

تأثیر استراتژی های مالی و مدیریتی و عملیاتی بر ظرفیت وام گیری شرکتهای کوچک و متوسط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

عباس رستمی^۱، وهاب رستمی^{۲*} و علی بیات^۳

۱ دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، گروه حسابداری، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران،
Email: abbasrostami96@yahoo.com

۲ استادیار گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. & استادیار گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی تاکستان، قزوین، ایران

۳ استادیار حسابداری، گروه حسابداری، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران

Email: bayat.student@yahoo.com

*مسئول مکاتبه کننده: وهاب رستمی Email: Vahab.rostami@gmail.com

چکیده

پژوهش حاضر در پی ردیابی تأثیر استراتژی های مالی و عملیاتی و مدیریتی شرکتهای کوچک و متوسط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بر ظرفیت وام گیری شرکتهای مذکور می باشد. در مسیر انجام پژوهش، متناسب با اهداف آن سه فرضیه برای سنجش تأثیر سه استراتژی فوق طرح و جهت اندازه گیری متغیرهای تحقیق داده های ۱۱۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار برای یک دوره زمانی پنج ساله ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ گردآوری و آزمونهای مناسب آماری روی آنها انجام گرفت. شیوه انجام تحقیق توصیفی- علی بوده و نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش حاکی از آن بود که استراتژی های مالی شرکتهای کوچک و متوسط بر ظرفیت وام گیری ایشان تأثیر معنادار مثبت دارد در حالیکه برخلاف انتظار ما، استراتژی های مدیریتی و عملیاتی شرکتهای نیز بر روی ظرفیت وام گیری ایشان تأثیر مثبت اما غیرمعنادار داشت. به هر حال به دلیل فقدان تحقیقی مشابه نتایج تحقیق قابل مقایسه با نتایج تحقیقات پیشین نمی باشد.

واژه های کلیدی: استراتژی مالی، استراتژی عملیاتی، استراتژی مدیریتی، ظرفیت وام گیری شرکت، شرکتهای کوچک و متوسط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۱. مقدمه

هر واحد تجاری جهت تداوم فعالیت خود نیازمند سرمایه در گردش و به منظور توسعه فعالیتها و افزایش سودآوری ناچار به سرمایه گذاری جدید است. هر دو نیاز واحد تجاری، یعنی سرمایه در گردش و سرمایه گذاری جدید، از طریق تأمین مالی مرتفع می شود. تصمیمهای تأمین مالی و سرمایه گذاری در شرکتها، تصمیم هایی هستند که هر دو با آینده نگری اتخاذ می شوند. در تصمیم های تأمین مالی، شرکت وجوه مورد نظر را در حال حاضر به کار می گیرد تا در آینده بتواند به تعهدات خود در قبال تأمین کنندگان منابع مالی عمل کند (خواجهی وهمکاران، ۱۳۸۹).

تأمین مالی از منابع مختلف از جمله استقراض و افزایش سرمایه امکان پذیر است. تأمین مالی همراه با هزینه سرمایه برای واحد تجاری بوده و بدین لحاظ است که تأمین مالی به واسطه استقراض، واحد تجاری را ملزم به پرداخت هزینه بهره و تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه، واحد تجاری را متعهد به پرداخت سود سهام می کند. همچنین، هدف مدیریت افزایش ارزش شرکت و در نتیجه افزایش ثروت سهامداران است. هرچه میزان هزینه سرمایه به نسبت بازده کسب شده کمتر باشد، ارزش شرکت و به تبع آن ثروت سهامداران بیشتر می شود (کاردان، ۱۳۷۵).

۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

ظرفیت بدهی را نخستین بار پژوهشگری به نام میرز این گونه تعریف کرد: ظرفیت بدهی حدی است که اگر تأمین مالی از محل بدهی از آن مقدار بیشتر شود، ارزش بازار بدهی های شرکت کاهش می یابد (میرز، ۱۹۸۴).

تعریفی که میرز (۱۹۸۴)، شیام و میرز (۱۹۹۹) و چیرینکوو سینگا (۲۰۰۰) ارائه کردند چنین است که ظرفیت بدهی، مقداری از نسبت بدهی است که هزینه ورشکستگی مالی، فرصت استفاده بیشتر از بدهی را از بین می برد، بر اساس تعاریف ارائه شده ی فوق می توان به طور خلاصه چنین گفت که ظرفیت بدهی، حدی از ایجاد بدهی است که در صورت افزایش سطح بدهی، هزینه ی استفاده از بدهی بیشتر، به شدت افزایش می یابد (در نقطه ظرفیت بدهی، هزینه ورشکستگی بر سایر اجزای هزینه تأمین مالی از محل بدهی غلبه پیدا می کند. البته نظام عرضه و تقاضا نیز بر تصمیم گیری برای استفاده از ابزار بدهی در تأمین مالی تعیین کننده است).

بنابراین نظریه سلسله مراتبی تأمین مالی بیان می کند که منابع داخلی، نخستین اولویت تأمین نقدینگی شرکت هاست و در اولویت بعد، استفاده از انتشار ابزار های بدهی در مقایسه با انتشار سهام، فراگیرترین روش تأمین مالی است. مطالعات لامونت (۱۹۹۷)، نشان می دهد که ۳/۴ سرمایه گذاری در شرکت های ایالات متحده، از طریق منابع داخلی انجام می شود. نتیجه ی مطالعات گسترده ای که در این زمینه انجام شده، نشان دهنده ی حساسیت بالای سرمایه گذاری در شرکت ها به منابع داخلی است. در واقع مزیت هزینه ای و در دسترس بودن منابع داخلی، شرکت ها را از استفاده از منابع خارجی منصرف می کند. مطالعات شیام، ساندرز و میرز در سال ۱۹۹۹ نشان می دهد که شرکت ها استفاده از ابزار بدهی را در مقایسه با انتشار سهام ترجیح می دهند. این موضوع را لمون و زندر (۲۰۰۷) نیز تأکید کرده اند. سرلتیس و پینو (۲۰۰۴) پژوهشی تحت عنوان «بررسی روش های تأمین مالی و سرمایه گذاری شرکت ها را در کشورهای مختلف توسعه یافته» پرداختند. نتیجه پژوهش حاکی از آن است تأمین مالی از بانک در بیشتر کشورها، به خصوص فرانسه و ژاپن از اهمیت نسبی برخوردار است. استراتژی طرح جامع و مادر شرکت که نشان می دهد شرکت چگونه به ماموریت و اهداف دست می یابد. استراتژی برنامه، موضع، الگوی رفتاری، انعکاس سیاست یا تصمیمی است که سمت و سوی دیدگاه ها و جهت حرکت سازمان را نشان می دهد و می تواند تحت سطوح سازمانی، وظایف و محدوده زمانی متفاوت تعریف شود. ارسلان و فلوراکیس (۲۰۱۴) در تحقیق خود با عنوان انعطاف پذیری مالی، سرمایه گذاری شرکت و عملکرد نشان دادند که شرکتها جهت حفظ انعطاف پذیری مالی در درجه اول، سیاستهای محافظه کارانه بدهی را در پیش می گیرند و به ندرت با نگهداری وجوه نقد زیاد، به داشتن انعطاف پذیری

1. Lamont

2. Lemmon & Zender

مالی مبادرت می‌ورزند. مطابق یافته‌های آنها، بدهی مهمترین جزء انعطاف‌پذیری مالی است. نتایج تحقیق همچنین نشان داد شرکت‌هایی که در طول دوره بحران مالی انعطاف‌پذیری مالی داشته‌اند، توانایی بیشتری در جذب فرصت‌های سرمایه‌گذاری و وابستگی اندکی به در دسترس بودن منابع داخلی جهت سرمایه‌گذاری داشته‌اند. همچنین شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی، نسبت به شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری کم تری دارند، عملکرد بهتری داشته‌اند.

میشل لمون و جیم زندر (۲۰۱۰)، در تحقیقی با عنوان ظرفیت بدهی و آزمون نظریه‌های ساختار سرمایه به این نتایج دست یافتند که در صورت نیاز به وجوه خارجی و در غیاب محدودیت‌های ظرفیت بدهی، تأمین مالی از طریق بدهی به انتشار سهام ارجحیت دارد. شواهد حاصل از تحقیق آنها انتشار مکرر سهام توسط شرکت‌های کوچک با رشد بالا را با نظریه سلسله مراتبی تطبیق داد. پس از در نظر گرفتن ظرفیت بدهی، نظریه سلسله مراتبی توصیف خوبی از رفتار تأمین مالی برای شرکت‌های بزرگ، در یک دوره طولانی را ارائه کرد. کلارک (۲۰۱۰) به بررسی تأثیرات انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات ساختار سرمایه پرداخت. به این نتیجه رسید که شرکت‌های با انعطاف‌پذیری بالاتر، تمایل دارند تا بخشی از ظرفیت بدهی خود را برای آینده حفظ کنند. همچنین در خصوص شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری بالایی داشتند و در دوره جاری، تأمین مالی زیادی از طریق وام‌گیری انجام داده‌اند، در سال‌های آینده برای حفظ ظرفیت‌های مازاد وام‌گیری خود، تأمین مالی خارجی خود را بیش‌تر از طریق سرمایه‌انجام می‌دهند. این یافته‌ی تحقیق نشان داد که شرکت‌ها، همواره سعی دارند تا نسبت بدهی خود را در سطح پایینی نگه دارند تا در آینده و در صورت نیاز از این ظرفیت مازاد در جهت رشد شرکت استفاده نمایند.

سعیدی و مشایخی (۱۳۹۱) با اطلاعات ۱۲۸ شرکت در قالب ۱۶ صنعت در طول سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ با استفاده از مدل حداقل مربعات تعمیم یافته به بررسی ظرفیت دریافت تسهیلات مالی بانکی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و در پایان، مدلهایی ارائه شد که با استفاده از متغیرهای مالی، ظرفیت دریافت تسهیلات بانکی را برای شرکت‌ها تعیین می‌کند.

۳. فرضیه‌های تحقیق

تحقیق حاضر برپایه سه فرض مختلف زیر قرار دارد به نظر می‌رسد که نوع فعالیت بنگاه‌های اقتصادی یک فاکتور مهم در شیوه تأمین مالی ایشان باشد. گووش و مون^۱ (۲۰۱۰) نشان دادند که شرکت‌ها فعال در صنایع باثبات بیشتر به تأمین مالی از محل بدهی‌ها گرایش دارند در حالیکه شرکت‌های که سودآوری آنها نوسان زیادی دارد و احتمال کاهش فروش و زیاندهی را دارند اغلب تأمین مالی از محل صدور سهام را ترجیح می‌دهند و کمتر سراغ اخذ وام می‌روند که ممکن است نتوانند در آینده اقساط وام‌هایشان را بازپرداخت کنند. کردستانی و رستمی (۱۳۹۵) تاثیر ریسک تمرکز مشتری را بر ظرفیت وام‌گیری مازاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ سنجیدند. یافته‌ها نشان می‌دهد که؛ تمرکز مشتری با ظرفیت وام‌گیری رابطه‌ی منفی معناداری دارد. بنابراین کاهش تمرکز مشتری، ظرفیت وام‌گیری شرکت‌ها را بهبود می‌بخشد. یافته‌های این پژوهش از اهمیت وجود مشتریان عمده، در بازار حمایت می‌کند.

گراهام (۲۰۰۰)، مینتونوراک (۲۰۰۱)، طی تحقیق‌های خود که شامل «تئوری‌های عملکرد مالی شرکت‌ها»، «محافظة کاری مالی»، شواهدی را یافتند که نشان می‌داد شرکت‌های بزرگ که دارای نقدینگی بالا و سودآوری مناسب بودند، از بدهی به شکل محافظه کارانه استفاده نموده‌اند.

مایرز (۱۹۸۴) در تحقیقی مستقل با عنوان «معمای ساختار سرمایه» به این نتیجه رسید که شرکت‌های سودآور در مقایسه با شرکت‌های غیر سودآور، استقراض کمتری می‌کنند و در نتیجه نسبت بدهی به سرمایه آنها پایین‌تر است که از این قاعده به عنوان (تئوری سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی) یاد نمود. امیری و محمدی (۱۳۹۱) نشان دادند که بین تأمین مالی از طریق بدهی و کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نوعی رابطه سهمی‌گون وجود دارد. اصلانی و زنجیردار (۱۳۹۳) در پژوهشی، به بررسی رابطه انعطاف‌پذیری مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج حاصل از

1. Ghosh, & Moon

پژوهش آنان نشان داد بین انعطاف‌پذیری مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد؛ یعنی شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری به نحو مناسب استفاده می‌کنند و در نتیجه سودآوری بالایی دارند. ستایش (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر ساختار سرمایه و تغییرات آن بر میزان و نوع پیشبرد هفت گانه راهبرد مالی پرداخته است. برای این امر ۲۳۹۴ سال شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سالهای ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۷ مورد آزمون قرار گرفت. نتایج پژوهش بیانگر آن است که شرکت‌های دارای نوع و میزان متفاوت در پیشبرد راهبردهای مالی، دارای ساختار سرمایه متفاوتی بوده و به میزان و شیوه‌های متفاوت نیز ساختار سرمایه خود را تغییر داده‌اند. علاوه بر آن، نتایج نشان داد که میان نوع و میزان پیشبرد راهبردهای مالی و ساختار سرمایه و نوع و میزان تغییر در آن، در اکثر موارد رابطه آماری وجود داشت. به گونه‌ای مشابه به نظر می‌رسد نوع سیاست عملیاتی شرکت نیز که نفوذ در بازار به شیوه ارزان‌فروشی باشد و یا استراتژی تمایز با تولید کالاهای باکیفیت باشد، بر سیاست تامین مالی و ظرفیت وام‌گیری شرکت تأثیرگذار باشد. به نظر می‌رسد، این موضوع به ویژه در شرکت‌های کوچک و متوسط بیشتر مشهود باشد. بر این اساس در راستای حصول به اهداف تحقیق فرضیه اول تحقیق به شرح زیر تدوین و ارائه شد.

فرضیه اول: استراتژی عملیاتی شرکت‌های کوچک و متوسط بوسیله ظرفیت وام‌گیری آنها تأثیر معناداری دارد.

اضافه بر آن بررسی تأثیر سیاست انتخابی شرکت در رابطه با تقسیم سود که به سیاست توزیع سود نیز معروف است بر روی فاکتورهای مختلف موضوع تحقیقات بشمار می‌آید. اودد (۲۰۱۵) نشان داد به نظر می‌رسد که نوع سیاست انتخابی شرکت در رابطه با توزیع سود بر روی سیاست تامین مالی منجمله از محل بدهی موثر بوده و در نهایت ظرفیت وام‌گیری آتی شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. گلشنی (۱۳۸۸) نشان داد که شرکت‌هایی که نسبت واقعی بدهی به دارایی آنها کمتر از ظرفیت بدهی شان باشد، در صورت نیاز می‌توانند میزان بدهی خود را افزایش دهند. اعتبار دهندگان نیز می‌توانند از ظرفیت بدهی تخمین زده شده در هنگام تصمیم‌گیری در مورد افزایش اعتبار و بالا بردن ریسک اعتبار، استفاده کنند و سرمایه‌گذاران نیز به علت تمایل به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با ظرفیت بدهی بالا استفاده که کاهش ریسک پرتفوی را برای آنان به دنبال خواهد داشت، می‌توانند از این فاکتور استفاده کنند. آکرلوف (۱۹۷۰) معتقد است که مدیران شرکت ترجیح می‌دهند از سهامداران موجود تقاضای تأمین مالی کنند. بنابراین محل تأمین مالی سود انباشته خواهد بود. اولویت بعدی آنها در مواقعی که بازدهی مورد انتظار مشتریان ابزار بدهی خیلی بالا نیست، استفاده از ابزارهای بدهی است و در شرایطی که بازدهی مورد انتظار مشتریان ابزار بدهی خیلی بالا است، انتشار سهام در اولویت قرار می‌گیرد. این موضوع به ویژه در شرکت‌های کوچک و متوسط بیشتر ملموس است. بر این اساس در راستای حصول به اهداف مربوطه نیز فرضیه دوم تحقیق به شرح زیر تدوین و ارائه گردید:

فرضیه دوم: استراتژی مالی شرکت‌های کوچک و متوسط بوسیله ظرفیت وام‌گیری آنها تأثیر معناداری دارد.

در نهایت شرکت‌هایی که در حصول به اهداف فروش و سودآوری بلندمدت خود ناتوان بوده‌اند و موجبات نارضایتی سهامداران و ذینفعان شرکت را فراهم آورده‌اند به نظر می‌رسد برای جلب مجدد اعتماد سرمایه‌گذاران بالقوه و سهامداران فعلی دست به تغییر ترکیب هیات مدیره می‌زنند تغییر هیات مدیره موجب علامت دهی به بازار درباره احتمال تغییر سیاست‌های مالی و عملیاتی شرکت شده و احتمالاً موجب تغییر و بهبود وضعیت شرکت در آینده خواهد شد (مایرز و موجولف، ۱۹۸۴). در نتیجه به احتمال زیاد ریسک عملیاتی و مالی شرکت تغییر خواهد یافت و به نوبه خود به نظر می‌رسد ظرفیت وام‌گیری شرکت نیز تغییر یابد. احمدی و همکاران (۱۳۹۵) تأثیر هموارسازی سود بر ظرفیت مازاد وام‌گیری شرکت‌ها با گردآوری اطلاعات ۱۲۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره زمانی هفت ساله ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ سنجیدند. برای سنجش هموارسازی سود از شاخص ایکل و برای سنجش ظرفیت مازاد وام‌گیری از مدل فرانک و گوپال (۲۰۰۹)

1. Oded

2. Akerlof

3. Myers & Majluf

استفاده شد. برعکس تصور اولیه نتایج آزمون حاکی از آن بود که هموارسازی سود تاثیر معنادار ولی منفی بر روی ظرفیت مازاد وام گیری دارد و در شرکتها و دوره هایی که مدیریت اقدام به هموارسازی سود کرده بودند نسبت به دیگر شرکتها میزان ظرفیت وام گیری مازاد پایینی داشته اند این موضوع به ویژه در شرکت های کوچک و متوسط بیشتر ملموس است. جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶) پژوهشی تحت عنوان «رفتار مدیریت بر هزینه و ساختار مالکیت» را انجام دادند. آنها به این نتیجه رسیدند که تأمین مالی از طریق بدهی به علت صرفه جویی مالیاتی و نرخ پایین تر آن در مقایسه با بازده مورد انتظار سهامداران، یکی از گزینه های مطلوب تأمین مالی برای مدیران است. اما مدیران به طور گسترده ای برای سود استفاده از ثروت سهامداران و اعتبار دهندگان در جهت حفظ منافع خود، انگیزه دارند. بر این اساس و همچنین در راستای حصول به بخش پایانی اهداف تحقیق فرضیه سوم تحقیق به قرار زیر تدوین و ارائه گردید.

فرضیه سوم: استراتژی مدیریتی شرکت های کوچک و متوسط بورسی بر ظرفیت وام گیری آنها تاثیر معناداری دارد.

۴. روش شناسی تحقیق

پژوهش حاضر از لحاظ هدف اجرا کاربردی و از لحاظ شیوه اجرا به دلیل عدم دستکاری در یک متغیر (متغیر مستقل) به جهت سنجش آثار آن روی متغیر دیگر (متغیر وابسته) و در زمره تحقیقات توصیفی - علی طبقه بندی می شود. همچنین به دلیل تاریخی و پس رویدادی بودن داده های مورد نیاز تحقیق شیوه گردآوری داده ها کتابخانه ای می باشد. قلمرو زمانی تحقیق همانند تحقیقات مشابه، دوره پنج ساله ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ می باشد. جامعه آماری تحقیق نیز به دلیل سهولت دسترسی به داده های شرکت های بورسی و داشتن قابلیت اتکای بالا، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در نظر گرفته شد. با توجه به این نکته که تحقیق حاضر میان شرکت های کوچک و متوسط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار انجام می شود بر کنارگذاری شرکت های بزرگ از تحقیق ابتدا از جمع فروش سالیانه کلیه این شرکتها در سال ۱۳۹۴ لگاریتم گرفته شده و آنها را به ترتیب نزولی (کوچک به بزرگ) مرتب می کنیم. سپس آنها را به سه قسمت دسته بندی می کنیم که به ترتیب شامل گروه شرکت های کوچک، گروه شرکت های متوسط و گروه شرکت های بزرگ می باشد. در نهایت با کنارگذاری گروه شرکت های بزرگ کار تحقیق را روی شرکت های کوچک و متوسط (SME) انجام خواهیم داد. در نهایت با قید محدودیتهای زیر نمونه آماری تحقیق انتخاب شد. شرکت های مورد بررسی، قبل از سال ۸۹ در بورس پذیرفته شده باشند.

۱- سال مالی شرکت های مورد بررسی، منتهی به ۲۹ اسفندماه هر سال باشد.

۲- شرکت های مورد بررسی، طی دوره ۹۰ تا ۹۴ تغییر سال مالی نداده باشند.

۳- با توجه به نوع تحقیق و متغیرهای مورد نیاز، شرکت جزء شرکت های واسطه گری مالی نباشد.

۴- اطلاعات مورد نیاز شرکت های مورد بررسی، در دسترس باشد.

۵- شرکتها در دوره مورد بررسی، عضویت خود را در بورس اوراق بهادار حفظ نموده باشند

۶- پس از اعمال این محدودیتها، ۱۱۵ شرکت همگی شرایط حضور در جامعه آماری را داشته اند که با توجه به قلمروی ۵ ساله پژوهش، مشتمل بر ۵۷۵ سال- شرکت می باشد.

برای سنجش تاثیر استراتژی های مدیریتی و مالی و عملیاتی بر روی ظرفیت وام گیری شرکت یک مدل به شرح زیر تدوین و بهره گرفته شد:

$$\text{Debts Capacity}_{i,t} = B_0 + B_1 \text{ Financial Strategy}_{i,t} + B_2 \text{ Managerial Strategy}_{i,t} + B_3 \text{ Operational Strategy}_{i,t} + B_4 \text{ Age}_{i,t} + B_5 \text{ Firm Number}_{i,t} + \epsilon$$

که در آن:

$\text{Debts Capacity}_{i,t}$: ظرفیت وام گیری شرکت SME i برای دوره t بعنوان متغیر وابسته

$\text{Financial Strategy}_{i,t}$: استراتژی مالی شرکت SME i برای دوره t بعنوان متغیر مستقل

$\text{Managerial Strategy}_{i,t}$: استراتژی مدیریتی شرکت SME i برای دوره t بعنوان متغیر مستقل تحقیق

$\text{Operational Strategy}_{i,t}$: استراتژی عملیاتی شرکت SME i برای دوره t بعنوان متغیر مستقل تحقیق

Age_{i,t}: عمر شرکت *i* برای دوره *t* بعنوان متغیر کنترلی تحقیق

Firm Number_{i,t}: تعداد شرکتهای حاضر در صنعت *i* برای دوره *t* بعنوان متغیر کنترلی تحقیق

B₀: ضریب ثابت مدل (عرض از مبدا مدل)

B₁, B₂, B₃, B₄, B₅: ضرایب متغیرهای مدل

ε_{i,t}: سایر عوامل (باقیمانده ی مدل)

نحوه ارزیابی و سنجش متغیرهای تحقیق نیز به شرح زیر می باشد:

ظرفیت وام گیری: برای سنجش ظرفیت وام گیری شرکتهای به عنوان متغیر وابسته مدل از مدل فرانک و گوپال (۲۰۰۹) به شرح زیر استفاده خواهیم کرد که رحمانی و غلامی گالکبه و پاکیزه (۱۳۹۱) در پژوهش خودشان در ایران نیز قبلاً از آن استفاده کرده اند:

$$LEV_{i,t} = B_0 LEV_{i,t-1} + \beta_1 Industry\ Leverage_{i,t} + \beta_2 M/B_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Tangibility_{i,t} + \beta_5 Inflation_{i,t} + \beta_6 Profitability_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

LEV_{i,t}: نشان دهنده ی نسبت بدهی به جمع داراییهای شرکت *i* برای دوره *t* و *t*-1

Industry Leverage_{i,t}: میانه بدهیهای شرکت های حاضر در صنعت برای دوره *t*

M/B_{i,t}: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (نشان دهنده ی فرصت های رشد شرکت) که از طریق مجموع بدهی و ارزش بازار سهام به جمع دارایی ها مورد سنجش قرار می گیرد.

Size_{i,t}: لگاریتم دارایی های شرکت (در نظر گرفتن تاثیر اندازه ی شرکت بر فرآیند تامین مالی)

Tangibility_{i,t}: نسبت دارایی های ثابت به کل دارایی ها (قابلیت وثیق هگذاری دارایی ها)

Inflation_{i,t}: نرخ تورم سال، بر اساس رشد شاخص مصرف کننده مطابق اعلام بانک مرکزی

Profitability_{i,t}: سود قبل از بهره و مالیات به جمع دارایی ها

B₀: ضریب ثابت مدل و β₁ تا β₆ ضرایب مدل

ε_{i,t}: سایر عوامل (باقیمانده ی مدل)

در این مدل، شرکتهایی دارای ظرفیت مازاد بدهی در نظر گرفته می شود که یک انحراف منفی بین مقادیر واقعی و مقادیر برآوردی (مقادیر واقعی کم تر از مقادیر موردانتظار باشد) داشته باشند.

استراتژی عملیاتی: برای سنجش استراتژی عملیاتی به عنوان اولین متغیر مستقل تحقیق مطابق تحقیقات پیشین محمودی و همکاران (۱۳۹۵) از یک متغیر مجازی استفاده خواهیم کرد در صورتیکه نسبت بهای تمام شده کالای فروش رفته شرکت نسبت به سال قبل افزایش یافته باشد عدد یک در غیر اینصورت عدد صفر لحاظ خواهد شد.

استراتژی مالی: مشابه شیوه سنجش استراتژی عملیاتی برای سنجش استراتژی مالی به عنوان دومین متغیر مستقل تحقیق مطابق تحقیقات پیشین محمودی و همکاران (۱۳۹۵) از یک متغیر مجازی استفاده خواهیم کرد در صورتیکه نسبت سود تقسیمی شرکت بالای میانگین صنعت شرکتهای نمونه باشد عدد یک در غیر اینصورت صفر لحاظ خواهد شد.

استراتژی مدیریتی: مشابه شیوه سنجش استراتژی های قبلی برای سنجش استراتژی مدیریتی نیز به عنوان سومین متغیر مستقل تحقیق مطابق تحقیقات پیشین محمودی و همکاران (۱۳۹۵) از یک متغیر مجازی استفاده خواهیم کرد در صورتیکه در سال قبل مدیر عامل شرکت تغییر یافته باشد عدد یک در غیر اینصورت صفر لحاظ خواهد شد.

عمر شرکت: مشابه تحقیقات پیشین برای کنترل اثر به عنوان یکی از متغیرهای کنترلی تحقیق عمر شرکت نمونه برابر با لگاریتم سنوات سپری شده از سال ورود شرکت به بورس تا سال انجام پژوهش. (رحمانی و همکاران، ۱۳۹۰).

تعداد شرکتهای حاضر در صنعت: به عنوان یکی دیگر از متغیرهای کنترلی تحقیق تعداد شرکتهای حاضر در صنعت در نظر گرفته شده است.

۵. یافته های تحقیق:

قبل از انجام آزمون های آماری ابتدا وضعیت تلخیص شده داده ها و نحوه توزیع آنها به شرح جدول (۱) زیر ارائه شده است در ادامه به برقرار بودن پیش شرط های استفاده از آزمون رگرسیون خطی چند متغیره را بررسی می کنیم:

جدول شماره (۱): آمار توصیفی داده های تحقیق

داده ها	شاخص متغیر	میانگی ن	میان	بیشند ۰	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
توصیفی متغیرهای طرفین وام	نسبت بدهی	۱/۶۰۷	۰/۶۳	۱/۹۹۲	۱/۰۱۸	۱/۱۹۰	-۱/۵۴	۲/۸۹
	نسبت بدهی سال قبل	۱/۶۲۰	۱/۶۴۷	۱/۹۹۳	۱/۰۵۸	۱/۱۷۶	-۱/۵۷	۳/۰۴
	میان بدهی صنعت	۱/۶۲۷	۱/۶۵۲	۱/۷۶۸	۱/۱۴۶	۱/۱۱۳	-۱/۲	۴/۷۹
	ارزش بازار به دفتری	۱/۷۷۷	۱/۴۵	۷/۶۶	۱/۶۶۹	۱/۹۸۶	۲/۲۰	۹/۴۶
	اندازه شرکت	۶/۰۱۲	۵/۹۲	۸/۱۲	۴/۵۶	۱/۶۲۳	۱/۸۱۹	۴/۰۶
	نسبت دارایی ثابت	۱/۲۰۶	۰/۱۷	۱/۸۳۱	۱/۰۰۱	۱/۱۵۵	۱/۲۴	۴/۷۶
	نرخ تورم سال	۲۲/۹	۲۱/۵	۳۴/۷	۱۲/۴	۸/۵۲	۱/۱۵۸	۱/۴۳
	سودآوری	۱/۱۴۸	۱/۱۲۵	۱/۶۳۶	-۱/۲۴	۱/۱۳۹	۱/۸۰۵	۳/۸۹
اصلاحی پژوهش	ظرفیت وام گیری	۱/۰۰۰۵	-۱/۰۰۵	۱/۳۴	-۱/۱۲	۱/۰۶۱	۱/۲۶۵	۳/۰۸
	استراتژی مالی	۰/۱۵۰	۱/۰۵	۱	۰/۰۰	۱/۵۱۴	۰/۰۰	۱/۰
	استراتژی مدیریتی	۰/۱۰۵	۱/۵۰	۱	۰/۰۰	۱/۵۱۴	۰/۰۰	۱/۰۰
	استراتژی عملیاتی	۰/۱۱	۰/۰	۱	۰/۰۰	۱/۳۲۳	۲/۴۷	۷/۱۲
	عمر شرکت	۳۸/۷	۴۳/۵	۶۰	۱۴	۱۴/۴	-۱/۲۷	۱/۷۹
تعداد شرکت صنعت	۶/۳۸	۴	۱۹	۱	۵/۶۲	۱/۲۲	۳/۳۹	

در ادامه جهت برآورد مدل ظرفیت وام گیری و محاسبه متغیر وابسته تحقیق ابتدا به تعیین همگن بودن و توزیع داده های مربوط پرداخته و سپس به برآورد مدل رگرسیون مربوطه اقدام می کنیم.

جدول (۲): نتایج آزمون F لیمر و هاسمن محاسبه ظرفیت وام گیری

$LEV_{i,t} = \beta_0 LEV_{i,t-1} + \beta_1 Industry\ Leverage_{i,t} + \beta_2 M/B_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Tangibility_{i,t} + \beta_5 Inflation_{i,t} + \beta_6 Profitability_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				مدل ظرفیت وام گیری
نتیجه آزمون	احتمال آماره (Prob)	درجه آزادی (df)	آماره آزمون	نوع آزمون
داده های تابلویی	۰/۰۰۰۰	(۱۱۴, ۴۵۳)	۳/۷۲۸۶۸۴	F لیمر (Cross-section F)
روش اثرات ثابت	۰/۰۰۵۹	۴	۱۴/۴۷۹۶۶۱	هاسمن (Hausman)

با توجه به جدول فوق نتایج حاکی از آن است که احتمال آماره آزمون F برابر ۰/۰۰ بوده و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین نتیجه این آزمون بیانگر این است که مقاطع مورد بررسی ناهمگن بوده و دلیل کافی برای رد فرضیه H_0 آزمون داشته و لذا استفاده از روش داده های تابلویی (Panel) مناسب تر است. همچنین نتایج آزمون هاسمن نشان می دهد که احتمال آماره آزمون کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است و حاکی از دلیل کافی برای رد فرضیه H_0 آزمون مبنی بر استفاده از الگوی اثرات تصادفی می باشد. بنابراین برای برآورد مدل سنجش ظرفیت وام گیری در سطح اطمینان ۰/۹۵ از الگوی اثرات ثابت استفاده شد. نتایج تخمین مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات ثابت سنجش ظرفیت وام گیری در سطح کل شرکت ها طی دوره پژوهش در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول (۳): ضرایب و برآورد مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات ثابت مدل ظرفیت وام گیری

احتمال آماره t (Prob)	آماره t	ضرایب	نماد	شاخص های آماری متغیرها
۰/۰۰۰۰	۳۵/۰۷۷۶۰	/۸۱۷۴	LEV _{i,t-1}	نسبت بدهی سال قبل
۰/۰۰۰۰	۶/۲۱۲۴۶۲	/۱۹۰۶	IndustryLev	میانگین بدهی صنعت
۰/۴۹۸۲	۰/۶۷۷۷۹۶	/۰۰۲۸	M/B	نسبت ارزش بازار به دفتری
۰/۰۱۷۷	۰/۳۷۹۲۷۰	/۰۰۸۹	Size	اندازه شرکت
۰/۲۰۸۶	-۱/۲۵۸۹۷۹	-/۰۲۷	Tangibility	نسبت دارایی های ثابت
۰/۰۰۰۳	-۳/۶۷۷۸۷۳	-/۰۰۱	Inflation	نرخ تورم سال
۰/۰۰۰۰	-۸/۰۸۳۸۲۱	-/۲۵۰	Profitability	سودآوری
دوربین- واتسون	انحراف معیار رگرسیون	R ² تعدیل شده	ضریب تعیین R ²	
۲/۱۰۰	/۰۸۱۸	/۸۱۵۶	/۸۱۷۶	

جهت بررسی معنادار بودن ضریب همبستگی میان متغیر وابسته و متغیرهای مستقل در مدل های رگرسیونی پژوهش از آماره t در سطح خطای ۰/۰۵ استفاده شد. نتایج به دست آمده در جدول (۴-۵) نشان می دهد که تاثیر نسبت بدهی سال قبل، میانگین بدهی شرکت های حاضر در صنعت و اندازه شرکت (لگاریتم دارایی ها) بر نسبت بدهی مثبت و معنادار می باشد. همچنین تاثیر نرخ تورم سال و سودآوری بر نسبت بدهی منفی و معنادار می باشد. نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بر نسبت بدهی تاثیر مثبت اما غیرمعنادار و نسبت دارایی های ثابت بر نسبت بدهی تاثیر منفی و غیرمعنادار دارد. نتایج مربوط به آماره دوربین-واتسون نیز نشان می دهد که بین متغیرهای توضیحی مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که در کل دوره پژوهش بیش از ۸۱ درصد از تغییرات نسبت بدهی در سطح کل شرکت ها تحت تاثیر متغیرهای مستقل بوده است. لازم به ذکر است که به منظور تعیین ظرفیت وام گیری شرکت های نمونه پژوهش، از پسماندهای رگرسیونی مدل مذکور در دوره پژوهش برای هر شرکت استفاده شده است. در ادامه طبق جدول شماره (۴) زیر همگن بودن توزیع داده های اصلی تحقیق و نبود ناهمسانی واریانس مدل اصلی تحقیق بررسی شده است:

جدول (۴): بررسی همگن بودن توزیع داده های اصلی تحقیق و نبود ناهمسانی واریانس

مدل اصلی تحقیق				مدل اصلی تحقیق
$\text{DebtsCapacity}_{i,t} = B_0 + B_1 \text{FinancialStrategy}_{i,t} + B_2 \text{ManagerialStrategy}_{i,t} + B_3 \text{OperatStrategy}_{i,t} + B_4 \text{Age}_{i,t} + \text{FirmNumber}_{i,t} + \varepsilon_t$				
نتیجه آزمون	احتمال آماره (Prob)	درجه آزادی (df)	آماره آزمون	نوع آزمون
داده های تابلویی	۰/۰۰۰۰	(۱۱۴, ۴۵۶)	۳/۱۵۷۶۳۶	F لیمر Cross-section F
روش اثرات ثابت	۰/۰۱۶۳	۴	۱۲/۱۴۸۲۳۱	هاسمن (Hausman)
نبود ناهمسانی واریانس	۰/۶۱۷۹	۴	۲/۶۵۰۶۲۴	بارتلت (Bartlett)

با توجه به جدول فوق نتایج حاکی از آن است که احتمال آماره آزمون F برابر ۰/۰۰ بوده و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین نتیجه این آزمون بیانگر این است که مقاطع مورد بررسی ناهمگن بوده و دلیل کافی برای رد فرضیه H_0 آزمون داشته و لذا استفاده از روش داده های تابلویی^۱ مناسب تر است. همچنین نتایج آزمون هاسمن نشان می دهد که احتمال آماره آزمون کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است و حاکی از دلیل کافی برای رد فرضیه H_0 آزمون مبنی بر استفاده از الگوی اثرات تصادفی می باشد. بنابراین برای برآورد مدل آزمون فرضیه های پژوهش در سطح اطمینان ۰/۹۵ از الگوی اثرات ثابت استفاده شد. جدول شماره (۵) زیر نتیجه برآورد مدل رگرسیونی پژوهش را نشان می دهد.

جدول (۵): ضرایب و برآورد مدل رگرسیونی پژوهش

شاخص آماری	نماد	ضرایب	آماره t	احتمال آماره t (Prob)	نمود همخطی VIF
ضریب ثابت	C	-۰/۱۸	-۲/۲۵۱	۰/۰۲۴۸	۱/۱۳۵
استراتژی مالی	FinanStrategy	۰/۱۱۶	۲/۷۶۸۲	۰/۰۰۵۸	۱/۹۵۲
استراتژی مدیریتی	ManagStrategy	۰/۱۷۶	۰/۲۷۸۰	۰/۷۸۱۱	۱/۷۶۵
استراتژی عملیاتی	OperatStrategy	۰/۱۱۸	۱/۲۷۵۹	۰/۲۰۲۳	۱/۵۱۹
عمر شرکت	Age	۰/۰۰۱۴	۱/۰۰۸۶	۰/۳۱۳۶	۱/۹۲۲
تعداد شرکت صنعت	FirmNumber	۰/۰۰۰۴۷	۱/۳۸۶۲	۰/۱۶۶۲	۱/۱۳۵
ضریب تعیین R^2	ضریب تعیین تعدیل شده $adjR^2$	دوربین- واتسون	آماره F	احتمال آماره F (Prob)	آماره جاک برا
۰/۵۳۰۱۶۷	۰/۵۲۴۳۴۳	۱/۹۵۸	۹۱/۰۲۵	۰/۰۰۰۰۰۰	۱/۸۱۱۶۵

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول (۵) مشاهده می شود که مقدار احتمال آماره F برابر ۰/۰۰ بوده که کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است و بیانگر معنادار بودن مدل رگرسیونی پژوهش می باشد و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار می باشد. در این راستا ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۵۲۴۳۴۳ است و این بیانگر آن است که تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل شامل در الگوی رگرسیونی پژوهش به خوبی توضیح داده می شوند و بیش از ۵۲ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل پژوهش قابل توضیح است.

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول (۵) مشاهده می شود که آماره VIF کمی از یک بالاتر است که همخطی ضعیفی را بین متغیرهای مستقل پژوهش نشان می دهد. از طرفی این مقدار بین بازه بهینه پیش فرض که کمینه آن ۱ و بیشینه آن کوچکتر از ۱۰ بوده قرار دارد که در حالت کلی عدم همخطی بین متغیرهای مستقل پژوهش را نشان می دهد. نتایج آزمون جاک - برا حاکی از آن است که احتمال آماره آزمون برابر با ۰/۸۱۱۶۵ بوده و بزرگتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین اجزای باقیمانده رگرسیون دارای توزیع نرمال است. لذا یکی از پیش فرض های اصلی جهت استفاده از مدل رگرسیونی پژوهش برقرار بوده و نتایج به دست آمده قابل اعتماد است. همچنین مقدار آماره دوربین-واتسون نیز برابر ۱/۹۵۸۶۳۵ می باشد که طبق مقادیر بین ۱/۵ تا ۲/۵ طبق الگوی پیش فرض نشان از استقلال نسبی و عدم خودهمبستگی متغیرهای پژوهش دارد. در رابطه با نتیجه آزمون فرضیه های تحقیق، نتایج به دست آمده از این آزمون در جدول (۵) حاکی از آن است که ضرایب همبستگی میان متغیر مستقل (استراتژی مالی) و متغیر وابسته (ظرفیت وام گیری) برابر با ۰/۱۱۶۸۳ و مقدار آماره t جهت بررسی فرضیه های آماری برابر با ۲/۷۶۸۲۱۵ بوده که در سطح اطمینان ۹۵ درصد در ناحیه رد فرض صفر قرار دارد که حاکی از معناداری آن است و سطح معناداری به دست آمده برابر با ۰/۰۰۵۸ بوده که کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می باشد، بنابراین فرضیه H_0 آزمون رد شده و فرضیه اول پژوهش پذیرفته می شود. به عبارت دیگر، استراتژی مالی شرکت های کوچک

1. Panel

و متوسط بورسی بر ظرفیت وام گیری آنها تاثیر معناداری دارد. از سوی دیگر چون ضریب مربوط به معناداری میان این دو متغیر مثبت می باشد ($\beta_1 = 0/011683$) بنابراین استراتژی مالی شرکت های کوچک و متوسط بورسی بر ظرفیت وام گیری آنها تاثیر مستقیم دارد.

در رابطه با فرضیه دوم، ضرایب همبستگی میان متغیر مستقل (استراتژی مدیریتی) و متغیر وابسته (ظرفیت وام گیری) برابر با $0/017642$ و مقدار آماره t جهت بررسی فرضیه های آماری برابر با $0/278027$ بوده که در سطح اطمینان ۹۵ درصد در ناحیه عدم رد فرض صفر قرار دارد که حاکی از عدم معناداری آن است و سطح معناداری به دست آمده برابر با $0/7811$ بوده که بیشتر از سطح خطای $0/05$ می باشد، بنابراین فرضیه H_0 آزمون پذیرفته شده و فرضیه دوم پژوهش رد می شود. به عبارت دیگر، استراتژی مدیریتی شرکت های کوچک و متوسط بورسی بر ظرفیت وام گیری آنها تاثیر معناداری ندارد.

مشابه نتایج فرضیه دوم، در رابطه با فرضیه سوم نیز ضرایب همبستگی میان متغیر مستقل (استراتژی عملیاتی) و متغیر وابسته (ظرفیت وام گیری) برابر با $0/011875$ و مقدار آماره t جهت بررسی فرضیه های آماری برابر با $1/275950$ بوده که در سطح اطمینان ۹۵ درصد در ناحیه عدم رد فرض صفر قرار دارد که حاکی از عدم معناداری آن است و سطح معناداری به دست آمده برابر با $0/2023$ بوده که بیشتر از سطح خطای $0/05$ می باشد، بنابراین فرضیه H_0 آزمون پذیرفته شده و فرضیه سوم پژوهش رد می شود. به عبارت دیگر، استراتژی عملیاتی شرکت های کوچک و متوسط بورسی بر ظرفیت وام گیری آنها تاثیر معناداری ندارد.

۶. بحث و نتیجه گیری و پیشنهادهای پژوهش

همانگونه که انتظار می رفت شرکتها با اتخاذ سیاستها و استراتژی های مناسب تامین مالی می توانند ظرفیت وام گیری خودشان را بطور محسوس افزایش دهند و شاید این یافته موید مفید بودن تجزیه و تحلیل ساختار سرمایه شرکتها و سیاستهای تامین مالی می باشد. با اینحال به دلیل عدم وجود چنین رابطه معنی داری میان استراتژی های عملیاتی و مدیریتی نمی توان چنین استنتاجی را درباره همه سیاستها و استراتژی های اتخاذی شرکتها گرفت. شاید دلیل عدم تاثیر پذیری ظرفیت وام گیری شرکتها از استراتژی های مدیریتی و عملیاتی به به همان بحث معروف مجزا بودن بحث تامین مالی شرکتها از مباحث عملیاتی آنها برمی گردد. با اینحال برای روشن شدن بیشتر بحث باید تحقیقات بیشتری در این رابطه انجام شود. به هر حال تاکنون تحقیق مشابهی در این زمینه انجام نگرفته است که بتوان نتایج این پژوهش را با آن مقایسه نمود. در راستای یافته های حاصل از آزمون فرضیه های تحقیق موارد زیر برای استفاده کنندگان و ذینفعان قابل پیشنهاد و توصیه است.

۱. به اعتبار دهندگان پیشنهاد می شود حین ارزیابی میزان ظرفیت وام گیری شرکتها به سیاستهای مالی شرکتها نیز توجه داشته باشند.

۲. به سرمایه گذاران توصیه می شود هنگام اخذ تصمیمات مرتبط با سرمایه گذاری به جهت اجتناب از سرمایه گذاری در سهام شرکتها با ظرفیت وام گیری پایین که ریسک ورشکستگی و از دست دادن ثروت سهامداران را افزایش می دهند به نوع سیاستهای تامین مالی شرکتها توجه نمایند. راقورام و دایاموند (۲۰۰۹) با بررسی علل وقوع بحران مالی سال ۲۰۰۸ یکی از علل اصلی وقوع بحران، بی توجهی به ظرفیت بدهی و ظرفیت وام عنوان کردند که پس از تبدیل وامها به اوراق بهادار وعدم بازپرداخت وام توسط وام گیرندگان به علت استفاده افراطی از وام بانکی، بحران به بانکها و سپس سایر بخشهای اقتصادی سرایت کرده است.

۳. با توجه به نتایج تحقیق به مدیران شرکتها توصیه می شود وقت و انرژی خود را در فعالیتهای فاقد ارزش افزوده ای نظیر تغییر در استراتژی های عملیاتی جهت افزایش ظرفیت وام گیری صرف نکنند چراکه ظرفیت وام گیری شرکتها متاثر استراتژی های عملیاتی نخواهد بود.

۴. به تحلیل گران مالی توصیه می شود حین ارزیابی ریسک سرمایه گذاری در شرکتها در کنار توجه ریسک عملیاتی به ریسک مالی نیز توجه ویژه ای داشته باشند چراکه توان تامین مالی آتی شرکت متاثر از سیاستهای کنونی مالی آن می باشد.

۵. به سازمان بورس اوراق بهادار توصیه می شود مشابه شاخص های ابداعی و افشایی آن سازمان برای رتبه بندی شرکتها بر اساس رتبه افشا و اطلاع رسانی به موقع، این شرکتها را بر اساس ظرفیت وام گیری شان نیز رتبه بندی نمایند.

همچنین به محققین انجام پژوهش های آتی را در این راستا پیشنهاد می شود:

✓ تاثیر ساختار مالکیتی شرکتها (مالکین نهادی، مالکیت دولتی، مالکیت خانوادگی، مالکیت بلوکی) بر ظرفیت وام گیری شرکتها بررسی

✓ تاثیر پایداری سود بر ظرفیت مازاد وام گیری شرکتها

✓ تاثیر بهره وری کسب و کار بر ظرفیت وام گیری مازاد شرکتها

۷. فهرست منابع:

خدائی وله زافرد، محمد، زارع تیموری، مهدی، (۱۳۸۹). «تأثیر انعطاف پذیری مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری»، مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، شماره سوم، صص ۱۵۵-۱۷۳.

رحمانی، علی، غلامی گاکبه، فردین و پاکیزه، کامران، (۱۳۹۱). «تأثیر انعطاف پذیری مالی بر میزان سرمایه گذاری و ارزش آفرینی»، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره چهارم، شماره دوم، صص ۷۶-۵۳.

ستایش، م؛ جمالیانپور، م. (۱۳۹۰). سودمندی ساختار سرمایه و تغییرات آن بر پیشبرد راهبردهای مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۲(۱۸): ۹۰-۷.

سعیدی، علی، مشایخی، مهسا (۱۳۹۱). ظرفیت دریافت تسهیلات مالی بانکی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، مجله پژوهش های حسابداری، سال ۴، شماره پیاپی ۱۱: ۴۶-۳۱

سعیدی، علی؛ آبشت، کبری. (۱۳۹۲). ظرفیت بدهی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۲۰(۲): ۴۳-۶۴.

گجراتی، دامودار (۱۳۹۲). مبنای اقتصاد سنجی، ترجمه حمید ابریشمی، چاپ هشتم، انتشارات: دانشگاه تهران، صص ۶۴ گلشنی، عاطفه. (۱۳۸۸). بررسی عوامل مؤثر بر ظرفیت بدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه شهید بهشتی.

محمودی، پریسا. (۱۳۹۵). بررسی تاثیر ناتوانی مالی بر استراتژی های مالی و عملیاتی و مدیریتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تاکستان.

Clark, B. 2010. The impact of financial flexibility on capital structure decisions: some empirical evidence SSRN Working Paper.

Frank, M. Z. & Goyal, V. K. 2009. Capital structure decisions: Which factors are reliably important, SSRN Working Paper.

Ghosh, A., Moon. 2010. Corporate debt financing and earning quality. Journal of Business Finance & Accounting . Vol. 37, PP: 338-359.

Ghraham, J., & Harvey, C., & Rajopal, S. 2005. The economic implications, of corporate financial reporting. Journal of Accounting and Economics. Vol. 40, No. 1-3, PP: 3-73.

Lemmon, L., & Zender, F. 2007. Debt capital and tests of capital structure Theories, school of business university of Utah, and, leeds school business university of Colorado of Colorado at boulder

Marchica, M, T., & Mura, R. 2009. Financial Flexibility, investment ability and firm value. Evidence from low leverage firms. Manchester business school, Working Paper, A available at . www.ssrn.com.

Myers, S, 1977. Determinates of corporate borrowing. Journal of Financial Economics. 5(20), PP; 147-175.

- Myers, S., & Majluf, N. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 13(2), PP: 187-221 .
- Myers, S., & Majluf, N. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 13(2), PP: 187-221.
- Myers, S.C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39: 581-582..
- Oded, J. 2015. Payout Policy, Financial Flexibility, and Agency Costs of Free Cash Flow. *A Journal of practice & Theory*, Vol 22.No2,PP.61