

## بررسی تاثیر انعطاف پذیری مالی و تصمیمات سرمایه گذاری بر توان سود سهام در شرکتها

مریم خاکپور طهرانی<sup>۱</sup>

حسن نشاطی<sup>۲</sup>

مصطفی مسکنی<sup>۳\*</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۲/۱۷ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۴/۱۷

### چکیده

کسب بازدهی مازاد بر بازدهی بازار با در نظر گرفتن سایر شرایط مانند ریسک یکی از مهمترین موضوعات مورد بحث در تصمیم گیری ها و برنامه ریزی های مالی می باشد. در واقع حداکثر کردن سود و بازده سهامداران با مدیریت بر منابع و مصارف و با اجرای سیاست های صحیح از وظایف و اهداف مدیریت مالی می باشد. در این تحقیق تاثیر متغیرهای انعطاف پذیری مالی و تصمیمات سرمایه گذاری بر توان سود سهام در ۲۴۸ شرکت از شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از داده های ترکیبی (ترکیب سری زمانی و مقطعی)، نسبت اهرم سرمایه گذاری های شرکت به دارایی های ثابت، شاخص قیمت سهام، شاخص قیمت بازار و حجم کل دارایی های شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۵-۱۴۰۰ مورد بررسی و ارزیابی قرار گرفته است. مدل تصریحی مورد استفاده برای تجزیه و تحلیل داده ها در این مطالعه برآورد مدل رگرسیونی با استفاده از تکنیک اقتصادسنجی پانل دیتا می باشد؛ و به منظور تجزیه و تحلیل آماری داده ها و آزمون فرضیه های پژوهش و یافتن روابط خاص میان متغیرها از روش آمار توصیفی استنباطی و از نرم افزار Eviews استفاده شده است. بطوری که یک مدل خطی ارتباط بین متغیرهای انعطاف پذیری مالی و تصمیمات سرمایه گذاری بر توان سود سهام را تشریح می کند. نتایج حاصل از برآورد پارامترها در مدل رگرسیون در مطالعه حاضر نشان می دهد که ضریب برآورد شده متعلق به متغیرهای مستقل، از لحاظ آماری معنی دار بوده لذا متغیرهای انعطاف پذیری مالی و تصمیمات سرمایه گذاری در شرکتها پتانسیل تاثیر گذاری بر توان سود سهام را دارند اما نحوه اثر گذاری متغیرهای فوق بر توان سود سهام در شرکت های کوچک و بزرگ یکسان نمی باشد.

### واژگان کلیدی

متغیرهای انعطاف پذیری مالی، تصمیمات سرمایه گذاری، توان سود سهام، اندازه شرکت

۱. کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی غیر دولتی و غیر انتفاعی برآیند شاهرود، ایران. Email: mt870870777@gmail.com

۲. کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی غیر دولتی و غیر انتفاعی شاهرود، ایران. Email: hasan.neshati@gmail.com

۳. استادیار گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی غیر دولتی و غیر انتفاعی شاهرود، ایران. Email: m.maskani2000@gmail.com

## ۱. مقدمه

مدیران و سرمایه‌گذاران جهت تصمیم‌گیری نیاز به اطلاعات مالی دارند. یکی از منابع اطلاعاتی همان اطلاعات حسابداری است. گزارش‌های مالی نقش بسیار مفیدی در تصمیم‌گیری افراد دارد. یکی از اقلام در گزارش‌های مالی همان بدهی‌ها است که میزان بدهی‌ها به عنوان عاملی برای پیش‌بینی و نیز مبنایی برای تصمیم‌گیری و سرمایه‌گذاری به شمار می‌آید. میرز (۱۹۷۷) نشان داد که چگونه تهدیدات ناشی از بدهی شرکت‌ها ممکن است مانع استفاده مدیران و سرمایه‌گذاران از فرصت‌های سودآور شود؛ حتی زمانی که آن‌ها علاقمند به استفاده از این فرصت‌ها باشند. یکی از موضوعات اساسی در مدیریت مالی این است که آیا انعطاف‌پذیری مالی یا اهرم مالی و سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها بر بازدهی سهام آن‌ها موثر است؟ 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. تصمیم‌گیری مناسب و به‌موقع سبب افزایش سرمایه و ثروت سهامداران و در نهایت افزایش ارزش افزوده شرکت می‌شود.

ارزیابی توان ایجاد وجه نقد از طریق تمرکز بر وضعیت مالی و جریان‌های نقدی واحد تجاری و استفاده از آن‌ها در پیش‌بینی جریان‌های نقدی مورد انتظار و سنجش انعطاف‌پذیری مالی، تسهیل می‌گردد. شرکت‌ها دارای انعطاف‌پذیری مالی، توانمندی بیشتری در خصوص سرمایه‌گذاری دارند و به دلیل مشکلات بازار سرمایه، حفظ انعطاف‌پذیری سبب استفاده از فرصت‌های سودآور می‌شود. از طرف دیگر میزان بدهی‌های شرکت می‌تواند مانع استفاده از این فرصت‌های سودآور شود که در این حالت شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری بیشتری دارند مقداری ذخیره برای خود نگه می‌دارند تا بتوانند از سیاست محافظه‌کاری سرمایه‌گذاری استفاده کنند که توانایی سرمایه‌گذاری آن‌ها و به تبع آن سودآوری آن‌ها افزایش یابد (میرز، ۱۹۷۷).

اطلاعات درباره‌ی وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی در صورت‌های مالی و توضیحات مکمل در ارتباط با آن در یادداشت‌های توضیحی ارائه می‌شود که جزء لاینفک صورت‌های مالی محسوب می‌گردد. انعطاف‌پذیری یکی از موضوعات تأثیرگذار بر سیاست سرمایه‌گذاری است و نقش به‌سزایی در کمک‌رساندن به مدیران در امر تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری دارد. امروزه یکی از دغدغه‌های مدیران انتخاب شیوه‌های تأمین مالی مناسب و نیز انتخاب ساختار مطلوب سرمایه می‌باشد. شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری مالی مناسبی دارند، می‌توانند در برابر فشارهای مالی مقاومت کنند و زمانی که فرصت‌های سودآور پیش می‌آید، وجوه لازم به منظور سرمایه‌گذاری را با حداقل هزینه فراهم سازند (گامبا و تریانتی، ۲۰۰۸). حجم سرمایه‌گذاری مناسب نیز سبب افزایش ارزش شرکت می‌شود و نهایتاً انتظار می‌رود منجر به افزایش ارزش سهام (از دیدگاه سرمایه‌گذاران) شود.

بدین ترتیب هدف اصلی این تحقیق بررسی این موضوع می باشد که آیا شرکت های دارای انعطاف پذیری مالی توانایی انجام هزینه های سرمایه ای بیشتری نسبت به شرکت های غیر منعطف مالی دارند و آیا شرکت ها در هنگامی که دارای انعطاف پذیری مالی می باشند، از وجوه نقد داخلی خود جهت سرمایه گذاری استفاده می کنند. با توجه به موارد ذکر شده بالا در این تحقیق تأثیر انعطاف پذیری مالی و تصمیمات سرمایه گذاری بر توان سود سهام ارزیابی می شود.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

انعطاف پذیری مالی، عبارت است از توان شرکت ها برای تأمین منابع مالی جهت عکس العمل مناسب در برابر رویدادها و موارد پیش بینی نشده، برای حداکثر کردن ارزش شرکت (بیون<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸).

شرکت هایی که انعطاف پذیری مالی دارند، می توانند در برابر فشارهای مالی مقاومت نمایند و زمانی که فرصت های سودآور به وجود آید، وجوه لازم را جهت سرمایه گذاری با حداقل هزینه فراهم نمایند (گامبا و ترستان<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸).

انعطاف پذیری مالی مهم ترین قسمت تعیین ساختار سرمایه شرکت است و می توان آن را به عنوان حفظ ظرفیت استقراض به منظور تحصیل و توسعه آتی شرکت یا حداقل کردن بدهی ها، برای جلوگیری از در ماندگی مالی در مقابل رکودهای اقتصادی به شمار آورد. همچنین مهم ترین عامل تأثیرگذار بر تصمیمات استقراضی شرکت ها، تقاضای مدیران برای انعطاف پذیری مالی است (گراهام و هاروی<sup>۳</sup>، ۲۰۰۱).

انعطاف پذیری مالی به عنوان توانایی ایجاد فعالیت های سودآور به دنبال تغییرات تحمیل شده در محیط تجاری و همچنین سازگاری پیش بینی تغییراتی که اهداف شرکت را تحت الشعاع قرار می دهد می باشد. انعطاف پذیری دارای دو چشم انداز است:

۱) انعطاف پذیری داخلی مانند میزان ظرفیت شرکت برای سازگاری با نیازهای محیط.

۲) انعطاف پذیری خارجی مانند میزان ظرفیت شرکت برای تأثیرگذاری در محیط و در نهایت کاهش آسیب پذیری. (ول بردا<sup>۴</sup>، ۱۹۹۸)

انعطاف پذیر مالی از منابع مختلفی نشأت می گیرد. از جمله منابع اساسی انعطاف پذیری مالی، موارد زیر را می توان برشمرد:

۱. حفظ ظرفیت استقراض (تأمین مالی خارجی یا سهامداران خارجی)

۲. نگهداری وجه نقد در دسترس در سطح بالا

۳. توان دستیابی به وجه نقد از طریق فروش دارایی ها بدون اختلال در عملیات در حال تداوم یا انقطاع سرمایه گذاری. (دی

آنگلو و دی آنگلو<sup>۵</sup>، ۲۰۰۷؛ دانیل و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۸).

1. Byoun

2. Gamba & Tristan

3. Graham & Harvey

1. Volberda

2. DeAngelo and DeAngelo

3. Daniel, et al.

دو روش اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی به صورت‌های زیر است:

۱. **نسبت اهرمی (بدهی به دارایی)**؛ تأمین نیازهای مالی از طریق ایجاد بدهی را نشان می‌دهد. در واقع این نسبت‌ها تعیین می‌کنند که شرکت تا چه حد نیازهای مالی خود را از منابع دیگران تأمین نموده‌است.

۲. **نسبت نقدینگی (وجه نقد به دارایی)**؛ این نسبت‌ها از مقایسه دارایی جاری یا ارقام تشکیل‌دهنده آن با بدهی جاری بدست می‌آید. مهمترین نسبت‌های نقدینگی عبارتند از نسبت جاری و نسبت آتی.

۲-۱. نسبت جاری: نسبت جاری از تقسیم دارایی‌های جاری بر بدهی‌های جاری به دست می‌آید. این نسبت متداول‌ترین وسیله برای اندازه‌گیری قدرت پرداخت بدهی‌های کوتاه‌مدت است. زیرا از طریق آن می‌توان پی برد دارایی‌هایی که در طول سال مالی به پول نقد تبدیل می‌گردند چند برابر بدهی‌هایی است که در طول سال مالی سررسید آن‌ها فرا خواهد رسید. بطور کلی می‌توان گفت هر قدر نسبت جاری بزرگ‌تر باشد بستانکاران تأمین امنیت بیشتری خواهند داشت زیرا چنانچه بر دارایی جاری صدمه و لطمه‌ای نیز وارد شود باز شرکت می‌تواند پاسخگوی طلبکاران باشد. ولی باید توجه داشت بزرگ بودن بیش از حد این نسبت نشانه این است که از دارایی‌های جاری به خوبی استفاده نمی‌شود و یا از منابع اعتباری کوتاه مدت کم استفاده می‌شود.

۲-۲. نسبت آتی: نسبت آتی از تقسیم دارایی‌های آتی بر بدهی‌های جاری به دست می‌آید. برای تعیین این که دارایی آتی تا چه اندازه بدهی جاری را فرا می‌گیرد از نسبت آتی استفاده می‌شود. دارایی‌های آتی آن دسته از دارایی‌های جاری است که به سرعت قابل تبدیل به نقد است.

در این بررسی برای محاسبه دارایی‌های آتی، موجودی مواد و کالا، پیش پرداخت‌ها، سپرده و سفارشات از دارایی‌های جاری کسر شده است (دانیل و همکاران؛ ۲۰۰۸).

خدائی، وله زاقرد. زارع تیموری، مهدی (۱۳۹۵) در پژوهش خود تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند. 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.

حقیقت، حمید. بشیری، وهاب (۱۳۹۵) به بررسی رابطه انعطاف‌پذیری مالی و ساختار سرمایه پرداختند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌های مرحله تولد به انتشار سرمایه و بدهی کم خطر می‌کنند و نسبت‌های اهرمی متعادل را نگهداری می‌کنند. شرکت‌ها در مرحله رشد از تأمین مالی بدهی استفاده و نسبت‌های اهرمی بالایی نگهداری می‌کنند. شرکت‌های مرحله بلوغ به تأمین مالی درون سازمان متکی هستند و نسبت‌های اهرمی کمی را نگهداری می‌نمایند. یافته‌های این تحقیق با نظریه توازن سازگار است ولی با نظریه ترجیحی در زمینه شرکت‌های مرحله تولد مطابقت ندارد.

مارچیکا و مورا<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) در خصوص ارتباط انعطاف پذیری مالی و تصمیمات سرمایه گذاری تحقیق کرده اند و به این نتیجه رسیدند که رابطه قوی بین انعطاف پذیری مالی و سرمایه گذاری وجود دارد. به عبارت دیگر بعد از یک دوره سیاست اهرم پایین، شرکت های دارای انعطاف پذیری مالی، توانایی بیشتری برای انجام هزینه های سرمایه ای دارند.

گامبا و تریانتیس<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) در تحقیق خود برای تدوین مدلی برای اندازه گیری انعطاف پذیری مالی، انعطاف پذیری مالی را توانایی یک شرکت برای دستیابی و تجدید ساختار کردن تأمین مالی خود با تأمین مالی کم هزینه تر تعریف کردند. آن ها بیان کردند شرکت های دارای انعطاف پذیری مالی توان اجتناب از درماندگی مالی در مواجهه با شوک های منفی می باشند و هنگامی که فرصت های سودآور افزایش می یابد با هزینه پایین سرمایه گذاری می کنند.

دونالدسون<sup>۳</sup> (۲۰۱۲) از اصطلاح پویایی مالی استفاده می کند و آن را این گونه توضیح می دهد: ظرفیت هدایت استفاده از منابع مالی در راستای اهداف مدیریت که منجر به دستاوردهای جدید در مورد شرکت و شرایط محیطی می باشد. دونالدسون به ویژه پویایی مالی را هنگامی که هدف شرکت یافتن نقطه بهینه ترکیب منابع مالی می باشد در ارتباط با تصمیمات ساختار سرمایه می داند.

هیث<sup>۴</sup> (۲۰۱۳) انعطاف پذیری مالی شرکت را توانایی اقدام اصلاحی برای برطرف کردن مازاد پرداختی و جوه نقد بردیافت های نقدی پیش بینی شده با حداقل تأثیر بر درآمد فعلی و آینده یا ارزش بازار سهام شرکت توضیح می دهد.

فاما و فرنچ<sup>۵</sup> (۲۰۱۴) دو الگوی توازن و ترجیحی به دنبال نظریات مودیلیانی و میلر ارائه شد که اساس و مبنای این دو الگو بر این نظریات استوار است. طبق الگوی توازن، شرکت ها اهرم بهینه را بر مبنای توازن میان منافع و هزینه های بدهی تعیین می کنند.

میرز<sup>۶</sup> (۲۰۱۵) طبق این الگو مدیران شرکت ها تأمین مالی از محل منابع داخل را به منابع خارج از شرکت ترجیح می دهند یعنی ابتدا از محل سود انباشته تأمین مالی می کنند، اگر منابع داخلی کفایت نکرد از محل بدهی کم خطر و سپس بدهی پرخطر تأمین مالی خواهند کرد و در صورتی که استقراض کفایت نکند و به منابع مالی بیشتری نیاز باشد به انتشار سهام مبادرت می ورزند.

بایون<sup>۷</sup> (۲۰۱۵) رابطه میان انعطاف پذیری مالی و ساختار سرمایه شرکت ها را مورد بررسی قرار داد و از مراحل چرخه عمر شرکت ها به عنوان جانشینی برای تعریف انعطاف پذیری مالی استفاده کرد. نتایج تحقیق نشان داد که شرکت های مرحله تولد به منظور تأمین مالی، سهام منتشر می کنند و اهرم کمی نگهداری می نمایند. شرکت های مرحله رشد از تأمین مالی از

- 
1. Marchica & Mura
  2. Gamba & Triantis
  3. Donaldson
  4. Heath
  1. Fama & French
  2. Myers
  3. Byoun

بدهی استفاده و اهرم زیادی را نگهداری می نمایند. شرکت های مرحله بلوغ از منابع داخلی استفاده می کنند و اهرم متعادل دارند.

### ۳. فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: بین انعطاف پذیری مالی با توان سود سهام شرکت ها ارتباط مستقیم وجود دارد.  
فرضیه دوم: بین تصمیمات سرمایه گذاری توان سود سهام شرکت ها ارتباط مستقیم وجود دارد.  
فرضیه سوم: میزان ارتباط بین انعطاف پذیری مالی توان سود سهام در شرکت های کوچک و بزرگ یکسان نیست.  
فرضیه چهارم: میزان ارتباط بین تصمیمات سرمایه گذاری با توان سود سهام در شرکت های کوچک و بزرگ یکسان نیست.

### ۴. روش پژوهش

روش تحقیق استفاده شده در این مطالعه روش کمی است. این تحقیق کاربردی بوده و با توجه به نوع هدف توصیفی و از گونه‌ی علی- معلولی است. جمع آوری داده‌ها بصورت استفاده از منابع دست دوم می باشد. بطوریکه ابتدا مبانی تئوریک و پیشینه مطالعات به روش کتابخانه‌ای و اسنادی از کتاب‌های موجود در داخل و مقالات بدست آمده از ژورنال‌ها و مجلات معتبر از طریق اینترنت جمع آوری شده و سپس با مدنظر داشتن مدل‌های مطرح شده توسط محققین خارجی و همچنین در نظر گرفتن شرایط کنونی بازار سرمایه در ایران مدل مورد نظر ارائه شده است. از طرف دیگر، مطالعه حاضر از نظر پاسخ به سؤالات و آزمون فرضیات، تحقیق آماری همراه با استفاده از ابزارهای اقتصادسنجی محسوب می گردد. در مطالعه حاضر هدف، بررسی ارتباط بین انعطاف پذیری مالی و تصمیمات سرمایه گذاری شرکت‌ها با بازده فوق العاده آتی سهام می باشد؛ بنابراین پس از ارائه‌ی مدل با استفاده از داده‌هایی که از سایت بورس اوراق بهادار و نرم افزار رهاورد نوین بدست می آید، روابط بین متغیرها با استفاده از نرم افزار Eviews تخمین زده می شود و در نهایت به استخراج نتایج پرداخته خواهد شد. در این مطالعه به منظور بررسی انعطاف پذیری مالی و تصمیمات سرمایه گذاری بر روی سود سهام شرکت‌ها بر اساس بازده فوق العاده آتی سهام از روش پانل دیتا استفاده شده است.

### ۵. جامعه و نمونه آماری و دوره زمانی پژوهش

برای اجرای هر تحقیق لازم است جامعه آماری مشخص و معین گردد. جامعه آماری عبارتست از "تعدادی از عناصر مورد نظر که حداقل دارای یک صفت مشخصه باشند. صفت مشخصه صفتی است که بین همه عناصر جامعه آماری مشترک و متمایز کننده جامعه آماری از سایر جوامع می باشد (آذر و مؤمنی، ۱۳۸۴).  
جامعه‌ی آماری در این پژوهش شرکت‌هایی هستند که از سال ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ در عضویت بورس اوراق بهادار تهران بوده و دارای ویژگی های زیر باشند:

- شرکت‌هایی که از سال ۱۳۹۵ در بورس پذیرفته شده باشند.
- پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند هر سال باشد.
- سهام شرکت مورد نظر طی دوره پژوهش مورد معامله قرار گرفته باشد.

- جزء شرکت های سرمایه گذاری که دارای فعالیت های خاص مانند صندوق های بازنشستگی، موقوفه های تجاری، شرکت های بیمه و بانک های سرمایه گذاری نباشند.
- اطلاعات مربوط به انعطاف پذیری مالی، تصمیمات سرمایه گذاری و بازده فوق العاده آتی سهام شرکت ها در دسترس باشد.

طبق بررسی های اولیه تعداد شرکت هایی که از سال ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ در عضویت بورس بوده اند و شرایط فوق را دارند تعداد ۲۴۸ شرکت می باشد که جامعه آماری پژوهش را تشکیل می دهد.

جدول شماره (۱)

تعداد کل شرکت های بورسی	۶۲۵	
خارج شده	۱۵۰	
واسطه گری مالی و بانک ها	۱۲۰	
۲۹ اسفند نباشد	۶۸	
اطلاعات ناقص	۳۹	
	۳۷۷	
شرکت های حائز شرایط	۲۴۸	

## ۶. روش تجزیه و تحلیل داده ها

تجزیه و تحلیل داده ها در دو بخش آمار توصیفی و استنباطی انجام شده است که در بخش آمار توصیفی از شاخص های مرکزی میانگین و میانه و شاخص پراکندگی انحراف معیار استفاده شده است. در بخش آمار استنباطی از رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده های ترکیبی استفاده شده است. انگیزه اصلی در ترکیب داده های مقطعی و سری زمانی، فراهم کردن استنباط و پیش بینی کاراتر می باشد.

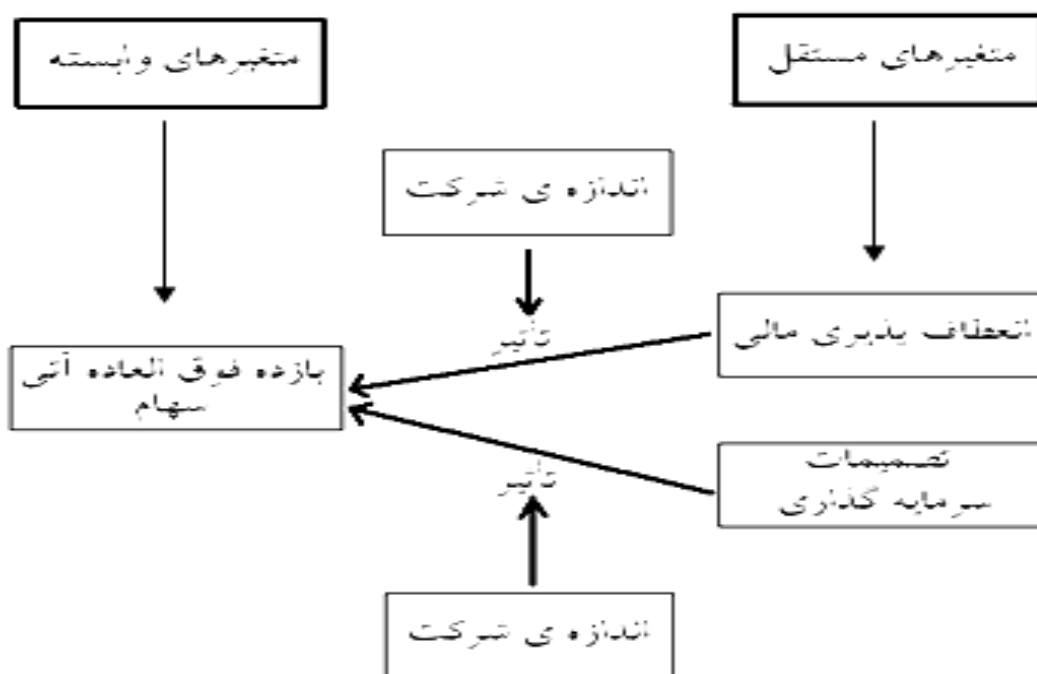
از آمار توصیفی برای توصیف و بیان خصوصیات و ویژگی های جامعه آماری استفاده شده است. برای این منظور از شاخص های آماری مختلف مانند شاخص های پراکندگی (میانگین، میانه، مد) و شاخص های پراکندگی (انحراف استاندارد، واریانس) و همچنین جداول توزیع فراوانی به همراه نمودارهای مناسب برای داده ها استفاده شده است. به منظور تحلیل داده ها و آزمون فرضیه های پژوهش از آمار استنباطی از آزمون های F و T، آزمون F لیمر، آزمون هاسمن و تحلیل رگرسونی استفاده شده است.

برای تحلیل داده های ترکیبی دو روش وجود دارد. بدین گونه که یا می بایست داده های شرکت های مختلف طی فصول مختلف همگن در نظر گرفته شوند که در این حالت داده ها با هم تلفیق می شوند یا این که داده ها به صورت تابلویی مورد استفاده قرار گیرند. برای تعیین نوع روش به کارگیری داده های ترکیبی، از آزمون F لیمر استفاده شده است. اگر نتیجه آزمون F لیمر نشان دهد که ضرایب اثر مقطعی و اثر زمانی معنی دار نیست می توان تمام داده ها را با یکدیگر ترکیب

کرد و به وسیله یک رگرسیون کلاسیک، تخمین پارامترها را انجام داد. در غیر این صورت، داده‌ها را باید به صورت تابلویی در نظر گرفت.

برای تعیین نوع مدل داده‌های ترکیبی (مدل اثرات ثابت یا مدل اثرات تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. بدین صورت که اگر بین جزء خطا و متغیر مستقل همبستگی وجود نداشته باشد، مدل اثرات تصادفی مناسب است در صورتیکه بین آن دو همبستگی وجود داشته باشد، مدل اثرات ثابت مناسب به نظر می‌رسد. برای تعیین معنادار بودن مدل رگرسیون و پارامترهای حاصل از تخمین مدل رگرسیون، به ترتیب از آماره‌های  $F$  و  $t$  استفاده شده است. همچنین برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش، از نرم افزارهای Excel و Eviews استفاده می‌شود.

## ۷. مدل و متغیرهای پژوهش



### انعطاف پذیری مالی (FF): (مفهومی)

انعطاف پذیری مالی مهم ترین قسمت تعیین ساختار سرمایه شرکت است و می توان آن را به عنوان حفظ ظرفیت استقراض به منظور تحصیل و توسعه آتی شرکت یا حداقل کردن بدهی‌ها، برای جلوگیری از درماندگی مالی در مقابل رکودهای اقتصادی به شمار آورد. همچنین مهم ترین عامل تأثیرگذار بر تصمیمات استقراضی شرکت‌ها، تقاضای مدیران برای انعطاف پذیری مالی است (گراهام و هاروی، ۲۰۰۱)



**– انعطاف پذیری مالی (PP): (عملیاتی)**

نسبت (میزان) استفاده از بدهی‌ها برای تأمین مالی دارایی‌های یک شرکت را اهرم مالی می‌گویند؛ که از فرمول زیر بدست می‌آید (مارچیکا و مورا، ۲۰۰۷).

$$\text{اهرم مالی} = \frac{\text{ارزش دفتری کل بدهی}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی}}$$

**– تصمیمات سرمایه گذاری (ID): (مفهومی)**

در این پژوهش تصمیمات سرمایه گذاری به عنوان متغیر مستقل شناسایی می‌شود. این متغیر عبارت است از فعالیت‌هایی که منجر به تغییرات در سرمایه گذاری واحد تجاری می‌گردد.

**– تصمیمات سرمایه گذاری (ID): (عملیاتی)**

شاخص سرمایه گذاری از نسبت کل سرمایه گذاری‌های شرکت (یا مخارج سرمایه‌ای) دارایی‌های ثابت به دست می‌آید (رحمانی و همکاران، ۱۳۹۱).

$$\text{کل سرمایه گذاری شرکت} = \frac{\text{شاخص سرمایه گذاری}}{\text{دارایی‌های ثابت شرکت}}$$

**– بازده فوق العاده سهام (AR): (مفهومی)**

بازدهی سهام یک شرکت مازاد بر بازدهی بازار سهام، بازده فوق العاده سهام نامیده می‌شود.

**– بازده فوق العاده سهام (AR): (عملیاتی)**

برای اندازه گیری بازدهی بازار سهام از افزایش شاخص بازار استفاده می‌شود. در این پژوهش بازده فوق العاده سهام به عنوان متغیر وابسته شناخته می‌شود (عباس نژاد، ۱۳۸۴).

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

$AR_{i,t}$ : بازده فوق العاده سهام شرکت  $i$  در سال  $t$

$R_{i,t}$ : بازدهی سهام شرکت  $i$  در سال  $t$

$R_{m,t}$ : بازدهی بازار سهام در سال  $t$

**بازده بازار ( $R_m$ ):** با استفاده از اطلاعات شاخص سهام در ابتدا و پایان هر دوره مالی می‌توان بازده بازار را محاسبه نمود:

$$R_m = (M_t - M_{t-1}) / (M_{t-1})$$

$M_t$ : شاخص قیمت بازار در پایان سال

**بازده سهام:** بازده کل عبارت است از نسبت کل عایدی (ضرر) حاصل از سرمایه‌گذاری در یک دوره معین به میزان سرمایه‌ای که برای کسب این عایدی در اول همان دوره به کار گرفته شده است (شهرآبادی و بشیری، ۲۰۰۳، ۱۳۸۹).

$$r_t = \left( \frac{p_t}{p_{t-1}} \right) - 1 = \frac{p_t - p_{t-1}}{p_{t-1}}$$

$r_t$  = نرخ دوره نگهداری.

$$= p_t - p_{t-1} \text{ در آمد نگهداری در طول دوره.}$$

$$= p_t - 1 \text{ سرمایه‌گذاری اولیه در شروع دوره برگزاری}$$

$$R_i = (P_t - P_{t-1}) / (P_{t-1}) \text{ شاخص قیمت سهام در پایان سال:}$$

نتیجه بازده به صورت لگاریتم به روش زیر محاسبه میشود

$$r_t = \log(1 + R_t) = \log\left(\frac{p_t}{p_{t-1}}\right) = p_t - p_{t-1}$$

P: قیمت لگاریتم و t و t-1 نشان دهنده زمان قیمت می‌باشد یکی از مزایای کاربرد نتیجه لگاریتم نسبت به بازده خالص آسانتر از بازده چند دوره است؛ و از آزادی آماری بیش تری برخوردار است. با این حال در این تحقیق تنها بر بازده قیمت تمرکز شده است.

### اندازه شرکت:

اندازه شرکت در مطالعات متعدد نمایانگر جنبه‌های مختلفی از شرکت است. اندازه شرکت نیز می‌تواند نمایانگر اهرم شرکت، برتری رقابتی، توانایی مدیریت و کیفیت طرح‌های حسابداری، کارائی اطلاعاتی و میزان ریسک کلی شرکت باشد (پارسایان، ۱۳۸۱).

برای محاسبه اندازه شرکت از روشهای متفاوتی استفاده می‌شود. مثلاً برخی مجموع داراییهای شرکت را بکار می‌برند. فروش نیز در پاره‌ای اوقات به عنوان اندازه شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد.

### ۸. تجزیه و تحلیل یافته‌های پژوهش

مدل‌های اقتصادی از نظر استفاده از اطلاعات آماری به سه گروه تقسیم می‌شوند. برخی از مدل‌ها با استفاده از «اطلاعات سری زمانی»<sup>۱</sup> برآورد می‌شوند. برخی دیگر از مدل‌ها بر اساس «داده‌های مقطعی»<sup>۲</sup> برآورد می‌شوند؛ یعنی متغیرها در یک دوره زمانی معین مثلاً یک هفته، یک ماه یا یک سال در واحدهای مختلف بررسی می‌شوند. روش سوم برآورد مدل که در مطالعات سال‌های اخیر نیز زیاد استفاده شده است، برآورد بر اساس «داده‌های پانل»<sup>۳</sup> است. در این روش یک سری واحدهای مقطعی طی چند سال مورد توجه قرار می‌گیرند. با کمک این روش تعداد مشاهدات تا حد مطلوب، افزایش می‌یابد که بدین ترتیب مشکل کمبود اطلاعات نیز در این مطالعه برطرف می‌شود. در همین راستا، در این پژوهش از داده‌های پانل برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است.

1. Time series data  
2. Cross sectional data  
3. Panel data

تکیه بر نتایج آماری بدون توجه به پیش فرض های مدل رگرسیون از اعتبار چندانی برخوردار نیست و نمی توان از آن برای تصمیم گیری استفاده نمود؛ بنابراین قبل از انجام هر گونه تفسیر نتایج رگرسیون باید برای تصدیق صحت نتایج، مفروضات مدل را بررسی کرد. قبل از برآورد مدل رگرسیون روی داده ها، لازم است مانایی تک تک متغیرها بررسی شود، چون در صورتیکه متغیرها ناماننا باشند مشکل رگرسیون کاذب رخ می دهد؛ اما به دلیل اینکه تعداد دوره های زمانی در این پژوهش کم است، آزمون مانایی قابل انجام نمی باشد.

فرضیه های پژوهش در سطح داده های ترکیبی مورد آزمون قرار می گیرند، قبل از برآورد مدل، لازم است روش برآورد (تلفیقی<sup>۲</sup> یا تابلویی<sup>۳</sup>) مشخص شود. به این منظور از آزمون F لیمر استفاده می شود، اگر معناداری آماره ی آزمون بیشتر از ۵٪ باشد از روش تلفیقی استفاده می شود و اگر معناداری آماره ی آزمون کمتر از ۵٪ باشد، برای برآورد مدل از روش تابلویی استفاده می شود.

### جدول شماره (۲) نتیجه آزمون F لیمر برای تشخیص تابلویی یا تلفیقی بودن

سطح معناداری	درجه آزادی	آماره	آزمون تأثیر
۰/۲۹۱۹	۲۲۰/۶۶۱	۰/۰۵۹۷۶۷	آزمون F مقطعی

#### ماخذ: یافته های تحقیق

همانطور که در جدول (۲) مشاهده می شود، مقدار آماره ی آزمون بیشتر از ۵٪ می باشد که نشان دهنده ی این است که روش برآورد از نوع تلفیقی می باشد.

با توجه به این که در این پژوهش از مدل رگرسیون داده های ترکیبی استفاده شده است، دو فرض ناهمسانی واریانس و فرض نبود خودهمبستگی بین جملات خطا موضوعیت پیدا می کند. در این پژوهش به منظور بررسی ناهمسانی واریانس از آزمون LR و برای بررسی و آزمون خودهمبستگی سریالی از آزمون خودهمبستگی سریالی ولد ریج استفاده شده است؛ که نتایج آن به شرح زیر می باشد:

### جدول شماره (۳): نتیجه آزمون LR برای تشخیص ناهمسانی واریانس

مقدار کای ۲ LR	۶۴۹۱/۹۸
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰

#### ماخذ: یافته های تحقیق

بنابر نتیجه ی آزمون LR در جدول (۳) میزان احتمال به دست آمده صفر می باشد که نشان دهنده ی این است که ناهمسانی واریانس وجود دارد؛ بنابراین برای برطرف کردن ناهمسانی واریانس از روش GLS برای برآورد استفاده می شود. همچنین به منظور سنجش خودهمبستگی سریالی از آزمون خودهمبستگی سریالی ولد ریج استفاده شده است که نتیجه ی آن به صورت زیر می باشد:

## جدول شماره (۴): نتیجه آزمون خودهمبستگی سریالی ولدريج

$F(1/220)$	۱/۲۵۰
سطح معناداری	۰/۲۴۶۸

## ماخذ: یافته های تحقیق

با توجه به نتیجه‌ی حاصل از آزمون خودهمبستگی سریالی ولدريج، میزان احتمال به دست آمده بزرگتر از ۵٪ می باشد که نشان دهنده‌ی عدم وجود خود همبستگی سریالی می باشد.

نتایج برآورد مدل به روش OLS به شرح زیر می باشد:

## جدول شماره (۵) نتایج برآورد مدل به روش OLS

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
انعطاف پذیری مالی	-۰/۰۱۲۸	۰/۰۲۰۱	-۰/۶۴۰۰	۰/۵۲۲۳
تصمیمات سرمایه گذاری	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۹	۰/۴۴۱۶	۰/۶۵۸۹
عرض از مبدأ	۰/۱۷۲۷	۰/۰۳۳۷	۵/۱۲۰۶	۰/۰۰۰۰

## ماخذ: یافته های تحقیق

وجود ناهمسانی واریانس منجر به عدم کارایی تخمین زن حداقل مربعات معمولی می گردد. در نتیجه نتایج آماره t و f قابل اعتماد نخواهد بود همچنین انحراف معیار ضرایب برآوردی بیش از حد برآورد شده است؛ بنابراین آماره t کمتر از معمول برآورد می شود که ممکن است منجر به عدم معنی داری متغیرهای مستقل گردد (گجراتی، ۱۳۸۷)، با مقایسه نتایج جداول فوق می توان دریافت که آماره t مربوط به دو متغیر نسبت اهرمی و سرمایه گذاری در برآورد با روش GLS افزایش یافته است. نتایج جدول حاکی از عدم تاثیرگذاری دو متغیر نسبت اهرمی و سرمایه گذاری بر سود شرکت های پذیرفته شده در بورس است زیرا مقدار احتمال برآوردی برای هر دو متغیر بیش از ۰/۰۵ است بنابراین هیچ یک از دو متغیر تاثیر معنی داری بر بازده در فاصله اطمینان ۹۵ درصد ندارند؛ اما با توجه به مشکل ناهمسانی واریانس به نتایج جدول نمی توان اکتفا نمود بنابراین باید با استفاده از روش دیگری ضرایب مدل را برآورد نمود، همانطور که گفته شد، برای حل مشکل ناهمسانی واریانس ها باید از GLS استفاده شود. به این دلیل از روش GLS به جای روش OLS استفاده می شود که در روش OLS به همگی مشاهدات وزن یکسانی داده می شود، ولی در روش GLS به مشاهداتی که اطراف مقدار متوسط جامعه جمع شده اند، وزن بیشتری داده می شود و برای مشاهداتی که اطراف مقدار متوسط خویش به طور گسترده پراکنده شده اند، وزن کمتری قائل می شود.

## جدول شماره (۶): نتایج آزمون GLS

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
انعطاف پذیری مالی	۰/۰۰۱۶۳۰	۰/۰۰۱۴۳۵	۱/۱۳۵۴۳۳	۰/۰۲۵۶
تصمیمات سرمایه گذاری	۰/۰۰۱۰۸۱	۰/۰۰۰۲۷۲	۳/۹۷۷۷۸۱	۰/۰۰۰۱
عرض از مبدأ	۰/۰۲۵۴۸۲	۰/۰۰۴۸۹۸	۲/۹۹۸۶۴۴	۰/۰۰۲۸

## ماخذ: یافته های تحقیق

بنابر نتایج حاصل از برآورد مدل به روش رگرسیون های تعمیم یافته، فرضیه های پژوهش به شرح زیر بررسی می گردند:  
**فرضیه اول:** نتایج حاصل از برآورد به روش GLS نشان می دهد اثر متغیر DE (انعطاف پذیری مالی) بر نرخ سود یا بازده فوق العاده ی شرکت ها معنادار و علامت ضریب برآورد شده آن مثبت می باشد، زیرا مقدار احتمال برآوردی برای این متغیر کمتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین تأثیر معنی داری بر بازده در فاصله اطمینان ۹۵ درصد دارد.

بنابراین مطالعه حاضر مبنی بر اینکه «بین انعطاف پذیری مالی با توان سود سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط مستقیم وجود دارد»، با توجه به نتیجه ی برآورد ارتباط مثبت و معناداری بین انعطاف پذیری مالی و توان سهام وجود داشته، بنابراین فرضیه ی اول این پژوهش تأیید می شود.

**فرضیه دوم:** همچنین اثر متغیر IVAT (تصمیمات سرمایه گذاری) بر نرخ توان سود سهام شرکت ها نیز معنادار است، زیرا مقدار احتمال برآوردی برای این متغیر کمتر از ۰/۰۵ بوده، همچنین ضریب برآورد شده برای این متغیر در معادله فوق نیز مقداری مثبت می باشد.

مطالعه حاضر مبنی بر اینکه «بین تصمیمات سرمایه گذاری با توان سود سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط مستقیم وجود دارد»، همانطور که از نتیجه ی برآورد مشخص گشته، تأیید می شود؛ بنابراین طبق نتایج تجربی حاصل شده در این پژوهش بین تصمیمات سرمایه گذاری و توان سود سهام شرکت ها رابطه ی معنادار و مستقیمی وجود دارد و بنابراین فرضیه ی دوم نیز پذیرفته می شود.

**فرضیه سوم:** همانگونه که در فصل اول عنوان گردید **فرضیه های سوم و چهارم** این پژوهش به بررسی ارتباط بین متغیرهای انعطاف پذیری مالی و تصمیمات سرمایه گذاری با توان سود سهام در شرکت های کوچک و بزرگ می پردازد. در این پژوهش لگاریتم طبیعی مجموع دارایی های شرکت به عنوان معیار اندازه گیری اندازه شرکت در نظر گرفته می شود که به صورت زیر محاسبه می گردد (کلین و مارکو، ۲۰۰۶).

$$SIZE = \ln(\text{جمع دارایی ها})$$

برای تفکیک شرکت های کوچک و بزرگ، شرکت هایی که لگاریتم جمع دارایی های آنها کمتر از میانگین اندازه شرکت هاست به عنوان شرکت کوچک و شرکت هایی که لگاریتم جمع دارایی آنها بیشتر از میانگین باشد به عنوان شرکت های بزرگ طبقه بندی می شوند.

به منظور آزمون فرضیه های سوم و چهارم یعنی بررسی این مسئله که میزان ارتباط بین انعطاف پذیری مالی با توان سود سهام در شرکت های کوچک و بزرگ یکسان است یا خیر و همچنین بررسی اینکه آیا میزان ارتباط بین تصمیمات سرمایه گذاری با توان سود سهام در شرکت های کوچک و بزرگ یکسان است یا خیر، از آزمون برابری میانگین های دو گروه استفاده شده که نتایج آن در جداول زیر آورده شده است:

## جدول شماره (۷) بررسی ارتباط بین انعطاف پذیری مالی با توان سود سهام در شرکت های کوچک و

### بزرگ

متغیر	آماره t	آماره F	prob
انعطاف پذیری مالی	۹/۲۵۱۲	۸۳/۵۸۷۳	۰/۰۰۰۰

### مأخذ: یافته های تحقیق

همانطور که در جدول شماره (۷) ملاحظه می شود، ارتباط بین انعطاف پذیری مالی با توان سود سهام در شرکت های کوچک و بزرگ یکسان نیست زیرا فرض صفر، یعنی برابری این ارتباط در شرکت های بزرگ و کوچک رد شده است.

### آزمون فرضیه چهارم:

## جدول شماره (۸): بررسی ارتباط بین تصمیمات سرمایه گذاری با توان سود سهام در شرکت های

### کوچک و بزرگ

متغیر	آماره t	آماره F	سطح معناداری
تصمیمات سرمایه گذاری	-۴/۹۵۹۵	۲۴/۵۹۷۴	۰/۰۰۰۰

### مأخذ: یافته های تحقیق

همچنین همانگونه که در جدول شماره (۸) آمده است، فرض صفر یعنی وجود ارتباط بین تصمیمات سرمایه گذاری با توان سود سهام در شرکت های کوچک و بزرگ نیز قابل پذیرش نیست، بنابراین ارتباط بین تصمیمات سرمایه گذاری با توان سود سهام در شرکت های کوچک و بزرگ یکسان نمی باشد.

### ۹. نتیجه گیری

روش تجزیه و تحلیل داده ها در این تحقیق استفاده از ابزارهای اقتصادسنجی بوده و مدل تصریح شده برای آنالیز داده ها، مدل رگرسیون داده های ترکیبی است، البته برای تکمیل کردن تحلیل ها از آنالیز توصیفی متغیرها نیز تا حد امکان استفاده شده است. نتایج به دست آمده از انجام آزمون F لیمر در مطالعه حاضر نشان می دهد که؛ روش برآورد معادلات از نوع داده های تلفیقی بوده زیرا سطح معنی داری آزمون بیشتر از ۵٪ می باشد. در ادامه برای برآورد معادلات اجرای آزمون های ناهمسانی واریانس و خود همبستگی سریالی لازم می باشد که نتایج حاصل از انجام آزمون واریانس ناهمسانی LR در جدول نشان می دهد که؛ سطح معنی داری در آزمون فوق ۰/۰۰۰ بوده، لذا فرضیه صفر مبنی بر همسان بودن واریانس ها رد شده و نتیجه می گردد که واریانس ها ناهمسان هستند.

همچنین برای سنجش خودهمبستگی سریالی بین خطاها، از آزمون خودهمبستگی ولدریج استفاده شده است که نتایج حاصل از انجام آزمون فوق در جدول تأیید می کند که سطح معنی داری در آزمون فوق بیشتر از ۵٪ بوده ( $P=۰/۲۶$ )، لذا فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود خودهمبستگی سریالی بین داده ها پذیرفته می شود. با عنایت به نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس که نمایانگر پدیده واریانس ناهمسانی جملات خطا می باشد، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته GLS برای برآورد معادلات استفاده گردیده است.

البته معادله برای بررسی نحوه و میزان تأثیرگذاری متغیرهای انعطاف پذیری مالی و تصمیمات سرمایه گذاری بر میزان توان سود سهام ابتدا به روش حداقل مربعات معمولی نیز تخمین زده شده و نتایج حاصل از تخمین در جدول نشان دهنده این

است که؛ ضرایب برآورد شده هر دو متغیر معنی دار نمی باشد، اما با توجه به پدیده همسان نبودن واریانس جملات اخلال، نتایج این تخمین به طور کلی قابل اتکا نمی باشد.

در ادامه نتایج حاصل از تخمین معادله برای بررسی ارتباط بین متغیرها به روش GLS در جدول نشان می دهد که؛ ضریب برآورد شده متغیر انعطاف پذیری مالی و متغیر تصمیمات سرمایه گذاری از لحاظ آماری معنی دار می باشند. لذا فرضیه اول تحقیق مبنی بر ارتباط مستقیم و معنی دار بین انعطاف پذیری مالی و توان سود سهام در شرکت های تولیدی بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته می شود و انعطاف پذیری مالی به عنوان یکی از فاکتورهای تأثیرگذار بر بازدهی سهام تلقی می گردد. همچنین طبق نتایج جدول فرضیه دوم مطالعه حاضر مبنی بر وجود ارتباط مستقیم بین تصمیمات سرمایه گذاری (نسبت مخارج سرمایه ای به دارایی های ثابت) با توان سود سهام در شرکت های تولیدی بورس اوراق بهادار تهران نیز پذیرفته می شود.

برای بررسی فرضیه سوم در مطالعه حاضر مبنی بر اینکه ارتباط بین انعطاف پذیری مالی با توان سود سهام در شرکت های با اندازه بزرگ و کوچک یکسان می باشد، از آزمون برابری میانگین های دو گروه استفاده شده و نتایج حاصل از انجام آزمون فوق در جدول نشان می دهد فرضیه مذکور مورد تأیید است چون سطح معنی داری ( $P=0/000$ ) کمتر از پنج درصد می باشد؛ بنابراین نحوه تأثیرگذاری انعطاف پذیری مالی بر توان سود سهام شرکت های تولیدی به اندازه شرکت بستگی داشته و در شرکت های کوچک و بزرگ یکسان نیست.

همچنین برای بررسی فرضیه چهارم مطالعه حاضر مبنی بر اینکه تأثیرگذاری متغیر تصمیمات سرمایه گذاری بر توان سود سهام در شرکت های تولیدی با اندازه بزرگ و کوچک یکسان است، از رویه فوق استفاده شده است و نتایج حاصل از آزمون برابری میانگین های دو گروه از شرکت ها در جدول نشان می دهد که؛ فرض آماری در این مورد نیز تأیید شده، زیرا سطح معنی داری آزمون فوق برابر ( $P=0/000$ ) می باشد؛ بنابراین نحوه تأثیرگذاری متغیر تصمیمات سرمایه گذاری بر توان سود سهام به اندازه شرکت ها بستگی داشته و در شرکت های کوچک و بزرگ یکسان نیست.

## ۱۰- پیشنهادهای کاربردی

- با توجه به یافته های پژوهش مبنی بر تأثیرگذاری مستقیم انعطاف پذیری مالی و تصمیمات سرمایه گذاری بر سود سهام شرکت ها مزاد بر بازدهی بازار سهام، پیشنهاد می گردد که مدیران و سیاست گذاران مالی شرکت ها از این ابزارها برای کسب بازدهی مزاد بر بازار و تعدیل بازدهی در مواقع مواجه با نوسانات و مشکلات غیر منتظره استفاده گردد.
- جهت رفع نیازهای مالی به مدیران عالی شرکت ها توصیه می شود که؛ از طریق ایجاد بدهی های برنامه ریزی شده البته با در نظر گرفتن ریسک و سایر جنبه های آن استفاده کنند.
- پیشنهاد می گردد که شرکت های کوچک و بزرگ از شیوه تأمین مالی و تصمیمات سرمایه ای یکسانی استفاده نکنند، زیرا تأثیرگذاری متغیرهای فوق بر سود متفاوت می باشد.

## منابع و مآخذ

- اسماعیل پور، مجید (۱۳۸۱). ملاحظات اساسی در فرآیند بودجه بندی سرمایه ای، مجله بورس شماره ۳۲. تهران، رضا، نوربخش، عسگر (۱۳۸۲). مدیریت سرمایه گذاری، انتشارات نگاه دانش.

جهان‌خانی‌ع، مرادی م (۱۳۷۵). بررسی نحوه‌ی تصمیم‌گیری خریداران سهام عادی در بورس اوراق بهادار تهران. مجموعه مقالات نخستین.

حسینی، محمد (۱۳۹۲). مطالعه تجربی رابطه بین حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری حسابداری. بررسی حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۳، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال.  
خوش‌طینت م، نمازی ز (۱۳۸۳). همبستگی شاخص‌های سنتی نقدینگی و شاخص‌های نوین نقدینگی. اقتصاد، مطالعات حسابداری، شماره ۷.

ژرف پیکان، رامونا (۱۳۸۵). عوامل مؤثر بر قیمت سهام در صنایع کانی‌های غیرفلزی. پایان‌نامه کارشناسی ارشد.  
سعیدی، علی؛ حسین زاده، موسی (۱۳۹۰). بررسی عوامل مؤثر بر بازدهی سهام شرکتهای تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۴.  
صفری محسن (۱۳۸۱). ارزیابی عملکرد شرکتهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران براساس شاخص‌های شارپ و ترینر. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.  
کفچه، پرویز (۱۳۸۰). بررسی اثبات عملکرد شرکتهای سرمایه‌گذاری پیشرفته در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.

Ball, R, S.P, Kothari & A, Robin (2000); "The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings"; Journal of Accounting & Economics; vol. 29; pp 1-52.

Basu, S. (1997). "The conservatism principle and the asymmetric timelines of earnings". Journal of Accounting and Economics 24: 3-37.

Beaver, W & S, Ryan (2004); "Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling"; online; <http://www.ssrn.com>

Byoun, S. (2008). "Financial flexibility and capital structure decision, SSRN Working Paper."

Chen, H., Jegadeesh, N., and Wermers, R. (2000). "The Value of Active Mutual Fund Management: An Examination of the Stockholdings and Trades of Fund Managers", Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 35, No. 3. pp: 343-368.

Daniel, N.D. Denis, D.J. Naveen, L. (2008). "Dividends, Investment, and Financial Flexibility". Drexel University LeBow College of Business, Purdue University Krannert School of Management, Temple University Lalitha Naveen Fox School of business, Working Paper available at: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

DeAngelo, H. DeAngelo, L. (2007). "Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility". Marshall School of Business. Working Paper available at <http://ssrn.com>.

Fama, Eugene. F., and Kenneth R. French. (1992). "The Cross-Section of Expected Stock Returns." Journal of Finance 47. pp. 427-465



- Fazzari, S., Hubbard, G., and Petersen, B. (1988). "Financing Constraints and Corporate Investment." *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 141-195.
- Gamba, A. & Triantis. A. (2008). "The value of financial flexibility." *The Journal of Finance*, 63(5), 263-296.
- Givoly, D., and C.K. Hayn. (2000). "The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative?" *Journal of Accounting and Economics* 29: 287-320.
- Graham, J. R. Harvey, C. (2001). "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field." *Journal of Financial Economics*, Vol. 61, pp. 187-243.
- Hayashi, F. (1982). "Tobin's Marginal Q and Average Q: A Neoclassical Interpretation." *Econometrica*, 50 (1): 213-224.
- Iatridis, G.E (2011). "Accounting disclosures, accounting quality and conditional and unconditional conservatism." *International Review of Financial Analysis*. 20 (2011) 88-102
- Jimmy, L. (2010). "The Role of Accounting Conservatism in Firms' Financial Decisions." Kellogg School of Management, Northwestern University.
- Klein April & Marquardt Carol (2006). "Fundamentals of Accounting Losses" *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 1, pp. 179-206
- Marchica, M. T. & Mura, R. (2007). "Cash Holding Policy and Ability to Invest: How Do Firms Determine Their Capital Expenditures?" Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Marion R. Hutchinson (2004). "An Analysis of the Association Between Firms' Investment Opportunities, Board Composition, and Firm Performance" *The University of Queensland- Accounting and Accountability*: February 25.
- Mcqueen G, torley S (1994). "Bubbles, Stok Returns, and Duration Dependence", *journal of Finncial and Quantitivf Analysis*, 29,379.
- Moses, O.D. 1987, "Income smoothing and incentives, Emperical tests using Accounting changes.", *The Accounting Review*, No, 2. April 358-375.

## **Investigating the effect of financial flexibility and investment decisions on the ability of dividends in companies**

---

### **Abstract**

Earning excess returns on market returns by considering other conditions like risk is one of the most important issues in decision making and financial planning. In fact, maximizing the profit and return of the shareholders by managing the resources and expenditures and implementing the correct policies of the tasks and objectives of financial management. In this research, the effect of financial flexibility and investment variables on the power of dividends in 248 companies from the companies listed in Tehran Stock Exchange using combined data (time series and cross-sectional combination), leverage ratio The firm's investments into fixed assets, stock price index, market price index and total assets of the company during the period of 1395-1400 have been evaluated and evaluated. The Relevant Model used to analyze the data in this study is to estimate the regression model using the panel's data econometric technique. In order to analyze the data and test the research hypotheses and find specific relationships among variables, inferential descriptive statistics and Eviews software have been used. As a linear model describes the relationship between the variables of financial flexibility and investment decisions on the power of dividends. The results of estimating the parameters in the regression model in the present study indicate that the estimated coefficient of independent variables is statistically significant. Therefore, the variables of financial flexibility and investment decisions in companies have the potential to affect the power of dividends but the effect of the above variables on the power of dividends in small and large companies is not the same.

### **Keywords**

Financial flexibility, financial investment decisions, dividend power, company size

---