

انعطاف پذیری مالی و عملکرد شرکت ها طی شیوع کووید ۱۹

چکیده

” انعطاف‌پذیری مالی ” را می‌توان پیوندی دانست که از طریق وجوه داخلی انباشته‌شده و ظرفیت وام‌گیری خارجی، شرکت را قادر می‌سازد در زمان مناسب و به‌طور رقابتی، گزینه‌های رشد را به اجرا رسانده و پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت را انجام دهند. عملکرد شرکت ها مبنای بسیاری از تصمیم‌گیری ها است. لذا هدف تحقیق حاضر بررسی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر عملکرد شرکت ها در طی شیوع بیماری کووید ۱۹ می باشد. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی بوده و از بعد روش شناسی از نوع تحقیقات علی (پس رویدادی) است. جامعه آماری پژوهش، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و با استفاده از روش حذف سیستماتیک ۱۴۳ شرکت به عنوان نمونه پژوهش در دوره زمانی بین سالهای ۱۳۹۶ الی ۱۳۹۹ انتخاب شد. نتایج پژوهش نشان داد انعطاف‌پذیری مالی بر عملکرد شرکتهای تاثیر دارد همچنین انعطاف‌پذیری مالی بر عملکرد شرکت ها در طی شیوع بیماری کووید ۱۹ تاثیر معنی داری دارد.

واژگان کلیدی: انعطاف‌پذیری مالی، عملکرد شرکت و بیماری کووید ۱۹.

”انعطاف‌پذیری مالی”، درجه‌ای از ظرفیت شرکت است که می‌تواند منابع مالی را همسو با فعالیت‌های واکنشی تجهیز کند تا ارزش شرکت را به حداکثر برساند. انعطاف‌پذیری مالی معیاری برای سنجش توانایی شرکت به منظور رویارویی با وقایع غیرمنتظره در جریان وجوه نقد از طریق وام‌گیری از منابع مختلف، افزایش سرمایه، فروش دارایی‌ها و هدایت عملیات شرکت هنگام مواجه شدن با شرایط متغیر می‌باشد (شعری آنایز و قربانی، ۱۳۹۴). همچنین، انعطاف‌پذیری مالی را به صورت توانایی واحد تجاری در انجام اقدام موثر جهت تغییر زمان‌بندی جریان‌های نقدی به‌گونه‌ای که در قبال رویدادها و فرصت‌های غیرمنتظره، واکنش مناسب نشان دهد، تعریف می‌کنند. بنابراین، اطلاعات صحیح و کافی از جریان نقدی حال و آینده، عامل کلیدی در تعیین انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها است. ارتباط عملکرد مالی شرکت‌ها با انعطاف‌پذیری مالی برای پوشش دادن مباحث مرتبط با وضعیت نقدینگی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. سرمایه‌گذاران تمایل دارند مازاد منابع خود را در شرکت با بهترین عملکرد سرمایه‌گذاری کرده و از منافع آن بهره‌مند گردند. در واقع سرمایه‌گذاران با ایجاد پل ارتباطی میان انعطاف‌پذیری مالی و عملکرد شرکت، می‌توانند به پیش‌بینی عملکرد پردازند. در ماه‌های اخیر، ویروس کووید ۱۹ ترس و اضطراب را در بین مردم گسترش داده و تأثیر شدیدی بر فعالیت‌های اقتصادی جهان گذاشته است (جورجیوا^۱، ۲۰۲۰؛ شریف^۲ و همکاران، ۲۰۲۰؛ شهزاد^۳ و همکاران، ۲۰۲۰). شاخص نوسانات مالی^۴ (VIX) به بالاترین سطح، رسیده است (لیداک و لیو^۵، ۲۰۲۰). اگرچه تأثیرات طولانی مدت و دقیق کووید ۱۹ بر ثروت اقتصادی هنوز مشخص نیست (گودل^۶، ۲۰۲۰؛ مک کیبین و فرناندو^۷، ۲۰۲۰)، و بازارهای مالی قبلاً با حرکات چشمگیر به آنها پاسخ داده‌اند؛ با این حال باعث می‌شود پیش‌بینی‌های جریان نقدی آینده شرکت‌ها بسیار مشکل و پیچیده باشد. بنابراین، تغییر ناگهانی در الگوهای سرمایه‌گذاری و مصرف پدید آمده و گروه‌های خاصی از صنعت، به ویژه گروه‌هایی که با انعطاف‌پذیری مالی بیشتری همراه هستند، تأثیرات کمتری را نسبت به گروه‌های دیگر که دارای انعطاف‌پذیری عملکرد کمتری هستند، گزارش کرده‌اند. برخی از گروه‌های صنعتی عملاً فعالیت خود را متوقف کرده‌اند، در حالی که برخی دیگر از ظرفیت موجود برای دستیابی به تحول برای تأمین نیازهای اساسی استفاده می‌کنند (هائو^۸ و همکاران، ۲۰۲۱)؛ کوربت^۹ و همکاران (۲۰۲۰) نشان می‌دهد چگونه این انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها آشکار می‌شود. اخیراً، مجموعه‌ای از مطالعات تجربی و نظری در حال رشد است که بر درک نقش انعطاف‌پذیری به عنوان تعیین‌کننده خطرات شرکت‌ها و بازده مورد انتظار متمرکز شده است (گو^{۱۰} و همکاران، ۲۰۱۸). سازمانها اغلب با بحران روبه‌رو هستند؛ اما همه‌گیری کووید ۱۹ با توجه به سرعت تغییر و مقیاس تأثیر آن بر بخشهای خصوصی و دولتی اقتصاد، ممکن است منحصر به فرد باشد (ماتر^{۱۱}، ۲۰۲۰، کلز^{۱۲}، ۲۰۲۰). در دنیای پویا و متلاطم امروز، تغییرات در محیط کسب و کار یا استراتژی شرکت ممکن است نیاز به تجدید نظر در عملکرد خود را ایجاد کند این سوال که کدام شاخص‌ها و معیارها به طور مناسب تری عملکرد شرکت‌ها را در طی شیوع کووید ۱۹ منعکس می‌کنند، یک مسئله چالش برانگیز است؛ زیرا این بحران می‌تواند

۱. Georgieva

۲. Sharif

۳. Shehzad

۴. financial volatility index

۵. Leduc & Liu

۶. Goodell

۷. McKibbin & Fernando

۸. Hao

۹. Corbet

۱۰. Gu

۱۱. Mather

۱۲. Kells

مجموعه‌ای جدید از عدم اطمینان برای شرکت‌ها باشد (کراوس^۱ و همکاران، ۲۰۲۰). همه گیر کووید ۱۹ یک سناریوی جالب توجه ارائه می‌کند که به موجب آن یک شوک غیرمنتظره باعث ایجاد تغییرات حاد در عملکرد شرکت‌ها نسبت به انتظارات مدیران می‌شود. در حال حاضر، مطالعات آکادمیک بسیار کمی وجود دارد که تأثیرات احتمالی سرایت کووید ۱۹ را بر عملکرد شرکت‌ها در نظر بگیرند. تعلیق عملیات، ایجاد اختلال در فعالیتهای تجاری و تعطیلی شرکتها از جمله موارد گزارش شده است (لارکر^۲ و همکاران، ۲۰۲۰). هائو^۳ و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی انعطاف‌پذیری مالی سطح شرکت بر عملکرد سهام در طی شیوع کووید ۱۹ در چین پرداختند. نتایج نشان داد انعطاف‌پذیری مالی سطح شرکت به طور قابل توجهی با بازده تجمع غیر عادی سهام که در طی رویداد اتفاق افتاده رابطه مثبت دارد و این رابطه مثبت در شرکت‌های که بیشتر تحت تأثیر این اپیدمی قرار دارند، بارزتر است. این رابطه مثبت همچنین در بنگاه‌هایی که دارایی‌های ثابت نسبتاً کمتری دارند؛ بیشتر مشهود است. بنابراین، نتایج ما شواهد تجربی مستقیمی را نشان می‌دهد که گزینه‌های واقعی جاسازی شده در انعطاف‌پذیری مالی در هنگام شیوع کووید ۱۹ نقش مهمی داشته‌اند. گلیبوا^۴ (۲۰۲۱) به بررسی تأثیر شاخص‌های خاص شرکت، امور مالی و کشور بر عملکرد شرکت‌های تحت شیوع کووید ۱۹ پرداخت. رویکرد این مطالعه از یک مدل عملکرد رگرسیون برای بنگاه‌های اقتصادی در طول بحران کووید ۱۹ استفاده می‌کند. یافته‌های این مطالعه اهمیت چندین عامل برای عملکرد شرکت را تأیید می‌کند: بخش، اندازه، مشارکت در صادرات و تقاضای بازار برای محصولات شرکت‌ها. پارکر^۵ (۲۰۲۰) و رینالدی^۶ و همکاران (۲۰۲۰) تأثیر شاخص‌های خاص شرکت بر عملکرد شرکت‌های تحت شیوع کووید ۱۹ بررسی کرده و نشان دادند ویژگی‌های شرکت بر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام شرکتها در طول کووید ۱۹ تأثیر معناداری دارد. شیوع ویروس کرونا یک محیط منحصر به فرد از عدم اطمینان شدید برای بررسی عملکرد شرکت‌ها است. این رویداد ویرانگر بیرونی، خود مناسب بودن اندازه‌گیری عملکرد فعلی را که معمولاً توسط شرکت‌ها اعمال می‌شود، زیر سؤال می‌برد. بیماری همه گیر کووید ۱۹ آگاهی از اهمیت عوامل متعددی را که بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند افزایش داده است (گلیبوا^۷، ۲۰۲۱، کلز^۸، ۲۰۲۰). بارتیک^۹ و همکاران (۲۰۲۰) در بررسی خود نشان داد رکود اقتصادی مرتبط با کووید ۱۹ بر بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی تأثیر منفی گذاشته است، شرکت‌های خاصی در طول بیماری همه گیر کووید ۱۹ توانسته‌اند به فعالیت خود ادامه دهند و حتی پیشرفت کنند. همچنین عملکرد شرکتها از نظر درآمد عمیقاً تحت تأثیر قرار گرفته و پایداری آنها را زیر سؤال می‌برد. برای استفاده از بازده غیرعادی جمعی در یک بازه زمانی مشخص برای اندازه‌گیری تأثیر همه‌گیری کووید ۱۹ بر عملکرد سهام به نظر می‌رسد جست‌وجوی معیارهای جدید منعکس‌کننده ظرفیت مدل تجاری برای پایدار ماندن در چنین رویداد اجتناب‌ناپذیر باشد. بنابراین، تقریباً هر شرکتی در جهان به نوعی تحت تأثیر شیوع کووید ۱۹ قرار گرفته است (کراوس و همکاران، ۲۰۲۰). با وجود این، همه‌گیری‌ها ممکن است در بخشهای مختلف طیف اقتصادی را به درجات مختلف تحت تأثیر قرار دهند. بیماری همه گیر کووید ۱۹ بیش از بقیه بر بخشهای خاصی از اقتصاد تأثیر می‌گذارد (شن^{۱۰} و همکاران، ۲۰۲۰؛ حسن^{۱۱} و همکاران، ۲۰۲۰). بارتیک و همکاران (۲۰۲۰) دریافتند که مشاغل خرده‌فروشی به ویژه در برابر اختلالات مربوط به ویروس کرونا آسیب‌پذیر هستند. بین شاخص‌های اندازه و سودآوری رابطه مثبت وجود دارد. شرکت‌های بزرگ به دلیل سهم بیشتر بازار، دسترسی بهتر به سرمایه، تجربه و کارایی عملیاتی، قدرت رقابت بیشتری در مقایسه با شرکت‌های کوچک دارند. شرکت‌های کوچکتر ممکن است از جمله آنهايي باشند که بیشتر در معرض تأثیر همه گیر

^۱. Kraus

^۲. Larcker

^۳. Hao

^۴. Golubeva

^۵. Parker

^۶. Rinaldi

^۷. Golubeva

^۸. Kells

^۹. Bartik

^{۱۰}. Shen

^{۱۱}. Hassan

کووید ۱۹ هستند. لوی^۱ (۲۰۲۰) گزارش داد که محدودیت های مربوط به ویروس باعث افزایش درآمد شرکت های بزرگ فناوری و دارویی شده در حالی که بسیاری از شرکت های کوچکتر که به اقتصاد سنتی متکی هستند، آسیب دیده یا ورشکسته شده اند، کاهش فروش صادرات توسط صادرکنندگان موجود را می توان با مکانیسم های پشتیبانی، از جمله تسهیلات تأمین مالی تجارت کاهش داد (کارنیا^۲ و همکاران، ۲۰۱۹). لذا شرکتها باید توجه ویژه ای به مدیریت جریان وجوه نقد، تنظیمات بانکی و سرمایه گذاری مجدد داشته باشند. به دلیل اطلاعات نامتقارن، شرکت ها منابع داخلی و پس از آن وام را ترجیح می دهند. تئوری مبادله ایستا بیان می کند که یک شرکت برای حداکثر رساندن ارزش، نسبت بدهی هدف را در نتیجه معامله بین مزایای کسر مالیات پرداخت بهره و هزینه های مالی مورد ارزیابی قرار می دهد. نظریه نمایندگی، حاکی از آن است که بدهی روابط بین مدیران و سهامداران را بهبود می بخشد؛ زیرا اختیار مدیران را برای سرمایه گذاری بیش از حد محدود می کند (زید^۳ و همکاران، ۲۰۲۰). شرکت ها می توانند از طریق ظرفیت بدهی اضافی یا مانده های نقدی قابل توجه به انعطاف پذیری مالی برسند؛ در حالی که بیماری همه گیر کووید ۱۹ باعث ایجاد اختلال در بازار شده است، شرکت هایی که هنوز توانایی گرفتن وام را دارند در مقایسه با سایر شرکت ها از مزیت رقابتی آشکاری برخوردار هستند (لارکر و همکاران، ۲۰۲۰). سهام و سهام اوراق بهادار ممکن است منابع مالی مهم برای شرکتها در طی شیوع کووید ۱۹ باشد. همچنین اگر تقاضاهای متعدد دولت برای کاهش سود سهام توسط سهامداران پذیرفته شود، موقعیت نقدی محتاطانه باقی مانده در یک شرکت ممکن است یک مزیت مهم در طول بحران باشد (پین^۴، ۲۰۲۰). انعطاف پذیری مالی بالا بر عملکرد شرکت تأثیر منفی دارد، قیمت سهام بنگاه های اقتصادی با قدرت اقتصادی بالاتر کمتر تحت تأثیر بحران کووید ۱۹ قرار گرفتند و به طور متوسط عملکرد ۱۰ درصدی کمتر از نظر مالی نسبت به قبل داشتند (احسان^۵ و همکاران، ۲۰۲۱). واعظ و همکاران (۱۴۰۰) در بررسی تأثیر انعطاف پذیری مالی بر شدت سرمایه گذاری و تقسیم سود با تأکید بر نقش تضاد مالکانه در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند شاخص ترکیبی انعطاف پذیری مالی دارای تأثیرگذاری مثبت معنادار بر شدت سرمایه گذاری و سیاست تقسیم سود است و اثر تعاملی شاخص ترکیبی انعطاف پذیری مالی و شاخص ترکیبی تضاد مالکانه دارای اثر تعدیل کنندگی بر شدت سرمایه گذاری و سیاست تقسیم سود بوده و سبب تأثیرگذاری منفی معنادار بر شدت سرمایه گذاری و سیاست تقسیم سود می شود با قریبگی و دیگران در سال ۱۳۹۱ ارتباط بین انعطاف پذیری مالی با فرصت های رشد و ارزش آتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق ۵۶۷ شرکت از صنایع مختلف انتخاب شدند. نتایج نشان داد بین انعطاف پذیری مالی، سودآوری و اندازه شرکت ها با فرصت های رشد آنها ارتباط معناداری وجود ندارد. ارسلان^۶ و همکاران در سال ۲۰۰۹، تأثیر انعطاف پذیری مالی بر سرمایه گذاری و عملکرد ۱۰۶۸ شرکت غیرمالی که به شدت تحت تأثیر بحران آسیا در سال های ۱۹۹۷ تا ۱۹۹۸ را بررسی کردند. تجزیه و تحلیل آنها نشان می دهد شرکت هایی که پیش از بحران از نظر مالی انعطاف پذیر بوده اند، توانایی بیشتری در فرصت های سرمایه گذاری داشتند؛ کمتر روی موجود بودن وجوه داخلی به منظور سرمایه گذاری تکیه دارند و در بحران، بهتر از شرکت های با انعطاف پذیری کمتر عمل می کنند. مارچیکا و مورا^۷ در سال ۲۰۱۰ با بررسی انعطاف پذیری مالی، توانایی سرمایه گذاری و ارزش شرکت نشان دادند که سیاست اهرم محافظه کارانه ای اجرا شده برای حفظ انعطاف پذیری مالی می تواند توانایی سرمایه گذاری را افزایش دهد. تجزیه و تحلیل آنها نشان می دهد که به دنبال یک دوره اهرم کوتاه مدت، شرکت ها هزینه های سرمایه ای بزرگ تری ایجاد می کنند و سرمایه گذاری غیرعادی را افزایش می دهند. از طرفی عملکرد شرکت ها مبنای بسیاری از تصمیم گیری ها است.

^۱.Levy

^۲. Carneya

^۳.Zaid

^۴.Paine

^۵.Ahsan

^۶.Arslan

^۷.Marchica, & Mura

شاخص های مختلفی برای اندازه گیری عملکرد شرکت ها وجود دارد که یکی از این شاخص ها، معیار کیو توبین می باشد. شاخص کیو توبین نیز به عنوان یکی از معیارهایی که می تواند عملکرد شرکت را محاسبه نماید، مطرح شده است. این شاخص ارزش دارایی های نامشهود شرکت مانند امتیازات انحصاری، سرقفلی، حضور مدیران با تجربه در شرکت و فرصت های رشد را نیز در ارزش کل شرکت محاسبه می کند (فانگ^۱ و همکاران، ۲۰۰۹).

تعیین رابطه بین انعطاف پذیری مالی و عملکرد شرکتها و تاثیر شیوع بیماری کووید ۱۹ از اهمیت بسزایی برخوردار است. لذا هدف این تحقیق، پاسخ به این سوال است که شیوع بیماری کووید ۱۹ چه تاثیری بر ارتباط بین انعطاف پذیری مالی و عملکرد شرکتها دارد؟

روش شناسی

از آن جا که این پژوهش به بررسی تاثیر انعطاف پذیری مالی بر عملکرد شرکتها در زمان کووید ۱۹ در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد؛ این پژوهش از نظر روش شناسی از نوع تحقیقات همبستگی علی پس از وقوع است. همچنین این پژوهش از نظر هدف، در زمره پژوهش های کاربردی جای می گیرد. جامعه آماری این پژوهش تمام شرکتهای پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۶ می باشد. برای انتخاب جامعه آماری شرايطی به شرح زیر لحاظ می شود:

- از سال ۱۳۹۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند؛
- جزو شرکت های زیان ده نباشند؛
- اطلاعات آنها در دسترس باشد؛
- وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشند؛
- به دلیل قابلیت مقایسه دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

با در نظر گرفتن شرایط ذکر شده تعداد ۱۴۳ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند. داده ها به کمک نرم افزار ره آورد نوین و اطلاعات منتشر شده شرکتها در شبکه کدال گردآوری شدند. آزمون فرضیه ها نیز پس از جمع آوری داده ها با استفاده از نسخه ۹ نرم افزار Eviews اجرا شد.

متغیرها

متغیر وابسته: عملکرد مالی

برای اندازه گیری این متغیر از شاخص کیوتوبین استفاده می شود.

$$\text{نسبت } Q \text{ توبین} = \frac{\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام} + \text{ارزش دفتری بدهی ها}}{\text{ارزش دفتری کل داراییها}}$$

متغیر مستقل: انعطاف پذیری مالی (ff)

نتایج تحقیقات مارچیکا و مورا (۲۰۱۰) بیانگر این بود که تحت یک سیاست محافظه کارانه بدهی، شرکت ها این قابلیت را خواهند داشت که یک ساختار سازمانی انعطاف پذیر داشته باشند. دارا بودن انعطاف پذیری مالی، شرکت ها را قادر می سازد تا در زمان شوک های مثبت بازار برای فرصت سرمایه گذاری، دسترسی بهتری به منابع داشته باشند و وجوه مورد نیاز خود را برای تامین مالی فرصت های سرمایه گذاری فراهم کنند.

^۱.Fang

بعد از دوره محافظه کارانه بدهی، شرکتهای دارای انعطاف پذیری مالی به شکل عمده‌ای مخارج سرمایه‌ای خود را نسبت به سال قبل افزایش داده‌اند و از طرف دیگر، افزایش زیادی در سرمایه‌گذاری آنها مشاهده گردیده است. تحقیقات انجام شده نشان دهنده این است که انعطاف پذیری مالی از طریق حفظ ظرفیت مازاد بدهی به دست می‌آید (پ مارچیکا و مورا، ۲۰۱۰، ارسالان و فلوراکیس، ۲۰۰۹). خطاهای برآورد شده را وقتی که منفی هستند جدا و این مقادیر منفی را با ۱۰ درصد اهرم مالی مقایسه می‌کنیم و مقادیری را که بزرگتر از این ده درصد اهرم مالی باشد را عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر می‌دهیم برای اندازه‌گیری انعطاف پذیری مالی از ظرفیت مازاد بدهی شرکت استفاده می‌شود: در ابتدا از مدل فرانک و گوئیال (۲۰۰۹) و مارچیکا و مورا (۲۰۱۰) به منظور شناسایی ظرفیت مازاد بدهی شرکت‌ها و به شرح رابطه (۳-۵) استفاده می‌شود:

$$lev_{i,t} = \alpha_1 Lev_{i,t-1} + \beta_1 Lnd lev_{i,t} + \beta_2 \frac{m}{B_{i,t}} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Tan_{i,t} + \beta_5 profitability_{i,t} + \beta_6 Inflation_t + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

Lev: نشان دهنده نسبت بدهی به جمع دارایی‌های شرکت؛

Ind: میانه بدهی شرکت‌های حاضر در صنعت؛

M/B: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (نشان دهنده فرصت‌های رشد شرکت) که از طریق مجموع بدهی و ارزش بازار سهام به جمع دارایی‌ها مورد سنجش قرار می‌گیرد.

Size: لگاریتم دارایی‌های شرکت (در نظر گرفتن تأثیر اندازه شرکت بر فرآیند تأمین مالی)؛

Tan: نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها (قابلیت وثیقه‌گذاری دارایی‌ها)؛

Profital: سود قبل از بهره و مالیات به جمع دارایی‌ها؛

Infla: نرخ تورم سال، براساس رشد شاخص مصرف کننده مطابق اعلام بانک مرکزی؛

ε: سایر عوامل (باقیمانده مدل)؛

متغیر تعدیل‌گر: دوران کووید ۱۹ (Co)

کووید ۱۹ در ایران از اواخر بهمن ماه سال ۱۳۹۸ مطرح شد. لذا تأثیر آن عمدتاً در سال ۱۳۹۹ بوده است. بنابراین، در این تحقیق برای سال ۱۳۹۹ که دوران کووید ۱۹ بوده عدد ۱ و برای سالهای ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۸ عدد ۰ در نظر گرفته شده است.

متغیرهای کنترل:

فرصت رشد (MB): این نسبت از تقسیم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بر ارزش دفتری سهام در پایان هر سال مالی به دست می‌آید.

سود نقدی تقسیمی (DR): برابر با سود نقدی تقسیمی شرکت در پایان سال مالی می‌باشد.

بازده دارایی (ROA): بازده دارایی از تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

تمرکز مالکیت (INS): تمرکز مالکیت برابر با مجموع درصد سهامداران عمده (بیش از ۵٪) می باشد.

بازدهی سهام (RET): برابر با بازده سهام شرکت در پایان سال مالی می باشد.

اندازه شرکت (Size): به منظور برآورد اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل دارایی ها در پایان سال مالی شرکت استفاده می شود.

مدل تحقیق

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 ff_{it} + \beta_2 mb_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 roa_{it} + \beta_5 dr_{it} + \beta_6 ret_{it} + \beta_7 ins_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 ff_{it} + \beta_2 co_{it} + \beta_3 ff_{it} * co_{it} + \beta_4 mb_{it} + \beta_5 size_{it} + \beta_6 roa_{it} + \beta_7 dr_{it} + \beta_8 ret_{it} + \beta_9 ins_{it} + \varepsilon_{it}$$

یافته های پژوهش

آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. نگاره (۱) و (۲) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای کمی و کیفی مورد آزمون برای شرکت های مورد مطالعه نشان می دهد.

نگاره (۱): نتایج تحلیل توصیفی مربوط به داده های کمی پژوهش

متغیر	نماد	مشاهدات	میانگین	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار
کیو توبین (عملکرد)	<i>Q</i>	۵۷۲	۰.۱۹۸	۰.۹۸۷	۰.۰۰۱	۰.۱۴۵
فرصت رشد	<i>MB</i>	۵۷۲	۰.۲۹۳	۱.۴۶۸	-۰.۷۷۴	۰.۵۰۲
سود تقسیمی	<i>DR</i>	۵۷۲	۰.۶۵۱	۰.۷۱۴	۰.۰۰۳	۰.۱۷۹
سهامداران نهادی	<i>INS</i>	۵۷۲	۰.۷۳۳	۰.۹۸۹	۰	۰.۲۰۶
بازده سهام	<i>Ret</i>	۵۷۲	۰.۹۲۱	۰.۹۸۴	-۰.۰۰۰۵	۰.۶۷۲
نرخ بازده دارایی	<i>ROA</i>	۵۷۲	۰.۴۸۲	۰.۹۹۹	۰.۰۰۱	۰.۲۰۱
اندازه شرکت	<i>SIZE</i>	۵۷۲	۱۳.۷۹۷	۱۹.۰۶۶	۱۰.۰۳۱	۱.۴۰۱

نگاره (۲): نتایج تحلیل توصیفی مربوط به داده های کیفی پژوهش

نام متغیر	علامت	تعداد مشاهدات	پاسخ	فراوانی	درصد
انعطاف پذیری مالی	FF	۵۷۲	دارای انعطاف (۱)	۲۱۹	۳۷.۴
			عدم انعطاف (۰)	۳۶۶	۶۲.۶
دوران کووید	Co	۵۷۲	عدم کووید (۰)	۴۶۸	۸۰
			وجود کووید (۱)	۱۱۷	۲۰

آمار استنباطی

آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

قبل از تخمین مدل های رگرسیونی برای آزمون فرضیه پژوهش، به انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیونی پرداخته می شود. ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر به انتخاب مدل داده های تلفیقی در برابر داده های ترکیبی پرداخته می شود. چنانچه مقدار آماره F لیمر کمتر از سطح معناداری ۵٪ باشد، استفاده از روش های تلفیقی مناسب است. اگر مدل داده های تلفیقی در برابر داده های ترکیبی انتخاب نشود، آزمون هاسمن به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت داده های ترکیبی در برابر الگوهای تصادفی داده های ترکیبی اجرا می شود. چنانچه مقدار آماره هاسمن کمتر از ۵٪ باشد، دلیل کافی برای رد الگوهای اثرهای ثابت نداریم و برای آزمون فرضیه مذکور باید از الگوی اثرهای ثابت استفاده کنیم. در غیر این صورت، استفاده از الگوی اثرهای تصادفی مناسب است. نتایج آزمون F لیمر در نگاره (۳) درج شده است. مقدار احتمال آماره F لیمر در نگاره (۳) برای فرضیه اول و دوم بیشتر از سطح معناداری ۵٪ می باشد، بنابراین برای آزمون فرضیه مورد نظر استفاده از روش تلفیقی مناسب است.

نگاره (۳): نتایج آزمون F لیمر و هاسمن برای مدل های تحقیق

نتیجه	سطح معناداری	مقدار آماره F	مدل
داده های تلفیقی	۰.۲۲۹	۱.۱۳۷	مدل (۱)
داده های تلفیقی	۰.۱۱۱	۱.۱۳۶	مدل (۲)

یافته های پژوهش

فرضیه اول: بین انعطاف پذیری مالی و عملکرد شرکت ها رابطه وجود دارد.

نگاره (۴): نتایج آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته : عملکرد شرکت			نماد متغیر	نام متغیر
Prob.	آماره t	ضریب		
۰.۰۰۰	۱۱.۱۹۳	۱.۷۲۲	C	مقدار ثابت
۰.۰۰۰	۵.۸۲۲	۰.۰۵۸	FF	انعطاف پذیری
۰.۲۲۵	-۱.۲۱۲	۰.۰۰۱	MB	فرصت رشد
۰.۰۰۰	-۱۰.۵۸۳	-۰.۰۱۸	DR	سود تقسیمی
۰.۹۵۱	-۰.۰۶۱	-۰.۱۱۳	INS	سهامداران نهادی
۰.۴۱۰	۰.۸۲۲	-۰.۰۰۱	Ret	بازده سهام
۰.۰۰۰	۵.۸۰۲	۰.۴۸۷	ROA	نرخ بازده دارایی
۰.۰۰۰	۶.۰۴۳	۰.۱۰۶	SIZE	اندازه شرکت
کل مدل معنادار	۵.۲۶۷		آماره F	

سطح معنی داری (Prob.)	۰.۰۰۰	است
آماره دوربین واتسون	۱.۹۹	باقیمانده های مدل مستقل هستند.
آزمون F لیمر (چاو) سطح معنا داری (Prob.)	۱.۱۳۷ ۰.۲۲۹	داده های تلفیقی پذیرش می شود.
آزمون H هاسمن سطح معنی داری (Prob.)	-	--
ضریب تعیین (R^2) ضریب تعیین تعدیل شده ($AdjR^2$)	۰.۵۲ ۰.۴۹	توانایی تبیین مدل

مهم ترین هدف این جدول، ارائه آماره‌ای برای اندازه‌گیری نیکویی برازش است که این کار به وسیله ضریب تعیین انجام می‌گردد. ضریب تعیین، معیاری برای سنجش شدت رابطه بین X و Y می‌باشد که مقدار آن در این جا ۰.۵۲ است. یعنی ضریب تعیین قادر است ۵۲٪ از تغییرات متغیر وابسته (عملکرد شرکت) را توضیح دهد. همبستگی متوالی بین باقیمانده‌ها به معنای اثرگذاری مشاهدات بر هم است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز برابر با ۰.۴۹ می‌باشد. با توجه به نتایج آزمون مدل رگرسیونی فرضیه اول اصلی پژوهش که در نگاره (۴) ارائه شده است؛ سطح معنا داری آماره F لیمر (چاو) برابر با (۰.۲۲۹) بوده و از سطح خطای مورد پذیرش بیشتر بوده و مدل داده‌های تابلویی (Pool) برای برازش رگرسیون انتخاب می‌شود. در تحلیل رگرسیون بخصوص زمانی که متغیرها در طول یک فاصله زمانی مورد مطالعه قرار می‌گیرند ممکن است تغییر داده‌ها در طول زمان از الگوی خاصی پیروی کند برای تشخیص این الگو از آزمون دوربین واتسون استفاده می‌شود. مفهوم مستقل بودن به این معنا است که نتیجه یک مشاهده تأثیری بر نتیجه مشاهدات دیگر نداشته باشد. در رگرسیون، بیشتر در مواقعی که رفتار متغیر وابسته در یک بازه زمانی مورد مطالعه قرار می‌گیرد ممکن است با مشکل مستقل نبودن خطاها برخورد کند. به این نوع ارتباط در داده‌ها "خود همبستگی" می‌گویند. در صورت وجود خود همبستگی در خطاها نمی‌توان از رگرسیون خطی استفاده کرد. برای بررسی این فرض به صورت شهودی می‌توان از نمودار کردن توالی متغیر استفاده کرد؛ اما راه مطمئن تر استفاده از دوربین واتسون بین ۰ تا ۴ می‌باشد. اگر بین باقی مانده‌ها، همبستگی متوالی وجود نداشته باشد؛ نشان دهنده همبستگی منفی می‌باشد. در مجموع اگر این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد، جای هیچ نگرانی نیست آماره دوربین واتسون نیز در دامنه قابل قبول (۱/۵ و ۲/۵) قرار دارد، که نشان می‌دهد همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. سطح معنا داری آماره فیشر (F) (۰.۰۰۰) از سطح خطای مورد پذیرش (۵٪) کمتر بوده و کل مدل رگرسیونی به شکل خطی معنادار است. حال پس از بررسی اولیه و اینکه معناداری کل مدل با استفاده از آماره F مورد قبول واقع شده، به بررسی معنا دار بودن ضرایب به دست آمده از آزمون t می‌پردازیم. جدول معنادار بودن ضرایب مدل رگرسیونی ذکر شده، به شرح زیر می‌باشد.

با توجه به بالا بودن سطح احتمال (Prob.) آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب β_1 نتایج آزمون نشان می‌دهد، انعطاف پذیری مالی بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر دارد. بنابراین، فرضیه اول پژوهش را می‌توان در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرش کرد. همچنین نتایج آزمون نشان می‌دهد متغیرهای کنترلی مورد استفاده بر عملکرد شرکت تأثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: شیوع کووید ۱۹ بر ارتباط بین انعطاف پذیری مالی و عملکرد شرکت‌ها تأثیر دارد.

نگاره (۱): نتایج آزمون فرضیه‌ی دوم

نام متغیر	نماد متغیر	متغیر وابسته : عملکرد شرکت	
		ضریب	آماره t
		Prob.	

مقدار ثابت	C	۳۲۰۱۶	۲۰۷۳	۰۰۳۸
انعطاف پذیری	FF	۵۲۸۴	۱۵۱۰	۰۱۳۱
دوران کووید ۱۹	Co	-۲۳۶۶	-۰۴۵۹	۰۶۴۶
انعطاف پذیری*دوران کووید	Ff*CO	-۲۶۵۷	-۲۷۳۵	۰۰۰۶
فرصت رشد	MB	۱۳۷۶۱	۱۶۱۹	۰۱۰۵
سود تقسیمی	DR	۱۵۰۷	۰۳۶۹	۰۷۱۱
سهامداران نهادی	INS	-۲۵۵۸	-۲۶۶۰	۰۰۰۷
بازده سهام	Ret	۱۳۶۹۷	۱۶۱۱	۰۱۰۷
نرخ بازده دارایی	ROA	۱۷۱۵	۱۱۱۳۳	۰۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۰۰۸۷	۵۸۴۵	۰۰۰۰
آماره F		۹۵۸۷		کل مدل معنادار است
سطح معنا داری (Prob.)		۰۰۰۰		
آماره دوربین واتسون		۱۹۰		باقی مانده های مدل مستقل هستند.
آزمون F لیمر (چاو)		۱۱۳۶		داده های تلفیقی پذیرش می شود
سطح معنا داری (Prob.)		۰۱۱۱		
آزمون H هاسمن		-		--
سطح معنا داری (Prob.)		-		
ضریب تعیین (R ^۲)		۰۲۹		توانایی تبیین مدل
ضریب تعیین تعدیل شده (AdjR ^۲)		۰۲۶		

مهمترین هدف این جدول، ارائه آماره‌ای برای اندازه‌گیری نیکویی برازش است که این کار به وسیله ضریب تعیین انجام می‌گردد. ضریب تعیین، معیاری برای سنجش شدت رابطه بین X و Y می‌باشد که مقدار آن در این جا ۰.۲۹ است؛ یعنی ضریب تعیین قادر است ۲۹٪ از تغییرات متغیر وابسته (ulg;vn شرکت) را توضیح دهد. همبستگی متوالی بین باقی مانده‌ها به معنای اثرگذاری مشاهدات بر هم است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز برابر ۰.۲۶ می‌باشد. با توجه به نتایج آزمون مدل رگرسیونی فرضیه دوم پژوهش که در نگاره (۵) ارائه شده است، سطح معنا داری آماره F لیمر (چاو) برابر با (۰.۱۱۱) بوده و بیش تر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و مدل داده‌های تابلویی (Pool) برای برازش رگرسیون انتخاب می‌شود. آماره دوربین واتسون نیز در دامنه قابل قبول (۱/۵ و ۲/۵) قرار دارد، که نشان می‌دهد همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. مسطح معنا داری آماره فیشر (F) (۰.۰۰۰) از سطح خطای مورد پذیرش (۵٪) کمتر بوده و کل مدل رگرسیونی به شکل خطی معنادار است. حال پس از بررسی اولیه و اینکه معناداری کل مدل با استفاده از آماره F مورد قبول واقع شده، به بررسی معنادار بودن ضرایب به دست آمده از آزمون t می‌پردازیم. جدول معنادار بودن ضرایب مدل رگرسیونی ذکر شده، به شرح زیر می‌باشد. با توجه به بالا بودن سطح احتمال (Prob) آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب β_1 نتایج آزمون نشان می‌دهد، با نقش تعدیلی دوران کووید ۱۹، انعطاف‌پذیری مالی بر عملکرد شرکت تاثیر دارد. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش را میتوان در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرش کرد. همچنین نتایج آزمون نشان می‌دهد

متغیرهای کنترلی وارد شده به مدل بر عملکرد شرکت تاثیر معنا داری دارد. لذا انعطاف‌پذیری مالی بر عملکرد شرکت ها در طی شیوع کووید ۱۹ تاثیر دارد.

نتیجه گیری و پیشنهادها

نتایج فرضیه اول نشان داد بین انعطاف‌پذیری مالی و عملکرد شرکت ها رابطه وجود دارد همچنین شیوع کووید ۱۹ بر ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی و عملکرد شرکت ها تاثیر منفی دارد؛ به این صورت که باعث کاهش ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی و عملکرد شرکت ها می شود. نتایج تحقیق حاضر با نتایج تحقیقات گلبیوا^۱(۲۰۲۱)، پارکر^۲(۲۰۲۰) و رینالدی و همکاران(۲۰۲۰)، بارتیک^۳ و همکاران(۲۰۲۰)، هائو و همکاران(۲۰۲۱)، لارکر و همکاران(۲۰۲۰)، ماتر(۲۰۲۰)، احسان و همکاران(۲۰۲۱)، باقریگی و همکاران(۱۳۹۱)، استابس و همکاران(۲۰۲۱) همخوانی دارد. به عبارت دیگر، شیوع بیماری کووید ۱۹ پیچیده شدن شرایط و عدم امکان پیش بینی آینده و افزایش احتمال رکود اقتصادی منجر شده و در نتیجه به تاثیر منفی بر رابطه بین متغیرهای مالی از جمله انعطاف‌پذیری مالی و عملکرد شرکت می انجامد. انعطاف‌پذیری مالی را می توان پیوندی دانست که از طریق وجوه داخلی انباشته شده و ظرفیت وام‌گیری خارجی، شرکت را قادر می‌سازد، در زمان مناسب و به‌طور رقابتی، گزینه‌های رشد را به اجرا رسانده و پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت را انجام دهند. عملکرد شرکت ها مبنای بسیاری از تصمیم‌گیری ها است. از عوامل مهمی که اغلب اعتبار دهندگان، سرمایه‌گذاران، مدیران و سایر فعالان اقتصادی می توانند به آن توجه کنند، عملکرد شرکت است. به عبارت دیگر، عملکرد شرکت، حاصل فعالیت ها و بازده سرمایه‌گذاری های آن در یک دوره معین است. انگیزه‌های دستیابی به انعطاف‌پذیری مالی به توانایی برآورد نیاز آتی شرکت‌ها به منظور کسب درآمد از منابع خارج از شرکت و تامین مالی با صرف هزینه کم بستگی دارد. با توجه به تئوری علامت دهی مدیران شرکت ها که به اطلاعات دست اول دسترسی دارند؛ سعی می کنند از طریق ارقام مالی، نشانه‌هایی از عملکرد آتی شرکت ها در اختیار استفاده کنندگان از صورت های مالی قرار دهند. این علامت دهی می تواند از طریق رابطه بین اهرم و جریانان نقدی صورت پذیرد. از طرف دیگر، مطابق با تئوری سلسله مراتبی، به دلیل ریسک بالای اهرم، استفاده از آن به آخرین مرحله و در صورت عدم امکان استفاده از سایر روش های تامین مالی موکول می گردد. این امر موید اثر معکوس جریان های نقدی بر اهرم است (وهیودی، ۲۰۱۱). مهم ترین هدف از سیاست های تعیین ساختار سرمایه، مشخص کردن ترکیب منابع مالی به منظور به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است؛ گرچه این امر به عوامل متعددی بستگی دارد که ساختار سرمایه یکی از آن هاست. به عنوان مثال، اگر یک شرکت، اوراق قرضه بیشتری منتشر کند، نقطه سربه سر مالی و درجه اهرم مالی آن افزایش می یابد. اگر نرخ بازده از نرخ بهره بیشتر باشد، سود هر سهم به شدت افزایش خواهد یافت(اثر اهرم مالی). سیاست های تعیین ساختار سرمایه به مدیران مالی کمک می کند تا در مورد هر یک از برنامه های تأمین مالی مورد نظر، مبلغ سود قبل از بهره و مالیات لازم را برای جلوگیری از کاهش سود هر سهم تعیین کنند. همچنین، با محاسبه ریسک مالی متعلق به هر یک از برنامه های تأمین مالی، می توان روشی را انتخاب کرد که به مطلوب ترین ترکیب ریسک و بازده منجر شود (نعیم پور، ۱۳۹۱). با توجه به تئوری علامت دهی مدیران شرکت ها که به اطلاعات دست اول دسترسی دارند؛ سعی می کنند از طریق ارقام مالی نشانه‌هایی از عملکرد آتی شرکت ها در اختیار استفاده کنندگان از صورت های مالی قرار دهند. این علامت دهی می تواند از طریق رابطه بین اهرم و جریانان نقدی صورت پذیرد. از طرف دیگر مطابق با تئوری سلسله مراتبی، به دلیل ریسک بالای اهرم، استفاده از آن به آخرین مرحله و در صورت عدم امکان استفاده از سایر روش های تامین مالی موکول می گردد. این امر موید اثر معکوس جریان های نقدی بر اهرم است. (وهیودی، ۲۰۱۱).

منابع

^۱ Golubeva

^۲ Parker

^۳ Bartik

۱. باقریگی، مریم، پورعلی لاکلایه، محمدرضا، افشین، آرمین. (۱۳۹۱). بررسی ارتباط بین انعطاف پذیری مالی با فرصت های رشد و ارزش آتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین همایش ملی راهکارهای ارتقاء مباحث مدیریت، حسابداری و مهندسی صنایع در سازمانها، گچساران،، <https://civilica.com/doc/213371>
۲. شعری آناقیز، صابر، محسنی رستاقی، بهرام، ۱۳۹۴، بررسی انعطاف پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۳، شماره ۴۶، ص ۹-۲۶.
۳. واعظ، سید علی؛ بنابی قدیم، ذحیم؛ قاسمی، ساناز. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر انعطاف پذیری مالی بر شدت سرمایه گذاری و تقسیم سود با تأکید بر نقش تضاد مالکانه، راهبرد مدیریت مالی، دوره ۹، شماره ۱، صص ۱۳۳-۱۵۴.
۴. نعیم پور، رسول، علی نعمتی و معصومه علوی، (۱۳۹۱)، "علل ساختار متفاوت سرمایه در ایران در مقایسه با کشورهای جنوب شرقی آسیا"، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره سیزدهم، سال چهارم، صص ۱۶۸-۱۴۵.

۱. Ahsan, T., Mirza, S.S., Al-Gamrh, B., Bin-Feng, C. and Rao, Z.U.R. (2021), "How to deal with policy uncertainty to attain sustainable growth: the role of corporate governance", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 21 No. 1, pp. 78-91.
۲. Arslan, O. , Florackis, C. , Ozkan, A. (2009). *Financial Flexibility, corporate investment and performance*. papers. SSRN. Com
۳. Baker, S. Bloom, N. Davis, S.J. Kost, K. Sammon, M. and Viratyosin, T. (2020), "The unprecedented stock market reaction to COVID ۱۹", *The Review of Asset Pricing Studies* raaa008, on-line version.
۴. Bartik, A.W., Bertrand, M., Cullenc, Z., Glaeser, E.L., Luca, M. and Stanton, C. (2020), "The impact of COVID ۱۹ on small business outcomes and expectations", *Proceedings of the National Academy of Sciences*, Vol. 117 No. 30, pp. 17656-17666.
۵. Byoun, S. (2007). *Financial Flexibility, leverage, and Firm size*. Finance. Baylor. edu.
۶. Byoun, S. (2008). *Financial flexibility and capital structure decision*, SSRN Working Paper.
۷. Carneya, M., Estrin, S., Liang, Z. and Shapiro, D. (2019), "National institutional systems, foreign ownership and firm performance: the case of understudied countries", *Journal of World Business*, Vol. 54 No. 4, pp. 244-257.
۸. Corbet S., Hou Y., Hu Y., Lucey B., Oxley L. Aye Corona! The contagion effects of being named Corona during the COVID ۱۹ pandemic. *Financ. Res. Lett.* 2020 [PMC free article] [PubMed] [Google Scholar]
۹. DeAngelo, H. and DeAngelo, L. (2007). *Capital structure, payout policy, and financial flexibility*. Working paper, University of Southern California, SSRN abstract no. 916093.
۱۰. Fang V.W. Noe Thomas., T. Sheri ,(۲۰۰۹). *Stock market liquidity and firm value* ,”*Journal of Financial Economics*, ۱۰۰ ۹۴- ۱۶۹
۱۱. Georgieva, K. (2020). *IMF managing director Kristalina Georgieva's statement following a G20 ministerial call on the coronavirus emergency*.

9. Golubeva, O. (2021), "Firms' performance during the COVID-19 outbreak: international evidence from 13 countries", *Corporate Governance*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2020-0405>
10. Goodell J.W. COVID-19 and finance: Agendas for future research. *Financ. Res. Lett.* 2020 [PMC free article] [PubMed] [Google Scholar]
11. Goodell J.W., Huynh T.L.D. Did congress trade ahead? Considering the reaction of US industries to COVID-19. *Financ. Res. Lett.* 2020 [PMC free article] [PubMed] [Google Scholar]
12. Gu L., Hackbarth D., Johnson T. Inflexibility and stock returns. *Rev. Financ. Stud.* 2018;31(1):278–321. [Google Scholar]
13. Hao, L, Xingjian, Y, Libo, Y.(2021). *The impact of operating flexibility on firms' performance during the COVID-19 outbreak: Evidence from China*, *Financ Res Lett*, doi: 10.1016/j.frl.2020.101808
14. Hassan, T.A., Hollander, S., Lent, L. and Tahoun, A. (2020), "Firm-level exposure to epidemic diseases COVID-19, SARS, and H1N1", Working paper, National Bureau of Economic Research, No. 26971.
15. Huo X., Qiu Z. How does China's stock market react to the announcement of the COVID-19 pandemic lockdown? *Econ. Polit. Stud.* 2020 doi: 10.1080/20954816.2020.1780695. [CrossRef] [Google Scholar]
16. Kells, S. (2020), "Impacts of COVID-19 on corporate governance and assurance, international finance and economics, and non-fiction book publishing: some personal reflections", *Journal of Accounting & Organizational Change*, Vol. 16 No. 4, pp. 629-635.
17. Kraus, S., Clauss, T., Breier, M., Gast, J., Zardini, A. and Tiberius, V. (2020), "The economics of COVID-19: initial empirical evidence on how family firms in five European countries cope with the corona crisis", *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, Vol. 26 No. 5, pp. 1067-1092.
18. Larcker, D.F. Lynch, B. Tayan, B. and Taylor, D.J. (2020), "The spread of COVID-19 disclosure", *Stanford Closer Look Series*, June, pp. 1-15.
19. Leduc S., Liu Z. The uncertainty channel of the coronavirus. *FRBSF. Econ. Lett.* 2020 forthcoming. [Google Scholar]
20. Levy, D.L. (2020), "COVID-19 and global governance", *Journal of Management Studies*, on-line version, p. 1-5.
21. Marchica, M. T. & Mura. R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity, *Financial Management*, 1339-1368.
22. Mather, P. (2020), "Leadership and governance in a crisis: some reflections on COVID-19", *Journal of Accounting & Organizational Change*, Vol. 16 No. 4, pp. 579-585.
23. McKibbin W.J., Fernando R. CAMA Working paper; 2020. *The global macroeconomic impacts of COVID-19: seven scenarios*. No. 19/2020. [Google Scholar]
24. Paine, L.S. (2020), "COVID-19 is rewriting the rules of corporate governance", *Harvard Business Review*, pp. 2-11, October 06.

٢٥. Parker, L.D. (2020), "The COVID ١٩ office in transition: cost, efficiency and the social responsibility business case", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 33 No. 8, pp. 1943-1967.
٢٦. Rinaldi, L., Cho, C.H., Lodhia, S.K., Michelon, G. and Tilt, C.A. (2020), "Accounting in times of the COVID ١٩ pandemic: a forum for academic research", *Accounting Forum*, Vol. 44 No. 3, pp. 180-183.
٢٧. Sharif A., Aloui C., Yarovaya L. COVID ١٩ pandemic, oil prices, stock market, geopolitical risk and policy uncertainty nexus in the US economy: Fresh evidence from the wavelet-based approach. *Int. Rev. Financ. Anal.* 2020 [Google Scholar]
٢٨. Shehzad K., Liu X., Kazouz H. COVID ١٩'s disasters are perilous than global financial crisis: A rumor or fact? *Financ. Res. Lett.* 2020 [PMC free article] [PubMed] [Google Scholar]
٢٩. Shen, H., Fu, M., Pan, H., Yu, Z. and Chen, Y. (2020), "The impact of the COVID ١٩ pandemic on firm performance", *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 56 No. 10, pp. 2213-2230.
٣٠. Stubbs, T., Kring, W., Laskaridis, C., Kentikelenis, A. and Gallagher, K. (2021), "Whatever it takes? The global financial safety net, COVID ١٩, and developing countries", *World Development*, Vol. 137, p. 105171.
٣١. Wahyudi, I.,(2011), *Analysis of Effect of Leverage and Cash Flow Today on Future Financial Performance of Indonesian Public Company: Signaling Theory vs. The Pecking Order Theory.* Available at SSRN.com
٣٢. Zaid, M.A.A., Wang, M., Abuhijleh, S.T.F., Issa, A., Saleh, M.W.A. and Ali, F. (2020), "Corporate governance practices and Capital structure decisions: the moderating effect of gender diversity", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 20 No. 5, pp. 939-964.