

انعطاف پذیری مالی، ساختار سرمایه و نقش ریسک بازار (مطالعه موردی شرکت های بورس اوراق بهادار تهران)

فاطمه رحمانی اصل^۱

ابراهیم قدیم خانی^{۲*}

ولی خدادادی^۳

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۴/۲۱ تاریخ چاپ: ۱۳۹۸/۰۴/۲۸

چکیده

این تصور وجود دارد که انعطاف پذیری مالی در توسعه تصمیمات مالی شرکت در بازار بسیار مهم است. انعطاف پذیری مالی توسط محققین به عنوان یک جز مهم از ساختار سرمایه در نظر گرفته شده است، همچنین نگرش مدیران نسبت به ریسک باید نقش کلیدی در تعیین تصمیمات شرکت داشته باشد. از این رو در پژوهش حاضر به بررسی انعطاف پذیری مالی، ساختار سرمایه و نقش ریسک بازار مطالعه موردی شرکت های بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. روش پژوهش استفاده شده در این مطالعه روش کمی است. این پژوهش کاربردی بوده و با توجه به نوع هدف توصیفی و از گونه علی معلولی است. بازه زمانی این پژوهش از سال های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۷ بوده که ۱۰۱ شرکت با توجه به حذف سیستماتیک انتخاب گردید و با توجه به موضوع، مدل ها، بیان مساله و فرضیه های پژوهش تدوین و با استفاده از مدل رگرسیونی چندگانه یا چند متغیر با نرم افزارهای STATA14 و Eviews8 مورد بررسی قرار گرفته اند که نتایج پژوهش نشان می دهد بین انعطاف پذیری مالی شرکت با ساختار سرمایه رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد و همچنین نقش ریسک بازار سهام بر رابطه انعطاف پذیری مالی و ساختار سرمایه یک نوع رابطه تعدیل گری دارد.

واژگان کلیدی

انعطاف پذیری مالی، ساختار سرمایه، ریسک بازار، بورس اوراق بهادار تهران.

^۱ کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، دانشگاه شهید چمران اهواز، ایران. (rahmanifateme941@ymail.com)

^۲ کارشناس ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی آفاق ارومیه، ایران. (نویسنده مسئول: Ebi.ghdm@gmail.com)

^۳ دانشیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، دانشگاه شهید چمران اهواز، ایران. (vkhodadadi@scu.ac.ir)

۱. مقدمه

این تصور وجود دارد که انعطاف‌پذیری مالی^۱ در توسعه تصمیمات مالی شرکت در بازار بسیار مهم است. از لحاظ مالی، انتظار می‌رود که شرکت‌های انعطاف‌پذیر قادر به غلبه بر شوک‌های خارجی منفی نسبت به شرکت‌های غیر انعطاف‌پذیر باشند. انعطاف‌پذیری مالی توسط محققین به عنوان یک جز مهم از ساختار سرمایه^۲ در نظر گرفته شده است (گریگوری^۳، ۲۰۲۰). همچنین نگرش مدیران نسبت به ریسک باید نقش کلیدی در تعیین تصمیمات شرکت داشته باشد (مارتین و همکاران^۴، ۲۰۱۹). نظرسنجی از مدیر ارشد مالی شرکت نشان می‌دهد که دستیابی به انعطاف‌پذیری مالی یک هدف مهم در تصمیمات مالی شرکت است. به شرکت‌ها پیشنهاد شده است که به عمد ظرفیت بدهی بلا استفاده را حفظ کنند تا دسترسی به منابع کم هزینه سرمایه خارجی را حفظ کنند تا از هزینه‌های اضطراری مالی در مواجهه با شوک‌های منفی جلوگیری شود و در صورتی که فرصت‌های سودآور بوجود آید، سرمایه‌گذاری کنند (گریگوری، ۲۰۲۰). اهرم مالی شرکت‌های دارای محدودیت مالی بیشتر نسبت به انتظارات از شوک‌های تحت الگوی انعطاف‌پذیری مالی حساس‌تر است. هرچه ریسک یک شرکت قادر به پاسخگویی به یک شوک آینده از طریق دسترسی به بازارهای سرمایه باشد، ظرفیت بدهی که باید امروزه حفظ شود و بنابراین اهرم فشار پایین‌تر است (گان و خیا^۵، ۲۰۱۹).

شواهد غیرمستقیم و حمایت نظری در زمینه الگوی انعطاف‌پذیری مالی وجود دارد که انتظار مدیر یک شرکت در مورد تغییرات آتی در فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت در تعیین ساختار سرمایه شرکت نقش کلیدی ایفا می‌کند. انعطاف‌پذیری مالی به عنوان توانایی شرکت برای استفاده از یک شوک مثبت (منفی) در مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری تعریف می‌شود (لامبرینوداکیس و همکاران^۶، ۲۰۱۹). از لحاظ نظری یکی از پیش‌بینی‌های اصلی الگوی انعطاف‌پذیری مالی است که اهرم مالی شرکت با انتظارات در مورد شوک‌های آینده به مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت ارتباط معکوس دارد. این به این دلیل است که در موردی که یک شوک سرمایه‌گذاری مورد انتظار است، شرکت فعالانه عمل می‌کند و قدرت نفوذ خود را برای حفظ ظرفیت بدهی بیشتر برای رسیدن به وام مورد انتظار آینده خود کاهش می‌دهد (مارتین و همکاران، ۲۰۱۹).

نقش اساسی بازارهای مالی، کاهش هزینه تامین سرمایه و افزایش بازدهی سرمایه از طریق متنوع‌سازی سبد دارایی است، از طرفی دیگر می‌توان نقش بازارهای مالی را جمع‌آوری منابع مالی با کمترین هزینه و در دسترس قرار دادن آن‌ها برای نیازهای سرمایه‌گذاری و ایجاد تحرک مناسب در منابع مالی بیان کرد. بازارهای مالی امکان مبادلات و جابه‌جایی منابع مالی را در کمترین زمان ممکن، با کمترین هزینه، بیشترین سرعت و کارایی فراهم می‌کنند (صادقی و همکاران، ۱۳۹۵). حال با توجه به این که تاکنون مطالعه و پژوهشی دقیق در خصوص موضوع پژوهش حاضر در کشور انجام نشده است، همچنین تحقیقات بازار سرمایه کاربردی بوده و مورد استفاده تحلیل‌گران، اساتید و دانشجویان رشته‌های مالی قرار می‌گیرد و می‌تواند از منظر بورس اوراق بهادار تهران حائز اهمیت باشد، بر این اساس ضروری به نظر می‌رسد پژوهشی با

1. Financial Flexibility

2. Capital Structure

3. Gregory

4. Martin & et al

5. Gan & Xia

6. Lambrinoudakis & et al

موضوع بررسی رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و ساختار سرمایه و ریسک بازار در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران انجام شود.

۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

مباحث تئوریک 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 را به حداکثر رسانیده و در مقابل هزینه منابع تامین مالی را نیز به حداقل ممکن رساند. به چنین نقطه حد تعادلی، ساختار سرمایه مطلوب (بهینه) گفته می‌شود. ساختار سرمایه نامناسب همه زمینه‌های فعالیت یک واحد تجاری را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد و می‌تواند سبب بروز مسائلی نظیر افزایش هزینه سرمایه، کاهش ارزش، افزایش ریسک و در نهایت ورشکستگی واحد تجاری شود (تهرانی، ۱۳۸۴). برای بررسی اینکه چرا تئوری‌های ساختار سرمایه، در عمل تا حدودی قادر به تبیین تصمیمات ساختار سرمایه در دنیای واقعی نیستند، می‌توان به تأثیر ریسک تجاری، وضعیت مالیاتی و انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها در تصمیمات ساختار سرمایه اشاره کرد. بنابراین یکی از مواردی که در تعیین ترکیب ساختار سرمایه با اهمیت است، انعطاف‌پذیری مالی می‌باشد. با بررسی نظریات ساختار سرمایه، این نتیجه حاصل می‌شود که تئوری‌های ساختار سرمایه، انعطاف‌پذیری مالی را در تعیین ساختار سرمایه نادیده گرفته‌اند. انعطاف‌پذیری مالی عبارت است از توانایی واحد تجاری در اقدام مؤثر برای تغییر میزان و زمان جریان‌های نقدی آن به گونه‌ای که واحد تجاری بتواند در قبال رویدادها و فرصت‌های غیرمنتظره واکنش نشان دهد (شعری آناقیز و محسنی ملکی، ۱۳۹۴).

با لحاظ فروض واقعی شامل اثرات مالیاتی، اثرات علامت‌دهی، اثرات ورشکستگی، بحث نمایندگی و اثرات صنعت، نظریه‌های ساختار سرمایه متعددی مطرح شدند. بدین ترتیب سه مدل اصلی نظریه ساختار سرمایه عبارتند از: نظریه مبادله، نظریه سلسله مراتبی و نظریه هزینه نمایندگی.

نظریه مبادله (توازی) بیان می‌کند که ساختار بهینه سرمایه برحسب توازن بین مزایا و هزینه‌های بدهی تعیین می‌گردد. مزایای بدهی شامل پس‌اندازهای مالیاتی و کاهش مشکلات جریان‌های نقدی آزاد است. هزینه‌های بدهی شامل هزینه‌های ورشکستگی مالی و همچنین هزینه‌های ناشی از تعارضات نمایندگی سهام‌داران و بستانکاران است. براساس این نظریه، شرکت‌هایی که با نرخ بالا مالیات می‌پردازند و این مساله در آینده نیز ادامه می‌یابد، باید از بدهی بیشتری در ساختار سرمایه خود استفاده نمایند. همچنین شرکت‌ها با ریسک بالا یا توان نقدینگی پایین و یا شرکت‌هایی که بخش اعظم دارایی‌های آن‌ها را دارایی‌های ثابت مشهود (زمین، ساختمان و ماشین آلات) تشکیل می‌دهد، به دلیل کاهش احتمال ورشکستگی، لازم است از بدهی کمتری در ساختار سرمایه خود استفاده نمایند (مومنی طاهری و صادقی، ۱۳۹۶).

در نظریه سلسله مراتبی (ترجیحی)، شرکت‌ها تامین مالی را ابتدا با سود انباشته، سپس با بدهی‌ها و در نهایت با اوراق سهام انجام می‌دهند. این تئوری بیان می‌کند که شرکت‌ها در تامین منابع مالی مورد نیاز خود، سلسله مراتب معینی را طی می‌کنند. شکل‌گیری این سلسله مراتب، نتیجه یا پیامد عدم تقارن اطلاعاتی است. طبق این تئوری، در مواردی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون سازمانی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، مدیران، تامین مالی از محل منابع داخل شرکت را به منابع خارج از شرکت ترجیح می‌دهند، یعنی ابتدا از محل سود انباشته یا اندوخته‌ها (که هیچ مشکل عدم تقارن اطلاعاتی ندارند) تامین مالی می‌کنند، در صورت عدم تکافوی منابع داخلی، از بین منابع خارج از شرکت ابتدا به

انتشار کم ریسک‌ترین اوراق بهادار (اوراق قرضه که مشکل عدم تقارن اطلاعاتی ناچیزی دارد) متوسل می‌شوند و در صورتی که استقراض نیز تکافو نکند به انتشار سهام (که بیشترین مشکل عدم تقارن اطلاعاتی را دارد) روی می‌آورند و در این بین نیز سهام ممتاز را به سهام عادی ترجیح می‌دهند (سرلک و همکاران، ۱۳۹۴).

نظریه هزینه نمایندگی، این ایده را مطرح می‌کند که منافع مدیران شرکت و سهامداران به طور کامل باهم هماهنگ نیست. براساس نظر جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) این مساله از جدایی مالکیت از مدیریت نشأت می‌گیرد، به گونه‌ای که مدیران تمایل دارند اهداف شخصی خود را در مقایسه با ارزش شرکت پیشینه کنند. این تضاد ممکن است در وضعیتی ایجاد شود که مدیران انگیزه دارند ریسک زیادی را بپذیرند و در نتیجه، بخشی از این ریسک به استراتژی‌های سرمایه‌گذاری شرکت منتقل می‌شود. هزینه نمایندگی ممکن است از تضاد اعتباردهندگان و صاحبان سرمایه به وجود آید. این تضاد زمانی حاصل می‌شود که ریسک از پیش تعیین‌شده‌ای که به دلیل استفاده از بدهی به وجود آمده است، به اعتقاد مایرز (۱۹۷۷) موجب سرمایه‌گذاری کمتر از حد یا برآمدگی بدهی می‌شود. در این مورد بدهی، تاثیر منفی در ارزش شرکت دارد. به علاوه تامین مالی با بدهی، ریسک‌گریزی مدیران را افزایش و ترس از شکست در کسب بازده کافی برای پاسخگویی به اعتباردهندگان، تمایل آن‌ها را به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های پرریسک کاهش می‌دهد (سعید اردکانی و همکاران، ۱۳۹۶).

پژوهش‌های متفاوتی در این خصوص انجام شده است به طوری که زندگی و تنانی (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان رابطه هزینه فرصت وجه نقد و انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت بیان نمودند که بین انعطاف‌پذیری مالی و عملکرد شرکت رابطه‌ای مستقیم وجود دارد. به عبارتی دیگر با بهبود عملکرد شرکت انعطاف‌پذیری مالی شرکت افزایش می‌یابد. مومنی طاهری و صادقی (۱۳۹۶) رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی با تاکید بر ادوار تجاری را مورد بررسی قرار دادند که در نتایج بیان نمودند ساختار سرمایه اثر منفی و معنی‌داری بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد. خالقی مقدم و همکاران (۱۳۹۶) در مطالعه‌ای با عنوان مدلی برای انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مدل پیشنهادی انعطاف‌پذیری مالی را تحلیل عاملی تاییدی و ضریب هماهنگی کندال ارائه نمودند. همچنین بیان نمودند این مدل دارای دو بعد انعطاف‌پذیری مالی درونی و بیرونی است.

باروآ و باندیوپادی^۷ (۲۰۱۶) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین ادوار تجاری، ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌های هندی پرداختند. نتایج نشان داد ادوار اقتصاد کلان به طور معنی‌داری تصمیمات تامین مالی شرکت و در نتیجه عملکرد شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد. فراندو و همکاران^۸ (۲۰۱۷) تاثیر انعطاف‌پذیری مالی بر توانایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های اروپایی در بحران سال ۲۰۰۷ را مورد بررسی قرار داده و نشان دادند شرکت‌های با انعطاف‌پذیری مالی بالاتر، تاثیرات منفی شوک‌های نقدینگی بر توانایی سرمایه‌گذاری را کاهش داده‌اند. لامبرینوداکیس و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی ساختار سرمایه و انعطاف‌پذیری مالی با انتظارات از شوک‌های آینده پرداختند. با این هدف که انتظارات در مورد شوک‌های سرمایه‌گذاری خاص در آینده بر اهرم مالی تاثیر می‌گذارد که بدین منظور از متغیر انعطاف‌پذیری مالی به عنوان یک پارادایم استفاده نموده‌اند و انتظارات شوک‌های آینده را در ابعاد کوچک و بزرگ و نسبت به قیمت

7. Barua & Bandyopadhyay

8. Ferrando & et al

بازار حقوق صاحبان سهام استخراج و بررسی نمودند، آنها دریافتند که اهرم مالی با پیش‌بینی افزایش در هر دو نوع شوک کاهش می‌یابد و رابطه از نظر آماری معنی‌دار است.

۱-۲. فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مطالب فوق، پژوهش حاضر به دنبال پاسخ به این سوال اساسی است که آیا بین انعطاف‌پذیری مالی، ساختار سرمایه و ریسک بازار در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد؟ همچنین بین انعطاف‌پذیری مالی و ساختار سرمایه ارتباطی وجود دارد؟ و آیا ریسک بازار بر این رابطه مؤثر بوده و تعدیل‌کننده آن است؟ با این بیان، فرضیه‌های پژوهش به ترتیب زیر صورت‌بندی می‌شوند:

فرضیه اول: بین انعطاف‌پذیری مالی و ساختار سرمایه رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین انعطاف‌پذیری مالی و ریسک بازار سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه سوم: ریسک بازار سهام بر رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و ساختار سرمایه اثر تعدیل‌گری دارد.

۲-۲. تعریف متغیرهای پژوهش

۱- **انعطاف‌پذیری مالی (متغیر مستقل):** انعطاف‌پذیری مالی، توان شرکت‌ها در تأمین مالی جهت عکس‌العمل مناسب در برابر رویدادها و موارد پیش‌بینی‌نشده برای حداکثر کردن ارزش شرکت را در بر می‌گیرد. برای اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی از نسبت وجه نقد بر کل دارایی‌ها استفاده شده است (زندى و تنانى، ۱۳۹۶).

۲- **ساختار سرمایه (متغیر وابسته):** ساختار سرمایه عبارت است از ترکیب بدهی و اوراق بهادار مالکانه برای تأمین مالی دارایی‌های شرکت. در این پژوهش برای اندازه‌گیری ساختار سرمایه از نسبت بدهی استفاده شده است (مومنی طاهری و صادقی، ۱۳۹۶).

۳- **ریسک بازار سهام (متغیر تعدیل‌گر):** زیان بالقوه قابل اندازه‌گیری یک سرمایه‌گذاری را ریسک می‌نامند. در این پژوهش برای اندازه‌گیری ریسک بازار سهام از رابطه زیر استفاده می‌شود (پیری و همکاران، ۱۳۹۷):

$$\beta = (Cov(R_i, R_m)) / (Var(R_m)) \quad (1)$$

۴- **سود هر سهم (EPS^۹):** سود هر سهم معمولی‌ترین و عمومی‌ترین نوع بازده از طرف شرکت‌ها به سهامداران می‌باشد. شرکت‌ها در توزیع سود خود به طور یکسانی عمل ننموده و در این راه سیاست‌های متفاوتی اتخاذ می‌نمایند. این سیاست‌ها می‌توانند متغیر باشند و دامنه‌ای از پرداخت حداقل سود نقدی مقرر در قانون تا پرداخت تمام عایدات شرکت به عنوان سود نقدی را در برگیرند. به طور کلی سود سهام عبارت است از آن بخش از سود هر سهم که به سهامداران پرداخت می‌شود. اطلاعات مربوط به سود سهام را می‌توان از گزارش‌های هیات مدیره و مصوبات مجمع عمومی و صورت حساب سود و زیان به دست آورد (سلیمانی، ۱۳۹۰).

۵- **درصد سهام آزاد شناور (FF^{۱۰}):** منظور از سهام شناور آزاد مقدار سهمی است که متعلق به سهامداران جزئی می‌باشد و برای معامله در بازار در دسترس سرمایه‌گذاران بوده و بدون هیچگونه محدودیتی قابل معامله می‌باشد و انتظار می‌رود در

^۹. Earning per Share

^{۱۰}. Free Float

آینده نزدیک قابل معامله باشد، یعنی در مالکیت دارندگانی است که آماده‌اند در صورت اخذ قیمت مناسب، آن را برای فروش عرضه نمایند.

$$(۲) \text{ (درصد سهامداران نهادی - ۱) = درصد سهام آزاد شناور (FF)}$$

درصد سهامداران نهادی برابر درصد سهام نگهداری شده توسط دولت و شرکت‌های دولتی و موسسات بخش عمومی از کل سهام سرمایه می‌باشد و این شرکت‌ها شامل شرکت‌های بیمه، مؤسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت می‌باشند.

۶- **اندازه شرکت:** اندازه شرکت یکی از عوامل مؤثر در سودآوری و ارزش شرکت‌ها به شمار می‌رود به این معنی که شرکت‌های بزرگ با برخورداری از تنوع محصول، تصاحب سهم بیشتری از بازار، صرفه‌جویی در مقیاس و امکان تنوع بخشی به فعالیت‌های تجاری خود، ریسک تجاری خود را کاهش داده و سودآوری خود را افزایش می‌دهند. همچنین، شرکت‌های بزرگ به دلیل برخورداری از تعداد سهام بیشتر و دارا بودن سهام شناور آزاد بیشتر، ریسک قدرت نقدشوندگی سهام خود را برای سرمایه‌گذاران کاهش می‌دهند. تاکنون معیار واحدی به منظور تعریف و اندازه‌گیری اندازه شرکت استفاده نشده است، در این پژوهش اندازه شرکت از طریق لگاریتم فروش کل شرکت اندازه‌گیری می‌شود.

$$SIZE_{it} = \log(SALE_{it}) \quad (۳)$$

در رابطه فوق $SIZE_{it}$ اندازه شرکت و $SALE_{it}$ نیز نشانگر فروش شرکت i در سال t است (همان منبع).

۳. روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش استفاده شده در این مطالعه روش کمی است. این پژوهش کاربردی بوده و با توجه به نوع هدف توصیفی و از گونه علی معلولی است. جمع‌آوری داده‌ها بصورت استفاده از منابع دست دوم می‌باشد (خاکی، ۱۳۷۸). به طوری که ابتدا مبانی تئوریک و پیشینه مطالعات به روش کتابخانه‌ای و اسنادی از کتاب‌های موجود در داخل و مقالات به دست آمده از ژورنال‌ها و مجلات معتبر از طریق اینترنت جمع‌آوری 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 فرضیه‌ها، پژوهش آماری همراه با استفاده از ابزارهای اقتصادسنجی محسوب می‌گردد. در مطالعه حاضر هدف، بررسی ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با بازده فوق‌العاده آتی سهام می‌باشد؛ بنابراین پس از ارائه مدل با استفاده از داده‌هایی که از سایت بورس اوراق بهادار و نرم افزار ره‌آورد نوین به دست می‌آید، روابط بین متغیرها با استفاده از نرم افزار Eviews8 و STATA14 تخمین زده می‌شود و در نهایت به استخراج نتایج پرداخته خواهد شد. در این مطالعه به منظور بررسی تصمیمات سرمایه‌گذاری و انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها بر روی بازده فوق‌العاده آتی سهام شرکت‌ها از روش پانل دیتا استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک خواهد بود. حجم نمونه با لحاظ محدودیت‌های پژوهش از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تعیین خواهد شد، تا بتوان نتایج نمونه را به جامعه آماری تعمیم داد. لذا شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر نباشند حذف خواهند شد:

- تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و سال مالی آن منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

- شرکت ها نایستی سال مالی خود را در طی دوره های موردنظر تغییر داده باشند.
- شرکت موردنظر طی دوره پژوهش، فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد.
- اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۷ ارائه کرده باشد.
- جزو بانک ها و مؤسسات مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، شرکت های هلدینگ، بانک ها و لیزینگ ها) نباشند، زیرا افشاهای مالی و ساختارهای گزارشگری در آنها متفاوت است.

طبق بررسی های اولیه تعداد شرکت هایی که از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۷ در عضویت بورس بوده اند و شرایط فوق را دارند تعداد ۱۰۱ شرکت می باشد که جامعه آماری پژوهش را تشکیل می دهد.

۴. یافته های پژوهش

آمار توصیفی متغیرها

در روش های توصیفی تلاش بر آن است تا با ارائه جداول و استفاده از معیارهای آمار توصیفی نظیر شاخص های مرکزی و پراکندگی به توصیف داده های پژوهش پرداخته شود تا این امر به شفافیت موضوع کمک کند. نتایج شاخص های توصیفی در جدول (۱) آورده شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی

متغیرها	تعداد	میانگین	مینیم	ماکزیم	انحراف معیار
انعطاف پذیری مالی	۱۱۱۱	۰/۰۳۴	۰/۰۰۴	۰/۰۹۰	۰/۰۲۷
ساختار سرمایه	۱۱۱۱	۰/۵۷۷	۰/۲۳۰	۰/۸۷۰	۰/۱۷۸
ریسک بازار سهام	۱۱۱۱	۰/۷۱۸	-۰/۸۷۰	۲/۴۵۰	۰/۸۷۰
سود هر سهم	۱۱۱۱	۷۱۶/۵۲	-۲۲/۴۰۰	۲۱۵۶/۹۴۰	۷۲۲/۷۳۰
درصد سهام آزاد شناور	۱۱۱۱	۰/۲۵۹	۰/۰۵۰	۰/۶۱۵	۰/۱۵۹
اندازه شرکت	۱۱۱۱	۱۲/۰۶۰	۱۱/۱۰۰	۱۳/۴۳۰	۰/۶۱۴

میانگین به عنوان یکی از پارامترهای مرکزی، نشان دهنده مرکز ثقل جامعه بوده و به عبارتی مبین این امر است که اگر به جای تمامی مشاهدات جامعه، میانگین آن قرار داده شود هیچ تغییری در جمع کل داده های جامعه ایجاد نمی گردد. همچنین ماکزیم، بیشترین عدد متغیر در جامعه آماری و مینیمم کمترین عدد متغیر در جامعه آماری را نشان می دهد. انحراف معیار نیز عددی است که نشان دهنده نحوه پراکندگی داده های اطراف مقدار میانگین همان داده ها می باشد.

نرمال بودن داده‌ها

جدول ۲. آزمون نرمال بودن داده‌ها (جارک برا)

نام متغیر	جارک برا	معنی داری	نتیجه
انعطاف پذیری مالی	۱۵۳/۷۷۰	۰/۰۰۰۰۰	غیر نرمال
ساختار سرمایه	۴۳/۱۷۰	۰/۰۰۰۰۰	غیر نرمال
ریسک بازار سهام	۱۹/۹۸۰	۰/۰۰۰۴۸	غیر نرمال
سود هر سهم	۱۶۶/۷۷۰	۰/۰۰۰۰۰	غیر نرمال
درصد سهام آزاد شناور	۱۱۱/۷۲۰	۰/۰۰۰۰۰	غیر نرمال
اندازه شرکت	۶۳/۶۷۰	۰/۰۰۰۰۰	غیر نرمال

بی شک یکی دیگر از مهم ترین استفاده‌ای که می توان از جدول آمار توصیفی داشت، قضاوت در مورد نرمال یا غیر نرمال بودن داده‌هاست. با استفاده از مقادیر ارائه شده برای چولگی و متغیرها می توان به نرمال بودن و یا نرمال نبودن توزیع داده‌ها پی برد، اما آزمون جارک برا آزمونی است که برای این بررسی بیشتر عمومیت دارد. همان طور که در جدول (۲) مشاهده می شود سطح معنی داری در هر کدام از متغیرها همگی کمتر از ۵ درصد می باشند پس با اطمینان بیش از ۹۵ درصد می توان گفت این متغیرها دارای توزیع نرمال نیستند.

مانایی متغیرهای پژوهش

به منظور بررسی مانایی متغیرهای پژوهش از آزمون‌های ریشه واحد لین، لیون و چاو (LLC)، استفاده شده است که نتایج این آزمون‌ها در جدول (۳) ارائه می شود. استدلال از این آزمون‌ها به این صورت است که اگر متغیر مورد بررسی فاقد ریشه واحد باشد، مانایی و ایستایی آن متغیر مورد تأیید قرار نمی گیرد. برای جمع بندی نتایج مندرج در این جدول از آماره‌های روش (LLC) استفاده شده است، آماره‌های به دست آمده همه متغیرها کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده، لذا نتایج اچ صفر آزمون‌های فرضیه‌های این متغیرها رد می شوند. لذا می توان نتیجه گرفت که همه متغیرها در فاصله اطمینان ۹۵ درصد پایا بوده، در نهایت ایستایی این متغیرها مورد پذیرش قرار می گیرد.

جدول ۳. نتایج آزمون مانایی متغیرها

نتیجه	آزمون لین، لیو و چاو		متغیر
	احتمال	آماره F	
ماناست	۰/۰۰۰۰	-۹/۸۲۰	انعطاف پذیری مالی
ماناست	۰/۰۰۰۰	-۹/۴۴۰	ساختار سرمایه
ماناست	۰/۰۰۰۰	-۱۲/۷۴۰	ریسک بازار سهام
ماناست	۰/۰۰۰۰	-۲۸/۶۳۰	سود هر سهم
ماناست	۰/۰۰۰۰	-۱۰۷/۰۹۰	درصد سهام آزاد شناور
ماناست	۰/۰۰۰۰	-۳/۷۲۰	اندازه شرکت

آزمون فرضیه های پژوهش در حالت تابلویی

در این بخش به آزمون فرضیه ها در قالب آمار توصیفی و مدل رگرسیونی پرداخته شده است. همچنین برای تشخیص انتخاب بین Pooled یا Panel بودن فرضیه های پژوهش از آزمون F لیمر استفاده شده است. ستون P-Value مربوط به آزمون F لیمر بیانگر Panel بودن کلیه فرضیه های پژوهش است. سپس برای تعیین و انتخاب یکی از دو الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده که نتایج حاصل از آن با توجه به جدول (۴) نشان دهنده این است که کلیه فرضیه های پژوهش از مدل اثرات ثابت پیروی می کنند.

جدول ۴. نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

فرضیه ها	F لیمر		نتایج F لیمر	هاسمن		نتایج آزمون هاسمن
	آماره	احتمال		آماره	احتمال	
مدل اول	۱۳/۶۸۰	۰/۰۰۰۰	Panel	۱۳/۷۴۰	۰/۰۰۰۰	FIX
مدل دوم	۱۳/۶۸۰	۰/۰۰۰۰	Panel	۱۳/۸۷۰	۰/۰۰۰۰	FIX

آزمون ناهمسانی واریانس ها و خود همبستگی مدل فرضیه ها

یکی دیگر از مراحل فرآیند پنل دیتا قبل از آزمون نهایی فرضیه های پژوهش، بررسی ناهمسانی واریانس ها و خود همبستگی مدل طراحی با استفاده از آزمون LR و آزمون استقلال جملات خطاها و آزمون ولدریج با اچ صفرهای به ترتیب "همسانی واریانس متغیرها" و "عدم وجود خود همبستگی بین جملات خطا" می باشد. با بررسی نتایج این دو آزمون در جدول (۵) پی برده شده است که مدل آزمون با توجه به آماره احتمال آزمون ولدریج که زیر ۵ درصد آمده است دارای مشکل خود همبستگی نمی باشد. از طرفی نیز فرض صفر آزمون ناهمسانی واریانس ها مبنی بر عدم وجود

ناهمسانی واریانس‌ها در مدل رد نمی‌شود، برای اینکه میزان اهمیت آماره LR Chi2 کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده، در نتیجه برای تخمین نهایی مدل از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (EGLS) استفاده خواهد شد.

جدول ۵. نتایج آزمون خود همبستگی و ناهمسانی واریانس‌ها

ناهمسانی واریانس	آزمون ناهمسانی واریانس‌ها (LR)		خود همبستگی	آزمون خود همبستگی ولدریج		مدل
	Prob>Chi2	LR Chi(92)		Prob>F	آماره F	
دارد	۰/۰۰۰	۰۵e+۱/۵	ندارد	۰/۰۷۲	۳/۲۸۰	مدل ۱
دارد	۰/۰۰۰	+۰۵e۱/۴	ندارد	۰/۰۸۶	۲/۹۹۰	مدل ۲

آزمون هم خطی

به منظور بررسی رابطه هم خطی متغیرهای پژوهش، آزمون هم خطی VIF صورت گرفته است که این آزمون بیان می‌دارد اگر آماره آزمون VIF به یک نزدیک باشد نشان‌دهنده عدم هم خطی است و به عنوان یک قاعده تجربی یعنی مقدار VIF بزرگتر از ۵ باشد هم خطی چندگانه بالا می‌باشد. با توجه به جدول (۶) که رابطه هم خطی متغیرها را برای دو مدل نشان می‌دهد بیانگر این موضوع است که رابطه هم خطی وجود ندارد.

جدول ۶. نتایج جدول هم خطی متغیرها

رابطه هم خطی	نتایج آزمون هم خطی		مدل‌ها	
	1/VIF	VIF		
ندارند	۰/۲۹۹	۳/۳۴۰	سهام شناور آزاد	مدل ۱
	۰/۷۱۰	۱/۴۰۰	سود هر سهم	
	۰/۷۲۰	۱/۳۷۰	انعطاف پذیری مالی	
	۰/۹۲۸	۴/۲۶۰	اندازه شرکت	
ندارند	۰/۲۹۰	۳/۳۵۰	سهام شناور آزاد	مدل ۲
	۰/۷۰۰	۱/۴۱۰	سود هر سهم	
	۰/۶۴۰	۱/۵۶۰	بتا*انعطاف پذیری مالی	
	۰/۲۳۰	۴/۲۶۰	اندازه شرکت	

آزمون نهایی فرضیه‌ها

پس از آن که روش‌های مورد استفاده در قسمت‌های قبلی برای برآورد مدل مشخص گردید، در این بخش نتایج برآورد یا تخمین نهایی مدل و نتایج آزمون‌های پژوهش با استفاده از نرم‌افزار Eviews بیان می‌شود. با استناد به نتایج آزمون‌های جاکرک برا، رابطه بلند مدتی کائو، اف لیمر، هاسمن، خود همبستگی و آزمون ناهمسانی واریانس آزمون مدل، با استفاده از روش اثرات ثابت و EGLS برآورد شده که نتایج آنها در جدول (۷) نشان داده می‌شود.

فرضیه ۱: بین انعطاف‌پذیری مالی و ساختار سرمایه رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

$$CS_{it} = a + b_1FX_{it} + b_2FF_{it} + b_3SIZE_{it} + b_4EPS_{it} + \omega \quad (4)$$

رابطه بالا در حالت مدل اثرات ثابت مورد آزمون قرار داده شده است؛ که نتایج در جدول (۷) قابل مشاهده است:

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته مدل: ساختار سرمایه				
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	p-value
انعطاف‌پذیری مالی	۱/۲۰۰	۰/۱۶۰	۷/۳۱۵	۰/۰۰۰
سهام شناور آزاد	۰/۰۰۸	۰/۱۲۰	۰/۰۷۰	۰/۹۴۱
سود سهام	-۲/۵۰۰	۹/۴۰۰	-۲/۶۴۰	۰/۰۰۸
اندازه شرکت	-۰/۰۲۵	۰/۰۴۱	-۶/۱۸۱	۰/۰۰۰
ریسک سهام	-۰/۰۰۸	۰/۰۰۳	-۲/۷۲۰	۰/۰۰۶
مقدار ثابت	۳/۶۵۰	۰/۴۹۲	۷/۴۱۲	۰/۰۰۰
آماره (F) مدل		۴/۱۷۳		
معناداری آماره (F) مدل		۰/۰۰۰		
ضریب تعیین تعدیل شده مدل		۰/۲۲۹		
آماره دوربین واتسون		۲/۰۱۰		

نتایج مربوط به احتمال آماره F (۰/۰۰۰) نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار بوده، علاوه بر آن نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده (۰/۲۲۹) نشان می‌دهد که در دوره پژوهش تغییرات متغیر وابسته تحت تأثیر متغیرهای مستقل و کنترل این آزمون بوده است و نیز با توجه به دوربین واتسون مدل رگرسیون که بین ۱/۵ الی ۲/۵ قرار دارد می‌توان گفت در مدل رگرسیونی مشکل خود همبستگی وجود ندارد و همچنین با توجه به ضریب آماری انعطاف‌پذیری مالی و آماره t می‌توان گفت بین انعطاف‌پذیری مالی و ساختار سرمایه رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین رابطه‌ای بین ساختار سرمایه و سهام شناور آزاد با توجه به سطح معنی‌داری موجود نمی‌باشد. از طرفی بین ساختار سرمایه با متغیرهای کنترلی یعنی سود سهام و اندازه شرکت رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد و نیز ریسک سهام که متغیر تعدیل‌گر این پژوهش می‌باشد رابطه معنی‌داری با ساختار سرمایه دارد.

فرضیه ۲: ریسک بازار سهام بر رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و ساختار سرمایه اثر تعدیل‌گری دارد.

$$CS_{it} = a + b_1FX_{it} + b_2FX_{it} * \beta_{it} + b_3FF_{it} + b_4SIZE_{it} + b_5EPS_{it} + \omega \quad (5)$$

رابطه بالا در حالت مدل اثرات تصادفی مورد آزمون قرار داده شده است؛ که نتایج در جدول (۸) قابل مشاهده است.

جدول ۸. نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیر وابسته مدل: ساختار سرمایه				
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	p-value
انعطاف پذیری مالی*ریسک سهام	-۰/۹۸۰	۰/۱۷۰	-۵/۶۲۰	۰/۰۰۰
سهام شناور آزاد	۰/۰۴۴	۰/۱۱۰	۰/۳۷۰	۰/۷۰۹
سود سهام	-۱/۹۹۰	۹/۳۷۰	-۲/۱۲۰	۰/۰۳۳
اندازه شرکت	-۰/۱۷۰	۰/۰۱۰	-۱۲/۸۰۰	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	۲/۷۱۰	۰/۱۵۰	۱۶/۹۷۰	۰/۰۰۰
آماره (F) مدل		۴/۵۶۰		
معناداری آماره (F) مدل		۰/۰۰۰		
ضریب تعیین تعدیل شده مدل		۰/۲۵۱		
آماره دوربین واتسون		۲/۰۳۰		

نتایج مربوط به احتمال آماره F (۰/۰۰۰) نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار بوده، علاوه بر آن نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده (۰/۲۵۱) نشان می‌دهد که در دوره پژوهش تغییرات متغیر وابسته تحت تأثیر متغیرهای مستقل و کنترلی این آزمون بوده است و دوربین واتسون مدل برابر است با (۲/۰۳۰) که نشان از عدم مشکل خود همبستگی است که با توجه به تعدیل گری ریسک سهام، نتایج به دست آمده نشانگر این است که بین ساختار سرمایه و انعطاف‌پذیری ریسک بازار سهام تعدیل گری موجود می‌باشد، یعنی ریسک بازار سهام بر رابطه بین انعطاف‌پذیری و ساختار سرمایه اثر تعدیل گری دارد و به گونه‌ای است که هرچه قدر ریسک سهام بالا برود انعطاف‌پذیری مالی کاهش پیدا می‌کند. همچنین این اثر بر روی سهام شناور آزاد نیز تاثیرگذار نبوده و رابطه بین ساختار سرمایه و سهام شناور آزاد را تعدیل نکرده است. همچنین بین تعدیل گری ریسک بازار سهام و متغیرهای کنترلی با ساختار سرمایه رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۵. بحث و نتیجه‌گیری

شواهد حاصل از مطالعات تجربی نشان داد که رفتار واقعی تامین مالی شرکت‌ها، با ادبیات نظری ساختار سرمایه سازگاری ندارد. بنابراین، متعاقب انتشار نظریات مودیلیانی و میلر در سال‌های ۱۹۵۸ و ۱۹۶۳ و رفتار متناقض شرکت‌ها، تئوری‌های نوینی مانند توازی ایستا، ترجیحی و هزینه نمایندگی ارائه شدند. با ورود تئوری‌های جدید به حیطه ساختار سرمایه مفاهیم جدید از جمله انعطاف‌پذیری تفکر غالب در تصمیمات ساختار سرمایه گردید. انعطاف‌پذیری مالی دارای تعاریف گوناگونی است که از آن جمله می‌توان به درجه‌ای از ظرفیت و سرعت که شرکت می‌تواند منابع مورد نیاز برای واکنش -

های تدافعی (پرداخت بدهی‌ها) و تهاجمی (سرمایه‌گذاری) را برای افزایش ارزش شرکت، فراهم نماید اشاره کرد (مارک و روب^{۱۱}، ۲۰۰۹). با توجه به اینکه این پژوهش مبتنی بر اطلاعات واقعی بازار سهام می‌باشد و اطلاعات آن از طریق نرم-افزارهای اطلاعاتی انتشار یافته از سوی بورس اوراق بهادار تهران و همچنین صورت‌های مالی اساسی، سایر گزارشات مالی، گزارشات هیات مدیره و یادداشت‌های ضمیمه صورت‌های مالی انتشار یافته از سوی بنگاه‌های اقتصادی، گردآوری شده است، همچنین این پژوهش در مورد جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران در یک قلمرو زمانی ده ساله صورت پذیرفته و یک نمونه ی آماری تصادفی شامل ۱۱۵ شرکت با ویژگی‌های مطرح شده، انتخاب گردیده است، در ذیل به نتایج بدست آمده از این تحقیق می‌پردازیم.

فرضیه اول: بین انعطاف‌پذیری مالی و ساختار سرمایه رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

با توجه به نتایج بدست آمده در جدول (۷) می‌توان چنین بیان کرد که بین انعطاف‌پذیری مالی و ساختار سرمایه رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد و همچنین این رابطه یعنی ساختار سرمایه با سهام شناور آزاد موجود نمی‌باشد و همچنین بین ساختار سرمایه و ریسک بازار سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد و همچنین ساختار سرمایه با متغیرهای کنترلی پژوهش یعنی اندازه شرکت و سود سهام رابطه معنی‌داری دارد. این فرضیه با مطالعات زندی و تنانی (۱۳۹۶) و خالقی مقدم و همکاران (۱۳۹۶)، شعری آناقیز و محسنی ملکی (۱۳۹۴)، باروآ و باندیوپای (۲۰۱۶) همسو بوده و نیز با مطالعات بیون (۲۰۰۸)، مومنی طاهری و صادقی (۱۳۹۶) مغایر بوده است.

فرضیه دوم: ریسک بازار سهام بر رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و ساختار سرمایه اثر تعدیل‌گری دارد.

نتایج بدست آمده در جدول (۸) بیانگر این موضوع است که ریسک بازار سهام رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و ساختار سرمایه را تعدیل می‌نماید یعنی اینکه هرچقدر ریسک سهام بالا برود انعطاف‌پذیری مالی کاهش پیدا کرده و آن نیز بر ساختار سرمایه تاثیر می‌گذارد و آن را تعدیل می‌نماید، همچنین این اثر بروی سهام شناور آزاد بی‌تغییر بوده و بر آن تاثیری ندارد. اگر این ارتباط معنی‌دار بود به صورتی که هرچقدر ریسک سهام بالا می‌رفت و بر سهام شناور آزاد تاثیر گذار بود، ساختار سرمایه را کاهش می‌داد. در این فرضیه و مدل متغیرهای کنترلی نیز ریسک بازار سهام با ساختار سرمایه رابطه معنی‌داری دارند، فرضیه حاضر با مطالعات صادقی و همکاران (۱۳۹۵)، مارچیکا و مورا^{۱۲} (۲۰۰۷)، فراندو و همکاران (۲۰۱۷) و دآنکلو و همکاران^{۱۳} (۲۰۱۱) همسو بوده است.

در ادامه پیشنهادهایی مطابق با نتایج پژوهش ارائه می‌شود: با توجه به اینکه در اقتصاد امروز، شرکت‌ها بایستی از هر فرصتی برای سرمایه‌گذاری و سود استفاده نمایند لذا بایستی به ریسک بازار سهام توجه ویژه‌ای کنند تا با اتخاذ سیاست‌های خوب در راستای انعطاف‌پذیری مالی، خود را قادر به سودآوری نمایند و در آینده سودآوری خود را افزایش دهند لذا پیشنهاد می‌گردد شرکت‌ها از نظر انعطاف‌پذیری خود را رتبه‌بندی نمایند تا هم با توجه به این مقوله شفافیت در بازار افزایش یافته و هم سرمایه‌گذاران در بازار بتوانند با اتکا به اطلاعات موجود تصمیمات بهتری در سرمایه‌گذاری انتخاب نمایند. همچنین با توجه به اهمیت انعطاف‌پذیری مالی و همچنین توان شرکت در انعطاف‌پذیری مالی در خصوص مقابله با بحران‌های مالی و همچنین فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری، پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها با توجه به ساختار سرمایه خود و تصمیم به حفظ انعطاف‌پذیری کنونی خود، در راستای افزایش انعطاف‌پذیری نیز اقدام نمایند. از طرفی پیشنهاد می‌گردد

^{۱۱}. Mark & Rob

^{۱۲}. Marchica & Mura

^{۱۳}. DeAngelo & et al

زمینه‌ای به منظور ورود تحلیل‌گران مالی، در جهت تعیین میزان انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها به منظور افزایش شفافیت اطلاعات مالی شرکت‌ها صورت گیرد. علاوه بر این با توجه به نقش مهم ریسک بازار سهام در تعدیل ساختار سرمایه و انعطاف‌پذیری مالی پیشنهاد می‌گردد که مدیران و سیاست‌گذاران مالی شرکت‌ها ابزاری را به منظور کنترل چنین ریسک‌هایی اعمال نمایند که این ابزار برای کسب بازدهی بازار و همچنین کنترل ریسک فایده‌آید و در مواقع مواجه با نوسانات و مشکلات غیر منتظره از آن ابزار استفاده گردد. همچنین پیشنهاد می‌گردد شرکت‌های کوچک و بزرگ به منظور انعطاف‌پذیری مالی و با توجه به شیوه تامین مالی در رابطه با ساختار سرمایه خود از تصمیم‌های سرمایه‌ای یکسانی استفاده نمایند زیرا ریسک بازار سهام نقش بسزایی در تعدیل انعطاف‌پذیری و در نتیجه ساختار سرمایه دارد.

۶. منابع و مآخذ

۱. پیری، پرویز؛ فضل زاده، علیرضا و تقی‌پور، مهسا. (۱۳۹۷). مدیریت مالی (تئوری‌ها و کاربردها). انتشارات ارومیه، چاپ اول.
۲. تهرانی، رضا. (۱۳۸۴). مدیریت مالی. انتشارات نگاه دانش، چاپ پنجم.
۳. خاکی، غلامرضا. (۱۳۷۸). روش تحقیق با رویکردی بر پایان‌نامه نویسی، انتشارات مرکز تحقیقات علمی کشور، چاپ اول.
۴. خالقی مقدم، حمید؛ حساس یگانه، یحیی؛ امیری، مقصود و شیره زاده، جلال. (۱۳۹۶). مدلی برای انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، سال پنجم، شماره نوزدهم: ۴۵-۶۷.
۵. زندی، آناهیتا و تنانی، محسن. (۱۳۹۶). رابطه هزینه فرصت وجه نقد و انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال نهم، شماره ۳۵: ۵۷-۷۱.
۶. سرلک، نرگس؛ فرجی، امید و بیات، قاطمه. (۱۳۹۴). رابطه بین ویژگی‌های مالی شرکت و ساختار سرمایه در مراحل چرخه عمر شرکت، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۷: ۱-۲۱.
۷. سعیداردکانی، سعید؛ ایزدی، مینو و ایزدی، فاطمه. (۱۳۹۶). بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده دارایی‌ها و ارزش افزوده اقتصادی با توجه به شدت رقابت در بازار محصول در صنعت (مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی، سال ششم، شماره اول: ۷۳-۸۸.
۸. سلیمانی، بهزاد. (۱۳۹۰). شناسایی عوامل تعیین‌کننده وجه نقد شرکت‌ها، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد تبریز.
۹. شعری آناقیز، صابر و محسنی ملکی، بهرام. (۱۳۹۴). انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی و پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۲، شماره ۴۶: ۹-۲۶.

۱۰. صادقی، سید کمال؛ باقرزاده آذر؛ فاطمه و موسوی، سها. (۱۳۹۵). بررسی عوامل موثر بر ریسک بازار سهام با

تاکید بر جهانی شدن مالی در قالب رفتار پویای بازار سهام، فصلنامه علمی و پژوهشی مدیریت دارایی و تامین

مالی، سال چهارم، شماره اول: ۸۷-۱۰۰.

۱۱. مومنی طاهری، یاسر و صادقی، سمیه. (۱۳۹۶). رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی با تاکید بر ادوار تجاری،

فصلنامه مدل‌سازی اقتصادی، سال یازدهم، شماره ۲: ۱۵۶-۱۳۷.

12. Barua, N. M. & Bandyopadhyay, A. (2016). Factors Determining Capital Structure and Corporate Performance in India: Studying the Business Cycle Effects. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 61, 160-172.
13. Byoun, S. (2008). *Financial Flexibility and Capital Structure Decision*. SSRN Working Paper.
14. DeAngelo, H. DeAngelo, L. & Toni, M. (2011). Capital structure Dynamics and Transitory Debt. *Journal of Financial Economics*, 99(2), 235-261.
15. Ferrando, A. Marchica, M. & Mura, R. (2017). *Financial Flexibility and Investment Ability Across the Euro Area and the UK*. *European Financial Management*, 87—126.
16. Gan, L. & Xia, X. (2019). Idiosyncratic Risk, Managerial Discretion and Capital Structure. *International Review of Economics and Finance*, 64, 586-599.
17. Gregory, R. (2020). Political Risk and Financial Flexibility in BRICS Countries. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 13, 1-9.
18. Lambrinoudakis, C. Skiadopoulos, G. & Gkionis, K. (2019). Capital Structure and Financial Flexibility: Expectations of future shocks. *Journal of Banking & Finance*, 104, 1-18.
19. 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.
20. Mark, P. & Rob, J. (2009). *Financial Flexibility*, ratingsdirect.
21. Martin, D. Inmoo, L. & Sung, W.S. (2019). Risk Changes and External Financing Activities: Tests of the Dynamic Trade-off Theory of Capital Structur. *Journal of Empirical Finance*, 52, 178-200.

Financial Flexibility, Capital Structure and Risk Role of Market Study of Tehran Stock Exchange Firms

Fateme Rahmani Asl¹

Ebrahim Ghadimkhani^{*2}

Vali Khodadadi³

Date of Receipt: 2020/07/11 Date of Issue: 2020/07/18

Abstract

It is thought that financial flexibility is very important in developing firm financial decisions on the market. Financial flexibility has been considered as an important component of the capital structure, as well as managers' attitudes towards risk should play a key role in determining the firm's decisions. Hence, in this study, financial flexibility, capital structure and risk role of market study of tehran stock exchange firms were investigated. The method used in this study is quantitative. This study is applicable and it is descriptive and causal with regard to the target type. The time period of this study was from 1387 to 1397 when 101 companies were selected according to systematic elimination, according to the topic, models, problem expression and research hypotheses were formulated and analyzed using multiple regression model or multi variables with STATA14 and Eviews8 softwares the results show that there is a positive and significant relationship between financial flexibility of firm with capital structure and also the role of the stock market risk on the relation between financial flexibility and capital structure of a type of adjustment.

Keyword

Financial Flexibility, Capital Structure, Market Risk, Tehran Stock Exchange.

1. Master of the Financial Management, Faculty of Economics and Social Sciences, Shahid Chamran Ahvaz University, Ahvaz, Iran (Rahmanifateme941@ymail.com).

2. Master of the Accounting, Institute of Higher Education of Afagh Urmia, Urmia, Iran (*Corresponding Author: Ebi.ghdm@gmail.com).

3. Associate Professor of the Management Department, Faculty of Economics and Social Sciences, Shahid Chamran Ahvaz University, Ahvaz, Iran (Vkhodadadi@scu.ac.ir).