

تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر انعطاف پذیری مالی شرکت

دکتر علی جعفری

استادیار گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.

jafari.Ali.iau@gmail.com

رضا بیداروند

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.

rezabidarvand71@gmail.com

عاطفه ملکی

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران. (نویسنده مسئول).

selena.maleki1376@gmail.com

شماره ۵۵/زمستان ۱۴۰۰ (جلد ششم) /صص ۱۲۲-۱۳۴
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره چهارم)

چکیده

مطالعات تجربی حسابداری نشان داده است که ساختارهای اقتصادی، اجتماعی و سیاسی نظیر نظام های حقوقی - قضایی، قوانین تجاری و مالیاتی، ماهیت و نوع روابط تعریف شده در اقتصاد، عرف، فرهنگ و نظام سیاسی در کنار فشارهای بازار سرمایه رفتار مدیران، حسابرسان، سرمایه گذاران، تدوین کنندگان قوانین و مقررات و دیگر افراد مشارکت کننده در بازار را نسبت به گزارشگری مالی تحت تاثیر قرار می دهد. هدف این تحقیق بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر انعطاف پذیری مالی شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران می باشد. جامعه مورد مطالعه شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران می باشد که ۱۶۶ شرکت (۱۱۶۲ سال - شرکت) به عنوان نمونه انتخاب گردید که در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۸ (۷ ساله) داده های پژوهش جمع آوری شده و از رگرسیون چندمتغیره با نرم ایویوز، فرضیه تحقیق آزمون شد. نتایج حاکی از آن است متغیرهای کلان اقتصادی (تولید ناخالص داخلی، نرخ تورم و عرضه پول) بر انعطاف پذیری مالی شرکت ها تاثیر دارند.

واژه های کلیدی: متغیرهای کلان اقتصادی، انعطاف پذیری مالی، شرکتهای بورسی.

مقدمه

مدیران به عنوان نمایندگان صاحبان سهام، ترکیب ساختار سرمایه شرکت را به گونه ای تنظیم می کنند که در روند افزایش ارزش شرکت که همانا افزایش ثروت سهام داران است، تأثیر مثبت به جای گذارد. لذا تعیین یک ساختار بهینه سرمایه و تأمین منابع مالی در شرکت ها دارای اهمیت ویژه ای است از جمله موضوع های مهم برای دستیابی به این امر مهم، شرکت نیازمند استفاده بهینه از منابع مالی جهت کسب بازدهی بالاست (نوروزی و مدینه، ۱۳۹۰). واحدهای تجاری جهت تداوم فعالیت های خود نیازمند سرمایه در گردش و به منظور توسعه فعالیت ها و افزایش سودآوری، ناچار به سرمایه گذاری جدید می باشند. این دو نیاز واحد تجاری، به واسطه تأمین منابع مالی مرتفع می گردد. مدیران شرکت ها برای افزایش ارزش سهام شرکت ها غالباً درصدد اتخاذ تصمیمات مناسب برای دست یابی به بهینه ترین ترکیب منابع مختلف سرمایه ای هستند. در زمینه ترکیب بهینه منابع سرمایه ای، نظریه های متفاوتی مطرح گردیده است (خلیفه سلطانی و بهرامی، ۱۳۹۱). مدیران بیان کرده اند که انعطاف

پذیری نقش مهمی در توانمند ساختن آنها در خصوص سرمایه گذاری در آینده ایفا می کند بر مبنای بحث های صورت گرفته توسط مودیگلیانی و میلر^۱ (۱۹۶۳) و میرز^۲ (۱۹۸۴) مشکلات بازار سرمایه، حفظ انعطاف پذیری را برای شرکت ها جهت استفاده از فرصت های سودآور الزامی کرده است. میرز (۱۹۷۷) نشان داد که چگونه تهدیدات ناشی از بدهی شرکت ها ممکن است که مانع استفاده آنها از فرصت های سودآور شود، حتی هنگامیکه مدیران و سهامداران علاقمند به استفاده از این فرصت ها هستند شرکت های دارای انعطاف پذیری مالی میزان قدرت استقراض ذخیره ای برای خود نگه می دارند تا بتوانند در سال های بعد از سیاست محافظه کاری سرمایه گذاری بیشتری کنند. طبق مطالب فوق، انعطاف پذیری مالی باید رابطه مستقیم و تأثیر مهمی بر مخارج سرمایه ای داشته باشند. همچنین شرکت های منعطف می توانند بعد از یک دوره سیاست اهرمی پایین، راحت تر وجوه خود را برای تأمین مالی پروژه هایشان بکار گیرند و توانایی سرمایه گذاری آنها باید کمتر وابسته به وجوه داخلی باشد. در نتیجه باید انتظار داشته باشیم که یک رابطه منفی بین سرمایه گذاری و عامل گردش وجوه نقدی وجود داشته باشد. به دلیل ابهامات زیاد در استفاده از این واژه، قضاوت در مورد انعطاف پذیری، معمولاً ذهنی و غیر رسمی هستند و میزان انعطاف پذیری نیز به ندرت بررسی و اندازه گیری می شود. انعطاف پذیری مالی نشانگر توانایی یک شرکت برای رویارویی برای مواجه شدن با اتفاقات آینده است (خدائی و زارع، ۱۳۸۹).

خمیری و نویگ^۳ (۲۰۱۸) معتقدند که عوامل اقتصادی کلان از عوامل مهم تعیین کننده ساختار سرمایه هستند. بسیاری از پژوهشگران تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت ها را بررسی کرده اند، اما به نظر می رسد ارتباط بین آنها کاملاً بحث برانگیز است. برخی از پژوهشگران نتیجه گرفتند که متغیرهای کلان اقتصادی هیچ ارتباطی با ساختار سرمایه ندارند، در حالی که برخی دیگر رابطه منفی بین متغیرهای کلان اقتصادی و ساختار سرمایه را نشان دادند. علاوه بر این، چندین پژوهشگر به این نتیجه رسیدند که متغیرهای کلان اقتصادی با سیاست های مالی شرکت ها رابطه مثبت و معناداری دارند. به عنوان مثال، باستوس^۴ و همکاران (۲۰۰۹) هیچ تأثیر قابل توجهی از تورم بر اهرم دریافت نکردند. بوواندرا^۵ و همکاران (۲۰۱۶) تأثیر عوامل خاص کشور (مانند نرخ تورم، اندازه بازار سرمایه، نرخ مالیات شرکت، ناآرامی های داخلی، رشد تولید ناخالص داخلی و نرخ بهره پایه) در انتخاب ساختار سرمایه در میان شرکت های بورس اوراق بهادار کلمبو در کشور سریلانکا را بررسی کردند. آنها بیان می کنند که هیچ متغیر خاص کشور تأثیر مستقیمی بر تصمیم ساختار سرمایه شرکت ها ندارد. از بین عوامل مهم برونزا، مهمترین عامل تولید ناخالص داخلی است. با عنایت به مطالب ارائه شده در این تحقیق به دنبال بررسی این سوال هستیم که متغیرهای کلان اقتصادی چه تأثیری بر انعطاف پذیری مالی دارند؟

¹ Modigliani & miller

² Myers

³ Khémiri, W. and Noubbigh

⁴ Bastos

⁵ Buvanendra

تعریف نظری متغیرها

انعطاف پذیری مالی: دنیس و مکینون^۱ (۲۰۱۱)، در تعریف خود در رابطه با انعطاف پذیری مالی چنین بیان نمودند یک حلقه مفقوده در تئوری ساختار سرمایه است که ناشی از ظرفیت بدهی بدون انگیزه شرکت‌ها برای دستیابی به استفاده به اندوخته-های نقدی ذخیره شده هست. انعطاف پذیری مالی ناشی از نیاز شرکت‌ها به منابع مالی خارجی است که باعث افزایش توانایی شرکت به هنگام مواجهه با رویدادهای غیرمنتظره می‌شود. انعطاف پذیری مالی به سیاست‌های تأمین مالی و تصمیمات نقدینگی نیز بستگی دارد (فتحی و همکاران، ۱۳۹۷).

متغیرهای کلان اقتصادی: همانطور که در ادبیات اقتصادی عنوان می‌شود آیینه شرایط و وضعیت کلی یک جامعه می‌باشد. به نحوی که می‌توان تبلور تأثیرات سایر ویژگی‌های محیطی اجتماعی و سیاسی را حتی در آن مشاهده نمود. متغیرهای کلان اقتصادی می‌تواند شامل نرخ تورم، نرخ رشد اقتصادی، نرخ بهره بانکی، نرخ مالیات، تولید ناخالص ملی و داخلی، میزان تسهیلات اعطایی بانکها، حجم نقدینگی و بسیاری دیگر از متغیرهای مربوط باشد (شکرخواه و قاصدی دیزجی، ۱۳۹۵).

پیشینه پژوهش

شعری آناقیز و قربانی (۱۳۹۴)، در پژوهشی به بررسی رابطه انعطاف پذیری مالی با عملکرد شرکت‌های سرمایه گذاری در ایران از منظر بازار پرداختند. به منظور تجزیه و تحلیل داده ها، از روش رگرسیون چند متغیره (با در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی) با رویکرد پانل دیتا استفاده شد. قلمرو زمانی تحقیق طی سالهای ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ و تعداد ۱۵۰ شرکت-سال از شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب و مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج بدست آمده از تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار بین انعطاف پذیری مالی (بازده جریان نقدی آزاد) و عملکرد شرکت‌های سرمایه گذاری (محاسبه شده از طریق شاخص شارپ) و عدم وجود رابطه معنادار بین انعطاف پذیری مالی با عملکرد شرکت های سرمایه گذاری (محاسبه شده از طریق شاخص ترینر) می باشد.

شعری آناقیز و محسنی رستاقی (۱۳۹۳)، پژوهشی را با عنوان انعطاف پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. برای این منظور از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۰۸ شرکت انتخاب و اطلاعات مالی مربوط به سالهای ۱۳۸۲-۱۳۹۲ آنها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج بیانگر این است که انعطاف پذیری مالی دوره جاری دارای رابطه مثبت و معناداری با ساختار سرمایه است. همچنین نتایج نشان می دهد که برای شرکت‌هایی که دارای ارزش نهایی وجه نقد منفی هستند، انعطاف پذیری مالی در تصمیمات ساختار سرمایه دارای الویت می باشد.

یاسین و همکاران^۲ (۲۰۱۹)، نقش عوامل اقتصاد کلان و نهادی در ایجاد انعطاف پذیری مالی شرکت‌های پاکستانی با استفاده از داده های سالانه برای دوره ۱۹۹۱ تا ۲۰۱۸ و با استفاده از مدل رگرسیون لجستیک پانل نامتعادل مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاکی از تغییر اساسی در انعطاف پذیری مالی در بین شرکت ها است. تورم ، کیفیت نهادی و توسعه بخش بانکی بر

¹ Denis, D.J., & Mckeeon, S.O.

² Yasin et al

انعطاف‌پذیری مالی تأثیر منفی می‌گذارد، در حالی که تأثیر توسعه بازار سهام دارای بر انعطاف‌پذیری مالی قابل توجه و رشد تولید ناخالص داخلی ناچیز است.

چان و چی^۱ (۲۰۱۶) در پژوهشی، تأثیر ارتباطات سیاسی بر محدودیت تأمین مالی و سرمایه‌گذاری شرکت را بررسی کردند. در این پژوهش از اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تایوان طی سالهای ۱۹۹۱ تا ۲۰۱۰ استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری شرکتها، تأثیر مثبت و بر محدودیت تأمین مالی تأثیر منفی دارد.

چان و همکاران^۲ (۲۰۱۵)، انعطاف‌پذیری مالی و عملکرد اقتصادی آن را با مقایسه شرکت‌های تولیدی آمریکایی و چینی طی سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۲، با رویکرد علیت و معلول موردی، مورد بررسی و ارزیابی قرار دادند و به این نتیجه دست یافتند که انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها عمدتاً تابع مدیریت ریسک قوی و جستجوی فرصت‌های سرمایه‌گذاری است.

راپ و همکاران^۳ (۲۰۱۴)، ارزش انعطاف‌پذیری مالی و سیاست‌های مالی شرکت را با رویکردی بدیع مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که سهامداران شرکت، هرچه ارزش بیشتری برای انعطاف‌پذیری مالی قائل باشند سود تقسیمی شرکت کمتر، تمایل به بازخرید سهام برای تقسیم سود بیشتر، نسبت‌های اهرمی کمتر و تمایل به نگهداشت وجه نقد بیشتر می‌شود.

روش تحقیق

این پژوهش از لحاظ رویکرد، طبیعت‌گرایانه و از لحاظ هدف پژوهش، از نوع کاربردی و از لحاظ ماهیت، اصیل (دست اول) و از نظر ماهیت داده‌ها، پژوهش کمی و از لحاظ روش شناخت، توصیفی از نوع همبستگی است و در زمره پژوهش‌های شبه تجربی و پس‌رویدادی قرار دارد. همچنین، این پژوهش از نظر نوع استدلال، قیاسی-استقرایی و از لحاظ بعد زمان، گذشته‌نگر و از نظر طول زمانی داده‌ها، روش ترکیبی (طولی-مقطعی) و به لحاظ روش جمع‌آوری اطلاعات، اسنادکاوی و کتابخانه‌ای می‌باشد. برای جمع‌آوری اطلاعات در زمینه مبانی نظری و پیشینه پژوهش، از روش کتابخانه‌ای و برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز از بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین، سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران و البته صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شد و پس از پردازش توسط نرم افزار اکسل، برای تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌های پژوهش مورد استفاده قرار گرفتند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوی رگرسیون خطی چند متغیره با استفاده از نسخه نهم نرم‌افزار ایویوز استفاده گردید.

فرضیه‌های تحقیق

با توجه به متغیرهای تحقیق، فرضیه‌های تحقیق بصورت زیر ارائه می‌شود:

فرضیه اول: تولید ناخالص داخلی بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها تأثیر دارد.

فرضیه دوم: نرخ تورم بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها تأثیر دارد.

¹ Chung, H. S., & Chih, Y. L

² Chun et al

³ Rapp et al

فرضیه سوم: عرضه پول بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها تاثیر دارد

تعاریف مفهومی و عملیاتی متغیرها

متغیر وابسته - انعطاف‌پذیری مالی (Flexibility):

به منظور محاسبه انعطاف‌پذیری مالی مطابق پژوهش شعری آناقیز و قربانی (۱۳۹۴)، رشیدی باغی (۱۳۹۹)، از بازده جریان آزاد استفاده خواهد شد. که برابر با نسبت جریان نقد آزاد (جریان نقد آزاد برابر با مجموع هزینه استهلاک و سود خالص پس از کسر مالیات، هزینه بهره و سود تقسیمی است) به ارزش بازار سهام شرکت است (رشیدی باغی، ۱۳۹۹).

متغیر مستقل - متغیرهای کلان اقتصادی:

تولید ناخالص داخلی (GDP): برابر ارزش کل کالاها و خدمات نهایی تولید شده در کشور می‌باشد. تولید ناخالص داخلی شاخص تغییرات هزینه کالاها و خدمات در یک کشور برای یک مدت زمان خاص است و منکس کننده نرخ رشد اقتصاد است تولید ناخالص داخلی بصورت مجموع حجم مصرف، سرمایه‌گذاری، هزینه‌های دولت و صادرات منهای واردات است. تولید ناخالص داخلی نشان دهنده وضعیت اقتصاد بوده و رشد در مقایسه با سایر کشورها نشان دهنده مزایای بکار انداختن سرمایه در اقتصاد کشور است (حاجیها و همکاران، ۱۳۹۲). در این پژوهش از رشد درآمد و تولید ناخالص ملی بر حسب فعالیت‌های اقتصادی (درصد) به قیمت‌های ثابت سال ۱۳۹۰ به عنوان مبنایی برای محاسبه تولید ناخالص داخلی استفاده کردیم. اطلاعات مربوط در پیوست ارائه شده است.

نرخ تورم (Inflation rate): براساس مبانی نظری هرچه اقتصاد تورمی تر باشد انتظار می‌رود سررسید بدهی‌ها کاهش یابد بنابراین انتظار می‌رود رابطه منفی بین تورم و انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها وجود داشته باشد. این متغیر از سایت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران قابل استخراج است (هاشمی و همکاران، ۱۳۹۶). اطلاعات مربوط در پیوست ارائه شده است.

سال	۱۳۹۸	۱۳۹۷	۱۳۹۶	۱۳۹۵	۱۳۹۴	۱۳۹۳	۱۳۹۲
نرخ تورم	۴۱.۲	۳۱.۲	۹.۶	۹.۰	۱۱.۹	۱۵.۶	۳۴.۷

عرضه پول (Money supply): به معنی مجموع پول ارائه شده به جامعه و اقتصاد در دوره ای خاص است. این متغیر از لگاریتم طبیعی عرضه پول بدست خواهد آمد (حاجیها و همکاران، ۱۳۹۲). اطلاعات مربوط در پیوست ارائه شده است.

سال	۱۳۹۸	۱۳۹۷	۱۳۹۶	۱۳۹۵	۱۳۹۴	۱۳۹۳	۱۳۹۲
متغیرهای پولی و اعتباری اعتباری ▲ پایه پولی ▼	۳۵۳۸۵۰۰	۲۵۵۴۹۰۰	۲۰۲۶۱۰۰	۱۰۸۶۸۰۰	۱۵۳۳۴۰۰	۱۳۱۱۴۸۹	۱۰۸۴۷۸۸
پایه پولی بر حسب منابع (میلیارد ریال)							

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE): استدلال شده است که شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک دارای مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و نمایندگی بیشتری هستند (ارسلان و دیگران و ازدین و سالما)، استدلال نموده‌اند که شرکت‌های کوچک نسبت

¹ GDP growth rate

به شرکت‌های بزرگ دارای شفافیت اطلاعاتی پایین‌تری هستند. و همچنین شرکت‌های بزرگتر دارای سهامداران سازمانی (حقوقی) بزرگی بوده و این سهامداران نظارت دقیق‌تر و با کیفیت‌تری بر مدیران داشته و بدین ترتیب مشکلات نمایندگی را به حداقل ممکن می‌رسانند. در نتیجه شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ دارای هزینه‌های بالاتر مالی خارجی و دسترسی محدودتر به بازارهای سرمایه می‌باشند. در تحقیق پیش رو برای مقدار معادل اندازه شرکتها از لگاریتم میزان فروش شرکت‌های نمونه آماری استفاده خواهد شد.

عمر شرکت (AGE): شرکت‌های با عمر بالا از شهرت بالایی در بازار برخوردار بوده و همین امر موجب تسهیل دسترسی شرکت‌ها به تامین مالی خارجی می‌شود؛ زیرا ارتباط چنین شرکت‌هایی در یک دوره طولانی‌تری از زمان با اعتبار دهندگان تصویب می‌شود. همچنین اندازه شرکت با عمر شرکت رابطه‌ای مثبت دارد. این متغیر از لگاریتم طبیعی سال تاسیس شرکت تا سال شروع بازه‌ی زمانی پژوهش قایل اندازه‌گیری خواهد بود (لین، ۲۰۱۷).

نسبت سود تقسیمی (div): شرکت‌هایی که سود سهام تقسیم می‌نمایند نسبت به شرکت‌هایی که سود سهام تقسیم نمی‌کنند احتمال پایینی دارند که با محدودیت‌های مالی مواجه شود. زیرا زمانی که توانایی آنها در دسترسی به تامین مالی خارجی کاهش یابد، می‌توانند پرداخت سود سهام را متوقف نمایند و لیکن این معیار باید با احتیاط استفاده شود. زیرا قطع پرداخت سود سهام به منظور حفظ نقدینگی بر ارزش سهام شرکت در بازار می‌تواند اثر منفی داشته باشد قطع سود تقسیمی موجب کاهش شهرت شرکت در بین سرمایه‌گذاران برون سازمانی گردیده و همین امر به نوبه خود موجب مشکل‌تر شدن تامین مالی خارجی می‌گردد. ایستبروگ استدلال نمودند که سود تقسیمی، جریان نقدی آزاد را کاهش داده و شرکت را مجبور به تامین مالی خارجی می‌کند. کاهش جریان نقدی آزاد به نوبه خود موجب کاهش مشکلات نمایندگی می‌گردد. این متغیر از نسبت سود تقسیمی هر سهم بر قیمت بازار هر سهم قایل اندازه‌گیری خواهد بود (لین، ۲۰۱۷).

نرخ بازده دارایی‌ها (ROA): بازده دارایی‌ها نشان دهنده توانایی مدیریت در استفاده کارا از دارایی‌ها می‌باشد و بیشتر بر بروی بازدهی بخش عملیات متمرکز است. این معیار در کنار معیار نسبت بدهی‌ها (میزان استفاده بنگاه از اهرم های مالی نظام دوپانت را تشکیل می‌دهند و از نسبت سود قبل از مالیات شرکت به کل دارایی‌های شرکت قابل دستیابی است (لین، ۲۰۱۷).

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ می‌باشد. همچنین، از حذف سیستماتیک (غربالگری) برای تعیین نمونه پژوهش استفاده شده است؛ بدین صورت که شرکت‌های فاقد ویژگی‌های زیر از جامعه آماری حذف و شرکت‌های باقی‌مانده به عنوان نمونه آماری و مبنای آزمون فرضیه‌های پژوهش قرار گرفتند. نحوه حذف شرکت‌های فاقد ویژگی‌های مدنظر و انتخاب نمونه آماری در جدول ۱ نشان داده شده است. این ویژگی‌ها عبارتند از:

جدول (۱): انتخاب نمونه آماری با اعمال محدودیت‌ها و شرایط جامعه

سال - شرکت	شرکت	محدودیت‌ها و شرایط
۳۷۶۶	۵۳۸	کل شرکت‌های موجود بورسی و فرا بورسی در پایان سال ۱۳۹۸
(۹۴۵)	(۱۳۵)	حذف شرکت‌های شرکت‌های غیر فعال
(۷۰۰)	(۱۰۰)	برای رعایت قابلیت مقایسه‌پذیری آنها حذف شرکت‌های غیر از دوره منتهی به تاریخ ۲۹ اسفند ماه

(۴۴۸)	(۶۴)	حذف شرکتهای هلدینگ، بانکها و سرمایه‌گذاری
(۵۱۱)	(۷۳)	عدم دسترسی به داده (کتورسازی ایران) و شرکتهای غیر تولیدی
۱۱۶۲	۱۶۶	تعداد شرکت های موجود در جامعه آماری بعد از اعمال محدودیت ها و شرایط

لذا شرکتهایی که حائز شرایط فوق نباشند از نمونه آماری بشمار نیامند که با توجه به شرایط بالا از بین ۵۳۸ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران (بورسی و فرابورسی)، تعداد اعضای نمونه آماری تعریف می‌شود. با توجه به رعایت شرایط یاد شده بالا، و با استفاده از روش حذف سیستماتیک از بین شرکتهای واجد شرایط تعداد ۱۶۶ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

آمار توصیفی داده‌ها

قبل از تحلیل آماری داده های پژوهش، لازم است داده‌های متغیرهای مورد استفاده در پژوهش توصیف شوند. این کار اقدامی در جهت الگوی حاکم و پایه و اساس روابط بین متغیرهاست. لذا قبل از تحلیل فرضیات، متغیرهای پژوهش موردی مورد بررسی قرار می‌گیرد که نتایج آن در جدول شماره ۲ بشرح زیر ارائه شده است.

جدول (۲): توصیف متغیرهای کمی پژوهش

متغیر	شرح	انحراف پذیری مالی	چرخش ناخالص داخلی	نرخ تورم	عرضه پول	اندازه شرکت	بهره شرکت	نسبت سود تقسیمی	نرخ بازده دارایی‌ها
تعداد	شرکت	۱۶۶	۱۶۶	۱۶۶	۱۶۶	۱۶۶	۱۶۶	۱۶۶	۱۶۶
	سال - شرکت	۱۱۶۲	۱۱۶۲	۱۱۶۲	۱۱۶۲	۱۱۶۲	۱۱۶۲	۱۱۶۲	۱۱۶۲
میانگین		۰.۱۵۲	-۲.۴۲۴	۰.۲۱۸	۶.۲۷۶	۶.۲۳۶	۲.۸۳۶	۰.۰۳۳	۰.۱۳۸
میانه		۰.۱۲۲	-۱.۶۳۰	۰.۱۵۶	۶.۲۵۴	۶.۱۶۰	۲.۸۹۰	۰.۰۱۱	۰.۱۱۴
ماکزیمم		۱.۳۴۷	۵.۹۰۵	۰.۴۱۲	۶.۵۴۷	۸.۹۳۷	۳.۹۵۱	۰.۶۸۵	۰.۶۷۴
مینیمم		-۲.۸۱۱	-۱۰.۰۵۰	۰.۰۹۰	۶.۰۷۳	۴.۲۲۳	۰.۶۹۳	۶.۵۴E-	-۰.۶۹۹
انحراف معیار		۰.۲۲۰	۵.۵۶۶	۰.۱۲۴	۰.۱۵۷	۰.۷۳۸	۰.۴۷۷	۰.۰۵۴	۰.۱۶۲
چولگی		-۴.۲۲۴	۰.۰۸۲	۰.۳۶۳	۰.۳۷۷	۰.۷۲۴	-۰.۶۷۰	۳.۶۹۱	۰.۲۳۲
کشیدگی		۵۹.۰۴۳	۱.۶۴۱	۱.۴۱۲	۱.۹۳۱	۴.۱۵۸	۴.۸۵۴	۲۷.۶۸۷	۴.۴۰۸

جدول شماره ۲ نشان دهنده پارامترهای توصیفی هر متغیر بصورت جداگانه می‌باشد. این جدول نشان دهنده آمار توصیفی تمامی داده‌های متغیرهای کمی پژوهش مورد استفاده در سطح شرکتهای نمونه آماری است. آمار توصیفی متغیرها شامل شاخص‌های مرکزی (مانند میانگین، میانه و مد) و شاخص‌های پراکندگی (مانند ماکزیمم، مینیمم، انحراف معیار، کشیدگی، چولگی و واریانس) برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۸ می‌باشد. مهمترین شاخص مرکزی معمولاً میانگین بوده که شاخص اصلی برای مرکزیت داده ها محسوب می‌شود. برای نمونه این مقدار برای متغیر نرخ تورم برابر ۰.۲۱۸ بوده که نشان می‌دهد که شرکت‌های نمونه آماری ۲۱.۸ درصد از قدرت خرید خود را از دست داده‌اند. در بخش شاخص‌های پراکندگی هم معمولاً انحراف معیار متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد. این شاخص نشان دهنده میزان پراکندگی از میانگین

نمونه مورد آزمون می‌باشد. برای نمونه این شاخص برای متغیر نرخ بازده دارایی‌ها برابر با (۰.۱۶۲) می‌باشد. که نشان دهنده فاصله کم این متغیر از مرکزیت داده مورد نظر است. همچنین بیشترین مقدار برای نرخ تورم در سال ۱۳۹۸ به مقدار ۴۱.۲ درصد و کمترین آن برای سال ۱۳۹۵ به مقدار ۹ درصد می‌باشد. در نهایت با توجه به ماهیت داده‌های مورد استفاده در این پژوهش (داده‌های تلفیقی-دیتا پانل) تعداد مشاهدات بر اساس دوره و تعداد شرکت ۱۱۶۲ سال- شرکت می‌باشد.

آمار استنباطی

بخش دوم تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیات آمار استنباطی است. در این بخش تجزیه و تحلیل با استفاده از روش داده‌های تلفیقی یا ترکیبی انجام می‌پذیرد. آزمون مانایی متغیرها و آزمون فرضیات در ادامه ارایه می‌شوند:

آزمون مانایی متغیرها

جدول شماره (۳): نتایج آزمون مانایی

نام متغیر	آماره Z	سطح معناداری	نتیجه
انعطاف پذیری مالی	-۱۹.۹۷۰	۰.۰۰۰	مانا است
تولید ناخالص داخلی	-۲۹.۵۳۷	۰.۰۰۰	مانا است
نرخ تورم	-۹.۵۱۰	۰.۰۰۰	مانا است
عرضه پول	-۱۲۶.۲۸۴	۰.۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	-۶.۹۳۷	۰.۰۰۰	مانا است
عمر شرکت	-۸۴.۳۹۵	۰.۰۰۰	مانا است
نسبت سود تقسیمی	-۲۸۱۹.۵۱	۰.۰۰۰	مانا است
نرخ بازده دارایی‌ها	-۱۸.۰۲۰	۰.۰۰۰	مانا است

در یک رگرسیون ممکن است با وجود ضریب تعیین تعدیل شده بالا، آماره ضرایب نیز بیشتر شود که در این حالت می‌گوئیم رگرسیون کاذب ایجاد شده، این امر باعث باعث استنباط‌های غلط در مورد میزان ارتباط بین متغیرها ایجاد شود. برای جلوگیری از این استنباط‌های غلط می‌توان از آزمون لوین، لین و چو، آزمون هریس و... استفاده کرد. نتایج این آزمون در جدول شماره ۳ خلاصه عرضه می‌گردد. با توجه به نتایج جدول ۳، سطح معنی‌داری تمامی متغیرها کمتر از پنج درصد است. فلذا متغیرهای پژوهش ایستا و مانا می‌باشند و رگرسیون کاذب در پژوهش ایجاد نمی‌شود.

تحلیل و آزمون فرضیه پژوهش

فرضیه اول: تولید ناخالص داخلی بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها تاثیر دارد. با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چند متغیره در جدول ۴، متغیر تولید ناخالص داخلی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۰۰) و ضریب ۰.۰۰۰۲ است، از اینرو تولید ناخالص داخلی بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها تاثیر معنی‌دار و مثبتی دارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و نرخ بازده دارایی‌ها با انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد. نتایج آزمون اف لیمر حاکی از آن است که سطح معنی‌داری این آزمون کمتر از ۰.۰۵ بوده بنابراین داده‌های پژوهش پانل بوده و اثرات مقید حذف و آزمون هاسمن را برای تشخیص اثرات تصادفی یا ثابت انجام می‌-

دهیم با توجه به نتایج بدست آمده سطح معنی داری این آزمون هاسمن کمتر از ۰.۰۵ بوده لذا نوع رگرسیون فرضیه پانل- اثرات ثابت می باشد. آزمون عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش با استفاده از آماره دوربین- واتسون با مقدار ۱.۶۰۷ ناشی از عدم خود همبستگی متغیرها است. و مدل برازش شده با توجه به سطح معناداری آماره فیشر که کمتر از ۵ درصد است از اعتبار کافی برخوردار می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز با مقدار ۸۶.۴ درصد نشان دهنده تغییرات متغیر وابسته در نتیجه متغیرهای موجود در مدل است. همچنین با توجه به نتایج بدست آمده مشاهده می شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم خطی می باشد و در پایان با توجه به وجود ناهمسانی واریانس در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

جدول شماره (۴): تخمین نهایی تاثیر تولید ناخالص داخلی بر انعطاف پذیری مالی شرکتها

Flexibility _{i,t} = $\alpha_0 + \alpha_1 GDP_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 AGE_{i,t} + \alpha_4 DIV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \epsilon_{i,t}$					
متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم خطی
تولید ناخالص داخلی	۰.۰۰۲	۰.۰۰۰	۱۱.۷۸۹	۰.۰۰۰	۱.۰۷۰
اندازه شرکت	-۰.۰۴۸	۰.۰۱۰	-۴.۵۶۰	۰.۰۰۰	۲.۲۳۷
عمر شرکت	۰.۳۶۶	۰.۰۲۰	۱۷.۸۶۹	۰.۰۰۰	۱.۴۲۴
نسبت سود تقسیمی	۱.۸۴۲	۰.۰۴۲	۴۲.۹۶۱	۰.۰۰۰	۱.۲۰۵
نرخ بازده دارایی ها	-۰.۲۱۷	۰.۰۱۲	-۱۷.۳۷۸	۰.۰۰۰	۱.۹۳۵
C (عرض از مبدا)	۰.۹۶۵	۰.۰۵۱	۱۸.۷۷۶	۰.۰۰۰	----
ناهمسانی واریانس (آزمون بارتلت)	۲۴۵۲۱.۴۱ (۰.۰۰۰)		دوربین واتسون		۱.۶۰۷
ضریب تعیین	۰.۸۸۴		نوع آزمون	اف لیمر	هاسمن
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۸۶۴		آماره (سطح معنی داری)	۵.۳۵۹ (۰.۰۰۰)	۱۱۶.۲۵۲ (۰.۰۰۰)
آماره فیشر	۴۴.۶۶۸ (۰.۰۰۰)		نوع رگرسیون		پانل - اثرات ثابت

فرضیه دوم: نرخ تورم بر انعطاف پذیری مالی شرکتها تاثیر دارد.

با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چند متغیره در جدول ۵، متغیر تولید نرخ تورم دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۰۰) و ضریب -۰.۲۰۸ است، از اینرو تولید نرخ تورم بر انعطاف پذیری مالی شرکتها تاثیر معنی دار و معکوسی دارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و نرخ بازده دارایی ها با انعطاف پذیری مالی شرکتها رابطه معناداری وجود دارد. نتایج آزمون اف لیمر حاکی از آن است که سطح معنی داری این آزمون کمتر از ۰.۰۵ بوده بنابراین داده های پژوهش پانل بوده و اثرات مقید حذف و آزمون هاسمن را برای تشخیص اثرات تصادفی یا ثابت انجام می دهیم با توجه به نتایج بدست آمده سطح معنی داری این آزمون هاسمن کمتر از ۰.۰۵ بوده لذا نوع رگرسیون فرضیه پانل- اثرات ثابت می باشد. آزمون عدم خود همبستگی بین متغیرهای پژوهش با استفاده از آماره دوربین- واتسون با مقدار ۱.۶۱۶ ناشی از عدم خود همبستگی متغیرها است. و مدل برازش شده با توجه به سطح معناداری آماره فیشر که کمتر از ۵ درصد است از اعتبار کافی برخوردار می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز با مقدار ۸۶.۳ درصد نشان دهنده تغییرات متغیر وابسته در نتیجه متغیرهای موجود در مدل است. همچنین با توجه به نتایج بدست آمده مشاهده می شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می باشند.

بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم‌خطی می‌باشد و در پایان با توجه به وجود ناهمسانی واریانس در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

جدول شماره (۵): تخمین نهایی تاثیر نرخ تورم بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها

Flexibility _{i,t} = $\alpha_0 + \alpha_1$ Inflation _{i,t} + α_2 SIZE _{i,t} + α_3 AGE _{i,t} + α_4 DIV _{i,t} + α_5 ROA _{i,t} + $\epsilon_{i,t}$					
متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم خطی
نرخ تورم	-۰.۲۰۸	۰.۰۱۴	-۱۴.۸۱۰	۰.۰۰۰	۱.۴۱۳
اندازه شرکت	-۰.۰۱۷	۰.۰۱۰	-۱.۶۹۱	۰.۰۹۱	۲.۲۶۷
عمر شرکت	۰.۴۴۸	۰.۰۲۱	۲۱.۳۱۷	۰.۰۰۰	۱.۴۶۳
نسبت سود تقسیمی	۱.۷۶۹	۰.۰۴۳	۴۰.۹۶۶	۰.۰۰۰	۱.۲۹۸
نرخ بازده دارایی‌ها	-۰.۲۴۰	۰.۰۱۵	-۱۵.۸۴۹	۰.۰۰۰	۲.۰۴۰
C (عرض از مبداء)	۰.۸۶۸	۰.۰۵۰	۱۷.۲۱۹	۰.۰۰۰	-----
ناهمسانی واریانس (آزمون بارتلت)	۰.۰۰۰)۸۲۵۶.۷۶۵	دوربین واتسون		۱.۶۱۶	
ضریب تعیین	۰.۸۳	نوع آزمون		اف لیمر	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۸۶۳	آماره (سطح معنی داری)		۵.۵۸۷)۰.۰۰۰)	
آماره فیشر	۰.۰۰۰)۴۴.۰۶۴	نوع رگرسیون		پانل - اثرات ثابت	

فرضیه سوم: عرضه پول بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها تاثیر دارد. با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چند متغیره در جدول ۶ متغیر عرضه پول دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۰۰) و ضریب -۰.۴۸۴ است، از اینرو عرضه پول بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها تاثیر معنی‌دار و معکوسی دارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و نرخ بازده دارایی‌ها با انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد. نتایج آزمون اف لیمر حاکی از آن است که سطح معنی‌داری این آزمون کمتر از ۰.۰۵ بوده بنابراین داده‌های پژوهش پانل بوده و اثرات مقید حذف و آزمون هاسمن را برای تشخیص اثرات تصادفی یا ثابت انجام می‌دهیم با توجه به نتایج بدست آمده سطح معنی‌داری این آزمون هاسمن کمتر از ۰.۰۵ بوده لذا نوع رگرسیون فرضیه پانل - اثرات ثابت می‌باشد. آزمون عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش با استفاده از آماره دوربین - واتسون با مقدار ۱.۷۶۶ ناشی از عدم خود همبستگی متغیرها است. و مدل برازش شده با توجه به سطح معناداری آماره فیشر که کمتر از ۵ درصد است از اعتبار کافی برخوردار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز با مقدار ۸۸.۲ درصد نشان دهنده تغییرات متغیر وابسته در نتیجه متغیرهای موجود در مدل است. همچنین با توجه به نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می‌باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم‌خطی می‌باشد و در پایان با توجه به وجود ناهمسانی واریانس در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

جدول شماره (۶): تخمین نهایی تاثیر عرضه پول بر انعطاف پذیری مالی شرکتها

Flexibility _{i,t} = $\alpha_0 + \alpha_1$ Money supply _{i,t} + α_2 SIZE _{i,t} + α_3 AGE _{i,t} + α_4 DIV _{i,t} + α_5 ROA _{i,t} + $\varepsilon_{i,t}$					
متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم خطی
عرضه پول	-۰.۴۸۴	۰.۰۲۴	-۲۰.۱۶۱	۰.۰۰۰	۷.۱۸۶
اندازه شرکت	۰.۰۴۷	۰.۰۱۱	۴.۱۲۷	۰.۰۰۰	۳.۱۱۹
عمر شرکت	۰.۳۶۰	۰.۰۱۸	۱۹.۲۰۷	۰.۰۰۰	۱.۳۸۳
نسبت سود تقسیمی	۱.۷۵۰	۰.۰۳۸	۴۵.۵۵۷	۰.۰۰۰	۱.۳۲۸
نرخ بازده دارایی ها	۰.۱۴۲	۰.۰۲۱	۶.۶۱۹	۰.۰۰۰	۴.۹۸۷
C (عرض از مبدا)	۲.۳۷۷	۰.۰۸۳	۲۸.۵۷۴	۰.۰۰۰	---
ناهمسانی واریانس (آزمون بارتلت)	۰.۰۰۰)۷۷۸۲.۶۸۲	دوربین واتسون		۱.۷۶۶	
ضریب تعیین	۰.۸۹۹	نوع آزمون		اف لیمر	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۸۸۲	آماره (سطح معنی داری)		۴.۷۷۲)۰.۰۰۰)	
آماره فیشر	۵۲.۲۴۵)۰.۰۰۰)	نوع رگرسیون		پانل - اثرات ثابت	

بحث و نتیجه گیری

فرضیه اول: تولید ناخالص داخلی بر انعطاف پذیری مالی شرکتها تاثیر دارد. با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چند متغیره و نتایج آزمون فرضیه در فصل چهارم، متغیر تولید ناخالص داخلی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۰۰) و ضریب ۰.۰۰۲ است، از اینرو تولید ناخالص داخلی بر انعطاف پذیری مالی شرکتها تاثیر معنی دار و مثبتی دارد. نتایج این فرضیه همراستا با میانی نظر پژوهش و پژوهش یاسین و همکاران^۱ (۲۰۱۹) می باشد.

فرضیه دوم: نرخ تورم بر انعطاف پذیری مالی شرکتها تاثیر دارد. با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چند متغیره و نتایج آزمون فرضیه در فصل چهارم، متغیر تولید نرخ تورم دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۰۰) و ضریب -۰.۲۰۸ است، از اینرو تولید نرخ تورم بر انعطاف پذیری مالی شرکتها تاثیر معنی دار و معکوسی دارد. نتایج این فرضیه همراستا با میانی نظر پژوهش و پژوهش یاسین و همکاران (۲۰۱۹) می باشد.

فرضیه سوم: عرضه پول بر انعطاف پذیری مالی شرکتها تاثیر دارد با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چند متغیره و نتایج آزمون فرضیه در فصل چهارم، متغیر عرضه پول دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۰۰) و ضریب -۰.۴۸۴ است، از اینرو عرضه پول بر انعطاف پذیری مالی شرکتها تاثیر معنی دار و معکوسی دارد. نتایج این فرضیه همراستا با میانی نظر پژوهش و پژوهش یاسین و همکاران (۲۰۱۹) می باشد.

پیشنهاد های کاربردی

با توجه به سوالات، اهداف و فرضیات پژوهش، همچنین نتایج آزمون فرضیات پیشنهادات زیر در راستای فرضیات تایید شده قابل ارائه است.

^۱ Yasin et al

- ✓ براساس نتایج پژوهش، مشاهده می‌شود تولید ناخالص داخلی بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت تاثیر مثبتی دارد لذا با افزایش تولید ناخالص داخلی، انعطاف‌پذیری مالی افزایش می‌یابد. بنابراین، پیشنهاد می‌شود در زمان تصمیم‌گیری های مالی و اعتباری به وضعیت تولید ناخالص داخلی توجه شود.
- ✓ براساس نتایج پژوهش، مشاهده می‌شود نرخ تورم بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت تاثیر معکوسی دارد. که امر شاید ناشی از این باشد که در زمان وجود تورم اعتبار دهندگان تمایلی به ارائه اعتبار ندارند. بنابراین، پیشنهاد می‌شود در زمان تصمیم‌گیری های مالی و اعتباری به میزان تورم و نرخ اعتبار توجه ویژه شود.
- ✓ براساس نتایج پژوهش، مشاهده می‌شود عرضه پول بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت تاثیر معکوسی دارد لذا با افزایش عرضه پول، انعطاف‌پذیری مالی کاهش می‌یابد. بنابراین، پیشنهاد می‌شود در زمان تصمیم‌گیری های مالی و اعتباری به وضعیت عرضه پول توجه شود.

منابع

- ✓ حاجیه‌ها، زهره، اخلاقی، حسن علی، رسائیان، امیر، (۱۳۹۲)، بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سررسید بدهی براساس برخی متغیرهای کلان اقتصادی، دوفصلنامه علمی مطالعات و سیاست‌های اقتصادی، دوره ۹، شماره ۲، صص ۱۲۳-۱۴۶.
- ✓ خدایی وله زاقرد، محمد، زارع تیموری، مهدی، (۱۳۸۹)، تاثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار (مدیریت پرتفوی)، دوره ۱، شماره ۳، صص ۱۵۵-۱۷۳.
- ✓ خلیفه سلطانی، سیداحمد، بهرامی، ماندانا، (۱۳۹۱)، رابطه تغییرات ساختار سرمایه و تغییرات نقدشوندگی سهام، پژوهش های تجربی حسابداری، دوره ۲، شماره ۲، صص ۳۵-۵۳.
- ✓ رشیدی باغی، محسن، (۱۳۹۹)، هموارسازی سودهای تقسیمی بر مبنای انعطاف‌پذیری مالی و اصلاح ساختار سرمایه، دانش حسابداری، دوره ۱۱، شماره ۱، صص ۸۵-۱۱۲.
- ✓ شکرخواه، جواد، قاصدی دیزجی، کیوان، (۱۳۹۵)، تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیمات تامین مالی مدیران، مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۳، شماره ۵۱، صص ۸۷-۱۲۰.
- ✓ شعری آناقیز، صابر، قربانی، ناهید، (۱۳۹۴)، رابطه انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت های سرمایه‌گذاری در ایران از منظر بازار، تجربی حسابداری، دوره ۴، شماره ۳، صص ۱۶۵-۱۸۰.
- ✓ شعری آناقیز، صابر، محسنی‌رستاقی، بهرام، (۱۳۹۴)، انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۲، شماره ۴۵، صص ۹-۲۶.
- ✓ فتحی، سعید، گوگردچیان، احمد، بهزادی، عاطفه، (۱۳۹۷)، بررسی تاثیر انعطاف‌پذیری مالی بر سیاست‌های مالی شرکت‌ها و هزینه سرمایه سهام با استفاده از مدل گامبا و تریانتیس، نشریه چشم انداز مدیریت مالی، دوره ۸، شماره ۲۱، صص ۲۹-۵۰.
- ✓ نوروزی، محمد، مدینه، محسن، (۱۳۹۰)، ساختار سرمایه شرکتهای و شاخصهای کلان اقتصادی، حسابرس، ۱۱۲ تا ۱۱۲.
- ✓ هاشمی، سیدعباس، امیری، هادی، تیموری، زهرا، (۱۳۹۶)، تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر سود آتی حسابداری، پژوهشهای حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۹، شماره ۳۴، صص ۱۶۳-۱۹۰.

- ✓ Buvanendra, S., Sridharan, P. and Thiagarajan, S. (2016), "Role of country-specific factors on capital structure decision – evidence from Sri Lankan listed firms", *Global Business Review*, Vol. 17 No. 3, pp. 582-593.
- ✓ Chun, M., Yanbo, J. Heng, Y. (2015). "Firm's Financial Flexibility: Driving Factors, Flexibility Degree and Economic Results: A Comparison of America and China". *International Journal of Economics and Finance*; PP 11,52_61
- ✓ Chung, H. S., & Chih, Y. L. (2016). Political connections, financial constraints, and corporate investment. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 7, No. 2, pp. 343–368.
- ✓ Denis, D. J. McKeon, S. B. (2012). "Financial Flexibility and Capital Structure Policy: Evidence from Pro-active Leverage Increases". *Review of Financial Studies*, 25(6), PP 1897-1929.
- ✓ Khémiri, W. and Noubbigh, H. (2018), "Determinants of capital structure: evidence from sub-Saharan African firms", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 70, pp. 150-159.
- ✓ Liu, Z. X. (2017). Do Political Connections Decrease Financial Flexibility Reserves? Evidence from Chinese Private Firms, *Universal Journal of Accounting and Finance* 5(2): 37-45.
- ✓ Rapp, M.S. Schmid, T. Urban, D. (2014). "The Value of Financial Flexibility and Corporate Financial Policy". *Journal of Corporate Finance*, 29, PP 288- 302.
- ✓ Yasin Mahmood, Abdul Rashid, Faisal Rizwan and Maqsood Ahmad (2019), The role of macroeconomic and institutional factors in creating corporate financial flexibility, *Management Decision* Emerald Publishing Limited 0025-1747