



بررسی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی، نقدینگی و فرصت‌های رشد بر توانایی سرمایه‌گذاری

سارا رازانی^۱ ©

دکتری، حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد، دانشگاه الزهراء(س)

علی رحمانی

استاد، حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد، دانشگاه الزهراء(س)

(تاریخ دریافت: ۱۲ فروردین ۱۴۰۰؛ تاریخ پذیرش: ۱ شهریور ۱۴۰۰)

پیچیدگی و رشد سریع اقتصاد جهانی، موجب ایجاد رقابت شدید در عرصه کسب‌وکار شده است. در این شرایط شرکت‌ها برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب و بهنگام دارند. از سوی دیگر تنوع فرصت‌های سرمایه‌گذاری و محدودیت منابع مالی، ایجاب می‌نماید که تصمیم منطقی در خصوص سرمایه‌گذاری بهینه صورت پذیرد. از این رو حفظ توان سرمایه‌گذاری برای شرکت‌ها ضرورت دارد. در این پژوهش، رابطه انعطاف‌پذیری مالی، نقدینگی و فرصت‌های رشد با توانایی سرمایه‌گذاری نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران متشکل از ۱۴۰ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۳۹۸ بررسی شده است و به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد بین انعطاف‌پذیری مالی، نقدینگی و فرصت‌های رشد با توانایی سرمایه‌گذاری بنگاه‌های اقتصادی رابطه مستقیم و معنادار وجود دارد. نتایج به دست آمده در این تحقیق، با مبانی نظری و تحقیقات خارجی انجام شده همخوانی دارد.

واژه‌های کلیدی: انعطاف‌پذیری مالی، توانایی سرمایه‌گذاری، فرصت‌های رشد، نقدینگی.

^۱ razani.sara@gmail.com

مقدمه

ارزش یک شرکت، تابع سودآوری سرمایه‌گذاری‌های آن است؛ از این رو، مدیران در راستای حداکثر کردن ثروت سهامداران، باید با شناخت عوامل مؤثر بر میزان سرمایه‌گذاری، بین انتظارات سهامداران و فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب شرکت، ارتباط برقرار کنند تا علاوه بر استفاده از فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری، رضایت سهامداران را جلب نمایند [۲۰]. شناخت این عوامل در بازارهای سرمایه کامل اهمیت چندانی ندارد، زیرا در این شرایط شرکت‌ها همیشه می‌توانند در سطح بهینه خود سرمایه‌گذاری کنند و ساختار مالی خود را بدون تحمیل هزینه، با هرگونه تغییر غیرمنتظره در نقدینگی و فرصت رشد تطبیق نمایند. با این حال، هنگامی که بازارهای سرمایه ناقص بوده و هزینه تأمین اعتبار از منابع خارجی افزایش می‌یابد، این موضوع اهمیت به‌سزایی پیدا می‌کند.

عوامل زیادی در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری یک شرکت تأثیرگذار است. این عوامل با تأثیر بر انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، می‌توانند بر هزینه سرمایه، سودآوری، بازدهی مورد انتظار سهامداران و ارزش سهام شرکت در آینده اثرگذار باشند [۲۸]. علاوه بر اینکه سرمایه‌گذاری و کارایی آن از جمله فعالیت‌های ارزش‌آفرین برای شرکت‌ها هستند، حفظ فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری و بازسازی سرمایه‌گذاری‌ها با حداقل هزینه‌های معاملاتی نقش مهمی در انعکاس تونایی‌های واحد تجاری دارند. این شرایط در صورتی محقق می‌شوند که شرکت از توانایی لازم برای تغییر میزان و زمان جریان‌های نقدی برخوردار باشد. از طرفی نوسان‌های ناشی از تغییرات سریع محیطی و ظهور بازارهای رقابتی از عوامل مهمی هستند که می‌توانند همواره ارزش شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهند و اگر شرکت‌ها از توانایی انطباق سریع با تغییرات بازار برخوردار نباشند، موفقیت و حتی حیات خود را با خطرات جدی مواجه می‌کنند؛ بنابراین توانمند ساختن مدیران برای استفاده مناسب از فرصت‌های غیرمنتظره سرمایه‌گذاری به انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری بستگی دارد. لذا می‌توان انتظار داشت که انعطاف‌پذیری مالی بتواند سرمایه‌گذاری‌ها و کارایی آن را تحت تأثیر قرار دهد [۲۱]. اکثر پژوهش‌های پیشین در این زمینه بر تأثیرگذاری انعطاف‌پذیری مالی بر توانایی ایجاد سرمایه‌گذاری‌ها اشاره کرده‌اند. ولی پژوهشی که علاوه بر بررسی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر توانایی ایجاد سرمایه‌گذاری، تأثیر نقدینگی و فرصت‌های رشد بر توانایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دهد، کمتر به چشم می‌خورد. لذا در این پژوهش به‌منظور پر کردن خلأ تحقیقاتی موجود در این زمینه، به بررسی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی، نقدینگی و فرصت‌های رشد بر توانایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداخته می‌شود. با توجه به مطلب ارائه‌شده پژوهش حاضر درصدد بررسی تأثیرگذاری انعطاف‌پذیری مالی، نقدینگی و فرصت‌های رشد بر توانایی ایجاد سرمایه‌گذاری‌ها است. لذا سؤال اصلی پژوهش می‌تواند این‌گونه مطرح شود که انعطاف‌پذیری مالی، نقدینگی و فرصت‌های رشد چه تأثیری بر توانایی ایجاد سرمایه‌گذاری‌ها در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند؟

مبانی نظری

حفظ توان اقتصادی و رقابتی هر شرکت در آینده به نحوه استفاده کارا از فرصت‌های سرمایه‌گذاری فعلی بستگی دارد. سرمایه‌گذاری کارآمد موتور محرکه توسعه اقتصادی و اجتماعی است؛ بنابراین، باید گفت

که رشد اقتصادی و افزایش رفاه عمومی در بلندمدت بدون توجه به سرمایه‌گذاری و عوامل مهم موجود در محیط سرمایه‌گذاری که بر آن تأثیر می‌گذارد امکان‌پذیر نیست [۱۶]. با توجه به محدودیت منابع، افزون بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از جمله مسائل بسیار بااهمیت است. کارایی سرمایه‌گذاری مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی ممانعت شود که سرمایه‌گذاری در آن‌ها بیشتر از حد واقعی مطلوب نشان داده شده است و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت‌هایی هدایت شوند که نیاز به سرمایه‌گذاری بیشتری دارند [۱۱]. سرمایه‌گذاری و کارایی آن از جمله فعالیت‌های ارزش‌آفرین برای شرکت‌ها هستند. از این رو شرکت‌ها می‌بایست با حفظ فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری و بهسازی سرمایه‌گذاری‌ها با حداقل هزینه‌های معاملاتی، زمینه را برای کارایی سرمایه‌گذاری فراهم کنند. ایجاد این شرایط به این موضوع بستگی دارد که شرکت بتواند منابع مناسبی را جهت فعالیت‌های کنشی تجهیز کند و به عبارتی از انعطاف‌پذیری لازم برخوردار باشد.

انعطاف‌پذیری مالی و توانایی سرمایه‌گذاری

انعطاف‌پذیری مالی توانایی یک بنگاه تجاری برای تولید جریان نقدی به‌اندازه‌ای است که امکان بهره‌برداری از فرصت‌های تجاری بدون تهدید ثبات مالی را فراهم نماید به عبارتی، انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری را قادر می‌سازد تا با تغییر میزان و زمان جریان‌های نقدی، خود را در قبال رویدادها و فرصت‌های غیرمنتظره مصون نگه دارد. برگانت (۲۰۱۵) [۱۵] معتقد است که در اصل انعطاف‌پذیری منابع مالی پشتوانه رشد شرکت و یک دیدگاه آینده‌نگر تلقی می‌شود به این معنا که نه تنها در هنگام وقوع نابسامانی‌های مالی لزومی به واکنش مدیران نیست بلکه آن‌ها را قادر می‌سازد تا با پیش‌بینی نابسامانی‌های آینده سیاست‌های بنگاه‌های خود را به نحوی تنظیم نمایند تا تأثیر این نابسامانی را به حداقل برسانند [۱۷].

طبق نظریه مودیانی و میلر (۱۹۶۳) [۲۷] به‌رغم اینکه استفاده بیشتر از بدهی در ساختار سرمایه بنگاه‌های تجاری موجب صرفه‌جویی مالیاتی می‌گردد اما به دلیل محدودیت‌های که توسط اعتباردهندگان وضع می‌شود بخشی از توانایی انعطاف‌پذیری شرکت در عمل استفاده نمی‌شود. بر این اساس شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی میزان قدرت استقراض ذخیره‌ای برای خود نگه می‌دارند تا بتوانند در سال‌های بعد از سیاست محافظه‌کاری، سرمایه‌گذاری بیشتری کنند. طبق مطالب فوق، انعطاف‌پذیری مالی باید رابطه مستقیم و تأثیر مهمی بر مخارج سرمایه‌ای داشته باشند. همچنین شرکت‌های منعطف می‌توانند بعد از یک دوره سیاست اهرمی پایین، راحت‌تر وجوه خود را برای تأمین مالی پروژه‌هایشان بکار گیرند و توانایی سرمایه‌گذاری آن‌ها باید کمتر وابسته به وجوه داخلی باشد. در نتیجه باید انتظار داشته باشیم که یک رابطه انعطاف‌پذیری مالی و توانایی سرمایه‌گذاری وجود داشته باشد.

رشد و توانایی سرمایه‌گذاری

رشد شرکت نتیجه بهره‌برداری از فرصت‌هاست. در حقیقت یک شرکت دارای منابع محدودی بوده که در روبرویی با فرصت‌های پیش رو، از آن‌ها به‌عنوان ابزارهای لازم جهت دستیابی به رشد استفاده می‌نماید [۲۴]. رشد شرکت توسط محققان مختلف بررسی شده و اصطلاحات مختلفی برای تعریف مراحل رشد سازمانی مورد استفاده قرار گرفته است، اما اکثر محققان بر این موضوع اتفاق نظر دارند که رشد شرکت یک فرآیند است. به بیان دیگر هر شرکت مانند یک کودک متولد می‌شود و سپس شروع به رشد می‌کند و در این مسیر با چالش‌ها و بحران‌های مختلف روبه‌رو می‌شود و در نهایت بالغ و در مواردی منحل می‌شود. عوامل متعددی وجود دارد که به موفقیت شرکت در این مسیر کمک می‌کند و به یک شرکت امکان می‌دهد که از یک مرحله به مرحله دیگر حرکت کند. دو اندیشه متفاوت در میان محققان وجود دارد؛ بعضی از آن‌ها بیان می‌کنند که مسیر رشد اقتصادی شرکت یک مسیر خطی و قابل پیش‌بینی است و بعضی دیگر بیان می‌کنند که رشد شرکت نتیجه بهره‌برداری از فرصت‌هاست و غیرقابل پیش‌بینی است. در کل رشد یک شرکت بستگی به تعریف شرکت دارد، چقدر رشد کرده است؟ چه محصولی به بازار ارائه می‌دهد؟ چه دارایی آن را کنترل می‌کند و نوع شخصیت حقوقی آن چیست؟ مطابق نظریه محدودیت تأمین مالی، رابطه مستقیم بین رشد شرکت و توانایی سرمایه‌گذاری وجود دارد؛ زیرا شرکت‌هایی که از رشد کافی برخوردار بوده، امکان استفاده از عواید حاصل از آن برای بهره‌برداری از فرصت‌های پیش رو را خواهند داشت. در مقابل شرکت‌هایی که از رشد پایین برخوردار بوده، امکان استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری را ندارند از این رو انتظار می‌رود که بین رشد شرکت و فرصت‌های سرمایه‌گذاری آن رابطه مستقیم وجود داشته باشد [۲۵].

نقدینگی و توانایی سرمایه‌گذاری

در صورتی که شرکت از توانایی کافی برای ایجاد جریان نقدی برخوردار باشد، می‌تواند علاوه بر تأمین وجه نقد لازم برای پرداخت نیازهای عملیاتی خود می‌تولند از فرصت‌های آتی و سرمایه‌گذاری در بخش‌های دارای خالص ارزش فعلی استفاده کند. شواهد نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که دارای جریان نقد عملیاتی مثبت هستند، فرصت‌های بیشتری برای تأمین مالی از طریق بدهی (تأمین مالی خارج از شرکت) دارند؛ زیرا که احتمال بازپرداخت تعهدات از سوی این شرکت‌ها بیشتر هست؛ بنابراین، این شرکت‌ها با احتمال کمتری پروژه‌های سرمایه‌گذاری را به دلیل نبود منابع مالی از دست می‌دهند؛ بنابراین، به لحاظ نظری، انتظاری رود بین جریان نقدی و توانایی سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و همسو وجود داشته باشد. [۲، ۱۳]

پیشینه پژوهش

دانسو و همکاران (۲۰۱۹) [۱۹] به بررسی رابطه انعطاف‌پذیری مالی و توانایی سرمایه‌گذاری بنگاه‌های اقتصادی و نقش متغیرهای رشد و عدم تقارن اطلاعاتی به‌عنوان متغیرهای مداخله‌گر پرداختند نتایج این پژوهش که با داده‌های ۲۴۰۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار بورس‌های هند انجام شده، نشان می‌دهد که بین اهرم مالی و توانایی سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و غیرهمسو وجود دارد، به‌ویژه این رابطه در بنگاه‌های اقتصادی که عدم تقارن اطلاعات زیاد بوده یا از رشد کم برخوردار می‌باشد،

قابل توجه‌تر می‌باشد. این در حالی است که رابطه این متغیرها در بنگاه‌های اقتصادی که دارای رشد بالا هستند، معنادار نیست.

فراندو و همکاران (۲۰۱۷) [۲۱] به بررسی رابطه انعطاف‌پذیری مالی و توانایی سرمایه‌گذاری در اتحادیه اروپا و بریتانیا پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش که با جمع‌آوری اطلاعات شرکت‌های خصوصی و عمومی اروپا به دست آمده، نشان می‌دهد که انعطاف‌پذیری مالی از طریق وابستگی به سیاست‌های اهرم مالی اهمیت بیشتری برای شرکت‌های خصوصی، شرکت‌های کوچک و متوسط و شرکت‌های جوان و همچنین برای شرکت‌های موجود در کشورهای با دسترسی کمتر به اعتبارات و حفاظت ضعیف‌تر سرمایه‌گذاران دارد. علاوه بر این، با استفاده از بحران مالی ۲۰۰۷ و شواهد طبیعی، نشان می‌دهد که درجه بالاتر انعطاف‌پذیری مالی به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا تأثیر منفی نقدینگی بر سرمایه‌گذاری را کاهش دهند. شواهد کلی این پژوهش از این فرضیه حمایت می‌کند که بهبود توانایی انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها موجب ایجاد سرمایه‌گذاری‌های آتی و مانع عوامل احتمالی ناسازگار در فرصت‌های رشد می‌شود.

گاریجلیا و یانگ (۲۰۱۶) [۲۲] در پژوهشی با عنوان مدیریت محدودیت مالی و هزینه‌های نمایندگی برای حداقل سازی سرمایه‌گذاری‌های ناکارآمد، به حساسیت سرمایه‌گذاری‌های بیش یا کمتر از حد به جریان‌های نقد آزاد در شرکت‌های با محدودیت مالی و دارای هزینه‌های نمایندگی پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش که با جمع‌آوری اطلاعات ۲۱۱۳ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار چین و در بازه زمانی ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۲ به دست آمده، نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که جریان‌های نقدی زیر (بالای) سطح بهینه دارند، به سرمایه‌گذاری‌های کمتر از حد (سرمایه‌گذاری‌های بیش از حد) تمایل دارند. علاوه بر این با تمرکز بر شرکت‌های با سرمایه‌گذاری‌های کمتر از حد، این پژوهش نشان می‌دهد که حساسیت سرمایه‌گذاری‌های غیرعادی به جریان‌های نقدی با معیارهای اندازه‌گیری سنتی محدودیت مالی افزایش می‌یابد، در حالی که برای شرکت‌های با سرمایه‌گذاری‌های بیش از حد این حساسیت با دامنه گسترده‌ای از اندازه‌گیری‌های هزینه‌های نمایندگی شرکت افزایش می‌یابد.

بارترام (۲۰۱۴) [۱۴] در پژوهشی به بررسی رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و میزان سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌ها پرداخته است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که انعطاف‌پذیری مالی با میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌های غیرمالی رابطه معنادار دارد. در مقایسه با شرکت‌های مشابه، نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که دارای انعطاف‌پذیری بیشتری می‌باشند، دارای کمتر از ۵٪ مخارج سرمایه‌ای و بیش از ۱۲٪ مخارج تحقیق و توسعه هستند.

هس و ایمنکوتر (۲۰۱۴) [۲۴] در پژوهشی به بررسی رابطه بین ظرفیت بدهی شرکت‌ها و انعطاف‌پذیری مالی پرداخته‌اند. آن‌ها معتقد بودند که ظرفیت بدهی استفاده‌نشده، منجر به دستیابی سریع‌تر شرکت‌ها به تأمین مالی خارجی می‌باشد و از آن به عنوان معیاری برای انعطاف‌پذیری مالی نام برده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که ظرفیت بالای بدهی استفاده‌نشده دارند، برای اجرای بخش بزرگی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود، اقدام به

استقراض بیشتر و انتشار بالای بدهی می‌کنند. از سویی دیگر شرکت‌هایی که دارای ظرفیت کامل بدهی و دارای وجه نقد اضافی می‌باشند، اقدام به انتشار سهام یا بازپرداخت سریع بدهی‌ها می‌کنند.

سوکو بین و هولی (۲۰۱۱) [۳۰] در پژوهشی ارتباطی بین انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه را بررسی نمود. در این پژوهش شرکت‌ها را به سه دسته توسعه‌یافته، در حال توسعه بالغ تقسیم‌شده‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که رابطه‌ی معکوسی بین اهرم و انعطاف‌پذیری مالی وجود دارد و منافع و مخارج ناشی از انعطاف‌پذیری مالی، تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

کلارک (۲۰۱۰) [۱۸] در تحقیقی تحت عنوان تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات ساختار سرمایه، دریافت که انعطاف‌پذیری مالی، مهم‌ترین نکته‌ای است که در تصمیم‌های مرتبط با ساختار سرمایه و ساختار مالی شرکت‌ها مدنظر قرار می‌گیرد. همچنین نتایج این پژوهش نشان می‌دهد، شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری مالی بالاتری دارند، تمایل دارند تا بخشی از ظرفیت بدهی خود را برای آینده حفظ کنند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری مالی بالایی داشتند و در دوره‌ی جاری، تأمین مالی زیادی از طریق بدهی انجام داده‌اند، در سال‌های آینده برای حفظ ظرفیت مازاد بدهی خود، تأمین مالی خارجی خود را بیش‌تر از طریق سرمایه انجام می‌دهند. نتایج این پژوهش مؤید آن است که شرکت‌ها، همواره سعی دارند تا نسبت بدهی خود را در سطح پایینی نگه‌دارند تا در آینده و در صورت نیاز از این ظرفیت مازاد در جهت رشد شرکت استفاده نمایند. زندی و تنانی (۱۳۹۶) [۹] در پژوهشی به بررسی رابطه هزینه فرصت وجه نقد و انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت پرداخته‌اند. در این پژوهش اطلاعات ۱۰۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد بین هزینه فرصت وجه نقد و عملکرد شرکت رابطه مستقیم است. به بیان دیگر، با افزایش (بهبود) عملکرد شرکت بر میزان هزینه فرصت وجه نقد در شرکت افزوده می‌گردد. نتایج آزمون فرضیه دوم نشان داد بین انعطاف‌پذیری مالی و عملکرد شرکت رابطه‌ای مستقیم است. به بیان دیگر، با افزایش (بهبود) عملکرد شرکت بر میزان انعطاف‌پذیری مالی شرکت افزوده می‌گردد.

حسن زاده و فیضی (۱۳۹۶) [۵] در پژوهشی به بررسی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی و محدودیت تامین مالی بر مدیریت سود می‌پردازد. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و با استفاده از روش حذف سیستماتیک ۱۰۳ شرکت به عنوان نمونه پژوهش در دوره زمانی بین سالهای ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ انتخاب شد. نتایج پژوهش نشان داد انعطاف‌پذیری مالی بر مدیریت سود واقعی و مصنوعی تأثیر منفی دارد. همچنین نتایج نشان داد محدودیت تامین مالی بر مدیریت سود مصنوعی تأثیر مثبت دارد اما بر مدیریت سود واقعی تأثیر معناداری نشان نداد.

آذرخش و امینی خواه (۱۳۹۵) [۱] در پژوهشی به بررسی رابطه انعطاف‌پذیری مالی با ساختار سرمایه و سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان‌دهنده عدم وجود تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر هزینه‌های سرمایه‌گذاری و همچنین عدم رابطه بین گردش وجوه نقد و هزینه‌های سرمایه‌ای در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

پرورش و همکاران (۱۳۹۵) [۴] در پژوهشی به بررسی ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی، توانایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها با توانایی سرمایه‌گذاری آن‌ها و همچنین بین ارزش شرکت‌ها و انعطاف‌پذیری آن‌ها رابطه معناداری وجود ندارد.

مردانی و همکاران (۱۳۹۴) [۱۲] به بررسی رابطه انعطاف‌پذیری مالی و عملکرد مالی و میزان سرمایه‌گذاری بلنک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ پرداختند. نتایج این پژوهش که با استفاده از مدل رگرسیونی تلفیقی به‌دست‌آمده، نشان می‌دهد که رابطه انعطاف‌پذیری مالی بلنک‌ها با عملکرد مالی آن‌ها معنادار می‌باشد، درحالی‌که رابطه آن با میزان سرمایه‌گذاری بانک‌ها معنادار نیست.

زاده طبری و همکاران (۱۳۹۴) [۸] در پژوهشی به بررسی رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی با سرمایه و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش که با نمونه‌ای از ۷۳ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ انجام‌شده نشان می‌دهد که انعطاف‌پذیری شرکت دارای اثرگذاری مستقیم و معنادار بر روی سرمایه شرکت بوده و موجب بهبود عملکرد شرکت می‌شود.

دارابی (۱۳۹۲) [۶] در پژوهشی به بررسی رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی با ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش که با نمونه‌ای از ۸۲ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ انجام‌شده نشان می‌دهد که بین ارزش نهایی انعطاف‌پذیری و تصمیمات ساختار سرمایه رابطه معنی‌داری وجود ندارد و شرکت‌ها در تصمیمات مربوط به افزایش یا کاهش بدهی‌های خود به سطح انعطاف‌پذیری شرکت توجه نمی‌کنند.

فدایی نژاد و همکاران (۱۳۹۲) [۱۰] در پژوهشی به بررسی اثر جریان‌های نقدی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های حاضر در بورس تهران در فاصله سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ با استفاده از تحلیل رگرسیونی می‌پردازد. در تئوری، چنین انتظار می‌رود که میزان سرمایه‌گذاری‌های یک شرکت با جریان‌های نقد داخلی آن بی‌ارتباط باشد. اما، شواهد تجربی زیادی در مورد رابطه مثبت بین مخارج سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی وجود دارد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد مطابق آنچه در ادبیات موضوعی مطرح است؛ اثر جریان‌های نقدی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران مثبت است. این مساله بر مشکلات نمایندگی و کامل نبودن بازار سرمایه ایران صحنه می‌گذارد.

رحمانی و همکاران (۱۳۹۱) [۷] در پژوهشی به بررسی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری و ارزش‌آفرینی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش که با نمونه‌ای از ۷۷ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۸ انجام‌شده نشان می‌دهد انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری، تأثیر منفی و بر ارزش‌آفرینی تأثیر مثبت بااهمیتی داشته و شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی، از دید بازار حائز ارزش بوده‌اند.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بین انعطاف پذیری مالی و توانایی سرمایه گذاری رابطه همسو وجود دارد.
فرضیه دوم: بین نقدینگی و توانایی سرمایه گذاری رابطه همسو وجود دارد.
فرضیه سوم: بین فرصت های رشد و توانایی سرمایه گذاری رابطه همسو وجود دارد.

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر نحوه گردآوری داده ها از نوع پژوهش های توصیفی-همبستگی قرار می گیرد که بر پایه اطلاعات واقعی صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استوار است. داده های مورد نیاز این پژوهش از صورت های مالی حسابرسی شده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بانک اطلاعاتی شرکت رهآورد نوین و لوح های فشرده ارائه شده توسط سازمان بورس، استفاده گردید. همچنین برای تجزیه و تحلیل آماری داده ها از نرم افزارهای اکسل و ایویز ۹ استفاده شده است.

جامعه آماری، روش نمونه گیری و حجم نمونه

جامعه آماری، شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال های ۱۳۹۴ لغایت ۱۳۹۸ است. برای نمونه گیری از روش حذف سیستماتیک برای غربالگری و تعدیل جامعه آماری استفاده شد و سپس نمونه آماری از کل جامعه آماری تعدیل شده انتخاب گردید. نمونه انتخابی شامل ۱۴۰ شرکت است که دارای شرایط زیر بوده اند:

- ۱- پایان سال مالی شرکت ها پایان اسفندماه باشد و طی دوره زمانی مورد بررسی تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشد.
- ۲- شرکت های انتخاب شده جزء بانک ها و مؤسسات مالی شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گران مالی، شرکت های هلدینگ و لیزینگها نباشند.
- ۳- اطلاعات مورد نیاز در این پژوهش در رابطه با شرکت ها از سال ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ در دسترس باشد.

مدل پژوهش و متغیرها

به پیروی از پژوهش فراندو و همکاران (۲۰۱۷) از مدل رگرسیون زیر استفاده شده است. در صورتی که رابطه رگرسیونی و ضریب γ_4 معنادار باشد، فرضیه اول پژوهش تأیید می شود. همچنین در صورتی که رابطه رگرسیونی و ضریب γ_2 معنادار باشد، فرضیه دوم پژوهش تأیید می شود. در صورتی که رابطه رگرسیونی و ضریب γ_3 معنادار باشد، فرضیه سوم پژوهش تأیید می شود:

$$\frac{\Delta \text{Gross PPE}_{i,t}}{K_{i,t-1}} = \gamma_1 \frac{\Delta \text{Gross PPE}_{i,t-1}}{K_{i,t-1}} + \gamma_2 \frac{\text{Cash Flow}_{i,t-1}}{K_{i,t-1}} + \gamma_3 \text{Sales Growth}_{i,t} + \gamma_4 \text{FF}_{i,t} + \gamma_5 \text{FF}_{i,t} \times \frac{\text{Cash Flow}_{i,t-1}}{K_{i,t-1}} + \epsilon$$

جدول شماره ۱: نحوه اندازه‌گیری متغیرها

متغیر	نماد	روش اندازه‌گیری
اهرم مالی	LEV	نسبت کل بدهی به دارایی‌ها
رشد فروش	Sale GROWTH	نرخ سالانه رشد فروش
اندازه	SIZE	لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها
نسبت دارایی‌های مشهود	TANGIBILITY	نسبت دارایی‌های مشهود به کل دارایی‌ها
نسبت سودآوری	PROFITABILITY	حاصل تقسیم سود قبل از مالیات، استهلاک و بهره به کل دارایی‌ها
نسبت استهلاک	NDTS	حاصل تقسیم استهلاک بر کل دارایی‌ها
نسبت مالیات	TAX	کل هزینه مالیات بر کل دارایی‌ها
نسبت نقد	CASH	مجموع نقد و شبه نقد بر کل دارایی‌ها
سن	AGE	تعدادهای سال‌های تأسیس شرکت
موجودی سرمایه	K_{IT}	<p>ارزش (بازاری) سرمایه را اندازه می‌گیرد. این ارزش معیاری از ثروت است که در طول زمان با جریان‌های سرمایه‌گذاری و استهلاک شکل می‌گیرد. OECD، ۲۰۰۹، این معیار از کسر مصرف سرمایه ثابت انباشته از سرمایه‌گذاری انباشته شود برای اندازه‌گیری این متغیر ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت در سال ۱۳۹۴ محاسبه شده و سپس با استفاده از نرخ استهلاک موجودی سرمایه و نرخ ضد تورمی GDP DEFlatot اعلامی توسط بانک مرکزی و سازمان برنامه‌بودجه تغییرات در سرمایه شرکت تنزیل می‌گردد:</p> $K_{i,t} = (1 - \delta)K_{i,t-1} + \frac{\Delta \text{Gross PPE}_{i,t}}{\text{GDP def latot}}$

<p>GrossPPE: تغییرات مخارج سرمایه‌ای (مخارج سرمایه‌ای برابر است با تغییرات سالانه دارایی‌های ثابت مشهود به‌اضافه هزینه استهلاک)</p> <p>δ: نرخ استهلاک سهام سرمایه (بر اساس میانگین نرخ استهلاک داده‌های جمع‌آوری‌شده در سطح شرکت‌ها اندازه‌گیری می‌شود)</p>		
<p>جریان نقدی (سود خالص بعلاوه استهلاک) تقسیم‌بر موجودی سرمایه در اول دوره</p>	$\frac{Cash\ Flow_{i,t-1}}{K_{i,t-1}}$	<p>نسبت جریان نقدی</p>
<p>تغییرات مخارج سرمایه‌ای (مخارج سرمایه‌ای برابر است با تغییرات سالانه دارایی‌های ثابت مشهود به‌اضافه هزینه استهلاک)</p>	$\frac{\Delta\ Gross\ PPE_{i,t}}{K_{i,t-1}}$	<p>توان سرمایه‌گذار ی</p>

<p>برای محاسبه انعطاف‌پذیری مالی ابتدا اهرم مالی پیش‌بینی‌شده شرکت با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود. در این رابطه باقی‌مانده مدل (E) نشان‌دهنده اهرم مالی پیش‌بینی‌شده می‌باشد. سپس اهرم مالی واقعی شرکت (نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها) با اهرم مالی پیش‌بینی‌شده مقایسه می‌شود. در صورتی که انحراف منفی بین اهرم مالی واقعی و اهرم مالی پیش‌بینی‌شده بیش‌تر از ۵٪ باشد، نشان‌دهنده این موضوع است که شرکت دارای اهرم مالی پایین (LL) می‌باشد. در ادامه برای محاسبه انعطاف‌پذیری مالی از یک متغیر ساختگی استفاده می‌شود، بدین‌صورت هنگامی که شرکت حداقل در بیش از دو دوره در گروه شرکت‌های با اهرم مالی پایین (LL) قرار گرفته باشد، کد یک می‌گیرد و در غیر این صورت کد صفر می‌گیرد. رابطه زیر با استفاده از روش رگرسیون گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) مورد بررسی قرار می‌گیرد:</p> $Lev_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,t-1} + \beta_2 Sales\ growth_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Tangibility_{i,t} + \beta_5 Profitability_{i,t} + \beta_6 Ndots_{i,t} + \beta_7 Tax_{i,t} + \beta_8 Cash_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	<p>FF</p>	<p>انعطاف‌پذیری</p>
---	-----------	---------------------

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

اولین مرحله در تحلیل داده‌ها بیان ویژگی‌های کلی داده‌های مربوط به متغیرهای پژوهش از لحاظ میانگین، انحراف معیار، کمترین و بیشترین است که در جدول شماره ۲ ارائه گردیده است:

جدول شماره ۲: آمار توصیفی متغیرهای مدل

کشی‌دگ	چولگی	انحراف	کمینه	بیشینه	میانه	میانگین	
۱۴/۸۷	۳/۰۲	۰/۰۷۴۹۵	۰/۰۰۰۳۳	۵۴۳۲۷	۱۰۳۵۱۶	۱۰۵۹۳۰	CASH
۱۶/۷۱	۱/۹۷	۱۷۰/۲۶	-۸۵۷/۶۴	۹۶۰/۹۹	۱/۵۷	۳۷/۷۶	CASHFLOW/K
۳۴/۸۷	۱/۳۵	۱۱۴/۳۳	-۹۷۷/۷۶	۸۲۵/۵۱	۰/۰۲۱	۵/۴۱۹	DGROSSPPE/K
۴/۴۶	۱/۸۶۶	۰/۳۶	۰/۰۰	۱/۰۰	۱/۰۰	۰/۸۴	FF
۲۳/۰۵۰	۳/۰۷۴	۰/۳۲	۰/۰۶۰۴۰	۱/۰۶۵۵	۰/۶۵	۰/۶۸	LEV
۴۳/۱۴۷	۴/۶۶۰	۰/۰۲۴	۰/۰۰۰۰۶	۰/۳۰۶۶۷	۰/۰۱۶	۰/۰۲۲	ND
۹/۰۵	۰/۶۹	۰/۱۴۴	۰/۶۴۴۸۳	۱/۲۱	۰/۰۹۷	۰/۱۱۷	PROFITABILITY

۱۴/۲۲۵	۱۲/۷۵	۱/۰۱۹	-۱/۰۰	۲۰/۹۴	۰/۱۲	۰/۲۳	SALESGROWTH
۳/۷۹	۰/۶۷	۱/۴۰۲	۱۰/۸۱۵	۱۹/۰۶۶	۱۳/۷۶	۱۳/۹۳۲	SIZE
۴/۴۲	۱/۲۷	۰/۱۶۹۰۸	۰/۰۰۳۸۱	۰/۸۷۵	۰/۱۹	۱/۲۳۴۱۳	TANGIBILITY
۹/۷۶	۲/۲۲	۰/۰۲۳۶۱	۰/۰۰	۰/۱۸	۰/۰۰۷	۱/۰۱۶۹۰	TAX

مأخذ: یافته‌های پژوهش

آزمون‌های مقدماتی

برای جلوگیری از مشکل رگرسیون کاذب ابتدا آزمون هم‌جمعی و آزمون پایایی (مانایی) با کمک نرم‌افزار ایویز انجام شد که نتایج در جدول شماره ۳ حاکی از وجود رابطه بلندمدت متغیرهاست. از سویی دیگر در بررسی پایایی متغیرهای پژوهش، نتایج آزمون لوین، لین و چو در سطح اطمینان ۹۹ درصد نشان داد که تمامی متغیرها مانا می‌باشد برای ارزیابی نرمال بودن متغیرها نیز از آزمون جارکوبرا استفاده گردید که از طریق نتایج این آماره، نرمال بودن متغیرها مورد تأیید قرار گرفت.

جدول شماره ۳: نتایج آزمون مانایی متغیرهای مدل

متغیر	آماره آزمون	احتمال
وجه نقد	-۳۴/۱۷۲۹	۰/۰۰۰۰
نقدینگی	-۱۸/۷۴۱۶	۰/۰۰۰۰
تغییرات مخارج سرمایه‌ای به سهام سرمایه	-۲۹/۱۰۰۰	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	-۱۰/۷۹۱۹	۰/۰۰۰۰
نسبت هزینه استهلاک	-۴۹/۸۷۵۱	۰/۰۰۰۰
سودآوری شرکت	-۱۷/۳۵۴۵	۰/۰۰۰۰
رشد فروش	-۱۷/۸۵۲۹	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	-۲۲/۴۴۷۵	۰/۰۰۰۰
نسبت دارایی‌های مشهود	-۱۷/۰۱۰۱	۰/۰۰۰۰
نرخ مالیات	-۱۲۶/۸۲/۶	۰/۰۰۰۰

مأخذ: یافته‌های پژوهش

به‌منظور تعیین نوع الگوی رگرسیون، آزمون F لیمر انجام شد که نتایج در جدول زیر ارائه شده است. همان‌طور که از مقدار سطح معنی‌داری مشخص است؛ فرض صفر که ارجحیت الگوی تلفیقی بر الگوی اثر ثابت است، رد می‌شود و بنابراین الگو اثر ثابت پذیرفته می‌شود.

جدول شماره ۴: نتایج آزمون اف لیمر

نتیجه	احتمال	آماره F لیمر
تابلویی	۰/۰۰۰۰	۲/۱۴۰۲۶۰

در جدول زیر، نتایج آزمون هاسمن ارائه شده است. با توجه به سطح معنی داری (۰/۰۰۰) فرض صفر رد شده، لذا الگوی اثر ثابت پذیرفته می شود:

جدول شماره ۵: نتایج آزمون هاسمن

نتیجه	احتمال	آماره کای دو
اثرات ثابت	۰/۰۰۰۰	۲۱۶/۷۴۰۰۶۴

مأخذ: یافته های پژوهش

تخمین مدل ها، تجزیه و تحلیل نتایج و آزمون فرضیه ها

در این مرحله از پژوهش اقدام به تشخیص رابطه موجود بین متغیرها در مدل پژوهش گردیده است که نتایج در جدول ۶ نشان داده شده است:

جدول ۶: نتایج تجزیه و تحلیل داده ها

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	t آماره	p-value
DGROSSPPE/KT۱	۰/۰۶۵۹۰	۰/۰۱۴۹۶	۴/۴۰۳۸۸	۰/۰۰۰۰
CASHFLOW/K	۰/۰۲۳۹۹	۰/۰۱۰۱۰	۲/۳۷۴۶۱	۰/۰۱۷۰
SALESGROWTH	۰/۴۹۵۸۴	۰/۲۲۳۸۶	۲/۲۱۵۰۰	۰/۰۲۷۱
FF	۰/۴۴۱۸۲	۰/۲۱۱۲۹	۲/۰۹۱۰۲	۰/۰۳۶۹
FF*CASHFLOW/K	۰/۰۰۹۴۴	۰/۰۱۷۹۴	۰/۵۲۵۸۷	۰/۵۹۹۱
C	۴/۸۲۴۶۳	۰/۳۲۶۲۸	۱۴/۷۸۶۸۸	۰/۰۰۰۰
R-squared		۰/۲۶	آماره F	۲/۴۵۷۲۲۹
Adjusted R-squared		۰/۱۵	Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰۰۰۰

مأخذ: یافته های پژوهش

همان طور که در جدول شماره ۴ نشان می دهد سطح معناداری آماره آزمون F (۰/۰۰۰) و مدل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۹ درصد، معنادار است همچنین با توجه به اینکه آماره آزمون دوربین واتسون (۲/۲۶) در فاصله بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بین جملات خطای مدل همبستگی وجود ندارد. همچنین نتایج آزمون آماری نشان می دهد ضریب تعیین تعدیل شده مدل رگرسیون ۰/۱۵ است که بیانگر آن است که متغیرهای مستقل در حدود ۱۵ درصد تغییرات در متغیر وابسته را توضیح می دهند در ادامه نتایج حاصل از آزمون فرضیات ارائه شده است.

فرضیه اول پژوهش به این صورت مطرح شده بود که بین انعطاف‌پذیری مالی و توانایی سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و همسو وجود دارد. نتایج آزمون فرضیه اول در جدول شماره ۶ آورده شده است. همان‌طور که در جدول شماره ۶ مشاهده می‌شود ضریب متغیر انعطاف‌پذیری مالی (ff) برابر ۰/۴۴۱۸۲ و آماره آن معادل ۲/۰۹۱۰۲ و سطح معناداری آن ۰/۰۳۶۹ می‌باشد، در نتیجه، می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹٪ توان سرمایه‌گذاری با انعطاف‌پذیری رابطه معنادار دارند. همچنین، با توجه به اینکه علامت ضریب متغیر مثبت است، می‌توان گفت بین انعطاف‌پذیری و توانایی سرمایه‌گذاری رابطه همسو وجود دارد، به گونه‌ای که با افزایش انعطاف‌پذیری، توانایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

فرضیه دوم پژوهش به این صورت مطرح شده بود که بین نقدینگی و توانایی سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و همسو وجود دارد. نتایج آزمون فرضیه دوم در جدول شماره ۶ آورده شده است. همان‌طور که در جدول شماره ۶ مشاهده می‌شود ضریب متغیر نقدینگی (CASHFLOW/K) برابر ۰/۰۲۳۹۹ و آماره آن معادل ۲/۳۷۴۶۱ و سطح معناداری آن ۰/۰۱۷۰ می‌باشد، در نتیجه، می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹٪ توانایی سرمایه‌گذاری با نقدینگی رابطه معنادار دارند. همچنین، با توجه به اینکه علامت ضریب متغیر مثبت است، می‌توان گفت بین نقدینگی و توانایی سرمایه‌گذاری رابطه همسو وجود دارد، به گونه‌ای که با افزایش نقدینگی، توانایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

فرضیه سوم پژوهش به این صورت مطرح شده بود که: بین فرصت‌های رشد و توانایی سرمایه‌گذاری رابطه همسو و معنادار وجود دارد. نتایج آزمون فرضیه اول در جدول شماره ۶ آورده شده است. همان‌طور که در جدول شماره ۶ مشاهده می‌شود ضریب متغیر نقدینگی (SALESGROWTH) برابر ۰/۴۹۵۸۴ و آماره آن معادل ۲/۲۱۵۰۰ و سطح معناداری آن ۰/۰۲۷۱ می‌باشد، در نتیجه، می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹٪ توانایی سرمایه‌گذاری با فرصت‌های رشد رابطه معنادار دارند. همچنین، با توجه به اینکه علامت ضریب متغیر مثبت است، می‌توان گفت بین فرصت‌های رشد و توانایی سرمایه‌گذاری رابطه همسو وجود دارد، به گونه‌ای که با افزایش فرصت‌های رشد، توانایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

نتیجه‌گیری

در این تحقیق، تأثیر انعطاف‌پذیری مالی، نقدینگی و فرصت‌های رشد بر توانایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد. در این تحقیق، برای اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش از مدل فراندو و همکاران (۲۰۱۷) استفاده شده است. داشتن ظرفیت مزاد بدهی، باعث خواهد شد تا شرکت در مواقع نیاز به تامین مالی، جهت تامین مخارج سرمایه‌ای خود اقدام نموده و بدین شکل میزان سرمایه‌گذاری‌ها (مخارج سرمایه‌ای) خود را افزایش دهد. بنابراین، داشتن انعطاف‌پذیری مالی باعث خواهد شد تا شرکت در مواقع نیاز اقدام به تامین مالی خارج از سازمان نموده و میزان مخارج سرمایه‌ای خود را بالا ببرد. نتایج تحقیق، بیانگر این امر است که مطابق آن چه انتظار میرفت، انعطاف‌پذیری مالی، تأثیر مثبتی بر توان سرمایه‌گذاری دارد. نتیجه‌ی به دست آمده در این تحقیق، با مبانی نظری انعطاف‌پذیری مالی و تحقیقات خارجی انجام شده (فراندو و همکاران (۲۰۱۷) [۲۱] و تحقیقات داخلی (آذرخش و امینی خواه (۱۳۹۵) [۱]، پرورش

و همکاران (۱۳۹۵) [۴]، زاده طبری و همکاران (۱۳۹۴) [۸] و رحمانی و همکاران (۱۳۹۱) [۷] همخوانی دارد.

از سوی دیگر توانایی شرکت برای تولید جریان‌های نقدی کافی، این فرصت را فراهم می‌کند تا شرکت علاوه بر تأمین سرمایه در گردش مورد نیاز برای پرداخت هزینه عملیاتی، از فرصت‌های آتی و سرمایه‌گذاری در بخش‌های دارای ارزش فعلی استفاده کند. نتایج تحقیق، بیانگر این امر است که مطابق آن چه انتظار میرفت، انعطاف‌پذیری مالی، تأثیر مثبتی بر توان سرمایه‌گذاری دارد. نتیجه‌ی به دست آمده نتیجه‌ی به دست آمده در این تحقیق، با مبانی نظری و تحقیقات خارجی انجام شده فراندو و همکاران (۲۰۱۷) [۲۱] و الکس (۲۰۱۸) [۱۳] هماهنگی دارد.

همچنین مطابق نظریه محدودیت تأمین مالی، رابطه مستقیم بین رشد شرکت و توانایی سرمایه‌گذاری وجود دارد؛ زیرا شرکت‌هایی که از رشد کافی برخوردار بوده، امکان استفاده از عواید حاصل از آن برای بهره‌برداری از فرصت‌های پیش رو را خواهند داشت و بالعکس. نتایج تحقیق، بیانگر این امر است که مطابق آن چه انتظار می‌رفت، رشد تأثیر مثبتی بر توان سرمایه‌گذاری دارد. نتیجه‌ی به دست آمده نتیجه‌ی به دست آمده در این تحقیق، با مبانی نظری و تحقیقات خارجی انجام شده فراندو و همکاران (۲۰۱۷) [۲۱] و الکس (۲۰۱۸) [۱۳] هماهنگی دارد.

پیشنهاد‌های پژوهشی

لذا با توجه به نتایج حاصل از این پژوهش و اهمیت موضوع پژوهش می‌توان پیشنهاد‌های زیر را ارائه نمود:

پیشنهاد‌های مبتنی بر نتایج پژوهش

- با توجه به نتایج پژوهش که نشان داد شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد بیشتری دارند، توانایی سرمایه‌گذاری آن‌ها بیشتر است، بنابراین پیشنهاد می‌شود از طرف سازمان بورس اوراق بهادار یا سایر سازمان‌های ذی‌ربط آموزش‌های لازم به مدیران و سایر علاقه‌مندان ارائه شود تا آنها بتوانند به طرز مطلوب‌تری از این فرصت‌ها استفاده کنند به خصوص در زمان تدوین این مقاله بورس از رونق برخوردار و فرصت‌های تشکیل سرمایه وجود دارد.

- به سازمان بورس، پیشنهاد می‌شود، حداقل الزاماتی را برای افشای انعطاف‌پذیری مالی در نظر بگیرد تا شرکت‌ها نسبت به ارائه آن در صورت‌های مالی یا گزارش‌های هیئت‌مدیره اقدام نمایند.

پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

پیشنهاد‌های پژوهش‌های آتی می‌تواند راهنمایی برای پژوهش‌های بعدی درباره موضوع پژوهش باشد که به شرح زیر ارائه شده است:

- بررسی اثر صنعت بر روابط بین توانایی سرمایه‌گذاری، رشد و انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

- بررسی متغیرهای مؤثر بر توانایی سرمایه‌گذاری بنگاه‌های اقتصادی در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت - شاخص‌سازی عوامل مؤثر بر توانایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها

- بررسی اثر شاخصه‌ای کلان اقتصادی مانند تورم و ... بر نتایج تحقیق

فهرست منابع

۱. آذرخش، میلاد؛ امینی خواه حسین‌علی. (۱۳۹۵). "بررسی نقش عنصر انعطاف‌پذیری مالی بر ساختار سرمایه و سرمایه‌گذاری"، کنفرانس جامع علوم مدیریت و حسابداری، تهران، دبیرخانه کنفرانس جامع علوم مدیریت و حسابداری.
۲. اعتمادی، حسین؛ کجائی، محمداسماعیلی. (۱۳۹۶). "رابطه سود تقسیمی با فرصت‌های رشد و هزینه نمایندگی"، **پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی**، سال نهم، شماره ۳۴، ص ۱۱۱-۸۵.
۳. بادآور نهنندی، یونس؛ درخور، سعید. (۱۳۹۲). "بررسی رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و خالص سرمایه‌گذاری"، **پژوهش‌های تجربی حسابداری**، دوره ۲، شماره ۸، ص ۱۶۷-۱۸۹.
۴. پرورش، مهدی؛ ملایی، محسن؛ سیروئی، ابوطالب؛ وهب قاسمی، رسول. (۱۳۹۵). "بررسی ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی، توانایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت"، **فصلنامه پژوهش‌های جدید در مدیریت و حسابداری** دوره ۳، شماره ۱۱، ص ۱۴۵-۱۶۶.
۵. حسن زاده، رسول، فیضی، حمیده (۱۳۹۶). "تأثیر انعطاف‌پذیری مالی و محدودیت تامین مالی بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، پاییز ۱۳۹۸، شماره ۴۳، ص ۸۵ تا ۱
۶. دارایی، رؤیا. (۱۳۹۲). "رابطه انعطاف‌پذیری و ساختار سرمایه"، **فصلنامه راهبرد مالی**، سال اول، شماره ۱.
۷. رحمانی، علی؛ غلامی گاکیه، فردین؛ پاکیزه، کامران. (۱۳۹۱). "تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری و ارزش‌آفرینی"، **فصلنامه پیشرفت‌های حسابداری**، دوره ۴، شماره ۲، ص ۵۳-۷۶.
۸. زاده طبری، یدالله؛ عنایتی، ناصر علی؛ پیرمحمدی، سید محمد. (۱۳۹۴). "بررسی رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی با سرمایه و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، اولین همایش بین‌المللی نوآوری و تحقیق در هنر و علوم انسانی، استانبول، موسسه سفیران فرهنگی مبین.
۹. زندی، آناهیتا؛ تنانی، محسن. (۱۳۹۶). "رابطه هزینه فرصت وجه نقد و انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت"، **پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی**، دوره ۹، شماره ۳۵، ص ۱-۲۲.
۱۰. فدایی نژاد، اسماعیل، نوفرستی، محمد، اقبال‌نیا، محمد (۱۳۹۲). "اثر جریان‌های نقدی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تهران شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، دوره ۶، شماره ۲۳، پاییز ۱۳۹۳، ص ۴-۲۳

۱۱. مدرس، احمد؛ حصار زاده، رضا. (۱۳۸۷). "کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری"، **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، دوره ۱، شماره ۲، ص ۸۵-۱۱۶.
۱۲. مردانی، مهدی؛ فلاح، رضا؛ گلستانی، رضا. (۱۳۹۴). "تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر عملکرد مالی و میزان سرمایه‌گذاری بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت و مهندسی صنایع، تهران، شرکت مدیران ایده پردازان پایتخت ایلیا.
13. Alex.f ,Marlina,w. and Agustina,h.(2018). "Profitability, Growth, Opportunity And Free cash flow: dividend policy with debt policy as the intervening variable on manufacturing companies listed in Indonesia stock exchanges", **RJOAS**, 7(79).
14. Bartram,s.(2014). "Corporate Financial Flexibility and Real Investment", [SSRN Electronic Journal](#)
15. Bergant, Ž. (2015). "Finančna prožnost in naložbena sposobnost. Poslovodno računovodstvo", **Letnik** , Številka ,1, 38- 61.
16. Biddle G. & Hillary G. (2006). "Accounting Quality and Firm- level Capital Investment", **Accounting Review**, (81): 963- 982.
17. **Bukvic, w..(2019)**. "Financial flexibility as one of the key factors that influence firm investment ability", 8th International Conference An Enterprise Odyssey.
18. **Clark, B. (2010)**. "The impact of financial flexibility on capital structure decisions: Some empirical evidence", SSRN Working Paper.
19. Danso, A, Lartey, T, Fosu, S, Owusu-Agyei, S & Uddin, M .(2019), "Leverage and firm investment: the role of information asymmetry and growth", **International Journal of Accounting and Information Management**, 27 (1). pp. 56-73. ISSN 1834-7649
20. Fazzari, SR. (2000). "Investment-Cash Flow Sensitivities Are Useful: AComment on Kaplan and zingales", **The Quarterly Journal of Economics**, 2(115): 695-705.
21. Ferrando, A. Marchica M.T., Mura, R. (2017)." Financial Flexibility and Investment Ability Across the Euro Area and the UK", **European Financial Management**, Vol. 23, No. 1, 2017, 87–126.
22. Guariglia A. and Yang J. (2016). "A balancing act: Managing financial constraints and agency costs to minimize investment inefficiency in the Chinese marke", **Journal of Corporate Finance**, 36: 111–130.
23. Guha,s., Krishnaswami,s..(2013)."firm growth and its determinants", **Journal of Innovation and Entrepreneurship**, volume 2, Article number: 15 (2013)
24. Hess, Dieter and Immenkötter, Philipp. (2014). "How Much Is Too Much? Debt Capacity and Financial Flexibility". **Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1990259>**.

25. Hussain, S., & Waseer, W. A. (2018). "Firm Size, Age, Leverage and Growth Opportunities: An initial inquiry by Pakistan". **Advances in Social Sciences Research Journal**, 5(1).
26. Jeng, V. and S. S. Yang (2014). "A New Look at the Dynamic Interrelationship between Growth and Profitability in the Chinese Property Liability Insurance Industry". **Academia Economic Papers**, 42(3): 369-401.
27. Modigliani, F., & Miller, M. (1958). "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment". **The American Economic Review**, 48, 261-297.
28. Myers, S & Majluf, N.. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", **Journal of Financial Economics**, 13(1984): 187– 221.
29. Parvaresh, M., Malai, M. Siroi, A. & vahab ghasemei, R.. (2016). "Study of the relationship between financial flexibility, investment ability and company value", **Journal of New Research in Management and Accounting**, 3, (11): 145-166.
30. Schoubben, F. & Hulle, C. V. (2011). "Stock listing and financial flexibility", **Journal of Business Research**, 64, 483-489.
31. Söhnke M. (2014). "Corporate Financial Flexibility and Real Investment". Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2395843> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2395843>.
32. zaraksh, M. Aminikhah, H. A. (1395). "Study of the role of the element of financial flexibility on the structure of capital and investment", **Comprehensive Conference on Management and Accounting**, Tehran, Secretariat of the Comprehensive Conference on Management and Accounting.



Investigating the Impact of Financial Flexibility, Liquidity and Growth Opportunities on the Investment Ability

Sara Razani¹©

PhD in accounting, AL- Zahra University, Tehran, Iran

Ali Rahmani

Faculty Member of Al-Zahra University, Tehran, Iran

(Received: April 1, 2021; Accepted: August 23, 2021)

The complexity and rapid growth of the global economy has created intense competition in business. In this situation, companies need to make appropriate and timely investments to survive and expand their activities. On the other hand, due to the variety of investment opportunities and limited financial resources, it requires a rational decision about optimal investment. Therefore, maintaining investment capacity for companies is necessary and in this study, the relationship between financial flexibility, liquidity and growth opportunities with the investment ability in a sample of companies listed on the Tehran Stock Exchange consisting of 140 member companies of the Tehran Stock Exchange in the period 2015- 2019 has been reviewed. Multiple regression model has been used to test the research hypotheses. The results of testing the hypotheses show that there is a direct and significant relationship between financial flexibility, liquidity and growth opportunities with the investment ability of enterprises. The result obtained in this research is consistent with the theoretical foundations and foreign research.

Keywords: Financial Flexibility, Liquidity, Growth Opportunities, Investment Ability.

¹ razani.sara@gmail.com© (Corresponding Author)