنابراین لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون های چاو و هاسمن و همچنین نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل (۱) پژوهش با استفاده از روش داده‌های پانل و بصورت اثرات ثابت برآورد می‌شود(به جدول ۱ رجوع کنید). نتایج نهایی برآورد مدل در جدول۴ ارائه شده است.

با توجه به نتایج‌نشان داده‌شده در جدول۴، از آنجایی احتمال آماره‌ی‌برای ضریب متغیر تغییرات وجه نقد $(\Delta C_{i,t} / M_{i,t-1})$کوچکتر از۰/۰۵ می‌باشد۰/۰۰۰۴)، وجود رابطه معنی‌داری میان‌ارزش نهایی وجه نقد (ارزش نهایی‌انعطاف‌پذیری) و بازده غیر عادی سهام‌سطح اطمینان۹۵درصد مورد تأیید قرار گرفته و فرضیه‌پژوهش پذیرفته می‌شود. منفی بودن ضریب این متغیر(۰/۹۴۸۲-) حاکی از وجود رابطه معکوس میان‌ارزش نهایی وجه نقد و بازده غیرعادی‌سهام‌می‌باشد. بطوری که با افزایش۱ ریال در ارزش نهایی وجه نقد $(\Delta C_{i,t} / M_{i,t-1})$میزان بازده غیرعادی شرکت به میزان۰/۹۴۸۲ ریال کاهش می‌یابد. یافته فوق با نتایج ارائه‌شده توسط کلارک(۲) مغایر می‌باشد که در بازار سرمایه آمریکا صورت گرفته است. بطوری که بر اساس شواهد تجربی ارائه شده توسط وی، رابطه میان‌ارزش نهایی وجه نقدو بازده غیر عادی سهام شرکت‌های آمریکایی مثبت و معنی‌دارمی‌باشد. شاید بتوان یکی ازدلایل مغایرت فوق را به شرایط تورمی و پایین بودن نرخ سود بانک‌های ایرانی از سطح نرخ تورم مرتبط دانست.

جدول ٤: نتایج آزمون فرضیه اول با استفاده از روش اثرات ثابت یکطرفه

متغیر وابسته: $r_{i,t}$

تعداد مشاهدات: ٤١٠ سال – شرکت

متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه
C	-۰/۰۱٤۹	-۰/۲۱۸	۰/۸۲۷۵	بی معنی
$\frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	-۰/۹٤۸۲	۵/۵۷۹	۰/۰۰۰٤	منفی

$\frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	۰/۵۶۹۹	۳/۳٤٥	۰/۰۰۰۹	مثبت
$L_{i,t}\frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	۰/۲۰۰٤	۰/۹۷۰	۰/۳۳۲۷	بی معنی
$\frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	۰/۳۰٥٤	٦/٥۱۳	۰/۰۰۰۰	مثبت
$\frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	-۰/۰٤۰٥	-۰/٤۱۲	۰/٦۸۰۳	بی معنی
$\frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	-۰/۰۷۰۳	-۲/۸۷۰	۰/۰۰٤٤	منفی
$\frac{\Delta D_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	۰/۰۰۱۱	۰/۰۲۲	۰/۹۸۱۷	بی معنی
$\frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}}$	۰/۸۷۸۹	۱۰/۷٥۹	۰/۰۰۰۰	مثبت
$L_{i,t}$	۰/۱۳۲۷	۱/۷٤۷	۰/۰۸۱٤	بی معنی
$\frac{NF_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	۰/۰۳۹۷	۰/٤۸۰	۰/۳٦۱٥	بی معنی
ضریب تعیین مدل			۰/۳۸٦۳	
آماره F ($P-Value$)			۲/۱۹۹ (۰/۰۰۰)	

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

هدف از آزمون فرضیه دوم پژوهش، بررسی این موضوع می‌باشد که آیا رابطه معنی‌داری میان نهایی انعطاف‌پذیری و نسبت اهرمی وجود دارد یا خیر؟ فرضیه آماری آن بصورت زیر تعریف می‌شود:

H_0: میان ارزش نهاییانعطاف‌پذیری و نسبت اهرمی رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

H_1: میان ارزش نهاییانعطاف‌پذیری و نسبت اهرمی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

برای آزمون این فرضیه ابتدا ارزش نهایی انعطاف‌پذیری با استفاده از مدل (۲) به شرح زیر و با بهره‌گیری از نتایج حاصل از برآورد مدل (۱) محاسبه می‌شود:

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

$$MVOC_{FW} = \beta_1 + \beta_2 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i.t-1}} + \beta_3 L_{i,t} \qquad (۲)$$

بعد از محاسبه، مقادیر ارزش نهایی انعطاف‌پذیری ($MVOC$) وارد مدل (۳) به شرح زیر شده و با استفاده از روش رگرسیون خطی بصورت داده‌های پانل برآورد می‌شود. در این مدل اگر ضریب α_6 در سطح اطمینان۹۵٪ معنی‌دار باشد، فرضیه دومپژوهش مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$L_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{CF_{i,t}}{TA_{i,t}} + \alpha_2 MB_{i,t} + \alpha_3 \frac{Dep_{i,t}}{TA_{i,t}} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 \frac{FA_{i,t}}{TA_{i,t}} + \alpha_6 MVOC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \qquad (۳)$$

$$\begin{cases} H_0 : \alpha_6 = 0 \\ H_1 : \alpha_6 \neq 0 \end{cases}$$

انتخاب الگو برای مدل پژوهش

برای تشخیص کارآمدی استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد مدل مورد نظر، از آزمون چاو یا F مقید استفاده می‌شود. در این آزمون، فرضیه H_0 بیانگر یکسان بودن عرض از مبداء ها بوده و در صورت رد آن، استفاده از روش داده‌های پانل پذیرفته شده و می‌توان از آن استفاده کرد. نتایج حاصل از این آزمون در جدول۵ ارائه شده است.

جدول ۵: نتایج آزمون چاو برای مدل ۳

آزمون	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	F	۷۰/۰۹۵	(۸۱ ،۳۲۲)	۰/۰۰۰

با توجه به نتایج آزمون $P\text{-}Value$ آن (۰/۰۰۰)، فرضیه H_0 در سطح اطمینان۹۵٪ رد شده و می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده نمود.همچنین به منظور تشخیص اینکه کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) در برآورد مناسبتر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. در این آزمون، فرضیه H_0 بیان می‌کند که ارتباطی بین جزء اخلال مربوط به عرض از مبدأ و متغیرهای

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

توضیحی وجود ندارد و آن ها از یکدیگر مستقل هستند. در آزمون هاسمن فرضیه H_0 رد شود، از روش اثرات ثابت و درصورتی که فرضیه H_0 پذیرفته شود، از روش اثرات تصادفی بهره گرفته می‌شود. نتایج حاصل از این آزمون در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ٦: نتایج آزمون هاسمن برای مدل (۳)

آزمون	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
هاسمن	χ^2	۲۱/۰٤۸	٦	۰/۰۰۱۸

با توجه به نتایج آزمون و $P\text{-}Value$ آن (۰/۰۰۱۸) که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه H_1 پذیرفته می‌شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود.

جدول ۷: نتایج آزمون های مربوط به مفروضات آماری مدل ۳

آماره جارکیو برا		آماره برش پاگان		آماره دوربین واتسون	آماره رمزی	
$P-Value$	χ^2	$P-Value$	F	D	$P-Value$	F
۰/۰۸۱٤	۵/۰۱٦	۰/۵۲۵۵	۰/۸۵۸۵	۲/۱٤۹	۰/۸۵۵٤	۰/۰۳۳۲

با توجه به نتایج حاصل از آزمون‌های چاو و هاسمن و همچنین نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل (۳) پژوهش با استفاده از روش داده‌های پانل و بصورت اثرات ثابت و پس از وارد کردن متغیر مرتبه اول خود همبستگی AR به مدل (برای رفع مشکل عدم استقلال باقیمانده‌ها) برآورد می‌شود (جدول ۸ را ببینید). نتایج نهایی برآورد مدل در جدول ۸ ارائه شده است.

با توجه به نتایج ارائه شده در نگاره ۸ از آنجایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر ارزش نهایی انعطاف‌پذیری ($MVOC_{i,t}$) بزرگتر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۳۵۷۳)، وجود رابطه معنی‌داری میان ارزش نهایی انعطاف‌پذیری و نسبت اهرمی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و فرضیه پژوهش مورد تأیید قرار نگیرد. بنابراین می‌توان گفت که در

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	**فصلنامه راهبرد مدیریت مالی**	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

سطح اطمینان۹۵ درصد، رابطه معنی‌داری میان نهایی انعطاف‌پذیری و نسبت اهرمی وجود ندارد. یافته فوق با نتایج ارائه شده توسط کلارک (۲) در بازار سهام آمریکا همسو نمی‌باشد.

جدول ۸: نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از روش اثرات ثابت یکطرفه

متغیر وابسته: $L_{i,t}$ تعداد مشاهدات: ۳۲۸ سال – شرکت				
متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه
C	۰/۰۴۱۳	۱/۰۰۸	۰/۳۱۴۳	بی معنی
$\frac{CF_{i,t}}{TA_{i,t}}$	-۰/۰۶۰۳	-۳/۱۱۹	۰/۰۰۲۰	منفی
MB	۰/۰۰۰۳	۰/۳۳۹	۰/۷۳۴۲	بی معنی
$\frac{Dep_{i,t}}{TA_{i,t}}$	-۰/۱۳۲۶	-۱/۶۱۹	۰/۱۰۶۶	بی معنی
$Size$	۰/۵۳۷۲	۵/۰۰۲	۰/۰۰۰۰	مثبت
$\frac{FA_{i,t}}{TA_{i,t}}$	-۰/۰۵۰۱	-۰/۶۸۲	۰/۴۹۵۳	بی معنی
$MVOC_{i,t}$	-۰/۰۴۲۰	-۰/۹۲۲	۰/۳۵۷۳	بی معنی
$AR(1)$	۰/۳۲۴۴	۲/۴۷۳	۰/۰۱۴۱	مثبت
ضریب تعیین مدل				۰/۹۰۵۴
آماره F $(P-Value)$				۲۶/۰۰۱ (۰/۰۰۰)

نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

هدف از آزمون فرضیه سوم پژوهش، بررسی این موضوع می‌باشد که آیا ارزش نهایی انعطاف‌پذیری بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها بیشترین تاثیر را دارد یا خیر ؟ و فرضیه آماری آن بصورت زیر تعریف می‌شود:

H_0: ارزش نهایی انعطاف‌پذیری بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها بیشترین تاثیر را ندارد.

H_1: ارزش نهایی انعطاف‌پذیری بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها بیشترین تاثیر را دارد.

برای آزمون فرضیه سوم مدل۳ یک بار بدون حضور متغیر ارزش نهایی انعطاف‌پذیری (مدل۳-۱) و بار دیگر تنها با حضور متغیر ارزش نهایی انعطاف‌پذیری (مدل۳-۲) مورد آزمون قرار گرفته و ضریب تعیین مدل‌های فوق مورد مقایسه قرار می گیرد. در صورتی که میزان ضریب تعیین مدل ها با ورود متغیر ارزش نهایی انعطاف‌پذیری افزایش یابد، فرضیه سوم پژوهش مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$L_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{CF_{i,t}}{TA_{i,t}} + \alpha_2 MB_{i,t} + \alpha_3 \frac{Dep_{i,t}}{TA_{i,t}} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 \frac{FA_{i,t}}{TA_{i,t}} + \varepsilon_{i,t} \quad (۱-۳)$$

$$L_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_6 MVOC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۲-۳)$$

انتخاب الگو برای مدل (۳-۱) پژوهش

نتایج حاصل از آزمون های چاو و هاسمن برای انتخاب الگو در جدول ۹ ارائه شده است.

جدول ۹: نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل (۳-۱)

آزمون	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	F	٦٨/٨٥٤	(٨١ ،٣٢٣)	۰/۰۰۰
هاسمن	χ^2	١٨/٨١٥	٥	۰/۰۰۲۱

با توجه به نتایج آزمون چاو و $P\text{-}Value$ آن (۰/۰۰۰)، فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده نمود. همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

P-Value آن (۰/۰۰۲۱) که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه H_1 پذیرفته می‌شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود.

انتخاب الگو برای مدل (۳-۲) پژوهش

نتایج حاصل از آزمون های چاو و هاسمن برای انتخاب الگو در جدول ۹ ارائه شده‌است. با توجه به نتایج آزمون چاو و *P-Value* آن (۰/۰۰۰)، فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده نمود. همچنین با توجه به نتایج آزمونهاسمن و *P-Value*آن (۰/۰۱۲۲) که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه H_0 در سطح اطمینان۹۵٪ رد شده و فرضیه H_1 پذیرفته می‌شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثراتثابت برآورد شود.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون های چاو و هاسمن و همچنین نتایج آزمونمفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل (۳-۱) پژوهش با استفاده از روش داده‌هاپانل و بصورت اثرات ثابت و پس از وارد کردن متغیر مرتبه اول خود همبسته AR به مدل (برای رفع مشکل عدم استقلال باقی‌مانده‌ها) برآورد می‌شود. نتایج نهایی برآورد مدل در جدول ۱۰ ارائه شده است. ضریب تعیین مدل (۳-۱) گویای آن است که ۰/۹۰۴۹ درصد از تغییرات در نسبت اهرمی توسط متغیرهای مستقل وارد شده در مدل تبیین می‌شود.

جدول ۱۰: نتایج آزمون مدل (۳-۱) با استفاده از روش اثرات ثابت یکطرفه

متغیر وابسته: $L_{i,t}$
تعداد مشاهدات: ۳۲۸ سال – شرکت

متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه
C	۰/۰۴۲۳	۱/۲۳۸	۰/۲۱۶۷	بی معنی
$\frac{CF_{i,t}}{TA_{i,t}}$	-۰/۰۶۸۹	-۲/۴۵۵	۰/۰۱۴۸	منفی
MB	۰/۰۰۰۴	۰/۱۵۵	۰/۸۷۶۳	بی معنی
$\frac{Dep_{i,t}}{TA_{i,t}}$	-۰/۱۳۴۰	-۱/۷۸۴	۰/۰۷۵۶	بی معنی

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶
فصلنامه راهبرد مدیریت مالی
سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷
دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی
تابستان ۱۳۹۲

$Size$	۰/۵۰٦٦	۲/۳۹۵	۰/۰۱۷٤	مثبت
$\frac{FA_{i,t}}{TA_{i,t}}$	-۰/۰۳۸۵	-۰/٤۷۲	۰/٦۳۷۰	بی معنی
$AR(1)$	۰/۳۱۸۹	۵/۳۷۸	۰/۰۰۰۰	مثبت
ضریب تعیین مدل				۰/۹۰٤۹
آماره F ($P-Value$)				۲٦/۲۵۲ (۰/۰۰۰)

با توجه به نتایج حاصل از آزمون های چاو و هاسمن و همچنین نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل (۳-۲) پژوهش با استفاده از روش داده‌های پانل و بصورت اثرات ثابت و پس از وارد کردن متغیر مرتبه اول خود همبسته AR به مدل (برای رفع مشکل عدم استقلال باقی‌مانده‌ها) برآورد می‌شود. نتایج نهایی برآورد مدل در جدول ۱۱ ارائه شده است.

جدول ۱۱: نتایج آزمون مدل (۳-۲) با استفاده از روش اثرات ثابت یکطرفه

متغیر وابسته: $L_{i,t}$

تعداد مشاهدات: ۳۲۸ سال – شرکت

متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه
C	۰/۰٦۹۵	۲/۰۹۷	۰/۰۳۷۰	مثبت
$MVOC_{i,t}$	-۰/۰۵۰۲	-۱/۳٤۲	۰/۱۸۰۷	بی معنی
$AR(1)$	۰/۳۱۳۰	۵/۲۹۸	۰/۰۰۰۰	مثبت
ضریب تعیین مدل				۰/۸۹٤۰
آماره F ($P-Value$)				۲٤/۷۹٤ (۰/۰۰۰)

ضریب تعیین مدل (۳-۲) گویای آن است که ۰/۸۹۴۰ درصد از تغییرات در نسبت اهرمی توسط متغیرهای مستقل وارد شده در مدل تبیین می‌شود.

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

طبق نتایج ارائه شده در جداول ۱۰ و ۱۱ با توجه به پایین بودن ضریب تعیین مدل ۳-۲ (۰/۸۹۴۰) نسبت به مدل ۳-۱ (۰/۹۰۴۹) می‌توان نتیجه گرفت که اثر ارزش نهایی انعطاف‌پذیری بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها کمتر می‌باشد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش رد می‌شود. یافته فوق با نتایج ارائه شده توسط کلارک (۲۰۱۰) در بازار سهام آمریکا همسو نمی‌باشد.

بحث و نتیجه گیری

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که فرضیه اول (رابطه معناداری بین ارزش نهایی وجه نقد با بازده غیر عادی سهامداران وجود دارد)تایید و فرضیه دوم (رابطه معناداری بین ارزش نهایی انعطاف‌پذیری و نسبت اهرمی وجود دارد) و سوم (رابطه معناداری بین ارزش نهایی انعطاف‌پذیری و تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها وجود دارد) رد شدند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که:

۱. ارزش نهایی وجه نقد که در این‌پژوهش از طریق واکنش بازار در قالب بازده غیر عادی نسبت به تغییرات وجه نقد اندازه گیری شده است، منفی است. یعنی بازار به ازای یال افزایش در وجه نقد شرکت۰.۹۴۸۲ درصد بازده شرکت را کاهش خواهد داد و این امر نشان می‌دهد که بازار تمایلی به افزایش وجه نقد ندارد و افزایش وجه نقد را مثبت ارزیابی نمی نماید.

۲. بین انعطاف‌پذیری مالی و نسبت بدهی رابطه منفی برقرار است، ولی این رابطه از نظر آماری معنادار نیست و فرضیه تائید نمی‌شود. یافته فوق گویای آن است که بین تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها و انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها رابطه وجود ندارد و در ایران، شرکت‌ها در تصمیم خود برای افزایش و یا کاهش بدهی‌های خود به میزان انعطاف‌پذیری شرکت توجه نمی‌کنند و این موضوع در بلندمدت می‌تواند سبب از دست رفتن انعطاف‌پذیری و فرصتهای سرمایه‌گذاری سود آور و همچنین تضمین سودآوری آتی شود.

۳. متغیرهای تغییرات وجه نقد، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، هزینه استهلاک، اندازه شرکت و میزان دارایی‌های ثابت بدون در نظر گرفتن ارزش نهایی انعطاف‌پذیری، بیشترین تاثیر را بر روی ساختار سرمایه دارند.زیرا ضریب تعیین آنها بیشتر از مدلی است که در آن فقط متغیر

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

انعطاف‌پذیری مالی وارد مدل شده است. بنابراین می‌توان گفت که ارزش نهایی انعطاف‌پذیری بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها تاثیری ندارد.

نتایج حاصل از این مطالعه با یافته‌های تجربی ارائه شده توسط فالکندر و وانگ (۲۰۰۶)، مارچیکا و مورا (۲۰۰۷)، بایون (۲۰۰۸) و کلارک (۲۰۱۰) مطابقت ندارد. یکی از دلایل تفاوت نتایج اپژوهش در مقایسه با سایر پژوهش‌های صورت گرفته در خارج از کشور این موضوع است که در خارج از کشور نرخ تورم بسیار پایین و در نتیجه هزینه فرصت‌های از دست رفته برای سرمایه‌گذاری در این کشورها پایین است. یعنی شرکت‌ها با نگهداری وجه نقد به خاطر پایین بودن تورم‌زیان نگهداری آن و دارایی‌های پولی را متحمل نمی‌شوند و در عوض، دارای انعطاف‌پذیری مالی هستند و این انعطاف‌پذیری مالی به علت وجود فرصتهای سرمایه‌گذاری سودآور، ارزشمند است. به همین دلیل است که در خارج از کشور و یا به عبارتی بهتر در کشورهای با نرخ تورم پایین، رابطه بین تغییرات وجه نقد و بازده غیر عادی مثبت است، اما در ایران منفی است. یعنی در ایران به علت بالا بودن تورم، نگهداری وجه نقد، زیان نگهداری دارایی پولی را به همراه دارد و هزینه‌های فرصت از دست رفته در کشورهای نظیر ایران بالاست. یعنی اگر دارایی به صورت وجه نقد نگهداری و یا سپرده گذاری شود، به علت اینکه تورم بالاتر از نرخ سود سپرده‌های بانکی است، شرکت باز زیان خواهد دید و این زیان از دید سرمایه‌گذاران پنهان نیستبنابراین‌رابطه منفی است. همچنین علت اینکه در بازار سرمایه ایران بر خلاف سایر بازارهای مالی، رابطه معناداری بین ارزش نهایی انعطاف‌پذیری و نسبت اهرمی وجود ندارد، به ساختار استقراض و عدم توجه بانک‌ها به میزان انعطاف‌پذیری شرکت‌ها هنگام اعطای تسهیلات بر می‌گردد و این موضوع نیز باعث شده است که مدیران شرکت‌ها هنگام اتخاذ تصمیمات در مورد ساختار سرمایه توجهی به انعطاف‌پذیری نکنند.

پیشنهادهایی مبتنی بر نتایج پژوهش

باتوجه به تأیید فرضیه اول با عنوان (رابطه معناداری بین ارزش نهایی وجه نقد با بازده غیرعادی سهامداران وجود دارد) و مد نظر قرار دادن اهمیت انعطاف‌پذیری در شرکت و توان بالقوه شرکت‌های با انعطاف‌پذیری مالی بیشتر در مقابله با بحران‌های مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری، پیشنهاد می‌شود:

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

۱- مدیران شرکت‌ها تصمیمات ساختار سرمایه خود را با توجه به حفظ انعطاف‌پذیری مالی شرکت و همچنین با توجه به وجود رابطه منفی و با در نظر گرفتن هزینه فرصت اتخاذ نمایند.

۲- موسسات تحلیل‌گر، شرکت‌ها را از نظر انعطاف‌پذیری رتبه‌بندی نمایند تا هم بر شفافیت بازار افزوده شود و هم سرمایه‌گذاران بازار سرمایه بتوانند با اتکا بر آنها تصمیمات بهتری اتخاذ نمایند.

پیشنهادهای فرعی

- الزام شرکت‌ها به ارایه اطلاعاتی علاوه بر اطلاعات رایج، به عنوان مثال بخشی تحت عنوان تحلیل‌های مدیریتی مبتنی بر میزان وجه نقد و توان نقدینگی شرکت‌ها و انعطاف‌پذیری آنها.
- تشویق و ایجاد زمینه ورود تحلیل‌گران مالی، واسطه‌های مالی برای تعیین میزان انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها به منظور افزایش شفافیت اطلاعات مالی شرکت‌ها و تصمیم‌گیری‌های صحیح تر در بورس اوراق بهادار تهران.
- ارائه آموزش‌های لازم از طریق سازمان بورس اوراق بهادار به سهامداران، سرمایه‌گذاران و همچنین کارشناسان بورس و سایر علاقه‌مندان برای افزایش آمادگی عمومی و آشنایی با معیارهای انعطاف‌پذیری مالی.
- اهمیت وجه نقد در سود آوری شرکت‌ها بر کسی پوشیده نیست، بنابراین ارائه اطلاعات جداگانه مبنی بر میزان وجه نقد ورودی و خروجی و پیش بینی آن می‌تواند در پیش‌بینی توان نقدینگی، انعطاف‌پذیری و استقراض شرکت بسیار مفید باشد.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های بعدی

- بررسی ارزش نهایی انعطاف‌پذیری و سیاست تقسیم سود.
- بررسی ارزش نهایی انعطاف‌پذیری و سودآوری شرکت‌ها.
- بررسی ارزش نهایی انعطاف‌پذیری و ارزرش بازار شرکت‌ها.

منابع

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

- اسلامی بیدگلی،غلامرضا، مظاهری، طهماسب. (۱۳۸۸). «بررسی نظریه های توازی ایستا و سلسله مراتبی در تبیین ساختار سرمایه شرکت‌ها در بورس اوراق بهادارتهران». *فصلنامه علمی – پژوهشی تحقیقات حسابداری*، سال اول،شماره سوم،پاییز۱۳۸۸،صص۴-۲۱.
- بادآور نهندی، یونس، برادران حسن زاده، محمودزاده باغبانی، سعید، بادوری، امین. (۱۳۸۹). «بررسی تاثیر ساختارسرمایه بر میزان هموارسازی سود شرکت‌ها». *فصلنامه علمی - پژوهشی حسابداری مالی* دانشگاه آزاذ اسلامی واحد مبارکه، سال دوم، شماره هشتم، زمستان ۱۳۸۹، صص۷۵-۹۴.
- باقرزاده، سعید. (۱۳۸۲). «تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران »*فصلنامه علمی– پژوهشی تحقیقات مالی*سال پنجم،شماره۱۶،صص۵۸-۷۹.
- تهرانی، رضا. (۱۳۸۴). *مدیریت مالی*، انتشارات نگاه دانش،چاپ پنجم، ص۳۵.
- جعفری رکنی، هادی.(۱۳۸۹). «ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی و انتخاب روش استهلاک در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی،واحد تهران جنوب، ص۹۵.
- خدایی وله زاده فرد، محمد، زارع تیموری، مهدی. (۱۳۸۹). «تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری». *مجله مهندسی مالی و مدیریت پورتفوی* ، شماره سوم، تابستان ۱۳۸۹، صص۱۵۵-۱۷۳.
- رضایی، فرزین، پیری، عبدالله. (۱۳۹۰). «تاثیر ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت‌ها». *فصلنامه علمی – پژوهشی حسابداری مالی و حسابرسی* ، دانشگاه آزاد اسلامی،تهران مرکز، سال سوم، شماره یازدهم، پاییز، صص ۱۵۵-۱۷۴.
- سجادی، سید حسین، جعفری، آرام. (۱۳۸۶). «بررسی ساختار سرمایه شرکت‌های کوچک و کارآفرین در ایران». پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تهران،ص ۴۶.
- کردستانی،غلامرضا، نجفی، عباس. (۱۳۸۷). «بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه در ایران». پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین، ص ۵۹.

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

- نمازی، محمد، شیرزاد، جلال. (۱۳۸۴). «بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار».پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شیراز، ص۹۸.
- نمازی، محمد، حشمتی، رضا.۱۳۸۶).«بررسی تاثیر سازه‌ها و متغیرهای تاخیری بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شیراز، ص۱۱۸.
- محمدی، راضیه. (۱۳۸۴). «عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». دانشگاه الزهرا،دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، ص۸۳.
- Byoun, soku. 2007. “Financial Flexibility. Leverage and Firm Size”. *SSRN*.January 2007.
- Byoun, S. 2008. “Financial Flexibility and Capital Structure Decision”. Working Paper, University of Baylor,1-70.
- Byoun, S. 2008. “How and when do firms adjust their capital structures toward targets?”. *Journal of Finance*. 63: 3069-3096.
- Byoun, S. 2011. “Financial Flexibility and Capital Structure Decision”. Working paper, University of Baylor., 1-50.
- Clarc, Brian. 2010. “the Impact of Financial Flexibility on Capital Structure Decision: Some Empirical Evidence”. *Journal of Finance*. 51(3):950-988.
- Denis, R.J., D. C. Mackin. 2009. “Interaction of corporate financing and investment decisions: a dynamic framework”. *Journal of Finance.* 49(4): 1253-1277.
- Fama, E.F. and K.R. French. 2005. “FinancingDecisions: Who Issues Stock”. *Journal of FinancialEconomics*. 76 (3): 57-98.
- Faulkender, M., R. Wang, 2006. “Corporate Financial Policy and the Value of Cash”. *Journal of Finance*. LXI(4):1957-1990.
- Marchica, M., R. Mura, 2007. “Financial Flexibility and InvestmentDecisions”. *SSRN*. September 2007.
- Modigliani, F., and M. Miller, 1963. “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”. *American Economic Review*. 53: 433-443.
- Myers, S. C. 1984.”The Capital Structure Puzzle”. *Journal of Finance*. 39: 575-592.

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	**فصلنامه راهبرد مدیریت مالی**	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

- Rajan, R. G., and L. Zingales. 1995.”Hat Do We Know about Capital Structure? Someevidence from International Data”. *Journal of Finance*. 50: 1421-1460.
- Titman, S., and R. Wessels. 1988. “The Determinants of Capital Structure Choice”. *Journal of Finance*. 43: 1–19.

تاریخ دریافت ۹۱/۰۲/۲۶	**فصلنامه راهبرد مدیریت مالی**	سال اول ، شماره ۱
تاریخ تصویب ۹۲/۰۶/۱۷	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تابستان ۱۳۹۲

Financial Flexibility and Decisions on Capital Structure

Studying the Relationship

Roya Darabi[8]

Abstract

The aim of this study is to investigate the relationship between financial flexibility and capital structure decisions in companies admitted to the Tehran Stock Exchange. The research method is descriptive while using correlation. The hypothesis was tested via multivariate linear regression models as well as panel data method. The time period of research is 2006-2010 and the sample consists of 82 companies which are already admitted to the Tehran Stock Exchange.

The results indicate that marginal value of cash is negative in terms of the market. Furthermore, findings show that there is no significant relationship between marginal value of financial flexibility and capital structure decisions of firms under study, which is the firms, would not consider financial flexibility level in their decisions regarding increasing or decreasing debts. Such lack of consideration would in the long term, result in the loss of financial flexibility as well as missing profitable investment opportunities.

Keywords: Abnormal Returns; Capital Structure; Financial Flexibility; Financial Leverage; Marginal Value of Cash

JEL: G11, G32, M41

---

8. Assistant Professor, School of Accounting Islamic Azad University, South Tehran Branch, Email: royadarabi110@yahoo.com

Recived: 2013/05/16
Accepted: 2013/09/08