

## بررسی ارتباط بین انعطاف پذیری مالی بر استراتژی سرمایه گذاری

رویا دارابی<sup>۱</sup>

مظاهر موسوی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۲/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۳/۰۳/۰۲

### چکیده

در این تحقیق به بررسی ارتباط بین انعطاف پذیری مالی بر استراتژی سرمایه گذاری پرداخته شد. نمونه آماری این تحقیق ۱۲۶ شرکت پذیرفته شده ما بین سالهای ۱۴۰۱-۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. جهت اندازه گیری انعطاف پذیری مالی از مدل سه مرحله ای گامبا و همکاران (۲۰۰۸) استفاده شد. همچنین جهت آزمون فرضیات از رگرسیون چندگانه و همچنین آزمون رتبه ای پیرسون استفاده شد. نتایج تحقیق نشان داد که انعطاف پذیری مالی بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر معنی داری دارد ولی بر استراتژی های مدیریت سرمایه در گردش تاثیرگذار نمی باشد. از طرفی دیگر انعطاف پذیری مالی با در نظر گرفتن نوع استراتژی استراتژی سرمایه در گردش شرکت ها بر کارایی سرمایه گذاری آنها تاثیرگذار نمی باشد.

### واژگان کلیدی

استراتژی سرمایه گذاری، انعطاف پذیری، سرمایه گذاری، کارایی سرمایه گذاری

۱- دانشیار، گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. [royadarabi110@yahoo.com](mailto:royadarabi110@yahoo.com)

۲- دانشجوی دکترا حسابداری گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.  
[mousavimazaher@gmail.com](mailto:mousavimazaher@gmail.com)

## مقدمه

با توجه به تحولاتی که در جهان امروز رخ داده است، خصوصاً در کشورهای در حال توسعه که با تهدیدات عدیده ای روبه رو می باشند، این کشورها، جهت حل مشکلات اقتصادی خود نیازمند راهکارهای مناسب جهت استفاده بهتر از امکانات و ثروتهای خدادادی خود می باشند. در این راستا یکی از راهکارهای مهم، بسط و توسعه سرمایه گذاری است (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۵). با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه گذاری، افزایش کارایی سرمایه گذاری از جمله مسائل بسیار با اهمیت می باشد. کارایی سرمایه گذاری مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت هایی که سرمایه گذاری در آن بیش تر از حد مطلوب انجام شده است ممانعت شود (جلوگیری از بیش سرمایه گذاری) و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت هایی که نیاز بیشتری به سرمایه گذاری دارد، هدایت گردد (جلوگیری از کم سرمایه گذاری). به طور کلی، کارایی سرمایه گذاری، به معنای پذیرش پروژه هایی با خالص ارزش فعلی مثبت، و منظور از ناکارایی سرمایه گذاری، انتخاب پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه گذاری بیش از حد) و یا عدم انتخاب فرصت های سرمایه گذاری (سرمایه گذاری کمتر از حد) است. از طرفی مدیریت سرمایه در گردش یکی از کارکردهای اصلی مدیریت مالی شرکتها می باشد که نشان دهنده توانایی شرکت در رابطه با انجام تعهدات کوتاه مدت می باشد. امروزه مدیریت سرمایه در گردش، که همان مدیریت بر منابع و مصارف جاری جهت حداکثرسازی ثروت سهامداران است، به عنوان بخشی از وظیفه مدیریت بر منابع و مصارف جاری جهت حداکثر سازی ثروت سهامداران است، به عنوان بخشی از وظیفه مدیریت مالی دارای اهمیت ویژه می باشد. با توجه به اینکه از یک طرف تعیین نوع و ترکیب مصارف شرکت (داراییها) و نیز تعیین نوع و ترکیب منابع شرکتها (بدهیها و حقوق صاحبان سهام) خطر و بازده مرتبط با خود را ایجاد می نماید، تعیین نوع و حجم سرمایه در گردش ضروری می باشد. میزان انعطاف پذیری مالی در دهه های اخیر مورد توجه بیشتر تحلیل گران مالی بوده است بنابراین این پژوهش سعی دارد به بررسی این موضوع بپردازد که آیا بین انعطاف پذیری مالی بر استراتژی سرمایه گذاری رابطه وجود دارد؟

## مبانی نظری

یکی از مهمترین بحث های مدیریت یک واحد انتفاعی، مدیریت سرمایه در گردش آن واحد انتفاعی است که نقش قابل توجهی در رشد و بقای واحد انتفاعی ایفا می کند. مدیریت سرمایه در گردش در دو گروه مدیریت دارای های جاری و مدیریت بدهی های جاری تقسیم می شود. ایجاد تعادل در دارایی های جاری و بدهی های جاری از اهمیت خاصی برخوردار است به طوریکه تصمیم گیری در مورد یکی بر روی دیگری تاثیر زیادی می گذارد. مدیریت سرمایه در گردش عبارت است از تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش به نحوی که ثروت سهامداران افزایش یابد. در اداره امور سرمایه در گردش یک واحد تجاری استراتژی های گوناگونی وجود دارد که از تلفیق استراتژی دارایی های جاری و استراتژی بدهی های جاری حاصل می شود. مدیریت سرمایه در گردش واحد تجاری در شرایط مختلف باید استراتژی های مناسبی را برای شرکت انتخاب نماید به نحو کارآمد دارای های جاری و بدهی های جاری را اداره نماید و تامین مالی اقتصادی صورت گیرد و بدین طریق بازده شرکت را بالا برده و ثروت سهامداران را حداکثر نماید. به عبارتی ارزش زایی مدیریت سرمایه در گردش بسیار حائز اهمیت است. اینگونه تصمیم ها اغلب تعهدات مالی عمده ای ایجاد می کند که با خط مشی ها و سیاستهای بلندمدت سازمانها نیز در ارتباط می باشد.

انعطاف پذیری مالی عبارت است از توانایی واحد تجاری در اقدام موثر برای تغییر میزان و زمان جریان های نقدی به گونه ای است که واحد تجاری بتواند در قبال رویدادها و فرصت های غیره منتظره واکنش نشان دهد. همچنین انعطاف پذیری مالی، واحد تجاری را قادر می سازد تا از فرصت های غیر منتظره سرمایه گذاری به خوبی بهره گیرد و در دورانی به حیات خود ادامه می دهد که جریان های نقدی حاصل از عملیات به عنوان مثال در نتیجه کاهش غیر منتظره در تقاضا برای محصولات تولیدی واحد تجاری در سطح پایین و شاید منفی قرار دارد. لذا پیش بینی می شود شرکت هایی که سودآوری بالایی دارند، از انعطاف پذیری مالی زیادی برخوردارند. این شرکت ها با فشار مالی کمی روبه رو هستند، سود انباشته زیادی جمع آوری می کنند و به منظور رفع نیازهای مالی از سیاست تامین مالی درون سازمانی (تقسیم سود) استفاده می کنند. همچنین شرکت هایی که سود انباشته کافی برخوردار نیستند، از انعطاف پذیری کمتری برخوردارند در نتیجه به منظور رفع نیازهای مالی از سیاست تامین مالی برون سازمانی استفاده می کنند که باعث افزایش اهرم مالی شرکت می شود. از طرفی نیز شرکتهای دارای انعطاف پذیری مالی میزان قدرت استقراض ذخیره ای برای خود نگه می دارند تا بتوانند در سالهای بعد از سیاست محافظه کاری سرمایه گذاری بیشتری کنند. همچنین شرکتهای منعطف می تواند بعد از یک دوره سیاست اهرمی پایین، راحتتر وجوه خود را برای تامین مالی پروژه هایشان بکار گیرند. و توانایی سرمایه گذاری آنها باید کمتر وابسته به وجوه داخلی باشد. و همچنین شرکتی که آینده بسیار خوبی دارد، ترجیح می دهد که سرمایه مورد نیاز را از طریق وام تامین کند، در حالی که شرکتی که آینده خوبی را پیش بینی نمی کند، ترجیح می دهد که سرمایه مورد نیاز خود را از طریق انتشار سهام تامین کند. تئوری هشداردهنده به این نتیجه می انجامد که شرکت ها باید ظرفیت بالقوه گرفتن وام برای خود را نگه دارند تا در صورت مساعد بودن شرایط (برای تامین مالی) اوراق قرضه منتشر کنند و نه این که به ناگزیر سهام عادی منتشر کنند و شرایط را نامساعد کنند. همچنین یکی از قابل تامل ترین و چالش بر انگیزترین مسائل عصر حاضر، بحث توسعه ی اقتصادی است؛ به گونه ای که تحقق آن به یکی از اهداف اساسی سیاست گذاری ها و تصمیم گیری های اقتصادی کشورها تبدیل شده است. از عوامل موثر بر رشد و توسعه ی پایدار اقتصادی، سرمایه گذاری موثر است. بدین منظور، یک واحد اقتصادی برای سرمایه گذاری در طرح های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهد (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). این امر، از طریق روش های ارزیابی طرح ها، از جمله ارزش فعلی خالص انجام می شود. طبق این روش، در یک یا چند طرح وقتی سرمایه گذاری انجام می گیرد که ارزش فعلی خالص آن طرح، مثبت باشد. از این رو، مسأله ی اصلی این پژوهش که تقبل طرح هایی با ارزش فعلی خالص منفی، منجر به سرمایه گذاری بیش از حد و صرف نظر کردن از طرح هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، منجر به سرمایه گذاری کم تر از حد می شود که عدم بهینه بودن سرمایه گذاری را به دنبال خواهد داشت (وردی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶)؛ زیرا مدیران باید به صورت بهینه و در طرح هایی سرمایه گذاری کنند که برای شرکت ارزش آفرینی کند؛ یعنی طرح هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، پذیرفته و طرح هایی با ارزش فعلی منفی، رد شود.

### مروری بر پیشینه پژوهش

محمدی و همکاران (۱۴۰۳) به مطالعه بررسی رابطه U شکل معکوس بین تامین مالی سرمایه در گردش و سودآوری با تاکید بر نقش اندازه شرکت و اهرم مالی با استفاده از روش GMM در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران

پرداختند. نتایج حاصل از بررسی نشان داد که بین تامین مالی سرمایه در گردش و سودآوری رابطه U شکل معکوس وجود دارد. همچنین رابطه U شکل معکوس بین تامین مالی سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ و در شرکت‌های با اهرم مالی بالا نسبت به سایر شرکت‌ها ضعیف‌تر است. به بیان دیگر رابطه بین سودآوری و تامین مالی از طریق سرمایه در گردش به وسیله اهرم مالی و اندازه شرکت تعدیل می‌شود و این تعدیل تا حد خاصی پیش رفته و از آن حد به بعد برعکس می‌شود، که این حد همان نقطه سربه سری رابطه U شکل است.

لاری دشت بیاض و مرندي (۱۴۰۳) به مطالعه رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف پذیری مالی: با استفاده از مدل ظرفیت مازاد بدهی پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن بود، زمانی که عضو هیئت مدیره شرکت‌ها علاوه بر نماینده دولت بودن، از اعضای موظف هیئت مدیره باشد، رابطه مثبتی بین ارتباطات سیاسی و انعطاف پذیری مالی (ظرفیت مازاد بدهی) وجود دارد. دیگر نتایج مطالعه حاکی از تأثیر منفی ارتباطات سیاسی بر اهرم شرکت‌ها بود. همچنین شواهد کمی در رابطه بین ارتباطات سیاسی و نسبت نقدی شرکت‌ها حاصل شد. در نهایت نتایج نشان داد که با افزایش سطح ارتباطات سیاسی، قابلیت وثیقه گذاری شرکت‌ها کاهش یافته و منجر به افزایش سطح انعطاف پذیری مالی شرکت‌ها می‌گردد.

موسوی (۱۴۰۲) به مطالعه ارزش انعطاف پذیری مالی و سیاست های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس پرداخت. نتایج بررسی های پژوهش حاکی از این موضوع است که شرکت هایی که انعطاف پذیری مالی را با ارزش تر در نظر می گیرند، سود سهام کمتری را پرداخت می کنند و باز خرید سهام را به سود سهام ترجیح می دهند. نسبت های اهرمی پایین تری دارند و تمایل به انباشته کردن وجه نقد بیشتر دارند.

نقاشان، سمیه (۱۴۰۲) به مطالعه بررسی تاثیر انعطاف پذیری مالی بر ناتوانی مالی با کمک رگرسیون پرداخت. یافته ها نشان داد که بین انعطاف پذیری مالی با ناتوانی مالی شرکت های تولیدی محصولات ورزشی رابطه ای معنادار و معکوس وجود دارد. بر اساس نتایج تحقیق شرکت های ورزشی برای فرار از ناتوانی مالی باید همواره انعطاف پذیری مالی خود را بهبود دهند. با توجه به پیشرفت مستمر دانش و ریسک های موجود شرکت ها برای ماندن در صحنه رقابت نمی توانند از سیاست های حفظ انعطاف پذیری دوری گزینند.

ملکیان و همکاران (۱۴۰۲) به مطالعه شوک نقدینگی، انعطاف پذیری مالی و سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته های تحقیق نشان می دهد ارزش نهایی وجه نقد و ظرفیت بدهی استفاده نشده بر سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام تأثیر معناداری ندارد. همچنین شوک نقدینگی تأثیری بر ارتباط بین ارزش نهایی وجه نقد و ظرفیت بدهی استفاده نشده بر سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام ندارد. بر اساس نتایج بدست آمده، در توجیه رابطه مثبت بین ارزش نهایی وجه نقد و سرعت تعدیل سود تقسیمی می توان گفت هر شرکتی که انعطاف پذیری مالی بالاتری داشته باشد، در مجموع با ریسک کمتری مواجه بوده و موجب بهبود عملکرد مدیران هنگام استفاده از فرصت های رشد و سرمایه گذاری شده و در نهایت هموارسازی سود تقسیمی آنها بالاتر است. همچنین در توجیه رابطه منفی بین ظرفیت بدهی استفاده نشده و سرعت تعدیل سود تقسیمی می توان گفت هر شرکتی که ظرفیت بدهی استفاده نشده بالاتری داشته باشد، هموارسازی سود تقسیمی آنها پایین تر است.

محمدزاده و فلاح (۱۴۰۲) به مطالعه بررسی ارتباط بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتیجه تحقیق نشان داد بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

دموری و همکاران<sup>۲</sup> (۱۴۰۲) به مطالعه بررسی تاثیر انعطاف پذیری مالی، کارآیی مدیریتی و چرخه عمر بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که انعطاف پذیری مالی و کارایی مدیریتی تأثیری مثبت و معنی داری بر عملکرد مالی شرکتها دارد. همچنین پس از تفکیک شرکتها به مراحل مختلف چرخه عمر، کارایی مدیریت در مرحله افول چرخه عمر شرکتها به ترتیب تاثیر را بر روی عملکرد دارد. در حالی که در مرحله رشد و سپس بلوغ، کارایی مدیریت دارای کمترین تاثیر می‌باشد. بیشترین تاثیر انعطاف پذیری مالی بر عملکرد مالی شرکت به ترتیب در مراحل بلوغ، افول و رشد می‌باشد. بررسی تاثیر همزمان و تعاملی انعطاف پذیری مالی و کارآیی مدیریت بر عملکرد مالی شرکت نشان می‌دهد که اگر تاثیر یکی از آنها ضعیف باشد و دیگری موثر و کارا باشد، در این صورت همانند چتری دیگری را پوشش می‌دهد.

راپ و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان ارزش انعطاف پذیری مالی و سیاستهای مالی شرکتی بایک رویکرد جدی در اندازه گیری ارزشی که سهامداران شرکت به انعطاف پذیری مالی می‌دهند، تأثیر این شاخص را بر سیاستهای مالی شرکت بررسی کرده اند. نتایج آنها نشان داد که بین ارزش انعطاف پذیری مالی و پرداخت سود تقسیمی و مقدار سود سهام رابطه مستقیمی وجود دارد و شرکتها با ارزش انعطاف پذیری مالی بالا، بازخورد سهام برای آنها اهمیت بالاتری دارد و نسبت بدهی کمتری انتخاب میکنند و در نهایت شرکتهایی با ارزش انعطاف پذیری مالی بالاتر ذخایر نقدی بیشتری را نگهداری میکنند.

ژیادونگ و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۱) به بررسی نقش انعطاف پذیری مالی در توسعه پایدار بر عملکرد شرکت در طول بحران بیماری کوید با توجه به دارایی های مشهود پرداختند. نتایج آنها نشان داد که انعطاف پذیری مالی نقدی و بدهی در توسعه پایدار می تواند در طول بحران بیماری کوید بر عملکرد شرکت ها و دارایی های مشهود تأثیر گذار باشد. یانگ و جیان<sup>۵</sup> (۲۰۲۰) در پژوهش خود با عنوان ارزش انعطاف پذیری مالی در کشورهای در حال توسعه با ارزیابی اثر انعطاف پذیری مالی بر توانایی های سرمایه گذاری و حساسیتهای تأمین مالی در طول بحران ۲۰۰۸ دریافتند که انعطاف پذیری مالی بر ارزش شرکت به ویژه در طول بحران مالی میافزاید و شرکتها منطف زیان کمتری خواهند دید. همچنین نتایج آنها نشان داد که انعطاف پذیری مالی پرداختهای حقوق صاحبان سهام را کاهش و ذخایر نقدی را افزایش می‌دهد.

محمود و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۱۹) به بررسی تأثیر اهرم مالی و اندازه شرکت بر رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت‌های چینی طی بازه زمانی ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۷ پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که در شرکت‌های کوچک و دارای سطوح پایین اهرم مالی رابطه معکوس U شکل بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری وجود دارد. ولی این رابطه در شرکت‌های بزرگ و دارای سطوح بالای اهرم مالی U شکل است.

2 Rapp et al

3 Xiaodong

4 Yung & Jian

5 Mahmood, F, et al.

## فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: انعطاف پذیری مالی بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر معنی داری دارد.

فرضیه دوم: انعطاف پذیری مالی بر استراتژی‌های سرمایه در گردش (استراتژی جسورانه، میانه رو، محافظه کارانه) تاثیر معنی داری، دارد.

فرضیه سوم: انعطاف پذیری مالی با در نظر گرفتن نوع استراتژی سرمایه در گردش شرکت‌ها بر کارایی سرمایه گذاری آنها موثر می باشد.

## روش شناسی پژوهش

پژوهش انجام شده از نظر ماهیت و محتوایی همبستگی میباشد. انجام پژوهش در چارچوب استدلالهای استقرایی صورت گرفته است و با توجه به مطالب ذکر شده، پژوهش حاضر بر اساس ماهیت در زمره پژوهشهای توصیفی (غیرآزمایشی) و همبستگی و از نوع تحلیل رگرسیون چند متغیره است که در این رابطه تعداد ۱۲۶ شرکت، به عنوان جامعه هدف میباشد، که تماماً در نمونه مورد بررسی قرار گرفتند. این بررسی طی بازه زمانی ۱۳۹۲ لغایت ۱۴۰۱ انجام شد. پس با توجه به تعداد نمونه و انجام آزمون نرمال، در این پژوهش از روشهای آماری پارامتریک استفاده شد. پژوهش حاضر، از نوع پژوهشهای پس رویدادی است که در این روش، داده ها از محیطی به طور طبیعی که حاصل نتیجه و وقایع گذشته هستند، جمع آوری و تجزیه و تحلیل شده اند. برای استخراج اطلاعات گذشته مربوط به جامعه مورد بررسی از صورتهای مالی هر یک از شرکتهای بورسی استفاده شد. برای خالص کردن داده ها و اطلاعات و برای محاسبه متغیرهای پژوهش، از نرم افزار Excel و برای آزمون فرضیه ها از نرم افزار Spss و Eviews استفاده شد.

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

آمار توصیفی پژوهش حاضر که شامل میانگین، میانه، حداکثر، حداقل، انحراف معیار، چولگی و ضریب کشیدگی می باشد به شرح جدول (۱) است.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرها

متغیر	تعداد مشاهدات	مینیمم	ماکزیمم	میانگین	انحراف معیار	واریانس	چولگی	کشیدگی
کارایی سرمایه گذاری	۷۵۶	-۰,۲۹	۰,۴۳	۰,۱۶۲۸	۰,۲۲۲۶۰	۰,۰۵۰	-۲,۷۳۰	۸,۲۷۲
انعطاف پذیری	۷۵۶	-۰,۲۸	۰,۳۸	۰,۰۱۸۷	۰,۲۷۰۴۷	۰,۰۷۳	۰,۱۷۸	۲,۰۲۱
اندازه شرکت	۷۵۶	۴,۲۶	۸,۲۶	۵,۹۶۶۶	۰,۷۰۳۱۷	۰,۴۹۴	۰,۷۱۳	۰,۹۴۵
مالکیت نهادی	۷۵۶	۰,۱۳	۱,۰۰	۰,۵۳۴۱	۰,۳۱۶۳۱	۱,۰۰	-۰,۳۰۸	-۱,۳۱۰
عمر شرکت	۷۵۶	۱,۰۰	۴۶,۰۰	۱۵,۵۲۳۸	۸,۰۱۲۴۵	۶۴,۱۹۹	۱,۳۲۶	۱,۹۰۵
استراتژی مدیریت سرمایه در گردش	استراتژی جسورانه		میانه رو		محافظه کارانه		نامشخص	
	تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد
	۱۰۰	۱۳,۲	۲۱۱	۲۷,۹	۷۷	۱۰,۲	۳۶۸	۴۸,۷

## آزمون فرضیه‌های پژوهش نتایج آزمون فرضیه ی اول

فرضیه اول بیان می دارد: انعطاف پذیری مالی بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر معنی داری دارد. در همین راستا با توجه به مبانی نظری مطرح شده الگویی متشکل از یک سری متغیر مستقل تدوین شد. قبل از برآزش الگو، آزمون تشخیصی F لیمر برای انتخاب از بین الگوهای داده های تلفیقی یا الگوی داده های تابلویی با اثرات ثابت با استفاده از نرم افزار Eviews می گردد که در ادامه نتایج کلی آزمون فوق در جدول زیر ارائه می گردد.

### جدول ۲. نتایج آزمون فرضیه اول

نام متغیر	ضرایب	آماره t	سطح معنی داری
مقدار ثابت	۱,۵۲۴۳۳۸	۳۱,۱۵۴۱۷	۰,۰۰۰۰
انعطاف پذیری	۰,۰۲۷۰۶۰	۲,۳۵۰۹۸۶	۰,۰۱۹۰
اندازه شرکت	-۰,۲۲۷۳۷۵	-۲۸,۰۸۶۰۶	۰,۰۰۰۰
مالکیت نهادی	۰,۰۰۰۷۰۲	۰,۰۳۹۰۶۳	۰,۹۶۸۹
عمر شرکت	-۰,۰۰۰۳۳۶	-۰,۴۷۶۸۵۷	۰,۶۳۳۶
ضریب تعیین	R Squar		۰,۵۱۹۸۳۵
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square		۰,۵۱۷۲۷۸
دوربین واتسون	Dorbin-Watson		۱,۹۴۳۵۲۸
آماره F	۲۰۳,۲۶۱۵		sig. ۰,۰۰۰
ناهمسانی واریانس	۳,۲۲۲۶۸۰		sig. ۰,۰۰۰
آماره H- hausman	۱۳۸,۷۶۵۴۴۲		sig. ۰,۰۰۰
آماره F-limer	۱۲,۲۶۹۱۶۷		sig. ۰,۰۰۰

با توجه به نتایج آزمون فرضیه ی اصلی اول که در جدول (۲) ارائه شده است، سطح معناداری آماره Flimer (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش داده های پانلی نسبت به روش داده های پولد ارجحیت دارد. همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری آماره H- hausman (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش رگرسیون با اثرات ثابت نسبت به روش رگرسیون با اثرات تصادفی ارجحیت دارد. همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری آماره F- white، ۰/۰۰۰ بوده، این موضوع بیانگر این است که رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس می باشد. بنابراین پس از رفع مشکل ناهمسانی واریانس رگرسیون پردازش شده است. همچنین چنانچه مشاهده می شود میزان دوربین واتسن مابین ۱/۵ و ۲/۵ می باشد (۱,۹۴۳) بنابراین می توان بیان داشت که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد در مرحله بعد با توجه به اینکه آماره F (۰/۰۰۰) دارای سطح معناداری زیر (۵ درصد) می باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. همچنین چون سطح معناداری همچنین چون سطح معناداری انعطاف پذیری (متغیر مستقل) کمتر از ۵ درصد می باشد، بنابراین می توان گفت که انعطاف پذیری مالی بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر معنی داری دارد.

### نتایج آزمون فرضیه ی دوم

فرضیه دوم بیان می دارد که انعطاف پذیری مالی بر استراتژی های سرمایه در گردش تاثیر معنی داری دارد. برای آزمون وجود تاثیر انعطاف پذیری مالی بر استراتژی های سرمایه در گردش از ضریب همبستگی رتبه ای اسپیرمن استفاده می شود. دلیل این امر این است که این آماره آزمون می تواند رابطه مرتبه ای بین متغیر کمی و رتبه ای را اندازه گیری کند (افشانی و همکاران، ۱۳۸۸) با توجه به نگاره ضریب همبستگی، مقدار احتمال ضریب همبستگی بین استراتژی های سرمایه در گردش و انعطاف پذیری از ۰/۰۵۰ بزرگتر است. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ وجود ارتباط معنی داری بین استراتژی سرمایه در گردش و انعطاف پذیری مالی مورد تایید قرار نمی گیرد و این معنی رد فرضیه دوم می باشد. نتیجه آزمون آماری در جدول ۳ مشاهده می گردد.

### جداول ۳. آزمون فرضیه دوم

استراتژی سرمایه در گردش			انعطاف پذیری مالی
نتیجه گیری	مقدار احتمال (P-) (value)	ضریب همبستگی (r)	
رابطه معنی دار وجود ندارد	۰,۴۷۷	۰,۰۲۶	اسپیرمن رتبه ای

### نتایج آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم بیان می دارد: انعطاف پذیری مالی با در نظر گرفتن نوع استراتژی استراتژی سرمایه در گردش شرکت ها بر کارایی سرمایه گذاری آنها موثر می باشد. در همین راستا با توجه به مبانی نظری مطرح شده الگویی متشکل از یک سری متغیر مستقل تدوین شد. قبل از برازش الگو، آزمون تشخیصی F لیمر برای انتخاب از بین الگوهای داده های تلفیقی یا الگوی داده های تابلویی با اثرات ثابت با استفاده از نرم افزار Eviews می گردد که در ادامه نتایج کلی آزمون فوق در جدول زیر ارائه می گردد.

### جدول ۴- نتایج آزمون فرضیه سوم

نام متغیر	ضرایب	آماره t	سطح معنی داری
مقدار ثابت	۱,۵۱۳۱۰۷	۳۰,۴۱۱۲۹	۰,۰۰۰۰
انعطاف پذیری	-۰,۰۰۵۰۴۶	-۰,۱۴۷۴۵۷	۰,۸۸۲۸
استراتژیهای سرمایه در گردش	۰,۰۰۸۱۶۳	۱,۰۲۳۹۶۴	۰,۳۰۶۲
انعطاف پذیری مالی * استراتژیهای سرمایه در گردش	۰,۰۲۹۸۱۲	۰,۹۹۳۹۱۸	۰,۳۲۰۶
اندازه شرکت	-۰,۲۲۶۸۲۶	-۲۷,۹۹۱۵۲	۰,۰۰۰۰
مالکیت نهادی	-۰,۰۰۰۴۷۳	-۰,۰۲۶۲۵۲	۰,۹۷۹۱
عمر شرکت	-۰,۰۰۰۴۴۴	-۰,۶۲۴۳۰۷	۰,۵۳۲۶
ضریب تعیین	R Squar	۰,۵۲۱۲۴۷	
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square	۰,۵۱۷۴۱۲	
دوربین واتسون	Dorbin-Watson	۲,۰۰۹۱۷۳	

نام متغیر	ضرایب	آماره t	سطح معنی داری
آماره F	۱۳۵,۹۱۳۴		sig. ۰,۰۰۰
ناهمسانی واریانس	۳,۲۲۲۶۸۰		sig. ۰,۰۰۰
آماره H- hausman	۱۳۸,۵۱۶۲۶۶		sig. ۰,۰۰۰
آماره F-limer	۱۲,۲۸۰۷۹۸		sig. ۰,۰۰۰

با توجه به نتایج آزمون فرضیه ی سوم که در جدول (۴) ارائه شده است، سطح معناداری آماره Flimer (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش داده های پانلی نسبت به روش داده های پولد ارجحیت دارد. همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری آماره H- hausman (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش رگرسیون با اثرات ثابت نسبت به روش رگرسیون با اثرات تصادفی ارجحیت دارد. همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری آماره F- white، ۰/۰۰۰ بوده، این موضوع بیانگر این است که رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس می باشد. بنابراین پس از رفع مشکل ناهمسانی واریانس رگرسیون پردازش شده است. همچنین چنانچه مشاهده می شود میزان دوربین واتسن مابین ۱/۵ و ۲/۵ می باشد (۲,۰۰۲) بنابراین می توان بیان داشت که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد در مرحله بعد با توجه به اینکه آماره F (۰/۰۰۰) دارای سطح معناداری زیر (۵ درصد) می باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. همچنین چون سطح معناداری همچنین چون سطح معناداری انعطاف پذیری\* استراتژیهای سرمایه در گردش (متغیر مستقل) بیشتر از ۵ درصد می باشد، بنابراین می توان گفت که انعطاف پذیری مالی با در نظر گرفتن نوع استراتژی استراتژی سرمایه در گردش شرکت ها بر کارایی سرمایه گذاری آنها موثر نمی باشد.

### نتیجه گیری

همانگونه که بیان گردید افزایش کارایی سرمایه گذاری شرکتها یکی از عوامل مهم در افزایش بازده و همچنین جایگاه شرکت در بورس اوراق بهادار می باشد. کارایی سرمایه گذاری به معنای سرمایه گذاری وجود موجود در پروژه هایی با خالص جریان وجه نقد مثبت می باشد. عوامل متعددی بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر گذار می باشد یکی از این عوامل انعطاف پذیری مالی می باشد. محققان بر این باورند که شرکتهایی که دارای انعطاف پذیری مالی بالایی می باشد به دلیل آسوده خیال بودن از نظر تامین مالی در پروژه های سودآور تری سرمایه گذاری می کنند که این موضوع باعث افزایش کارایی سرمایه گذاری شرکتها می گردد

همانطور که بیان شد به طور کلی مدیریت سرمایه در گردش بیانگر سیاستها و تصمیماتی است که در بخش سرمایه در گردش به منظور تغییر در انواع دارایی های جاری و منابع تامین مالی کوتاه مدت اعمال می شود. در اداره امور سرمایه در گردش یک واحد تجاری استراتژی های گوناگونی وجود دارد که از تلفیق استراتژی داراییهای جاری و استراتژی بدهی های جاری حاصل می شود. مدیریت سرمایه در گردش واحد تجاری در شرایط مختلف باید استراتژیهای مناسبی را برای شرکت انتخاب کند تا قوی تر باشد به نحو کارآمدی دارایی های جاری و بدهی های جاری را اداره نماید. بدین طریق بازده شرکت افزایش و ثروت سهامداران حداکثر می گردد. در استراتژی میانه رو در استراتژی محافظه کارانه، نسبت سرمایه در گردش خالص بالا خواهد بود و قدرت نقدینگی بیش از حد بالاست و در این حالت مدیریت می کوشد تا نسبت نقدینگی (آنی) و نسبت جاری شرکت رابه مقیاسی برساند که از مقادیر متعلق به متوسط

صنعت بالاتر و همزمان بدهی جاری آن پایین تر می باشد. در مقابل استراتژی جسورانه سعی می کند که با داشتن کمترین میزان داراییهای جاری، بیشترین استفاده را از بدهی های جاری ببرد. مدیر مالی شرکتی که سیاستی جسورانه در پیش می گیرد می کوشد تا مقدر این نسبت را کاهش دهد، در صدد بر می آید تا نسبت جاری و آنی را به مقداری برساند که از متوسط صنعت کمتر و چه بسا سرمایه در گردش خالص شرکت را منفی کند و میزان بدهی جاری را افزایش دهد. استراتژی میانه رو حد متعادل استفاده از داراییهای جاری و بدهی های جاری است و ریسک معقول را می پذیرد. از طرفی دیگر مدیریت می کوشند سطح وام های کوتاه مدت را به حداکثر برساند و دارایی های جاری خود را از محل این وام ها تامین کند. اگر سطح وام های کوتاه مدت یک شرکت به حداکثر برسد خطر احتمال اینکه شرکت نتواند به موقع آنها را بازپرداخت کند افزایش خواهد یافت. و وقتی بازار با کمبود پول و اعتبار مواجه است گرفتن وام های کوتاه مدت به آسانی میسر نمی شود و هزینه آن بالا خواهد رفت. مدیر محافظه کار نیز می کوشد تا در ساختار مالی شرکت، میزان وامهای کوتاه مدت را به حداقل برساند. و برای تهیه دارایی های جاری، از وام های بلند مدت که بهره شناور دارند، استفاده می کند. شرکتی که وام های کوتاه مدت را به حداقل ممکن می رساند احتمال ریسک ورشکستگی و ناتوانی در پرداخت به موقع وام ها را به شدت کاهش می دهد. همچنین استفاده از وام های بلند مدت و حقوق صاحبان سهام به جای وام های کوتاه مدت باعث افزایش هزینه سرمایه و کاهش نرخ بازده سهامداران شرکت می شود. با توجه به مطالب ارائه شده انتخاب چنین استراتژی هایی به توان مالی شرکتها و همچنین انعطاف پذیری مالی شرکتها بستگی دارد زمانی که شرکتها دارای انعطاف پذیری مالی بالایی می باشند مدیران از استراتژی های جسورانه تری استفاده می کنند که این کار باعث افزایش عملکرد شرکتها می گردد در این تحقیق انتظار می رفت با افزایش انعطاف پذیری مالی شرکتها استراتژیهای سرمایه در گردش ایشان نیز تغییر کند که در این تحقیق چنین رابطه ای یافت نشد.

### پیشنهادات حاصل از یافته های پژوهش

با توجه به نتایج تحقیق که بیان داشت که انعطاف پذیری مالی بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر معنی داری دارد لذا پیشنهاد می شود مدیران شرکتها در هنگام سرمایه گذاری انعطاف پذیری مالی واحد خود را نیز در نظر بگیرند تا سرمایه گذاری موفق داشته باشند.

با توجه به نتایج تحقیق که نشان داد بین انعطاف پذیری مالی و استراتژی سرمایه در گردش رابطه معنی داری وجود ندارد و همانگونه که در نتیجه گیری بیان داشته شد بیشتر مدیران از یک نوع استراتژی استفاده می کنند و به انعطاف پذیری خود توجه نمی کنند لذا پیشنهاد می شود برای عملکرد بهتر خود در تعیین استراتژی سرمایه در گردش، انعطاف پذیری مالی را نیز به عنوان عنصر مهم در نظر بگیرند.

با توجه به اینکه نتایج تحقیق که بیان داشت که انعطاف پذیری مالی بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر معنی داری دارد لذا سهامداران و اعتبار دهندگان در جهت سرمایه گذاری مطمئن پیشنهاد می گردد در خرید سهام و سرمایه گذاریهای خود انعطاف پذیری شرکتها را نیز مد نظر قرار دهند.

با توجه به اینکه نتایج تحقیق که بیان داشت که انعطاف پذیری مالی بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر معنی داری دارد لذا به مدیران بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود در رتبه بندی شرکتها انعطاف پذیری مالی را نیز به عنوان معیاری مهم در نظر بگیرند.

با توجه به اینکه کارایی سرمایه گذاری معیارهای مختلفی را شامل می شود لذا پیشنهاد می شود از دیگر معیارهای کارایی سرمایه گذاری مانند کارایی سرمایه گذاری بر اساس سرمایه گذاری های بلند مدت برای انجام تحقیقی مشابه استفاده گردد.

با توجه به یافته های تحقیق بررسی رابطه بین استراتژی سرمایه در گردش و نوسانات قیمت سهام نیز می تواند در بسط مبانی نظری این موضوع مفید باشد.

## منابع

دموری، داریوش، گارمانده ی اندانی، علی (۱۴۰۲) بررسی تاثیر انعطاف پذیری مالی، کارآیی مدیریتی و چرخه عمر بر عملکرد مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه راهبرد مدیریت مالی. دانشگاه الزهراء. سال یازدهم، شماره چهل و یکم، تابستان ۱۴۰۲ صفحات ۹۷-۱۲۸

محمدی، رحیم، شیخ، محمدجواد، سیرانی، محمد & مردانه، مریم. (۱۴۰۳). بررسی رابطه U شکل معکوس بین تامین مالی سرمایه در گردش و سودآوری با تاکید بر نقش اندازه شرکت و اهم مالی با استفاده از روش GMM در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران. دانش سرمایه گذاری. 13(51), 157-176,

محمدزاده م & .، فلاح ر. (۱۴۰۲). بررسی ارتباط بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری. 7(25), 467-480,

<https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/2019>; Retrieved

مدرس، ا؛ حصارزاده، ر.، ۱۳۸۷. کیفیت گزارش گری مالی و کارایی سرمایه گذاری. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۲. صص ۸۵-۱۱۶.

موسوی، سیدعلیرضا (۱۴۰۲). ارزش انعطاف پذیری مالی و سیاست های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس. فصلنامه کمی در مدیریت.

لاری دشت بیاض، محمود & مرندی، زکیه. (۱۴۰۳). بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف پذیری مالی: با استفاده از مدل ظرفیت مازاد بدهی. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. 13(52), 153-172,

نقاشان، سمیه (۱۴۰۲) بررسی تاثیر انعطاف پذیری مالی بر ناتوانی مالی با کمک رگرسیون. چشم انداز حسابداری و مدیریت پاییز ۱۴۰۲، دوره ششم - شماره ۸۴ (جلد اول) (۹) صفحه - از ۲۷۳ تا ۲۸۱.

امیری، اصغر، رضائی، نادر، پاک مرام، عسگر & عبدی، رسول. (۱۴۰۲). نقش انعطاف پذیری در کیفیت حسابرسی. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. 12(47), 79-92,

Rapp, S; Schmid, T; & Urban, D (2021), "The Value of Financial Flexibility and Corporate Financial Policy", Journal of Corporate Finance, 29, PP. 288-302.

Xiaodong. T. Bao-Guang. Ch. and Kun-Shan. W. (2021). The Role of Financial Flexibility on Enterprise Sustainable Development during the COVID-19 Crisis—A Consideration of Tangible Assets. Assets. Sustainability 2021, 13, 1245.

Yung, K& Jian, Y (2020), "The Value of Corporate Financial Flexibility in Emerging Countries", Journal of Multinational Financial Management, 32-33, PP. 25-41.

## **Investigating the Relationship between Financial Flexibility and Investment Strategy**

---

---

### **Abstract**

In this research, the relationship between financial flexibility and investment strategy was examined. The statistical sample of this research is our 126 accepted companies between 2013-2022 in the Tehran Stock Exchange. To measure financial flexibility, the three-stage model of Gamba et al. (2008) was used. Also, multiple regression and Pearson's rank test were used to test the hypotheses. The research results showed that financial flexibility has a significant effect on investment efficiency, but it does not affect working capital management strategies. On the other hand, financial flexibility does not affect the efficiency of their investment, considering the type of strategy of the working capital strategy of the companies.

### **Keywords**

Investment Strategy, Flexibility, Investment, Investment Efficiency

---