



تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر کاهش ریسک ریزش قیمت سهام

(موردپژوهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار)

دکتر قدرت‌الله طالب نیا / عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران
سلام عبدالله زاده / کارشناس ارشد حسابداری
محمد هادی حسینی سارانی / دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری

استفاده از سیاست‌های انعطاف‌پذیری مالی باعث می‌شود شرکت‌ها در مواقع بحرانی بتوانند به‌خوبی با شرایط مواجه شوند و در برابر مخاطرات پیش آمده قیمت سهام شرکت را از خطر سقوط حفظ کرد. در این پژوهش تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) سهام ۵۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ بررسی می‌شود. در این چارچوب، از مدل فرانک و گویال (۲۰۰۹) برای محاسبه‌ی انعطاف‌پذیری مالی و نیز از مدل ضریب منفی چولگی بازده سهام چن و همکاران (۲۰۰۱) به منظور اندازه‌گیری ریزش قیمت سهام استفاده شده است. همچنین برای آزمون فرضیه‌ی پژوهش از تحلیل آماری رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که انعطاف‌پذیری مالی باعث کاهش ریسک سقوط (ریزش) قیمت سهام می‌شود. همچنین متغیرهای کنترلی سودآوری، محافظه‌کاری و ضریب منفی چولگی با بازده سهام رابطه‌ی معکوس دارند و رابطه‌ی متغیرهای ناهمگن عقاید سرمایه‌گذاران و عدم شفافیت اطلاعات مالی با ریزش قیمت سهام مستقیم و معنی‌دار است.

با توجه به نبود بازار کامل، تصمیماتی که شرکت‌ها می‌گیرند در شرایط اطمینان کامل نیست و وقوع رویدادهایی که در مرحله‌ی برنامه‌ریزی پیش‌بینی نشده می‌تواند توانایی شرکت را برای رسیدن به اهداف از پیش تعیین‌شده تحت تأثیر قرار دهد. به همین دلیل، مدیران شرکت‌ها سعی می‌کنند تا به نحوی خود را در برابر حوادث و اتفاقات احتمالی آینده ایمن سازند، به‌طوری که در تصمیم‌هایی که اثرات آن به آینده تسری می‌یابد قدری محافظه‌کارانه عمل می‌کنند و بخشی از توان خود را برای موارد پیش‌بینی نشده در آینده و قدرت انجام واکنش مناسب در برابر آن‌ها حفظ می‌کنند. در حقیقت مدیران واحدهای اقتصادی می‌کوشند به شکلی ایجاد جریان‌ات نقدی واحد تجاری را در طول عمر شرکت هموار کنند تا در قبال رویدادهایی که توانایی آن‌ها را در کسب جریان‌ات نقدی آتی تحت تأثیر قرار می‌دهد، واکنش مناسب نشان دهند. یکی از ابزارهای اساسی در برآورده ساختن این امر مهم، استفاده‌ی مناسب از سیاست‌های انعطاف‌پذیری مالی است که با به کار نگرفتن بخشی از توانایی استقراض شرکت برای رویارویی با مخاطرات و فرصت‌های رشد پیش روی شرکت احتمالاً تأثیر به‌سزایی در هموارسازی جریان‌ات نقدی شرکت خواهد داشت، و بدین ترتیب قادر خواهند بود به‌نوعی خود را در برابر حوادث و رویدادهای پیش‌بینی نشده‌ی آتی مصون نگه دارند. پژوهش‌های متعددی که در زمینه‌ی ساختار سرمایه انجام شده نیز نشان می‌دهد که بسیاری از شرکت‌ها بسیار کم‌تر از آن چه که نظریه‌های ساختار سرمایه پیش‌بینی می‌کنند به استقراض اقدام می‌کنند. به بیان دیگر، با وجود این‌که شرایط مالی شرکت نشان می‌دهند که وضعیت برای استقراض و افزایش بدهی در ساختار سرمایه‌ی شرکت بسیار مناسب است، مدیران این شرکت‌ها از حداکثر توان خود برای این امر استفاده نمی‌کنند و مازاد توان خود را برای واکنش مناسب در برابر فرصت‌های احتمالی پیش رو و مخاطرات احتمالی که واحد تجاری احتمالاً در آینده با آن‌ها روبه‌روست نگه می‌دارند. انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری را قادر می‌سازد تا از فرصت‌های غیرمنتظره‌ی سرمایه‌گذاری به‌خوبی بهره‌گیرد و در دورانی که جریان‌های نقدی حاصل از عملیات، مثلاً به دلیل کاهش غیرمنتظره در تقاضا برای محصولات تولیدی واحد تجاری در سطح پایین و احتمالاً منفی قرار دارد به حیات خود ادامه دهد (کمپته‌ی تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۶). به‌طور خلاصه استفاده از سیاست‌های انعطاف‌پذیری مالی باعث خواهد شد که شرکت در مواقع بحرانی بتواند

به‌خوبی با شرایط پیش‌آمده مواجه شود و این مسئله می‌تواند سبب آن شود که از قیمت سهام شرکت که تابعی از عملکرد و قدرت شرکت در مواجهه با فرصت‌ها و مخاطرات پیش‌آمده است در برابر خطر سقوط محافظت کرد. هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است و از این رو اهمیت دارد که تعیین آثار انعطاف‌پذیری مالی بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌تواند مدیران، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و دیگر استفاده‌کنندگان را در اخذ تصمیمات مناسب یاری رساند. بر این اساس، این سؤال مطرح می‌شود که آیا انعطاف‌پذیری مالی بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارد یا خیر؟

پیشینه‌ی نظری و تجربی پژوهش

انعطاف‌پذیری مالی مهم‌ترین قسمت تعیین ساختار سرمایه‌ی شرکت است و می‌توان از آن برای حفظ ظرفیت استقراض به منظور تحصیل و توسعه‌ی آتی شرکت یا حداقل کردن بدهی‌ها، برای جلوگیری از درماندگی مالی در مقابل رکودهای اقتصادی به شمار آورد. همچنین مهم‌ترین عامل تأثیرگذار بر تصمیمات استقراضی شرکت‌ها، تقاضای مدیران برای انعطاف‌پذیری مالی است (گراهام و هاروی^۱، ۲۰۰۱). ول بردا^۲ (۱۹۹۸) انعطاف‌پذیری مالی را به‌عنوان توانایی ایجاد فعالیت‌های سودآور به دنبال تغییرات تحمیل شده در محیط تجاری و همچنین سازگاری پیش‌بینی تغییراتی که اهداف شرکت را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد تعریف می‌کند. از نظر ایشان انعطاف‌پذیری دارای دو چشم‌انداز است:

۱) انعطاف‌پذیری داخلی مانند میزان ظرفیت شرکت برای سازگاری با نیازهای محیط

۲) انعطاف‌پذیری خارجی مانند میزان ظرفیت شرکت برای تأثیرگذاری در محیط و در نهایت کاهش آسیب‌پذیری.

شرکت‌هایی که از لحاظ مالی انعطاف‌پذیرند، قادرند که از رکودهای مالی و اقتصادی در زمان مواجهه با شوک‌های منفی و ناخوشایند جلوگیری کنند و همچنین می‌توانند با حداقل هزینه به هنگام رویارویی با شرایط مناسب و قابل استفاده سرمایه‌گذاری کنند (گامبا و تریبتیس^۳، ۲۰۰۸).

چن^۴ و همکاران (۲۰۰۱) در پژوهشی پیش‌بینی ریزش قیمت سهام توسط سه متغیر حجم معاملات، بازده‌های گذشته



مالی در آن‌ها بالاتر است به این دلیل که به مدیران فرصت بیش‌تری برای پوشاندن اخبار بد از ذی‌نفعان شرکت می‌دهند دفعات ریزش قیمت سهام نیز در آن‌ها بیشتر است.

بیون^۶ (۲۰۰۷) در پژوهشی رابطه‌ی بین انعطاف‌پذیری مالی، بدهی و اندازه‌ی شرکت را بررسی کرده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اندازه‌ی شرکت تأثیر مثبت و بااهمیتی بر بدهی و انعطاف‌پذیری شرکت دارد. در خصوص شرکت‌های بزرگ‌تر زمانی که اثر سود انباشته کنترل شده است، رابطه‌ی مثبت بین بدهی و اندازه‌ی شرکت ضعیف و یا حتی معکوس شده است. آن‌ها در پژوهش خود نتوانستند بین بدهی و اندازه‌ی شرکت رابطه‌ی روشنی پیدا کنند.

هاتن^۸ و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهشی رابطه‌ی بین شفافیت صورت‌های مالی، همبستگی بین اطلاعات مالی شرکت، قیمت سهام و پدیده‌ی ریزش قیمت سهام در سطح شرکت را بررسی کردند. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که

سهام و چولگی قیمت سهام را بررسی کرده‌اند. براساس نتایج این پژوهش، چولگی منفی بازده روزانه‌ی سهام یا همان پدیده‌ی ریزش قیمت در سهامی مشخص‌تر است که دو مورد زیر را تجربه کرده باشند: نخست، افزایش در حجم معاملات سهام نسبت به روند آن در طی شش ماه گذشته و دوم نیز آن‌که بازده‌های مثبت را در بیش از ۳۶ ماه قبل تجربه کرده باشد.

هانگ و استین^۵ (۲۰۰۳) در پژوهش خود درباره‌ی ریزش قیمت سهام می‌گویند که ناهمگنی دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران خود دلیلی برای سرعت بخشیدن به پدیده‌ی ریزش قیمت سهام است. این دو پژوهشگر از سوی دیگر عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران را نیز یادآور شده‌اند.

جین و میرز^۶ (۲۰۰۶) رابطه‌ی بین عدم شفافیت اطلاعاتی و ریزش قیمت سهام را در بازار سرمایه کشورهای مختلف بررسی کردند. آن‌ها در پژوهش خود به این نتیجه دست یافتند که همواره در بازارهایی که عدم شفافیت اطلاعات

عدم شفافیت اطلاعات حسابداری سبب می‌شود بخش کمی از تغییرات قیمت سهام به علت افشای اطلاعات مالی جدید باشد. همچنین این پژوهشگران می‌گویند که همبستگی کم‌تر بین اطلاعات مالی شرکت و قیمت سهام سبب بالاتر رفتن احتمال ریزش قیمت سهام شرکت می‌شود. ارسلان^۹ و همکاران (۲۰۱۰) پژوهشی با عنوان تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت انجام دادند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که در طول دوره پژوهش انعطاف‌پذیری مالی داشته‌اند، توانایی بیش‌تری در جذب فرصت‌های سرمایه‌گذاری و وابستگی اندکی به در دسترس بودن منابع داخلی برای سرمایه‌گذاری داشته‌اند. همچنین شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی، نسبت به شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری کمتری دارند، عملکرد بهتری داشته‌اند.

اسکوبین و ون‌هول^{۱۱} (۲۰۱۰) تأثیر پذیرش سهام شرکت‌ها در بورس را بر وضعیت انعطاف‌پذیری مالی آن‌ها بررسی کرده‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس نسبت به شرکت‌هایی که در بورس نیستند، به هنگام نیاز قادرند منابع تأمین مالی داخلی را به‌ویژه از طریق بدهی با منابع تأمین مالی خارجی جایگزین کنند.

کلارک^{۱۲} (۲۰۱۰) در پژوهش خود با عنوان تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر ساختار سرمایه در پی گردآوری شواهدی برای تأثیر عامل مهم انعطاف‌پذیری مالی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها بوده است. نتایج پژوهش نشان داد که انعطاف‌پذیری مالی مهم‌ترین نکته‌ای است که در تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه و ساختار مالی شرکت‌ها مد نظر قرار می‌گیرد. همچنین شرکت‌های با حاشیه سود بالا، در انعطاف‌پذیری مالی تمایل دارند بخشی از ظرفیت بدهی خود را برای آینده حفظ کنند.

مارچیکا و مورا^{۱۳} (۲۰۱۰) در پژوهش خود تأثیر خط‌مشی انعطاف‌پذیری مالی بر توانایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت‌ها را بررسی کرده‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که تحت سیاست محافظه‌کارانه بدهی، شرکت‌ها این قابلیت را خواهند داشت تا ساختار مالی انعطاف‌پذیری داشته باشند. دارا بودن انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا در زمان شوک‌های مثبت بازار به فرصت‌های سرمایه‌گذاری، دسترسی بهتری به منابع مالی داشته باشند و وجوه مورد نیاز خود را برای تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری فراهم کنند.

کیم و ژانگ^{۱۴} (۲۰۱۰) پژوهشی در مورد بررسی ارتباط

بین حسابداری محافظه‌کارانه و ریزش قیمت سهام در آمریکا انجام دادند. نتایج این بررسی نشان می‌دهد که حسابداری محافظه‌کارانه مانع از انبوه اخبار بد و به‌نوبه‌ی خود باعث کاهش احتمال ریزش ناگهانی قیمت سهام می‌شود.

کالن و فانگ^{۱۵} (۲۰۱۱) در پژوهشی رابطه‌ی بین سرمایه‌گذاران نهادی و ریزش قیمت سهام شرکت را بررسی کردند. این تحقیق دو دیدگاه مخالف از سرمایه‌گذاران نهادی را مورد آزمون قرار می‌دهد: دیدگاه نظارتی در مقابل سلب مالکیت. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که شواهد محکمی در مورد رابطه‌ی معکوس بین مالکان نهادی و ریزش قیمت سهام در آینده وجود دارد.

پژوهشی در زمینه‌ی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) قیمت سهام شرکت در بورس اوراق بهادار ایران مشاهده نشد. با وجود این، پاره‌ای از پژوهش‌های تجربی بررسی می‌شود که در زمینه‌ی انعطاف‌پذیری مالی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها انجام شده است و به نحوی با موضوع پژوهش ارتباط پیدا می‌کنند. افزون بر این، برخی از پژوهش‌ها با هدف ایجاد پشتوانه برای به‌کارگیری متغیرهای این پژوهش بیان شده است.

بشیری و حقیقت (۱۳۸۸) دریافتند که هرچه شرکت‌ها از مرحله‌ی تولد به مرحله‌ی بلوغ نزدیک می‌شوند، از نسبت بدهی آن‌ها کاسته و بر درجه‌ی انعطاف‌پذیری آن‌ها افزوده می‌شود. نتایج این پژوهش به صورت ضمنی نشان‌دهنده‌ی تلاش شرکت‌ها برای حفظ ظرفیت خالی بدهی خود و استفاده‌ی محتاطانه از بدهی در فرایند تأمین مالی است.

خدائی و له‌زاقرد و زارع تیموری (۱۳۸۹) تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. این پژوهش به دنبال یافتن پاسخی به این پرسش است که آیا بعد از یک دوره از اهرم‌های محافظه‌کارانه، شرکت‌ها به درجه‌ای از توانایی انعطاف‌پذیری مالی دست می‌یابند که قادر شوند هزینه‌های سرمایه‌ای مهم‌تر و بیش‌تری انجام دهند. نتایج حاصل نشان‌دهنده‌ی نبود تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر هزینه‌های سرمایه‌گذاری و همچنین رابطه‌ی نداشتن گردش وجوه نقد و هزینه‌های سرمایه‌ای در شرکت‌های مورد بررسی بورس تهران است.

باقریگی و همکاران (۱۳۹۱) ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی با فرصت‌های رشد و ارزش آتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. به‌منظور اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی از مدل مارچیکا و به‌منظور آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره استفاده شده است.

فرضیه‌ی پژوهش: انعطاف‌پذیری مالی باعث کاهش سقوط قیمت سهام می‌شود.

روش پژوهش

جامعه و نمونه‌ی آماری

جامعه‌ی آماری پژوهش حاضر را کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار ایران تشکیل می‌دهند. برای تعیین نمونه‌ی مورد مطالعه، شرکت‌هایی از جامعه‌ی آماری یادشده، انتخاب شده‌اند که: ۱. از سال مالی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰، در بورس حضور داشته باشند، ۲. سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد، ۳. در دوره‌ی مورد بررسی تغییر دوره‌ی مالی نداشته باشند، ۴. جزو گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و بیمه نباشند، ۵. حداقل ۶ ماه از سال بازده ماهانه داشته باشند، و ۶. اطلاعات موردنیاز شرکت در دسترس باشد. در نهایت با اعمال محدودیت‌های بالا، ۵۸ شرکت به‌عنوان نمونه‌ی پژوهش برای ۱۱ سال (معادل ۶۳۸ سال - شرکت) انتخاب شده است.

ابزار جمع‌آوری اطلاعات و تحلیل آن‌ها

از آن‌جا که این تحقیق با داده‌های واقعی شرکت‌ها سروکار دارد، برای فراهم کردن اطلاعات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار که با توجه به متغیرهای پژوهش مربوط به صورت‌های مالی شرکت‌ها می‌شود، از منابع مختلفی از جمله لوح‌های فشرده‌ی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزار تدبیر پرداز، ره‌آورد نوین، سایت اطلاع‌رسانی شرکت بورس و سازمان بورس استفاده شده است. برای

نتایج به‌دست آمده حاکی از آن است که بین انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها و اندازه‌ی شرکت‌ها و سودآوری شرکت‌ها با فرصت‌های رشد شرکت‌ها ارتباط معنادار وجود ندارد. همچنین بین انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها و سودآوری شرکت‌ها با ارزش آتی شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود ندارد.

رحمانی و همکاران (۱۳۹۱) تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری و ارزش‌آفرینی را بررسی کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که 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.

دیانتی دیلمی و همکاران (۱۳۹۱) تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر کاهش احتمال ریسک ریزش (سقوط) قیمت سهام را بررسی کردند. در پژوهش آنان به منظور اندازه‌گیری ریزش قیمت سهام از مدل ضریب منفی چولگی بازده سهام چن و همکاران (۲۰۰۱) استفاده شده است. در این پژوهش شواهدی قوی ارائه شده که مدیریت سرمایه در گردش احتمال ریسک ریزش قیمت سهام را به صورتی معنادار کاهش می‌دهد.

فرضیه‌ی پژوهش

به‌منظور دستیابی به هدف و با توجه به مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش، فرضیه‌ی پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:



پردازش اطلاعات از دو نرم افزار Excel و SPSS استفاده شده است. همچنین از تحلیل آماری رگرسیون خطی چندگانه برای آزمون فرضیه‌ی پژوهش استفاده شده است.

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

با توجه به فرضیه‌ی پژوهش، متغیر وابسته‌ی این پژوهش ریزش قیمت سهام است، که برای اندازه‌گیری آن از مدل ضریب منفی چولگی^{۱۵} (چن و همکاران، ۲۰۰۱) استفاده شده است.

(۱)

$$NCSKEW_{it} = - [n(n-1)^{3/2} \sum W_{it}] / [(n-1)(n-2)(\sum W_{it})^{3/2}]$$

در مدل فوق W_{it} نشان‌دهنده‌ی بازده ماهانه‌ی خاص شرکت i برای ماه t بوده و n تعداد بازده ماهانه‌ی مشاهده‌شده در طی سال مالی است. در مدل بالا، هر چه مقدار ضریب منفی چولگی بیشتر باشد، شرکت بیش‌تر در معرض ریزش قیمت سهام خواهد بود.

«بازده ماهانه‌ی خاص شرکت» که با w نشان داده می‌شود (فرمول شماره ۲) برابر است با لگاریتم طبیعی عدد یک به‌علاوه‌ی عدد باقیمانده که از فرمول شماره ۳ محاسبه شده است.

(۲)

$$W_{j,t} = \ln(1 + \varepsilon_{j,t})$$

(۳)

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_1 r_{m,t-2} + \beta_2 r_{m,t-1} + \beta_3 r_{m,t} + \beta_4 r_{m,t+1} + \beta_5 r_{m,t+2} + \varepsilon_{j,t}$$

در فرمول شماره‌ی ۳ r_{jt} بازده سهام شرکت j در ماه t بوده، و

r_{mt} بازده ماهانه‌ی بازار (براساس شاخص بازار) خواهد بود.

متغیر مستقل

پژوهش‌های اخیر در زمینه‌ی ساختار سرمایه نشان می‌دهد که عامل اساسی در تصمیمات مربوط به بدهی، حفظ انعطاف‌پذیری مالی است. با توجه به بررسی‌های انجام‌شده در پژوهش‌های پیشین، انعطاف‌پذیری مالی به دو صورت کلی مطرح می‌شود، برخی شرکت‌ها سعی می‌کنند تا با سیاست‌های مربوط به وجه نقد (نگهداری وجه نقد)، انعطاف‌پذیری مالی خود را حفظ کنند و برخی دیگر با داشتن ظرفیت مازاد بدهی، این سیاست را در پیش می‌گیرند. در این پژوهش جهت شناسایی ظرفیت مازاد بدهی همانند پژوهش رحمانی و همکاران (۱۳۹۱) از مدل فرانک و گویال^{۱۶} (۲۰۰۹) به شرح فرمول شماره‌ی ۴ استفاده شده است.

(۴)

$$LEV_{i,t} = \beta_1 LEV_{i,t-1} + \beta_2 Ind LEV_{i,t} + \beta_3 M/\beta_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Tan_{i,t} + \beta_6 Profitability_{i,t} + \beta_7 Inflation_t + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

LEV = نسبت بدهی به جمع دارایی‌های شرکت

$Ind LEV$ = میانه‌ی بدهی شرکت‌های حاضر در صنعت

M/β = نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (نشان‌دهنده‌ی

فرصت‌های رشد شرکت) است که از طریق مجموع بدهی

و ارزش بازار سهام به جمع دارایی‌ها مورد سنجش قرار

می‌گیرد

$Size$ = لگاریتم دارایی‌های شرکت (در نظر گرفتن تاثیر





که آن‌چه مشاهده می‌شود اتفاقی نبوده بلکه یک سیاست از پیش تعیین شده است و شرکت‌ها آگاهانه و با برنامه‌ریزی قبلی بخشی از توان جذب بدهی را برای موارد پیش‌بینی نشده‌ی آتی حفظ کرده‌اند.

متغیرهای کنترل پژوهش

برای بررسی دقیق اثر انعطاف‌پذیری مالی بر کاهش ریزش (سقوط) قیمت سهام از متغیرهای کنترلی زیر که ممکن است بر ریزش قیمت‌ها اثرگذار باشند استفاده می‌شود.

ناهمگنی دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران (DTURN): چن و همکاران (۲۰۰۱) در پژوهش خود به این نتیجه دست یافتند که ناهمگنی دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران در سال جاری رابطه‌ی مستقیم و محکمی با چولگی منفی بازده سهام در سال بعد دارد. در این پژوهش برای اندازه‌گیری این متغیر از تفاضل میانگین حجم معاملات ماهانه سهام در سال جاری و میانگین حجم معاملات ماهانه در سال قبل استفاده کردند (حجم معاملات ماهانه‌ی سهام از تقسیم سهام دادوستد شده در هر ماه بر تعداد سهام در جریان شرکت در آن ماه به‌دست می‌آید).

ضریب منفی چولگی بازده سهام (NCSKEW): شرکت‌هایی که چولگی منفی بالای بازده را در سال جاری تجربه کرده‌اند، با احتمال بیش‌تری در سال بعد چولگی منفی کم‌تری در بازده را تجربه می‌کنند (چن و همکاران، ۲۰۰۱).

انحراف معیار بازده ماهانه‌ی خاص شرکت (SIGMA): شرکت‌هایی که بازده آن‌ها در سال جاری شاهد نوسان‌های بیش‌تری بوده است با احتمال زیادتری در سال بعد در معرض ریزش قیمت سهام قرار دارند (چن و همکاران، ۲۰۰۱).

میانگین بازده ماهانه‌ی خاص شرکت (RET): چن و همکاران (۲۰۰۱) شواهدی نیز ارائه کردند که بیان می‌داشت ریزش‌های آتی قیمت سهام در سهامی که یک دوره‌ی طولانی مثلاً ۱۲ تا ۳۶ ماهه بازده‌های بالا را تجربه نکرده

اندازه‌ی شرکت بر فرایند تأمین مالی)

Tan = نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها (قابلیت وثیقه‌گذاری دارایی‌ها)

Profitability = نسبت سود قبل از بهره و مالیات به جمع دارایی‌ها

Inflation = نرخ تورم سال، بر اساس رشد شاخص بهای مصرف‌کننده‌ی اعلامی بانک مرکزی

ε = سایر عوامل (باقیمانده مدل)

ابتدا با استفاده از رگرسیون چندمتغیره و با استفاده از وقفه‌ی یک ساله‌ی متغیر وابسته، مقدار بدهی مورد انتظار (هدف) شرکت‌ها برآورد و سپس این مقادیر برآوردی با مقادیر واقعی مقایسه می‌شود و شرکت‌هایی را دارای ظرفیت مازاد بدهی در نظر می‌گیریم که انحراف منفی بین مقادیر واقعی و مقادیر برآوردی داشته باشند (مقادیر واقعی کم‌تر از مقادیر مورد انتظار باشد). برای حداقل کردن تأثیر اختلال احتمالی مدل و با توجه به تحقیقات گذشته، در این تحقیق برای نشان دادن ظرفیت مازاد بدهی از دو معیار استفاده می‌شود. مطابق معیار اول زمانی که تفاوت مقادیر برآوردی (هدف) و مقادیر واقعی بدهی، نشان‌دهنده‌ی مقادیر منفی و مقدار انحراف بزرگ‌تر از ۱۰٪ متغیر وابسته (نسبت بدهی) باشد، آن شرکت دارای ظرفیت مازاد بدهی است (مارچیکا و مورا، ۲۰۱۰) و مطابق معیار دوم این مقدار منفی باید بزرگ‌تر از ۱٫۵ برابر انحراف معیار باشد (هافورد، ۱۹۹۹). با توجه به شرایط و تفاوت‌های محیطی و اقتصادی کشور با سایر کشورهایی که تحقیقات مشابه در آن انجام شده است، هر دو معیار مذکور مورد استفاده قرار گرفته و بهترین معیار به عنوان معیار اصلی در تحقیق به‌کارگرفته می‌شود. سپس چنانچه شرکتی برای حداقل دو سال متوالی دارای ظرفیت مازاد بدهی باشد، آن شرکت دارای انعطاف‌پذیری مالی است. در نظر گرفتن معیار مذکور به ما این اطمینان را می‌دهد

باشد بیش تر است. به همین خاطر و برای کنترل اثر متغیر فوق میانگین بازده ماهانه خاص شرکت برای ۱۲ ماه گذشته در مدل اصلی وارد شده است.

شاخص سودآوری (ROE): برای کنترل امکان همزمانی بین سودآوری شرکت و احتمال ریزش قیمت سهام در این پژوهش همانند پژوهش هاتن و همکاران (۲۰۰۹) از نسبت سود خالص به جمع حقوق صاحبان سهام در پایان دوره استفاده شده است.

اهرم مالی شرکت (Leverage): به اعتقاد هاتن و همکاران (۲۰۰۹) افزایش میزان بدهی شرکت می تواند به افزایش هزینه ی بهره منجر شود. بنابراین افزایش نسبت اهرم مالی می تواند به کاهش سود ارائه شده منجر شود. پس حجم بالای بدهی در ساختار سرمایه ی یک شرکت می تواند زمینه ای برای ایجاد چولگی منفی در بازده سهام باشد. در این پژوهش برای کنترل اثر متغیر یادشده از نسبت بدهی بلندمدت به جمع دارایی های پایان دوره استفاده شده است. اندازه ی شرکت (SIZE): برای کنترل اثر اندازه ی شرکت از لگاریتم جمع دارایی ها در پایان دوره استفاده شده است.

عدم شفافیت در گزارشگری مالی (OPAQUE): هاتن و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهشی به رابطه ی مستقیم و محکمی بین عدم شفافیت در گزارشگری مالی و پدیده ی ریزش قیمت سهام دست یافتند. این پژوهشگران به علت عدم وجود معیار استاندارد برای اندازه گیری این متغیر از جمع قدر مطلق اقلام تعهدی اختیاری برای سه سال قبل استفاده کرده اند. استدلال هاتن و همکاران (۲۰۰۹) برای انتخاب این معیار بر این مبنا استوار بود که شرکت های با حجم بالای اقلام تعهدی اختیاری با احتمال بیش تری در معرض مدیریت سودهای گزارش شده خود قرار می گیرند، و بنابراین اطلاعات کمی

درباره ی شرکت به سرمایه گذاران انتقال می دهند. محافظه کاری (CONSER): کیم و ژانگ (۲۰۱۰) در پژوهشی در مورد بررسی ارتباط بین حسابداری محافظه کارانه و ریزش قیمت سهام به این نتیجه دست یافتند که حسابداری محافظه کارانه باعث کاهش احتمال ریزش سهام می شود. برای اندازه گیری این متغیر از مدل گیولی و هین^{۱۸} (۲۰۰۰) استفاده شده است.

مدل پژوهش

در این پژوهش از فرمول شماره پنج برای آزمون فرضیه ی پژوهش استفاده شده است.

(۵)

$$NCSKEW_{i,t+1} = \beta_1 + \beta_2 FF_{i,t} + \sum_{q=2}^m \beta_q \beta_q (q^{th} \text{ Control Variables})_i + \varepsilon_i$$

در این مدل:

$NCSKEW_{i,t+1}$ ضریب منفی چولگی بازده سهام در سال بعد است. هرچه مقدار ضریب منفی چولگی بیش تر باشد آن شرکت در معرض ریزش قیمت بیش تری خواهد بود. FF_{it} یک متغیر مجازی و معیار انعطاف پذیری مالی است، که از مدل فرانک و گویال (۲۰۰۹) استفاده شده است.

یافته های پژوهش

آمار توصیفی

میانگین و میانه ی متغیر انعطاف پذیری مالی که بر اساس مدل فرانک و گویال (۲۰۰۹) برآورد شده به ترتیب برابر با ۰/۰۸ و صفر بوده است. میانگین و میانه ی متغیر ضریب منفی چولگی بازده که به وسیله مدل چن و همکاران (۲۰۰۱)



جدول یک: نتایج آزمون‌های پیش‌فرض‌های رگرسیون

پیش‌فرض	نوع آزمون	نتیجه
نرمال بودن باقیمانده‌ها	کولموگروف اسمیرنف	مقادیر سطح معناداری برای ضریب منفی چولگی بازده سهام بالاتر از ۰/۰۵ بوده بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که مقادیر باقیمانده در خط رگرسیون نیز دارای توزیع نرمالی هستند.
همسانی واریانس	نمودار مقادیر باقیمانده در مقابل مقادیر برآورد شده	تقریباً پراکندگی در تمام نمودارها تصادفی است و الگومند نیست.
عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها	دوربین - واتسون	آماره‌ی دوربین - واتسون ۲/۰۱ است که نشان‌دهنده‌ی عدم خود همبستگی باقیمانده‌ها است.
عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل	آماره‌ی VIF	مقدار این آماره در تمام موارد کوچک‌تر از ۵ است؛ بنابراین مشکل هم‌خطی مشاهده نمی‌شود.

جدول دو: نتایج تخمین مدل شناسایی انعطاف‌پذیری مالی

متغیر	آماره	مقدار برآورد شده	ضرایب	آماره t	سطح معناداری
اهرم مالی		۰/۶۸۴	۰/۶۹۱	۲۸/۹۲	۰/۰۰۰
میان‌ه‌ی بدهی صنعت		۰/۲۷۷	۰/۲۷۴	۸/۲۲	۰/۰۰۰
فرصت‌های رشد شرکت		۰/۰۱۹	۰/۰۶۸	۶/۷۹	۰/۰۰۰
اندازه‌ی شرکت		۰/۰۰۲	۰/۰۱۳	۰/۳۷	۰/۷۰۷
نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها		۰/۰۲۶	۰/۰۱۱	۱/۴۵	۰/۱۴۶
نسبت سود قبل از بهره و مالیات به جمع دارایی‌ها		-۰/۳۴۰	-۰/۱۲۲	-۱۰/۲۶	۰/۰۰۰
نرخ تورم		۰/۲۵۵	۰/۰۶۰	۳/۵۷	۰/۰۰۰
آماره‌ی F	۶۵۱۹		سطح معنی داری		۰/۰۰۰
ضریب تعیین استاندارد شده	۰/۹۸		آماره دوربین-واتسون		۲/۰۲

برآورد شده به ترتیب برابر با ۰/۶۶۳۳ و ۰/۷۹۱۷ بوده است. از طرف دیگر توزیع متغیرهای سودآوری شرکت، اهرم مالی و انحراف معیار بازده ماهانه‌ی خاص شرکت چوله به راست است، و توزیع هیچ‌کدام از متغیرها چوله به چپ نیست. تقریباً بقیه‌ی متغیرها از تقارن نسبی برخوردارند. این ویژگی اهمیت زیادی دارد زیرا تقارن یکی از ویژگی‌های توزیع نرمال است. همچنین میزان کشیدگی تمام متغیرها به‌غیر از متغیر وابسته بیش‌تر از کشیدگی توزیع نرمال است.

نتایج آزمون‌های پیش‌فرض‌های رگرسیون

برای انجام و قابل‌اتکا بودن نتایج رگرسیون خطی چندگانه پیش‌فرض‌هایی وجود دارد، نتایج آزمون‌های پیش‌فرض‌های رگرسیون خطی چندگانه در جدول یک منعکس شده است.

نتایج تخمین مدل شناسایی انعطاف‌پذیری مالی

همان‌گونه که جدول دو نشان می‌دهد سطح معناداری برابر با ۰/۰۰۰ است و این بدان معناست که مدل معنادار است و میزان ضریب تعیین یا R^2 برابر با ۰/۹۸ است. ضریب‌های به‌دست آمده برای متغیرهای مدل در فرمول شماره‌ی شش ارائه شده است.

(۶)

$$LEV_{it} = .691 LEV_{i,t-1} + .274 Ind LEV_{it} + .068 M/B_{it} + .013 Size_{it} + .011 Tan_{it} - .122 Profitability_{it} + .060 Inflation_{it}$$

همان‌طور که در جدول دو می‌توان مشاهده کرد به‌غیر از متغیرهای اندازه‌ی شرکت و نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها سایر متغیرها معنادار هستند، این دو متغیر همان‌طور که انتظار می‌رفت رابطه‌ی مثبتی با نسبت بدهی دارند اما این رابطه معنادار نیست.

با توجه به نتایج به‌دست آمده از مدل شش و به‌کارگیری هر دو معیار یادشده برای شناسایی ظرفیت مازاد بدهی شرکت‌ها و انعطاف‌پذیری مالی، مشخص شد که از دو معیار فوق معیار اول (داشتن انحراف منفی بزرگ‌تر از ۱۰٪) نتیجه‌بخش بوده است و معیار دوم مبنی بر داشتن انحراف منفی بزرگ‌تر از ۱٫۵ برابر انحراف معیار در این پژوهش معنادار نیست و با استفاده از آن هیچ‌یک از شرکت‌های نمونه‌ی دارای انعطاف‌پذیری مالی نبودند. بنابراین در این پژوهش از معیار اول برای بررسی فرضیه‌ی پژوهش استفاده شده است.

آزمون فرضیه‌ی پژوهش

نتایج آزمون آماری فرضیه‌ی پژوهش در جدول سه

منعکس شده است. همان‌گونه که این نگاره نشان می‌دهد، انعطاف‌پذیری مالی رابطه‌ی معناداری با ریزش قیمت سهام دارد. از سویی، به دلیل آن‌که علامت اصلی متغیر وابسته‌ی تحقیق (چولگی منفی بازده سهام) منفی است، افزایش آن یعنی افزایش مقداری و حرکت به سمت جهت مثبت که در حقیقت نشان‌دهنده‌ی کاهش احتمال ریزش قیمت سهام است و از سوی دیگر با توجه به علامت مثبت ضریب انعطاف‌پذیری مالی در جدول سه بین انعطاف‌پذیری مالی و ریزش قیمت سهام رابطه‌ی معکوس وجود دارد. همچنین مثبت بودن علامت ضرایب مربوط به متغیرهای کنترلی سودآوری، محافظه‌کاری و ضریب منفی چولگی بازده سهام حاکی از وجود رابطه‌ی معکوس و علامت منفی ضرایب متغیرهای ناهمگنی دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران و عدم شفافیت اطلاعات مالی حاکی از وجود رابطه‌ی مستقیم معنادار بین این متغیرها و ریزش قیمت سهام است (متغیرهای سودآوری و ضریب منفی چولگی بازده در سطح ۹۰٪ اطمینان معنادار است و سایر متغیرهای یادشده در سطح ۹۵٪ اطمینان معنادارند). سایر متغیرهای کنترلی رابطه‌ی معناداری با متغیر ریزش قیمت سهام ندارند. با توجه به مقدار آماره‌ی F الگوی رگرسیون برازش‌شده نیز معنادار است. آماره‌ی دوربین- واتسون ۲/۰۱ است که نشان‌دهنده‌ی عدم خودهمبستگی خطاها است.

برای برآورد مدل مناسب از روش رگرسیون گام به گام استفاده شده است. در این روش تا هنگامی که تمام متغیرهای معنادار وارد مدل گردند متغیرهای مستقل به ترتیب معناداری وارد مدل می‌شوند. به منظور انتخاب مدل مناسب فرایند آزمون معناداری متغیرها در شش مرحله به سرانجام رسیده است.

نتایج حاصل از روش رگرسیون گام به گام در جدول چهار منعکس شده است. مدل برآوردی این روش در فرمول هفت بیان شده است.

(۷)

$$NCSKEW_{i,t+1} = 0.66 + 0.594 FF_{i,t} + 0.842 CONSER_{i,t} + 0.354 ROE_{i,t-1} - 6.65 DTURN_{i,t} - 0.658 OPAQUE_{i,t} + 0.185 NCSKEW_{i,t}$$

در تفسیر ضرایب می‌توان گفت که برای نمونه اگر میزان انعطاف‌پذیری مالی افزایش یابد مقدار چولگی منفی بازده سهام نیز افزایش می‌یابد. (حرکت به سمت جهت مثبت و کاهش احتمال ریزش قیمت سهام) سایر ضرایب تفسیری مشابه دارند.

جدول ۳: نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه‌ی پژوهش

متغیر	آماره	ضرایب غیراستاندارد		ضرایب استاندارد شده	آماره t	سطح معنی داری
		بتا	خطای استاندارد			
مقدار ثابت		۱,۵۷	۰,۵۶		۲,۷۹	۰,۰۰۵
انعطاف‌پذیری مالی		۰,۸۹۳	۰,۱۱۸	۰,۱۶	۳,۰۸	۰,۰۰۱
محافظه‌کاری		۰,۹۱	۰,۴۴	۰,۱	۲,۰۸	۰,۰۳۸
اندازه‌ی شرکت		-۰,۱۳	۰,۰۹	-۰,۰۶۹	-۱,۴۷	۰,۱۴۲
سودآوری (t+1)		۰,۳۱	۰,۱۳	۰,۱۱	۲,۳۳	۰,۰۲۰
اهرم مالی		-۰,۰۷	۰,۷	-۰,۰۵	-۰,۱	۰,۹۲۱
ناهمگنی دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران		-۶,۳	۲,۷۴	-۰,۱۰	-۲,۳	۰,۰۲۲
عدم شفافیت اطلاعات مالی		-۰,۶۶	۰,۳۲	-۰,۰۹۵	-۲,۰۷	۰,۰۴۲
میانگین بازده ماهانه‌ی خاص شرکت		۱,۱۸	۱,۳۹	۰,۰۴۸	۰,۸۵۱	۰,۳۹۵
انحراف معیار بازده ماهانه‌ی خاص شرکت		-۱,۴	۰,۹۳	-۰,۰۸	-۱,۵	۰,۱۳۶
ضریب منفی چولگی بازده		۰,۱۹	۰,۰۵	۰,۱۸	۳,۷۵	۰,۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۸۱	آماره F		۵/۳۸۳		
آماره‌ی دوربین - واتسون	۲/۰۱	سطح معنی داری		۰/۰۰۰		

جدول ۴: نتایج روش رگرسیون گام‌به‌گام

متغیر	آماره	بتا	آماره t	سطح معنی داری
مقدار ثابت		۰,۶۶۲	۴,۷۴۸	۰,۰۰۰
ضریب منفی چولگی بازده		۰,۱۸۵	۳,۸۳۶	۰,۰۰۰
سودآوری (t+1)		۰,۳۴۵	۲,۷۸۸	۰,۰۰۶
عدم شفافیت اطلاعات مالی		-۰,۶۵۸	-۲,۰۳۷	۰,۰۴۲
ناهمگنی دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران		-۶,۶۴۷	-۲,۴۸	۰,۰۱۳
انعطاف‌پذیری مالی		۰,۵۹۴	۲,۲۷	۰,۰۱۶
محافظه‌کاری		۰,۸۴۲	۲,۰۱	۰,۰۴۵
ضریب تعیین تعدیل شده در مرحله‌ی ششم	۰/۰۸	آماره‌ی دوربین-واتسون		۲,۰۱۸



سخن آخر

داشتن این انگیزه احتیاطی در فرایند تأمین مالی و استفاده از منابع داخلی خود بسیار محافظه کارانه برخورد و همواره بخشی از توان خود را برای رویدادهای پیش‌بینی نشده‌ی آتی حفظ می‌کنند. به عبارت دیگر، می‌کوشند در تأمین مالی و استفاده از منابع مالی انعطاف‌پذیری داشته باشند تا در مواقع پیش‌بینی نشده آتی واکنش مناسب و به‌هنگام از خود نشان دهند که این مسأله می‌تواند سهام شرکت را از خطر سقوط حفظ کند. سخن کوتاه، انعطاف‌پذیری مالی به‌صورت بالقوه قابلیت انجام واکنش مناسب در برابر رویدادهای غیرمنتظره و پیش‌بینی نشده را بالا می‌برد و شرکت‌ها قادر می‌شوند تا با انجام واکنش مناسب قیمت سهام خود را از خطر سقوط حفظ کنند. با توجه به پیشینه‌ی نظری و تجربی و یافته‌های پژوهش به سهامداران، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، تحلیل‌گران مالی و کارگزاران پیشنهاد می‌شود در زمان سرمایه‌گذاری به انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها توجه کنند. علاوه بر آن به سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان نهاد ناظر بر شرکت‌ها و هیأت تدوین استانداردهای حسابداری و حسابرسی پیشنهاد می‌شود اطلاعات لازم در زمینه‌ی اجزای انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها را به منظور بهره‌برداری بهتر استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی افشا کنند. همچنین به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود بر پیامدهای انعطاف‌پذیری مالی توجه بیش‌تری کنند. به منظور روشن‌تر شدن اثرات انعطاف‌پذیری مالی به پژوهشگران نیز توصیه می‌شود اثرات انعطاف‌پذیری مالی بر عملکرد، سودآوری و بازده شرکت را مورد بررسی قرار دهند.

استفاده از سیاست‌های انعطاف‌پذیری مالی باعث خواهد شد که شرکت در مواقع بحرانی بتواند به‌خوبی با شرایط پیش رو برخورد کند و این مسئله به‌نوبه‌ی خود می‌تواند سبب شود از قیمت سهام شرکت که تابعی از عملکرد و قدرت شرکت در مواجهه با فرصت‌ها و مخاطرات پیش‌آمده است در برابر خطر سقوط محافظت کرد. این پژوهش، در پی پاسخ به این سؤال بوده است که آیا وجود انعطاف‌پذیری مالی احتمال ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را کاهش می‌دهد یا خیر؟ نتایج تحلیل اطلاعات مربوط به ۵۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار در طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ به‌طور کلی بیانگر این موضوع است که انعطاف‌پذیری مالی در گزارشگری مالی احتمال ریزش قیمت سهام را کاهش می‌دهد (بین انعطاف‌پذیری مالی و ریزش قیمت سهام رابطه‌ی معکوسی وجود دارد). بنابراین بر اساس پیشینه‌ی نظری و تجربی و یافته‌های پژوهش می‌توان گفت با توجه به ابهام و عدم قطعیتی که در زمینه‌ی رویدادهای آتی وجود دارد، مدیران شرکت‌ها سعی می‌کنند در تصمیمات خود نسبت به آینده اصل احتیاط را لحاظ کنند و همواره خود را برای رویدادهایی پیش‌بینی نشده آماده نگه دارند. از سوی دیگر شرکت‌هایی که از فرصت‌های رشد بالاتری برخوردارند هزینه‌ی بحران بیش‌تری نیز خواهند داشت زیرا با وقوع بحران ارزش فعلی خالص پروژه‌های آنها می‌تواند حتی از بین برود، لذا انگیزه‌ی احتیاطی در این دسته از شرکت‌ها نیز قوی‌تر است. بنابراین شرکت‌ها با

1. Graham & Harvey
2. Volberda
3. Gamba & Triantis
4. Chen
5. Hong & Stein
6. Jin & Myers
7. Byoun
8. Hutton
9. Arslan
10. Schoubben & Van Hulle
11. Clark
12. Marchica & Mura
13. Kim & Zhang
14. Callen & Fang
15. Negative Coefficient of Skewness (NCSKEW)
16. Frank & Goyal
17. Harford
18. Givoly & Hayn

منابع

- ۱) باقریگی، مریم، پورعلی لاکلاهی، محمدرضا و آرمین، افشین، (۱۳۹۱)، «بررسی ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی با فرصت‌های رشد و ارزش آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، اولین همایش ملی بررسی راهکارهای ارتقاء مباحث مدیریت، حسابداری و مهندسی در صنایع سازمان، دانشگاه آزاد کرمان.
- ۲) بشیری، وهاب و حقیقت، حمید، «تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر چرخه‌ی حیات شرکت‌ها» پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره) قزوین، ۱۳۸۸
- ۳) خدائی و له‌زاقرد، محمد و زارع تیموری، مهدی، (۱۳۸۹)، «تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری» مجله‌ی مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، شماره سوم، صص ۱۵۵-۱۷۳.
- ۴) دیانتی دیلمی، زهرا، لطفی، محسن و آزادبخش، کسری، (۱۳۹۱)، «تأثیر مدیریت سرمایه در گردش مبتنی بر چرخه‌ی تبدیل نقدی «گیتمان» بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) قیمت سهام» فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال اول، شماره چهارم، صص ۵۵-۶۳.
- ۵) رحمانی، علی، غلامی گاکیه، فردین و پاکیزه، کامران، (۱۳۹۱)، «تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری و ارزش آفرینی»، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره‌ی چهارم، شماره دوم، پاییز و زمستان، صص ۵۳-۷۶.
- ۶) کمیته‌ی تدوین اسنادهای حسابداری، (۱۳۸۶)، اسنادهای حسابداری، سازمان حسابرسی، چاپ پنجم، تهران.

- 1) Arslan, O., Florackis, C., & Ozkan, A. (2010). "Financial flexibility, corporate investment and performance". SSRN eLibrary.
- 2) Byoun, S. (2007). "Financial flexibility, leverage, and firm size". Waco, TX. January.
- 3) Callen, J., & Fang, X. (2011). "Institutional Investors and Crash Risk: Monitoring or Expropriation?". Rotman School of Management Working Paper, (1804697).
- 4) Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). "Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices". Journal of Financial Economics, 61(3), 345-381.
- 5) Clark, B. J. (2010). The impact of financial flexibility on capital structure decisions: some empirical evidence. Available at SSRN 1499497.
- 6) Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important?. Financial Management, 38(1), 1-37.
- 7) Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. The Journal of Finance, 63(5), 2263-2296.
- 8) Givoly, D., & Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative?. Journal of Accounting and Economics, 29(3), 287-320.
- 9) Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). "The theory and practice of corporate finance: evidence
- 10) Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). "Opaque financial reports and the distribution of stock returns." Journal of Financial Economics, 94(1), 67-86.
- 11) Hong, H., & Stein, J. C. (2003). "Differences of opinion, short sales constraints, and market crashes". Review of financial studies, 16(2), 487-525.
- 12) Jin, L., & Myers, S. C. (2004). R2 around the world: New theory and new tests. NBER working paper.
- 13) Harford, J. (1999). "Corporate cash reserves and acquisitions". The Journal of Finance, 54(6), 1969-1997.
- 13) Kim, J. B., & Zhang, L. (2010). "Does accounting conservatism reduce stock price crash risk? firm-level evidence". Unpublished Working Paper, City University of Hong Kong.
- 14) Marchica, M. T., & Mura, R. (2010). "Financial flexibility, investment ability, and firm value: evidence from firms with spare debt capacity". Financial management, 39(4), 1339-1365.
- 15) Schoubben, F., & Van Hulle, C. (2011). Stock listing and financial flexibility. Journal of Business Research, 64(5), 483-489.
- 16) Volberda, H. W. (1999). Building the flexible firm: How to remain competitive. Oxford University Press.