



دانشگاه آزاد اسلامی  
واحد رشت  
دانشکده مدیریت و حسابداری  
پایان نامه تحصیلی جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد  
«M.A.»  
رشته: مدیریت بازرگانی گرایش مالی

عنوان:

بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش  
جسورانه بر ثروت سهامداران شرکتهای  
پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما:

نگارش:

نیمسال تحصیلی  
بهمن 1393

محمدحسین



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس



باز نشر:

## «فهرست مطالب»

ز	چکیده	.....
	فصل اول:	.....
1	کلیات	.....
	تحقیق	.....
1		.....
		.....
		.....
		.....
2	مقدمه	.....
		.....
		.....
2	بیان	.....
	مسئله	.....
		.....
		.....
4	اهداف	.....
	تحقیق	.....
		.....
		.....
4	موضوع	.....
	اهمیت	.....
	تحقیق	.....

	.....	
	.....	
	.....	
	.....	
	.....	
4	.....	5-1) سوالات تحقیق
	.....	
	.....	
5	.....	6-1) فرضیه های تحقیق
	.....	
	.....	
5	.....	7-1) قلمرو تحقیق
	.....	
	.....	
5	.....	8-1) روش تحقیق
	.....	
	.....	
6	.....	9-1) تعریف واژه ها و اصطلاحات
	.....	
	.....	
7	.....	10-1) ساختار تحقیق
	.....	
	.....	
8	.....	فصل دوم: ادبیات و پیشینه تحقیق
	.....	
	.....	
9	.....	1-2) مقدمه
	.....	
	.....	
10	.....	بخش اول: ادبیات تحقیق
	.....	
	.....	
10	.....	2-2) ماهیت و اهمیت سرمایه در گردش
	.....	
	.....	
11	.....	3-2) عوامل مؤثر بر سرمایه در گردش
	.....	

				.....
	مدیریت	وجوه	نقد	(1-3-2)
11	.....	.....	.....	.....
				.....
	نسبت		بدهی	(2-3-2)
12	.....	.....	.....	.....
				.....
	جریان	نقدی	عملیاتی	(3-3-2)
12	.....	.....	.....	.....
				.....
	ابزارهای	کنترل	ریسک	(4-3-2)
12	.....	.....	.....	.....
				.....
				(4-2)
13	.....	.....	.....	.....
				.....
	مدیریت	دارایی‌های	جاری	(1-4-2)
16	.....	.....	.....	.....
				.....
	مدیریت	محافظه‌کارانه	دارایی‌های جاری	(1-1-4-2)
16	.....	.....	.....	.....
				.....
	مدیریت	جسورانه	دارایی‌های جاری	(2-1-4-2)
16	.....	.....	.....	.....
				.....
	مدیریت	بدهی‌های	جاری	(2-4-2)
17	.....	.....	.....	.....
				.....
	مدیریت	محافظه‌کارانه	بدهی‌های جاری	(1-2-4-2)
17	.....	.....	.....	.....
				.....
				(2-2-4-2)
17	.....	.....	.....	.....
				.....
				(5-2)
18	.....	.....	.....	.....
				.....

19	ویژگی‌های ریسک و بازده با توجه به مدیریت دارایی- های جاری و بدهی‌های جاری .....	(6-2)
20	نسبت‌های مالی و مدیریت سرمایه در گردش .....	(7-2)
22	اجزاء سرمایه در گردش .....	(8-2)
22	دارایی‌های جاری	(1-8-2)
22	وجه نقد	(1-1-8-2)
24	سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت	(2-1-8-2)
25	حساب‌های دریافتنی	(3-1-8-2)
25	موجودی کالا	(4-1-8-2)
25	بدهی‌های جاری	(2-8-2)
25	حساب‌های پرداختنی	(1-2-8-2)
26	وام‌های کوتاه‌مدت	(2-2-8-2)
26	چرخه تبدیل وجه نقد	(3-8-2)

28 (9-2) سود، ثروت، ارزش و بازده  
.....  
.....

28 (10-2) تئوری ارزش  
.....  
.....

29 (1-10-2) انواع ارزشها  
.....  
.....

30 (2-10-2) فرآیند ارزشیابی  
.....  
.....

30 (3-10-2) اصول تئوری ارزشیابی  
.....  
.....

31 (4-10-2) رویکردهای ارزشیابی  
.....  
.....

33 (11-2) تعیین ارزش شرکت  
.....  
.....

33 (12-2) سرمایه در گردش و ارزش  
.....  
.....

34 بخش دوم: پیشینه پژوهش  
.....  
.....

34 (13-2) پژوهشهای داخلی  
.....  
.....

36 (14-2) پژوهشهای خارجی  
.....  
.....



- 45 3-5-2) آزمون پیش فرض استفاده از مدل رگرسیون .....  
 .....  
 46 3-5-2-1) آزمون نرمال بودن متغیر وابسته و جمله خطا .....  
 .....  
 46 3-5-2-2) آزمون مناسب بودن الگوی خطی و نداشتن نامربوط نقاط .....  
 .....  
 46 3-5-2-3) آزمون عدم خودهمبستگی خطاها .....  
 .....  
 46 3-5-2-4) آزمون همسانی خطاها .....  
 .....  
 47 3-5-2-5) آزمون هم خطی متغیرها .....  
 .....  
 47 3-6) مدل های تحقیق .....  
 .....  
 48 3-7) خلاصه فصل .....  
 .....  
 49 فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها .....  
 .....  
 50 4-1) مقدمه .....  
 .....  
 50 4-2) آزمون های آماری لازم جهت تحلیل رگرسیون چند متغیره .....  
 .....  
 51 4-3) آزمون پیش فرض های مدل رگرسیونی .....  
 .....



51	نهایی	مدل‌های	توصیفی	آمار	(1-3-4)	.....
52					(2-3-4)	آزمون نرمال بودن متغیرهای وابسته .....
53					(3-3-4)	آزمون مانایی متغیرهای مدل .....
54					(4-3-4)	آزمون هم خطی .....
55					(5-3-4)	برآورد مدل و تجزیه و تحلیل آزمون فرضیه‌های پژوهش.....
56	F		آزمون		(1-5-3-4)	لیمر.....
56			آزمون		(2-5-3-4)	ها سمن.....
57	اول	فرضیه	آزمون	نتایج	(3-5-3-4)	.....
58	دوم	فرضیه	آزمون	نتایج	(4-5-3-4)	.....
60	خطا	واریانس	بودن	همسان	(6-3-4)	آزمون .....
61	خطا	جملات	بودن	نرمال	(7-3-4)	آزمون .....
62					(4-4)	خلاصه فصل .....

63	فصل پنجم: خلاصه، نتیجه و پیشنهادهای تحقیق	
	.....	
	.....	
	.....	
	.....	
	.....	
64	(1) مقدمه	
	.....	
	.....	
	.....	
64	(2-5) خلاصه نتیجه‌گیری و نتایج تحقیق	
	.....	
	.....	
	.....	
66	(3-5) نتیجه، بحث و مقایسه نتایج تحقیق	
	.....	
	.....	
	.....	
66	(4-5) محدودیت‌های تحقیق	
	.....	
	.....	
	.....	
67	(5-5) پیشنهادهای تحقیق	
	.....	
	.....	
	.....	
67	(1-5-5) پیشنهادهای حاصل از نتایج تحقیق	
	.....	
	.....	
	.....	
67	(2-5-5) پیشنهاد برای تحقیقات آتی	
	.....	
	.....	
	.....	
69	منابع مأخذ و	
	.....	
	.....	
	.....	
70	منابع فارسی	
	.....	
	.....	
	.....	
72	منابع انگلیسی	
	.....	
	.....	
	.....	
76	پیوست‌ها	
	.....	
	.....	
	.....	

88 .....  
.....  
.....

### فهرست جدا اول

- 76 پیوست شماره 1: اسامی شرکتهای نمونه  
.....  
.....
- 77 پیوست شماره 2: مقدار بیشینه و کمینه متغیرهای مدل  
نهایی  
.....  
.....
- 77 پیوست شماره 3: نتایج آزمون ریشه واحد متغیرهای مدل  
نهایی  
.....  
.....
- 79 پیوست شماره 4: نتایج حاصل از آزمون همخطی متغیرهای  
مدل نهایی  
.....  
.....
- 79 پیوست شماره 5: نتایج آزمون F لیمر  
.....  
.....

81	پیوست شماره 6: نتایج آزمون هاسمن ..... .....
83	پیوست شماره 7: نتایج برآورد آزمون فرضیه اول ..... .....
84	پیوست شماره 8: نتایج برآورد آزمون فرضیه دوم ..... .....
86	پیوست شماره 9: نتایج آزمون ناهمسانی واریانس جملات پسماند ..... .....

### فهرست نمودارها

87	پیوست شماره 1: نتایج تبدیل جانسون متغیر وابسته مدل نهایی ..... .....
----	---

## چکیده :

مدیریت سرمایه در گردش نقش مهمی را در عملکرد بهتر شرکت‌ها بازی می‌کند. لذا تعیین سیاست‌های مناسب در این جهت می‌تواند تأثیر بیشتر و بسزائی داشته باشد. چراکه هرچه عملکرد شرکت‌ها بهتر گردد ارزش آن‌ها نیز افزایش می‌یابد. از این رو می‌تواند گفت ثروت سهامداران نیز افزایش پیدا خواهد کرد. تحقیق حاضر با هدف بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش جسورانه بر ثروت سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، صورت پذیرفته است. برای آزمون ارتباط بین متغیرهای پژوهش از مدل‌های رگرسیون چندمتغیره خطی استفاده شده است. همچنین دو فرضیه برای پژوهش تدوین گردید. نمونه آماری پژوهش شامل 137 شرکت طی سال‌های 1388 لغایت 1392 (بازه 5ساله) تعداد مشاهدات 685 سال- شرکت است. یافته‌های پژوهش حاکی از این‌است که سیاست‌های سرمایه‌گذاری جسورانه بر ثروت سهامداران اثر مثبت دارد و بر 65 درصد تغییرات آن تأثیر دارد. درباره فرضیه دوم می‌توان گفت سیاست‌های تأمین مالی جسورانه بر ثروت سهامداران اثر منفی دارد و 63 درصد تغییرات ثروت

ش



سهامداران به وسیله سیاست‌های جسورانه تأمین مالی  
اتفاق می‌افتد.

### واژه‌های کلیدی

مدیریت سرمایه در گردش جسورانه، مدیریت جسورانه  
سرمایه در گردش، مدیریت سرمایه‌گذاری جسورانه، مدیریت  
تأمین مالی جسورانه، ثروت سهامداران



# فصل اول

## کلیات تحقیق

### 1-1) مقدمه

بیش از صد سال است که مدیریت مالی به عنوان یک رشته علمی دستخوش تحولات عمده‌ای شده است و هر روز گسترش بیشتری پیدا کرده و حوزه‌های مختلف آن به صورت تخصصی‌تر در آمده و به فعالیت خود ادامه می‌دهند. در سده‌ی گذشته شرکت‌های تولیدی- صنعتی مقادیر زیادی کالا به طور انبوه تولید کرده و سودهای کلانی برده‌اند. این امر باعث شد مسائل برنامه‌ریزی و کنترل به ویژه از نظر قدرت نقدینگی، به تدریج در مدیریت مالی مورد توجه قرار گیرد و مدیریت سرمایه در گردش به صورت یک بخش مهم از مدیریت واحد تجاری در بیاید. سرمایه در گردش از اقسام ساختار مالی هر واحد انتفاعی تلقی می‌شود. مدیریت سرمایه در گردش عبارت است از مدیریت منابع و مصارف وجوه که در تداوم فعالیت و حداکثر نمودن ثروت سهامداران تاثیر بسزایی دارد سیاست‌ها و رویه‌هایی که



خط مشی مدیران مالی را به وجود می‌آورند، مبتنی بر این فرض می‌باشند که شرکت برخی از تصمیمات اصلی را گرفته و آن‌ها را به اجرا در آورده است (مدرس و عبدالله زاده، 1388). این تصمیمات شامل تعیین و انتخاب نوع کالا و خدمتی است که باید عرضه شود و نحوه تأمین مالی (برای تهیه دارایی‌های ثابت) شرکت است که این تصمیمات در فرآیند سودآوری شرکت در بلندمدت نقش اصلی و تعیین کننده ایفا می‌کند؛ بنابراین سیاست‌های سرمایه در گردش اصولاً، با هدف افزایش سود هر سهم تعیین نمی‌شود بلکه مدیران بدنبال کسب نقدینگی مطلوباند تا بتوانند در سایه آن اهداف سودآور شرکت را تأمین کنند تا از این طریق برای سهامداران خلق ثروت نماید.

## 2-1) بیان مسئله

دنیای اقتصادی به سرعت در حال تغییر و تحول می‌باشد. تغییرات سریع فن‌آوری همگام با افزایش رقابت جهانی مسئولیت مدیران را در فعالیت‌هایشان سنگین‌تر می‌کند. یکی از فعالیت‌های مدیران، تصمیم‌گیری می‌باشد. مسئله تصمیم‌گیری در تمام زمینه‌های امور مالی به چشم می‌خورد و این قاعده از مدیریت سرمایه در گردش مستثنی نیست (مدرس و عبدالله زاده، 1388).

از نظر زمانی می‌توان دارایی‌ها و بدهی‌ها را به دو طبقه کوتاه مدت (جاری) و بلندمدت (غیرجاری) تقسیم‌بندی کرد. همانطور که در متون مدیریت مالی بیان شده است، دارایی‌های جاری را سرمایه در گردش و مابه‌التفاوت دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری را سرمایه در گردش خالص می‌نامند. یکی از مسائل اساسی مدیریت مالی اداره انواع دارایی‌های و بدهی‌های جاری است. در تئوری، دارایی‌های جاری معمولاً نسبت دارایی‌های ثابت بازده کمتری دارند. بدهی‌های جاری نیز در مقایسه با سایر انواع روش‌های تأمین مالی از هزینه کمتری برخوردارند. بنابراین ترکیب دارایی‌ها و بدهی‌های جاری نسبت به یکدیگر و نسبت به مجموع دارایی‌ها بسیار مهم است زیرا نامناسب بودن آن به دلیل کسب بازده کم یا ایجاد هزینه زیاد موجب کاهش ارزش شرکت می‌شود. لذا مدیران مالی باید اولاً ترکیب مناسبی بین دارایی‌های جاری و کل دارایی‌های از یک طرف و کل بدهی‌ها و بدهی‌های جاری و حقوق صاحبان سهام از طرف دیگر ایجاد کند، ثانیاً در ارتباط با اجزای تشکیل‌دهنده سرمایه در گردش و میزان هر یک به گونه‌ای تصمیم بگیرد که در نهایت هدف حداکثرسازی ارزش شرکت را تحقق بخشد (مدرس و عبدالله زاده، 1388). بنابراین، مدیریت سرمایه در گردش



عبارتست از اداره انواع دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری و تعیین مقدار بهینه برای هر یک. در این بین مدیران واحدهای تجاری در شرایط و موقعیت‌های مختلف دست به اقدامات و اعمال سیاست‌های متفاوتی می‌زنند تا سرمایه در گردش را مدیریت نمایند که می‌تواند این سیاست‌های به‌صورت جسورانه باشد که پیامد آن کسب سود (تعهدی) بیشتر است؛ از قبیل بلندمدت کردن دوره وصول مطالبات به نیت افزایش فروش نسبه (گیل و بیگر<sup>1</sup>، 2013). از این رو، بازار براساس سود ابرازی واحدهای تجاری از خود واکنش نشان داده که این امر بر قیمت سهام در بازار تأثیر داشته که نتیجه‌ای جزء افزایش (یا کاهش) ثروت برای سهامداران نخواهد داشت (گول<sup>2</sup> و همکاران، 2012). اهمیت سرمایه در گردش از این حقیقت نشأت می‌گیرد که سطوح سرمایه در گردش، بر روی سودآوری و سطح ریسکی که شرکت می‌تواند متحمل شود تأثیر داشته و در نهایت بر ارزش شرکت مؤثر خواهند بود. بحران‌های نقدینگی اخیر اهمیت مدیریت و کنترل سرمایه در گردش را پررنگتر می‌کند. مدیران برای رسیدن به سرمایه در گردش بهینه باید بده بستان بین پیشینه سازی سودآوری و نقدینگی را کنترل کنند. از یک مدیریت سرمایه در گردش بهینه انتظار می‌رود که به‌صورت مثبت برای شرکت خلق ارزش کند. تحقیقات تجربی نشان داد که مدیریت سرمایه در گردش کارا، ارزش بازار یک شرکت را افزایش می‌دهد؛ در نهایت تأثیر مثبتی بر ارزش صاحبان سهام دارد (ساندی<sup>3</sup> و همکاران، 2012). حال مسئله‌ای که برای سرمایه‌گذاران مطرح است این می‌باشد که آیا سیاست‌های جسورانه مدیریت سرمایه در گردش تأثیری بر ثروت آن‌ها دارد. براین اساس مسأله اصلی پژوهش حاضر بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش جسورانه بر ثروت سهامداران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

### 3-1 اهداف تحقیق

مدیریت سرمایه در گردش عبارت است از ترکیب بهینه اقسام سرمایه در گردش یعنی دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری، می‌باشد. مدیران واحدهای انتفاعی در شرایط مختلف با توجه به عوامل درونی و بیرونی واحد انتفاعی و با توجه به ریسک و بازده، باید راهبرد مناسبی را برای دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری انتخاب نمایند. بررسی، کنترل و برنامه‌ریزی درباره اقسام سرمایه در گردش به

<sup>1</sup> Gill and Biger

<sup>2</sup> Gul et.al.

<sup>3</sup> Sunday

منظور انتخاب بهترین راهبرد در مدیریت و تعیین سیاست-های مناسب توسط مدیران واحدهای تجاری، لازم می‌باشد تا از این طریق ثروت سهامداران افزایش یابد. لذا برای پژوهش حاضر دو هدف مطرح می‌باشد: تبیین تأثیر سیاست‌های سرمایه‌گذاری جسورانه بر ثروت سهامداران. تبیین تأثیر سیاست‌های تأمین مالی جسورانه بر ثروت سهامداران. استفاده‌کنندگان و کاربران تحقیق می‌توانند شامل مدیران و سیاستگذاران بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی باشند. همچنین محققین و دانشگاهیان نیز می‌توانند در پیشبرد اهداف پژوهشی خود نیز از نتایج تحقیق حاضر منتفع گردند.

#### 4-1) اهمیت موضوع تحقیق

نقش بورس اوراق بهادار تهران در اقتصاد هر کشور مهم و با اهمیت می‌باشد. بررسی عملکرد مالی و نظارت بر وضعیت مالی بورس اوراق بهادار تهران، برای سپرده-گذاران، مالکان، سرمایه‌گذاران بالقوه، مدیران و البته تنظیم‌کنندگان بازار با اهمیت قلمداد می‌شود. امروزه هرگونه تحول در بورس اوراق بهادار می‌تواند تا حد زیادی بر فعالیتهای تجاری کشور تأثیرگذار باشد. بطوریکه بعد از آغاز مجدد بورس اوراق بهادار شاهد تغییرات محسوسی در اقتصاد کشور بوده است. باتوجه به اینکه سهامداران به‌دنبال سرمایه‌گذاری مطمئن می‌باشند و سیاست‌های مدیریت در سرمایه در گردش بر منافع آنها مؤثر است (گیل و بیگر، 2013). در این پژوهش به بررسی اثر سیاست‌های مدیریت در سرمایه در گردش جسورانه با ثروت سهامداران پرداخته می‌شود.

#### 5-1) سؤالات تحقیق

این تحقیق در پی یافتن پاسخی برای سوال تحقیق مبنی بر تعیین ارتباط بین سیاست‌های مدیریت سرمایه در گردش جسورانه با ثروت سهامداران است. بر این اساس سؤالات زیر مطرح می‌گردد:

**سوال 1:** چه تأثیری سیاست‌های سرمایه‌گذاری جسورانه<sup>1</sup> (AIP) مدیریت سرمایه در گردش بر ثروت سهامداران دارد؟

<sup>1</sup> Aggressive Investment Policy

**سوال 2:** چه تأثیری سیاست‌های تامین مالی جسورانه<sup>1</sup> (AFP) مدیریت سرمایه در گردش بر ثروت سهامداران دارد؟

### 1-6) فرضیه‌های تحقیق

فرضیه‌های این پژوهش به صورت زیر تنظیم گردیدند:  
**فرضیه اول تحقیق:** سیاست‌های سرمایه‌گذاری جسورانه بر ثروت سهامداران تأثیر دارد.

**فرضیه دوم تحقیق:** سیاست‌های تامین مالی جسورانه بر ثروت سهامداران تأثیر دارد.

### 1-7) قلمرو تحقیق

به‌طور کلی دامنه هر تحقیق باید مشخص و محدود باشد، دامنه تحقیق فعلی هم به شرح زیر مشخص و محدود می‌باشد:  
**قلمرو مکانی:** این تحقیق در بورس اوراق بهادار تهران انجام می‌گیرد.

**قلمرو زمانی:** دوره زمانی این تحقیق از سال 1388 لغایت 1392 می‌باشد.

**قلمرو موضوعی:** از لحاظ موضوعی در حوزه مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری می‌باشد.

جامعه آماری در این تحقیق شرکت‌های تولیدی و منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای شرایط زیر باشد را شامل می‌شود:

(الف) نمونه‌های انتخاب شده قبل از سال 1388 در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

(ب) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن منتهی به اسفند ماه باشد.

(ج) طی سال‌های مورد مطالعه تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشد.

(د) وقفه بیشتر از شش ماه در معاملات آن‌ها رخ نداده باشد.

(ه) نوع فعالیت شرکت، تولیدی بوده، لذا موسسات مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها در نمونه آورده نمی‌شوند.

(و) حقوق صاحبان سهام این شرکت‌ها منفی نباشد.

(ی) اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای تحقیق در سال‌های مورد بررسی موجود باشد.

### 1-8) روش تحقیق

این تحقیق از جهت هدف، کاربردی و به لحاظ روش از نوع بررسی همبستگی است. شایان ذکر است، روش پژوهش از جهت طرح تحقیق پس رویدادی است.

نمونه‌گیری تحقیق به صورت هدفمند است. بدین صورت که در هر مرحله از بین کلیه شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی که دارای شرایط پژوهش نباشند، حذف شده و در نهایت کل

<sup>1</sup> Aggressive Financing Policy

شرکت‌های باقی‌مانده جهت انجام آزمون انتخاب خواهند شد.

## 1-9) تعریف واژه‌ها و اصطلاحات

**مدیریت سرمایه‌درگرددش:** مدیریت دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری شرکت است که شامل مدیریت محافظه‌کارانه و جسورانه است (نیکومرام و همکاران، 1389).

**مدیریت محافظه‌کارانه:** مدیر تمایل به نگهداری دارایی‌های جاری زیادی دارد، بنابراین قدرت نقدینگی بالا و ریسک ناشی از باز پرداخت بدهی‌های سررسید شده به پائین‌ترین حد می‌رسد، در نتیجه ریسک نقدینگی و بازده این شرکت‌ها کم خواهد بود (نیکومرام و همکاران، 1389).

**مدیریت جسورانه:** مدیر می‌کوشد تا وجوه نقد و اوراق بهادار قابل فروش را به حداقل ممکن برساند، بنابراین باید ریسک عدم پرداخت به موقع بدهی‌های سررسید شده را بپذیرد و ممکن است شرکت در وضعیتی قرار بگیرد که نتواند بدهی‌های سررسید شده را بپردازد. در این شرکت‌ها ریسک نقدینگی بالا خواهد بود (نیکومرام و همکاران، 1389).

**سیاست‌های سرمایه‌گذاری جسورانه (AIP) = نسبت کل دارایی‌های جاری بر کل دارایی‌ها (افزا و نذیر<sup>1</sup>، 2008؛ اونومری<sup>2</sup> و همکاران، 2012).** آنان معتقدند که هر چه این نسبت پایین‌تر باشد به معنای سیاست نسبتاً تهاجمی خواهد بود.

**سیاست‌های تأمین مالی جسورانه (AFP) = نسبت کل بدهی‌های جاری بر کل دارایی‌ها (افزا و نذیر<sup>3</sup>، 2008؛ اونومری و همکاران، 2012).** آنان معتقدند که هر چه این نسبت بالاتر باشد به معنای سیاست نسبتاً تهاجمی خواهد بود.

بدین ترتیب که با استفاده از فرمول‌های هر یک از شاخص‌ها برای هر شرکت محاسبه گردید که خود یک عدد می‌باشد. برای سیاست‌های جسورانه سرمایه‌گذاری میانه تمام شرکت‌ها را محاسبه شد و شرکت‌هایی که پایین‌تر از میانه بودند جسور شناخته شدند. برای سیاست‌های جسورانه تأمین مالی میانه تمام شرکت‌ها را محاسبه شد و شرکت‌هایی که بالاتر از میانه بودند جزء شرکت‌های محافظه‌کار تلقی شدند.

**ثروت سهامداران (MPS):** قیمت پایانی بازار هر سهم شرکت  $i$  در سال  $t$  نشان‌دهنده ثروت سهامداران می‌باشد (گول<sup>4</sup> و همکاران، 2012).

<sup>1</sup> Afza and Nazir

<sup>2</sup> Onwumere et al.

<sup>3</sup> Afza and Nazir

<sup>4</sup> Gul and et.al.



**اندازه شرکت:** لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌ها (اونومیری و همکاران، 2012).  
**اهرم مالی:** نسبت کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها (اونومیری و همکاران، 2012).

## **10-1) ساختار تحقیق**

تحقیق حاضر از 5 فصل تشکیل شده است. مطالبی که در این تحقیق ارائه شده بطور خلاصه به شرح زیر است:  
**فصل اول:** کلیات تحقیق شامل مقدمه، بیان موضوع، اهداف تحقیق، اهمیت موضوع تحقیق، فرضیات تحقیق، قلمرو تحقیق، روش تحقیق، اطلاعات مورد نیاز و روش‌های جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل، تعریف واژه‌ها و اصطلاحات و ساختار تحقیق.

**فصل دوم:** مبانی نظری تحقیق شامل، مروری بر تحقیقات خارجی، مروری بر تحقیقات داخلی.

**فصل سوم:** روش شناسایی تحقیق شامل روش اجرایی تحقیق، تعریف و تبیین جامعه، نمونه و روش اندازه‌گیری، ابزار اندازه‌گیری، نحوه اجرای ارزشیابی، طرح تحقیق.

**فصل چهارم:** تجزیه و تحلیل و ارزشیابی اطلاعات (یافته‌های تحقیق) شامل؛ مقدمه، فرضیه‌های تحقیق.

**فصل پنجم:** خلاصه، نتیجه‌گیری، پیشنهادها.

# فصل دوم

## ادبیات و پیشینه

### پژوهش

#### 2-1 مقدمه

مدیریت سرمایه در گردش شامل تصمیماتی در مورد میزان و ترکیب دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری و تصمیمات سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها می‌باشد. ایجاد تعادل در دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری از اهمیت خاصی برخوردار است به طوری که تصمیم‌گیری در مورد یکی بر دیگری نیز تأثیر می‌گذارد. حال در این بین رفتار مدیران نیز حائز اهمیت است. مدیران با اتخاذ سیاست‌های مناسب موجب حیات بنگاه‌های اقتصادی بستگی دارند. چراکه حیات آن‌ها تا میزان زیادی به مدیریت منابع مربوط است، زیرا فعالیت‌های عملیاتی در یک

دوره که معمولاً يك سال است به شناخت سرمایه در گردش و مدیریت مطلوب آن مربوط می‌شود، سرمایه در گردش اصولاً با هدف افزایش سود تعیین نمی‌شود بلکه مدیران درصدد بر می‌آیند تا به نقدینگی مطلوبی برسند و بتوانند در سایه آن اهداف سودآور شرکت را تامین کنند. حاکمیت شرکتی و سازوکارهای مربوط به آن می‌توانند بر سیاست‌های متخذه بر مدیریت سرمایه در گردش (بلاخص جسورانه) تأثیرگذار باشد.

در این تحقیق سعی بر آن است تا با استفاده از مفاهیم و تئوری‌های مدیریت مالی و مطالعات انجام شده تأثیر سیاست‌های جسورانه مدیریت سرمایه در گردش را بر ثروت سهامداران مورد بررسی قرار گیرد و شواهد لازم جهت پاسخ به سؤالات تحقیق فراهم گردد.

## بخش اول: ادبیات تحقیق

### 2-2) ماهیت و اهمیت سرمایه در گردش

سرمایه در گردش یک واحد انتفاعی مجموعه مبالغی است که در دارایی‌های جاری سرمایه‌گذاری می‌شود که مشتمل بر وجوه نقد، اوراق بهادار، حساب‌ها و اسناد دریافتی، پیش پرداخت‌ها و سفارشات، موجودی مواد و کالای ساخته شده و نیمه ساخته است. تفاوت بدهی‌های جاری از دارایی‌های جاری، خالص سرمایه در گردش تعریف می‌شود. بدهی‌های جاری مشتمل بر حساب‌ها و اسناد پرداختی، پیش دریافت‌ها، اعتبارات کوتاه مدت و هزینه‌های معوق است (نیکومرام و همکاران، 1389).

مدیریت سرمایه در گردش عبارت است از: تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش به نحوی که ثروت سهامداران افزایش یابد (ریموند پی‌نو، 1380). مدیریت سرمایه در گردش شامل برنامه‌ریزی و کنترل



دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری به شیوه‌ای که خطر ابتلا به ناتوانی‌های مالی را از بین ببرد تا از این طریق از تعهدات کوتاه مدت نابجا جلوگیری و سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد در این دارایی‌ها نیز تحت کنترل باشند (دونگ و سو<sup>1</sup>، 2010).

اهمیت روزافزون سرمایه در گردش در تداوم فعالیت واحد انتفاعی موجب گردید که راهبردهایی گوناگونی در رابطه با مدیریت سرمایه در گردش مدنظر قرار گیرد. واحدهای انتفاعی با به کارگیری

راهبردهای گوناگون در رابطه با مدیریت سرمایه در گردش می‌توانند میزان نقدینگی شرکت را تحت تأثیر قرار دهند. این راهبردها میزان خطر و بازده آنها را مشخص می‌کند.

اهمیت مدیریت سرمایه در گردش باعث شده که این موضوع به صورت یک رشته تخصصی مدیریت مالی درآید. در شرکت‌های بسیار بزرگ، تعدادی مدیر اجرایی متخصص حضور دارند که به‌طور تمام وقت انرژی خود را منحصراً صرف اداره سرمایه در گردش شرکت می‌کنند. دلایل اهمیت این موضوع به شرح زیر است:

1- سطوح واقعی و مطلوب دارایی‌های جاری (با توجه به تغییراتی که در فروش واقعی و پیش‌بینی شده رخ می‌دهد) دستخوش تغییرات دائمی است. این وضع باعث می‌شود که درباره سطح مطلوب یا مورد انتظار از دارایی‌های جاری، به صورت مستمر (روزانه) تصمیماتی گرفته شود.

2- شاید با توجه به تغییراتی که در میزان دارایی‌های جاری رخ داده است، مدیران مجبور شوند در تصمیماتی که قبلاً برای تامین مالی گرفته‌اند تجدیدنظر کنند؛ مثلاً اگر برای تامین مالی دارایی‌های جاری از مبالغ سنگینی وام کوتاه مدت استفاده شده است، گرفتن وام‌های اضافی و تمدید وام‌هایی که سر رسید می‌رسند مستلزم صرف وقت و انرژی بیشتر مدیریت شرکت خواهد بود.

3- میزان منابع و مصارف وجوهی که به سرمایه در گردش تخصیص داده می‌شود باید مشخص شود. دارایی‌های جاری حدود 75 درصد کل دارایی‌های شرکت و بدهی‌های جاری حدود 60 درصد ساختار سرمایه هستند. این بدان معناست که به عنوان مثال اگر کل دارایی‌های یک شرکت 500 میلیارد ریال باشد، مبلغ 375 میلیارد ریال آن ممکن است به صورت دارایی‌های جاری باشد و بدهی‌های جاری هم حدود 300 میلیارد ریال خواهد شد.

<sup>1</sup> Dong and Su



4- اگر مدیریت سرمایه در گردش صحیح نباشد، احتمال دارد فروش و سود شرکت کاهش یابد و چه بسا شرکت در پرداخت بموقع دیوان و تعهدات خود ناتوان بماند (ریموند پی‌نو، 1380).

## 2-3 عوامل مؤثر بر سرمایه در گردش

عوامل زیادی ممکن است بر روی سرمایه در گردش و سیاست‌های سرمایه در گردش سازمان تأثیر بگذارد. در اینجا چهار مورد از این عوامل که از اهمیت بیشتری برخوردار است توضیح داده می‌شود و بقیه عوامل نیز در حد اشاره خواهد آمد.

### 2-3-1 مدیریت وجوه نقد

شرکت‌ها استراتژی‌های مدیریت وجوه نقد خود را بر محور دو هدف تعیین می‌کنند:

- 1) تهیه و تأمین وجه نقد برای انجام پرداخت‌های شرکت.
- 2) به حداقل رساندن موجودی‌هایی که در شرکت به صورت راکد باقی مانده است.

پلاک و کوکورک نیز اهداف مدیریت وجوه نقد را افزایش نقدینگی، کنترل جریان نقدی، افزایش ارزش سرمایه و کاهش هزینه‌های سرمایه بیان کرده‌اند و در مطالعه‌ای که در جمهوری چک داشته‌اند به این نتیجه رسیده‌اند که بسیاری از فعالیت‌های بانکداری و خزانه‌داری در جمهوری چک بر روی مدیریت وجوه نقد که شامل بودجه‌بندی سرمایه، مدیریت بدهی‌ها، روابط خوب با بانک‌ها، پرداخت به عرضه‌کنندگان، جمع‌آوری وجوه از مشتریان، کنترل پول خارجی و گزارش و حمایت فنی از این وظایف متمرکز شده‌اند. بنابراین می‌توان با توجه به این وظایف برای مدیریت وجوه نقد این چنین استدلال کرد که مدیریت مناسب و بهینه وجوه نقد بر روی مدیریت سرمایه در گردش سازمان تأثیر خواهد گذاشت چرا که بر روی مدت زمان وصول مطالبات و مدت زمان پرداخت بدهی‌ها تأثیر می‌گذارد و آن‌ها را در سطح بهینه نگه می‌دارد (ژانگ<sup>1</sup>، 2012).

### 2-3-2 نسبت بدهی

با این نسبت کل وجوهی که از محل بدهی‌ها تأمین شده محاسبه می‌شود و از تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید. چیو و چنگ<sup>2</sup> (2006) در مطالعه‌ای که بر روی عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش داشته‌اند، دریافته‌اند که نسبت بدهی ارتباط منفی معناداری با چرخه نقدی خالص و نیازمندی‌های سرمایه در گردش و در نتیجه با

<sup>1</sup> Zhang

<sup>2</sup> Chiou and Cheng

مدیریت سرمایه در گردش دارد و هر چه میزان نسبت بدهی بالاتر باشد میزان سرمایه در گردش لازم برای عملیات روزمره سازمان کاهش می‌یابد (چیو و چنگ، 2006).

### 2-3-3) جریان نقدي عملیاتی

چیو و چنگ (۲۰۰۶) در مطالعه اثر جریان نقدي عملیاتی بر روی مدیریت سرمایه در گردش دریافتند که جریان نقدي عملیاتی ارتباط مثبت معناداری با چرخه نقدي خالص و ارتباط منفي معنادار با نیازمندی‌های سرمایه در گردش دارد و در نتیجه بر روی مدیریت سرمایه در گردش سازمان تأثیرگذار می‌باشد (چیو و چنگ، ۲۰۰۶).

### 2-3-4) ابزارهای کنترل ریسک

یکی از مرتب‌ترین ریسک‌ها به سرمایه در گردش سازمان، ریسک نقدینگی می‌باشد. ریسک نقدینگی ریسک نبود وجه نقد برای بازپرداخت تعهدات است. عموماً شرکت‌ها هنگامی که به علل مختلف نتوانند محصولات خود را به فروش برسانند (افزایش موجودی کالا)، یا نتوانند وجوه نقد ناشی از فروش را دریافت کنند (وصول مطالبات) و یا این که هزینه‌های آنها افزایش بی‌رویه داشته باشد با مشکل نقدینگی مواجه می‌شوند. بروز مشکل نقدینگی باعث نقصان در ساختار مالی شرکت گردیده و متعاقب آن خرید مواد اولیه و پرداخت تعهدات جاری با مشکل مواجه می‌شود.

در این شرایط مدیریت ریسک به عنوان عاملی مؤثر برای حل مشکل نقدینگی شرکت‌ها در نظر گرفته می‌شود. گانداولی<sup>1</sup> (2006) بحث می‌کند که مدیریت ریسک بخش مهمی از فرآیند جریان نقدي می‌باشد و شرکت‌ها می‌توانند با انجام اقداماتی همچون سیاست‌های اعتباری مناسب، هزینه‌های بدهی را کاهش داده و ریسک اعتباری خود را بهتر مدیریت کنند. ابزارهای مدیریت ریسک زیادی موجود است که بر روی سرمایه در گردش سازمان تأثیر می‌گذارد. در اینجا در مورد استفاده از بیمه توضیحات مختصری ارائه می‌شود. بیمه یک ابزار است که به وسیله آن ریسک دو یا چند نفر یا شرکت از طریق مشارکت واقعی یا تعهد شده برای پرداخت به زیان دیده ترکیب می‌شود و می‌توان مزایای آن را این چنین برشمرد (گانداولی، 2006):

- ۱) افراد یا شرکت‌هایی را که متحمل خسارات غیر مترقبه می‌شوند تأمین مالی می‌کند.
- ۲) ناراحتی‌های فکری و فیزیکی ناشی از ترس و نگرانی بیمه‌گذار را از بین می‌برد.
- ۳) منجر به تولید، سطوح قیمت و ساختارهای قیمت بهینه می‌شود.

<sup>1</sup> Gundavelli

۴) وجوه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری را مهیا می‌کند.  
 ۵) وضعیت رقابتی شرکت‌های کوچک را بهبود می‌بخشد. غیر از عوامل اشاره شده در بالا عوامل دیگری نیز می‌تواند مدیریت سرمایه در گردش را تحت‌تأثیر خود قرار دهد. از آن جمله می‌توان به خط و مشی تولید شرکت، خط‌مشی اعتباری عرضه-کنندگان، فعالیت شرکت در خصوص رشد و توسعه، سهولت دست-یابی به مواد اولیه، سطح سود، سطح مالیات، خط مشی تقسیم سود، شیوه‌های مدیریت عملیات و غیره به عنوان عوامل موثر در تعیین میزان سرمایه در گردش سازمان اشاره کرد.  
 نکته مهمی که باید مورد توجه قرار گیرد این مسأله است که سازمان‌ها باید توجه کافی به این عوامل بنمایند و با شناسایی دقیق این عوامل تأثیرگذار و اثرات آن‌ها بر روی مدیریت سرمایه در گردش، از تأثیرات مثبت این عوامل در سازمان بهره‌مند گردند. همچنین ذکر این نکته نیز لازم به نظر می‌رسد که عوامل اشاره شده در بالا می‌تواند بر سیاست‌های سرمایه در گردش سازمان تأثیرگذار باشد و سازمان‌ها می‌توانند با توجه به این عوامل سیاست‌های جسورانه یا محافظه-کارانه در خصوص سرمایه در گردش اتخاذ نمایند.

## 2-4) راهبردهای مختلف سرمایه در گردش و تأمین مالی

اهمیت روزافزون سرمایه در گردش در تداوم فعالیت واحدهای انتفاعی موجب گردید راهبردهای مختلفی برای مدیریت سرمایه در گردش مدنظر قرارگیرد. واحدهای انتفاعی با بکارگیری راهبردهای گوناگون در رابطه با مدیریت سرمایه در گردش می‌توانند میزان نقدینگی شرکت را تحت تأثیر قرار دهند. این راهبردها میزان خطر و بازده آن‌ها را مشخص می‌کند. به طور کلی مدیران در اداره واحدهای انتفاعی یا خطرپذیر هستند (اصطلاحاً جسورانه عمل می‌کنند) و یا اینکه خطرگریز هستند که به تعبیری محافظه‌کارانه عمل می‌نمایند. مدیران سرمایه در گردش نیز از این مقوله مستثنی نیستند. این مدیران از دو راهبرد برای مدیریت سرمایه در گردش استفاده می‌نمایند (ریموند پی‌نو، 1380).

به‌طور کلی راهبردهای مدیریت سرمایه در گردش به سه دسته تقسیم می‌شود: استراتژی محافظه‌کارانه، استراتژی جسورانه و استراتژی میانه‌رو (مرادی و همکاران، 1393). در استراتژی محافظه‌کارانه، نسبت سرمایه در گردش خالص بالا خواهد بود و قدرت نقدینگی بیش از حد بالاست. در این حالت مدیریت می‌کوشد تا نسبت نقدینگی (آنی) و نسبت جاری شرکت را به مقیاسی برساند که از مقادیر متعلق به متوسط صنعت بالاتر و همزمان بدهی جاری آن پایین‌تر شود. استراتژی جسورانه سعی می‌کند که با داشتن کمترین میزان دارایی‌های جاری، بیشترین استفاده را از بدهی‌های

جاری ببرد. مدیر مالی شرکتی که سیاستی جسورانه در گیش می‌گیرد می‌کوشد تا مقدار این نسبت‌ها را کاهش دهد، در صدد بر می‌آید تا نسبت جاری و آئی را به مقداری برساند که از متوسط صنعت کمتر و چه بسا سرمایه در گردش خالص منفی کند و میزان بدهی جاری را افزایش دهد. استراتژی میانه‌رو حد متعادل استفاده از دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری است و ریسک معقول را می‌پذیرد. مدیر مالی شرکتی که سیاست میانه‌رو در پیش می‌گیرد:

1- اگر دارایی‌های جاری را در حوزه سیاست محافظه‌کارانه و بدهی‌های جاری را هم سیاست جسورانه در پیش بگیرد، ریسک و بازده متعادل می‌شود. یعنی دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری را به یک نسبت متعارف در حداکثر ممکن نگهداری کند.

2- اگر در مورد دارایی‌های جاری سیاست جسورانه در پیش بگیرد و همزمان بدهی‌های جاری سیاست محافظه‌کارانه باشند ریسک و بازده متعادل می‌شود. یعنی دارایی‌های جاری را در حداقل ممکن نگهداری کند و بدهی‌های جاری را نیز در حداقل ممکن نگهداری کند (رهنمای رودپشتی و کیائی، 1387).

اهمیت روزافزون سرمایه در گردش در تداوم فعالیت واحدهای انتفاعی موجب گردید راهبردهای مختلفی برای مدیریت سرمایه در گردش مدنظر قرار گیرد. واحدهای انتفاعی با به‌کارگیری راهبردهای گوناگون در رابطه با مدیریت سرمایه در گردش می‌توانند میزان نقدینگی شرکت را تحت تاثیر قرار دهند. این راهبردها میزان خطر و بازده آن‌ها را مشخص می‌کند. به طور کلی مدیران در اداره واحدهای انتفاعی یا خطرپذیر هستند (اصطلاحاً جسورانه عمل می‌کنند) و یا اینکه خطرگریز هستند که به تعبیری محافظه‌کارانه عمل می‌نمایند. مدیران سرمایه در گردش نیز از این مقوله مستثنی نیستند. این مدیران از دو راهبرد برای مدیریت سرمایه در گردش استفاده می‌نمایند (رهنمای رودپشتی و کیائی، 1387).

تحقیقی که در این زمینه می‌توان به آن اشاره کرد مطالعات تئوریک باچر<sup>1</sup> (2006) و بررسی استراتژی‌های سرمایه در گردش و بازده سهام باشد (حسن‌پور، 1388). باچر در مطالعات خود دو نوع استراتژی تأمین مالی را مدنظر قرار می‌دهد. در استراتژی محافظه‌کارانه واحدهای تجاری تا زمانی که نقد کافی برای تکمیل پروژه فراهم شود عملیات اصلی را به تعویق می‌اندازند در مقابل استراتژی جسورانه با وجود منابع محدود حتی قبل از تأمین مالی خارجی بعضی عملیات اصلی پروژه را انجام می‌دهند در نتیجه نوع استراتژی در انتخاب

<sup>1</sup> Butcher

پروژه مؤثر است. نتایج مطالعه داخلی صورت گرفته در این زمینه نشان می‌دهد که میانگین بازده در استراتژی‌های مختلف با یکدیگر تفاوت معنادار دارد و استراتژی جسورانه بیشترین بازده را در بین سایر استراتژی‌های در کل صنایع دارد.

معمولاً بخش قابل توجهی از منابع شرکتها در سرمایه در گردش سرمایه‌گذاری می‌شود که این امر خود بر اهمیت مدیریت سرمایه در گردش می‌افزاید. علاوه بر این شرکتها وجوهی را که به دست می‌آورند در جهت مصارف گوناگون خرج می‌کنند. به عنوان مثال داشتن موجودی کافی و سیاست اعتباری باز می‌تواند درآمد فروش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد؛ همان طور که نگهداری موجودی کافی می‌تواند ریسک کمبود موجودی را در زمان تقاضای زیاد بازار کاهش دهد و همچنین از تأخیر و وقفه در برنامه تولید جلوگیری کند و یا با استفاده از سیاست اعتباری باز فروش شرکت را افزایش داد. از طرفی ممکن است نگهداری بیش از حد موجودی و یا دادن اعتبار زیاد به مشتریان باعث شود که حجم زیادی از وجوه نقد در سرمایه در گردش بلوکه شود (عباسزاده و همکاران، 1392).

دیلوف (2003) موارد فوق می‌تواند تحت استراتژی سرمایه در گردش مورد بررسی قرار گیرد. سرمایه‌گذاری وجوه مالی در دارایی‌های مختلف، تنها بخشی از کل تصمیم‌گیری‌ها و برنامه‌ریزی‌های مالی است که اغلب افراد انجام می‌دهند. قبل از اینکه افراد سرمایه‌گذاری انجام دهند، هر فردی باید یک طرح کلی داشته باشد. این چنین طرحی باید در برگیرنده تصمیم‌گیری مربوط به انجام معامله، نحوه مالکیت، طول عمر دارایی و میزان سودآوری آن باشد. بیان فرآیند فرصت‌های سرمایه‌گذاری مستلزم تجزیه و تحلیل ماهیت اصلی تصمیمات سرمایه‌گذاری است. در این حالت فعالیت‌های مربوط به فرآیند تصمیم‌گیری تجزیه و تحلیل شده و عوامل مهمی که بر روی تصمیم‌گیری آنها تأثیرگذار می‌باشد مورد بررسی قرار می‌گیرد. بنابراین سرمایه‌گذاران به دنبال بازده بیشتر می‌باشند و رابطه میان ریسک و بازده سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار می‌دهند (شورورزی و آزادوار، 1389).

## 1-4-2) مدیریت دارایی‌های جاری

### 1-1-4-2) مدیریت محافظه‌کارانه دارایی‌های جاری<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Conservative Current Asset Management

مدیریت محافظه‌کارانه آن است که شرکت با نگهداری پول نقد و اوراق بهادار قابل فروش می‌کوشد قدرت نقدینگی خود را حفظ کند. ریسک این نوع مدیریت بسیار اندک است، زیرا داشتن قدرت نقدینگی نسبتاً زیاد به شرکت این امکان را می‌دهد که موجودی کالا را به مقدار کافی تهیه و اقدام به فروش نسبی کند. از این رو برای این شرکت‌ها ریسک از دست دادن مشتری بسیار اندک است. از طرف دیگر نقدینگی نسبتاً زیاد به آنها این امکان را می‌دهد که بدهی‌های سررسید شده را به موقع بپردازند و با خطر ورشکستگی مواجه نشوند. معمولاً مدیران مالی وصول مطالبات را به عنوان یکی از منابع تهیه پول برای پرداخت بدهی‌های خود به حساب می‌آورند و توقع دارند که با وصول آنها بتوانند بدهی‌های جاری خود را بپردازند. اگر در مواردی وصول مطالبات کمتر از مبلغ مورد انتظار شود یا شرکت نتواند برخی از اقلام بدهی را که سررسید شده‌اند تمديد کند، آنگاه قدرت نقدینگی شرکت این توان را به وی می‌دهد که از عهده پرداخت این نوع بدهی‌ها برآید.

مدیر مالی که در اداره امور سرمایه در گردش محافظه‌کارانه عمل می‌کند بازدهی اندکی خواهد داشت، زیرا پول نقد و اوراق بهادار قابل فروش، یا اصلاً بازدهی ندارد یا بازدهی بسیار ناچیزی خواهد داشت. به علاوه، اجرای این سیاست گاه باعث می‌شود که سطح موجودی کالا به چندین برابر مقدار مورد نیاز برسد، زیرا نظر مجری این سیاست این است که بتواند پاسخگوی سفارش‌های پیش‌بینی نشده مشتریان احتمالی باشد. وجوه به کار گرفته شده در موجودی کالای اضافی هیچ سودی را عاید شرکت نخواهد کرد، از این رو نرخ بازدهی شرکت کاهش می‌یابد (نیکومرام و همکاران، 1389).

#### 2-1-4-2) مدیریت جسورانه دارایی‌های جاری<sup>1</sup>

مدیر شرکتی که این نوع مدیریت را اعمال می‌کند، همواره می‌کوشد تا وجوه نقد و اوراق بهادار قابل فروش را به حداقل ممکن برساند. اگر مدیر جسورانه عمل کند، درصد برمی‌آید تا وجوهی را که در موجودی کالا سرمایه‌گذاری می‌شود به حداقل برساند. شرکتی که سهامت این را دارد تا وجوه نقد و اوراق بهادار را به حداقل برساند باید ریسک عدم پرداخت به موقع بدهی‌های سررسید شده را بپذیرد. چنین شرکتی شاید نتواند پاسخ‌گوی سفارش‌های مشتریان باشد و از این لحاظ هم متحمل ضرر خواهد شد (چون نمی‌تواند فروش کند). شرکت برای جبران چنین ضررهایی، در اجرای سیاست جسورانه خود در صدد برمی‌آید

<sup>1</sup> Aggressive Current Asset Management



تا برای تهیه دارایی‌های ثابت، منابع مالی را مورد استفاده قرار دهد (نیکومرام و همکاران، 1389).

#### 2-4-2) مدیریت بدهی‌های جاری

سرمایه در گردش مستلزم تعیین و حفظ سطح معینی از هر یک از اقلام دارایی جاری و کل دارایی‌های جاری است. بنابراین اگر نوع مدیریت دارایی‌های جاری مشخص باشد، مدیریت بدهی‌های جاری شرکت می‌کوشد، تا ترکیبی مطلوب از منابع مالی ترسیم کند. در اجرای چنین سیاستی فرض بر این گذاشته می‌شود که نرخ بهره وام‌های کوتاه مدت از نرخ بهره برای وام بلندمدت کمتر است (نیکومرام و همکاران، 1389).

#### 1-2-4-2) مدیریت محافظه‌کارانه بدهی‌های جاری<sup>1</sup>

مدیریت بدهی‌های جاری می‌کوشد تا در ساختار مالی شرکت، میزان وام‌های کوتاه مدت را به حداقل ممکن برساند. برای تهیه دارایی‌های جاری سعی می‌شود تا از وام‌های بلندمدت که بهره شناور دارند، استفاده کند اما مدیری که بیش از حد محافظه‌کار است، می‌کوشد به جای گرفتن این گونه وام‌ها از منابع مالی دیگری مثل سرمایه صاحبان سهام استفاده کند. ساختار سرمایه شرکتی که مدیر آن چنین سیاستی را در پیش می‌گیرد تقریباً از دو قلم تشکیل می‌گردد: حساب‌های پرداختی و حقوق صاحبان سهام. شرکتی که وام‌های کوتاه مدت را به حداقل ممکن می‌رساند احتمال ریسک ورشکستگی (ناتوانی در باز پرداخت به موقع وام‌ها یا تمدید آن‌ها) را به شدت کاهش خواهد داد. اگر شرکتی به جای وام‌های کوتاه مدت از وام‌های بلند مدت و حقوق صاحبان سهام استفاده کند باعث می‌شود که هزینه سرمایه‌اش بیشتر شود و نرخ بازده سهامداران شرکت کاهش یابد (نیکومرام و همکاران، 1389).

#### 2-2-4-2) مدیریت جسورانه بدهی‌های جاری<sup>2</sup>

اگر مدیری سیاست جسورانه اتخاذ کند، می‌کوشد تا سطح وام‌های کوتاه مدت را به حداکثر برساند و دارایی‌های جاری خود را از محل این وام‌ها تامین کند. اجرای این نوع مدیریت مستلزم این نیست که شرکت اصلاً از وام بلندمدت استفاده نکند، زیرا دارایی‌های ثابت شرکت را می‌تواند از محل وام‌های بلندمدت تامین مالی کند. اگر وام‌های کوتاه مدت یک شرکت به حداکثر ممکن برسند، خطر و احتمال اینکه شرکت نتواند به موقع آنها را باز پرداخت نماید افزایش خواهد یافت.

<sup>1</sup> Conservative Current Liability Management

<sup>2</sup> Aggressive Current Liability Management

روش‌های تأمین منابع مالی به لحاظ گستره زمانی با نرخ بهره رابطه مستقیم دارند. بنابراین شناخت انواع روش‌های تأمین مالی، دستیابی به اهداف مدیریت مالی را تسهیل خواهد کرد.

**جدول شماره (1-2): دارایی‌های نقد**

نوع مدیریت	نقدینگی بالا	نوع مدیریت	نقدینگی پایین	تامین مالی
محافظه کارانه	بازده و خطر معتدل	جسورانه	بازده و ریسک بالا	کوتاه مدت
جسورانه	بازده و خطر بالا	محافظه کارانه	بازده و ریسک معتدل	بلند مدت

جدول شماره (1-2) رابطه بین دارایی‌های نقد و روش‌های تامین مالی را با توجه به خطر و بازده و ارتباط آنها با مدیریت سرمایه در گردش نشان می‌دهد (نیکومرام، 1380).

زمانی که، میزان نقدینگی پائین و تامین مالی کوتاه مدت باشد، نوع مدیریت سرمایه در گردش جسورانه است. بنابراین بازده و خطر بالاست. در مقابل وقتی که نقدینگی بالا و تامین مالی کوتاه مدت است نوع مدیریت سرمایه در گردش محافظه‌کارانه خواهد بود. آنچه که توجه به آن از اهمیت خاصی برخوردار است، انتخاب مناسب‌ترین نوع مدیریت سرمایه در گردش در شرکت است. در شرایطی، مدیریت محافظه کارانه، کارآمدتر و اثربخش‌تر است اما در شرایط دیگر، مدیریت جسورانه می‌تواند مؤثرتر باشد. انتخاب این دو نوع مدیریت و توجه به سایر شرایط هر واحد انتفاعی، کیفیت مدیریت سرمایه در گردش را ارتقاء خواهد بخشید. عواملی نظیر بازار، موقعیت زمانی و مکانی واحد انتفاعی، حجم عملیات، نوع فعالیت، سیاست مدیریت، درجه مخاطره‌پذیری مدیران، زمان و شرایط تأمین مالی، محدودیت ابزار و بازار مالی، میزان ریسک و بازده مدیریت، الگوهای رفتاری و تجربیات مدیران سرمایه در گردش، هر یک به سهم خود در انتخاب مناسب مدیریت سرمایه در گردش تاثیر دارند.

## **2-5) مدیریت سرمایه در گردش، ریسک و بازده**

شرکت‌ها می‌توانند با کارگیری روش‌های گوناگون، در رابطه با مدیریت سرمایه در گردش، میزان نقدینگی شرکت را تحت تاثیر قرار دهند. این روش‌ها را میزان ریسک و بازده آنها مشخص می‌کند. مدیران سرمایه در گردش به دو دسته تقسیم می‌شوند: محافظه‌کار و متهور (جسور). مدیریت محافظه‌کارانه در مدیریت سرمایه در گردش باعث خواهد



شد که قدرت نقدینگی بیش از حد بالا برود. در اجرای مدیریت محافظه‌کارانه سعی می‌شود که ریسک ناشی از ناتوانی باز پرداخت بدهی‌های سر رسید شده به پایین‌ترین حد برسد. مدیر در این نوع مدیریت، می‌کوشد تا مقدار زیادی دارایی جاری (که نرخ بازده شان پایین است) نگه دارد، از اینرو شرکت‌هایی که مدیریت محافظه‌کارانه داشته باشند به اصطلاح دارای ریسک نقدینگی و بازده اندک خواهند بود. مدیریت سرمایه در گردش با اجرای مدیریت جسورانه می‌کوشد تا با داشتن کمترین میزان دارایی جاری، از بدهی‌های جاری بیشترین استفاده را ببرد و شرکت را این گونه اداره کند. در اجرای این مدیریت، ریسک نقدینگی بسیار بالا خواهد رفت و شرکتی که این نوع مدیریت را به اجرا در آورد، بارها در وضعیتی قرار می‌گیرد که نمی‌تواند بدهی‌های سر رسید شده را بپردازد. از سوی دیگر، چون حجم دارایی‌های جاری به پایین حد می‌رسد، نرخ بازده سرمایه‌گذاری بسیار بالا می‌رود (البته اگر شرکت ورشکست نشود).

شرکت‌هایی که مدیریت جسورانه در پیش می‌گیرند ریسک بالایی را می‌پذیرند و نرخ بازدهی شان بالاست. شرکت‌ها می‌توانند در مدیریت دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری، روش‌هایی گوناگونی را به کار ببرند. با ترکیب این روش‌های گوناگون می‌توان مدیریتی را در پیش گرفت که سرمایه در گردش به حد مطلوب برسد (ریموند پی‌نو، 1387).

## 6-2) ویژگی‌های ریسک و بازده با توجه به مدیریت دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری

مدیران با سیاست‌ها و رویه‌های مختلف در شرکت تصمیم‌گیری می‌کنند. این تصمیمات در فرایند سودآوری شرکت (در بلندمدت) نقشی اصلی و تعیین‌کننده ایفا می‌کنند و در مدیریت سرمایه در گردش، دو تاثیر دارد: اول، کالاها یا خدماتی که با پیش‌بینی فروش یا تولید ارائه می‌گردد به مدیران سرمایه در گردش این امکان را می‌دهد که سطوح دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری را تخمین بزنند.

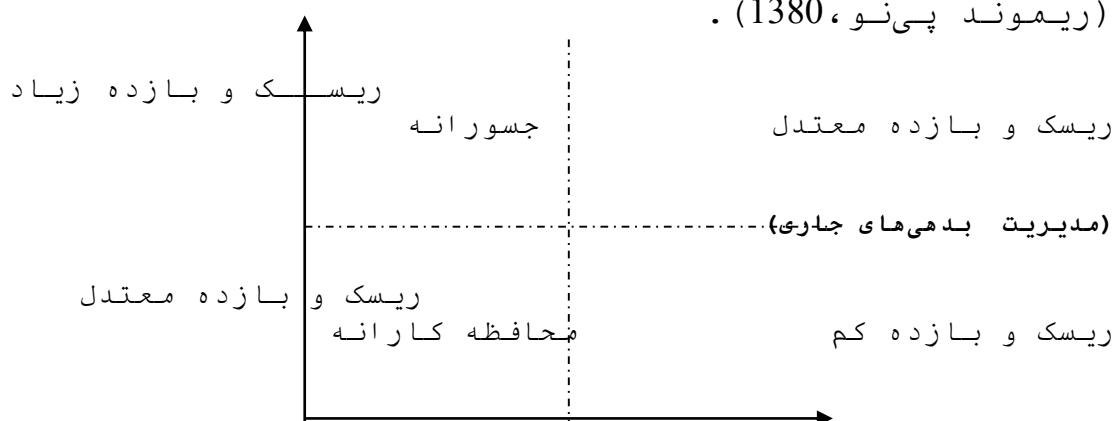
دوم، مدیران از طریق حفظ قدرت نقدینگی شرکت بر ثروت سهامداران می‌افزایند. سیاستی که یک مدیر مالی در مورد اداره امور سرمایه در گردش شرکت در پیش می‌گیرد ممکن است با توجه به دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری باشد. مثلاً امکان دارد که مدیری هم در مورد بدهی‌های جاری و هم در مورد دارایی‌های جاری محافظه‌کارانه عمل کند و مدیر شرکت دیگری، در مورد هر دو، مدیریت جسورانه را در پیش بگیرد، ولی اکثر شرکت‌ها نوع مدیریتی را اتخاذ می‌کنند که از نظر ریسک و بازده در وضعیتی نسبتاً

متعادل قرار گیرند روش‌های متعادل برای مدیریت سرمایه در گردش دارای خصوصیات زیر است:

1- حجم دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری در حد متعارف باشد.

2- مدیریت جسورانه در مورد دارایی جاری در سایه مدیریت محافظه‌کارانه در مورد بدهی جاری، خنثی شود.

برعکس، اگر شرکتی در مورد بدهی‌های جاری مدیریت جسورانه اتخاذ کند و در مورد دارایی‌های جاری مدیریت محافظه‌کارانه در پیش گیرد، سیاست کلی شرکت متعادل، و بین ریسک و بازده نوعی توازن برقرار می‌گردد. در نمودار زیر مفهوم ترکیب این دو نوع مدیریت در اجرای مدیریت سرمایه در گردش نشان داده شده است. بر روی محور افقی، مدیریت دارایی‌های جاری و بر روی محور عمودی، مدیریت بدهی‌های جاری ترسیم شده است. بنابراین، می‌توان در دامنه معقول و در محدوده اقدامات امکان پذیر، حدود ریسک و بازده را تامین کرد. همچنین در نمودار زیر ویژگی‌های ریسک و بازده متعلق به اجرای روش مدیریت مربوط به سرمایه در گردش را که حاصل اجرای هر یک از روش‌ها (در خصوص دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری) است نشان داده ایم. هدف از ترسیم این نمودار این نبوده است که چگونه می‌توان از پایین‌ترین حد ریسک و بازده به سطح متعادل و سپس به بالاترین حد رسید، بلکه هدف این بوده که نحوه ترکیب دو نوع مدیریت (در مورد بدهی‌های جاری و دارایی‌های جاری) و رسیدن به یک مدیریت مطلوب در خصوص سرمایه در گردش را افشا کنیم (ریموند پی‌نو، 1380).



جسورانه

محافظه کارانه

(مدیریت

دارایی‌های جاری)

نمودار شماره (1-2): ویژگی‌های ریسک و بازده با توجه به

مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌های جاری

2-7) نسبت‌های مالی و مدیریت سرمایه در گردش

شرکتی که مدیریت سرمایه در گردش آن محافظه‌کارانه عمل می‌کند موقعیت زیر را خواهد داشت: نسبت نقدینگی، نسبت جاری و نسبت سرمایه در گردش خالص آن بالا خواهد بود. مدیر مالی شرکتی که مدیریت جسورانه در پیش می‌گیرد می‌کوشد تا مقدار این نسبت‌ها را کاهش داده و چه بسا سرمایه در گردش خالص شرکت را منفی کند دو معیار مشخص‌کننده مدیریت سرمایه در گردش عبارتند از:

1. تجزیه و تحلیل روند زمانی نسبت‌ها و سرمایه در گردش خالص

2. مقایسه نسبت‌های شرکت با مقادیر متعلق به متوسط است.

متداول‌ترین روش‌های تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی، استفاده از نسبت‌های مالی است. نسبت‌های مالی در حقیقت ارتباط دو یا چند عنصر مالی نظیر دارایی‌ها، بدهی‌ها، سرمایه، درآمدها، هزینه‌ها و سود را با یکدیگر می‌سنجد تا از نقاط قوت و ضعف مالی یک واحد انتفاعی آگاهی لازم به دست آید.

با توجه به اینکه دارایی جاری هر واحد انتفاعی به‌عنوان سرمایه در گردش آن واحد تلقی می‌شود، چنانچه بدهی‌های جاری را از آن کسر نمایم خالص سرمایه در گردش محاسبه می‌گردد. توجه به دو عنصر مالی یعنی دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری در تجزیه و تحلیل سرمایه در گردش با اهمیت است. به کمک نسبت‌های نقدینگی، تحلیل‌گر مالی دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری را به‌عنوان متغیرهای مالی عملیاتی با یکدیگر می‌سنجد. مهم‌ترین نسبت‌های نقدینگی عبارتند از: 1- نسبت جاری 2- نسبت آبی 3- نسبت نقد 4- نسبت سرمایه در گردش 5- نسبت دوره وصول مطالبات 6- نسبت دوره نگهداری موجودی‌ها 7- نسبت وجوه نقد عملیاتی 8- نسبت دوره پرداخت بدهی‌ها. در جدول شماره (2-2) رابطه و هدف هر یک از نسبت‌های فوق ارائه شده است:

جدول شماره (2-2): نسبت‌های مالی

نام نسبت	رابطه	هدف
جاری	$\frac{\text{دارایی‌های جاری}}{\text{بدهی‌های جاری}}$	سنجش توان پرداخت تعهدات کوتاه مدت
آبی	$\frac{\text{حسابهای دریافتی} + \text{اوراق بهادار} + \text{وجوه نقد}}{\text{بدهی‌های جاری}}$	سنجش سرعت توان پرداخت تعهدات کوتاه مدت
نسبت دارایی‌های نقد به دارایی‌های جاری	$\frac{\text{اوراق بهادار} + \text{وجه نقد}}{\text{دارایی‌های جاری}}$	سنجش قدرت نقدینگی دارایی‌های جاری

سنجش سرعت توان پرداخت تعهدات کوتاه مدت	اوراق بهادار + وجه نقد بدهی‌های جاری	نسبت دارایی‌های نقد به بدهی‌های جاری
سنجش توان پرداخت تعهدات کوتاه مدت	بدهی‌جاری - دارایی جاری	خالص سرمایه در گردش
سنجش مدت زمان وصول مطالبات ناشی از فروش نسبه جهت ارزیابی سرعت توان پرداخت تعهدات کوتاه مدت	حسابها و اسناد دریافتی $\times 360$ فروش اعتباری خالص سالانه	دوره وصول مطالبات
سنجش مدت زمان نگهداری موجودی‌ها جهت ارزیابی توان پرداخت تعهدات کوتاه مدت	موجودی‌ها $\times 360$ فروش خالص	دوره نگهداری موجودی‌ها
سنجش تولید وجه نقد ناشی از عملیات از کل دارایی‌ها	خالص وجوه نقد عملیاتی متوسط ناخالص کل دارایی‌ها	وجوه نقد عملیاتی
سنجش مدت زمان پرداخت بدهی ناشی از خرید نسبه	حسابها و اسناد پرداختی $\times 360$ خرید اعتباری سالانه	دوره پرداخت بدهی‌ها

نسبت‌های مالی مذکور، ابزار تجزیه و تحلیل سرمایه در گردش هستند. استفاده مطلوب از اطلاعات این نسبت‌ها در مدیریت سرمایه در گردش بسیار مفید خواهد بود (نیکومرام، 1380).

## 2-8) اجزاء سرمایه در گردش

### 2-8-1) دارایی‌های جاری

ماتور<sup>1</sup> (2003) دو ویژگی اصلی را برای دارایی‌های جاری بر شمرده که عبارتند از عمر کوتاه مدت و تبدیل آن به سایر اشکال دارایی. شرکت‌ها می‌توانند از طریق اداره صحیح موجودی نقد، حساب‌های دریافتی و موجودی کالا، نرخ بازده را حداکثر کنند و ریسک نقدینگی و تجاری را به حداقل برسانند. بالا بودن مانده دارایی‌های جاری یا هریک از حساب‌ها، ریسک را افزایش می‌دهد (ماتور، 2003).

### 2-8-1-1) وجه نقد

وجه نقد هم شامل تنخواه و هم شامل پول نقد نزد بانک می‌شود. یک شرکت برای معاملات و اهداف سوداگری<sup>2</sup> نیاز به وجه نقد دارد. وجه نقد منجر به توسعه نقدینگی شرکت می‌شود اما سوال اینجاست که چرا شرکت در زمانی که

<sup>1</sup> Mathur

<sup>2</sup> Speculation Purpose

اختیار سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار کوتاه مدت را دارند، باید ذخایر نقدی داشته باشد؟ پاسخ این سوال ایجاد نقدینگی بیشتری در زمانی است که اوراق بهادار قابل معامله<sup>1</sup> باشد. وجه نقد باید در سرمایه‌گذاری‌ها مورد بررسی قرار گیرد که برای یک کسب و کار اطمینان‌پویسته‌ای از این سرمایه‌گذاری حاصل شود. بدون شک یک شرکت زمانی می‌تواند از وجه نقد خود بهره‌جوید که آنرا در اوراق بهادار قابل معامله‌ای که نیز قابل پرداخت باشد سرمایه‌گذاری نماید. نگهداری ذخایر نقدی برای تمامی کسب و کار امری قابل توجیه می‌باشد اما چه مقدار وجه نقد بایستی یک شرکت نزد خود نگه دارد؟ سوال خیلی مهمی است، زیرا حداقل وجه نقد ممکن است شرکت را در موقعیتی که توانایی پرداخت بدهی‌های جاری خود نداشته باشد، قرار می‌دهد (ژانگ، 2012).

از سوی دیگر تراز نقدی<sup>2</sup> ممکن است هیچ بازده‌ای را حاصل نکند. سطح حداقل ذخایر نقدی وابسته به توانایی یک شرکت در جهت افزایش وجه نقد در زمانی است که اولاً مورد نیاز باشد، ثانیاً در آینده به وجه نقد نیاز داشته باشیم و بر این اساس وجه نقد را درجهت مقابله با وقایع ناگهانی آتی نگه دارند.

شرکت‌ها همچنین می‌توانند با ذخایر نقدی کافی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در دسترس بهره‌برند اما داشتن سطح بالایی از ذخایر نقدی، یک منبع بیهوده (بلااستفاده) را ایجاد نماید. افزایش ذخایر نقدی معمولاً به فرصت‌های سرمایه‌گذاری در دسترس آتی، بازده سرمایه‌گذاری و هزینه معاملات سرمایه‌گذاری‌ها در بازار وابسته می‌باشد. ما کمینه و ماکزیمم کردن تراز نقدی را مورد بحث قرار دادیم اما تراز نقدی بهینه‌ای که می‌تواند با سودآوری و نقدینگی تراز شود، چیست؟

میلر- اور<sup>3</sup> (1966) معتقد است که مدل مدیریت نقد، مدلی ریاضیاتی می‌باشد که فقط به شرکت‌ها جهت درک تراز نقدی بهینه هدف<sup>4</sup>، یاری نمی‌کند بلکه در جهت درک سطح ماکزیمم ذخایر نقدی می‌باشد.

$$Z = \{(3 \times TC \times V) / (4 \times R) + L\}^{1/3}$$

این فرمول تراز نقدی هدف را فراهم می‌آورد که:

TC: هزینه معاملات<sup>5</sup>

V: واریانس جریان نقدی خالص روزانه<sup>6</sup>

<sup>1</sup> Marketable Securities

<sup>2</sup> Cash Balance

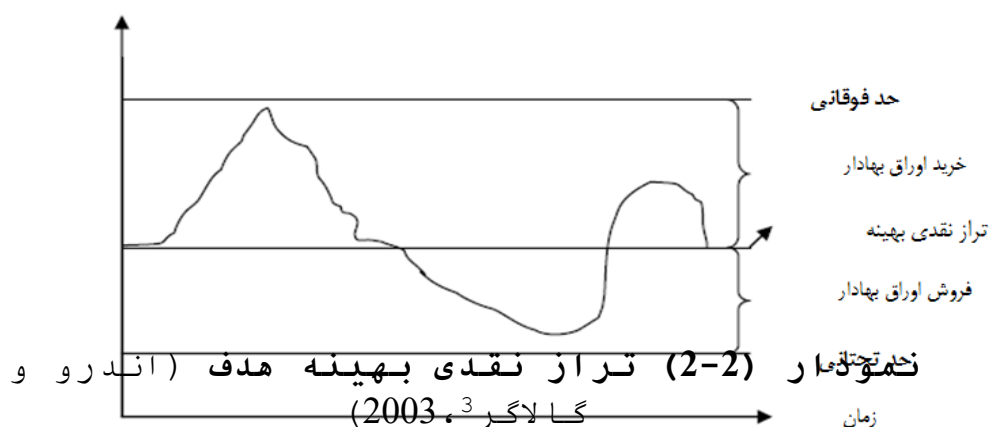
<sup>3</sup> Miller-Orr

<sup>4</sup> Optimal Target Cash Balance

<sup>5</sup> Transaction Cost

<sup>6</sup> Variance Of Net Daily Cash Flow

R: نرخ بازده سرمایه گذاری کوتاه مدت<sup>1</sup>  
 L: حد تحتانی (پائینی)<sup>2</sup>



میلر همچنین فرمولی را برای سطح فوقانی یا تراز نقدی ماکزیمم<sup>4</sup> ایجاد کرده است.

$$3Z-2L = \text{تراز نقدی ماکزیمم}$$

مدیریت یک شرکت تصمیم روی تراز نقدی کمینه و یا حد نقدی تحتانی را از طریق به خاطر آوردن فاکتورهای که قبلاً بحث کردیم، می‌گیرد. به گفته میلر در صورتی یک شرکت وجه نقد بیشتری از تراز نقدی هدف داشته باشد، در آن زمان بایستی اقدام به خرید اوراق بهادار نماید تا بتواند سطح نقدی خود را کاهش دهد. و اگر منابع نقدی کمتری نسبت به جریان نقدی هدف داشته باشد، در آن زمان بایستی اقدام به فروش اوراق بهادار نماید. چیزهایی زیادی در این مدل نهفته است اما به‌طور کلی تراز نقدی باید شامل دو محدودیت تشریح شده باشد.

## 2-1-8-2 سرمایه‌گذاری کوتاه مدت<sup>5</sup>

سرمایه‌گذاری‌هایی می‌باشند که در بازارهای پول صورت می‌گیرد و شامل اوراق بهادار کوتاه مدت، اوراق خزانة، اسناد تجاری و... می‌باشند. هنگامی‌که یک شرکت نیاز بیشتری به وجه نقد داشته باشد، اقدام به ذخیره نقدی می‌کند. ایجاد وجه نقد از طریق به نقد تبدیل کردن سرمایه‌گذاری‌ها صورت می‌پذیرد. سرمایه‌گذاری‌ها یک ذخیره اولیه یا ثانویه (مکمل) برای فرایند نقدینگی می‌باشد. از این گذشته سرمایه‌گذاری در بازار پول از طریق بکارگیری پول بلا استفاده<sup>6</sup> می‌تواند منجر به خلق بازده شود. مدیران مالی باید نرخ کوتاه مدت، هزینه معاملات

<sup>1</sup> Rate Of Return On Short Term Investment

<sup>2</sup> Lower Limit

<sup>3</sup> Andrew and Gallagher

<sup>4</sup> Maximum Cash Balance

<sup>5</sup> Short term Investments

<sup>6</sup> Idle cash

و شرایط بازار را قبل از انجام سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار دهند. اگر منفعت سرمایه‌گذاری برابر با هزینه آن باشد، در آن زمان هیچ ارزشی از وجه سرمایه‌گذاری شده بدست نمی‌آید (ژانگ، 2012).

### 2-8-1-3) حساب‌های دریافتنی

حساب‌های دریافتنی عمدتاً از فروش نسبه کالا یا خدمات بوجود می‌آیند. جنتری و همکاران<sup>1</sup> (1990) بیان می‌کند که "حساب‌های دریافتنی نشان دهنده تاخیر در جریان نقدی است، و این جریان باید توسط شرکت تامین مالی شود". تصمیم‌گیری اصلی در ارتباط با حساب‌های دریافتنی، تعیین مبلغ و شرایط اعطای اعتبار به مشتریان می‌باشد. انتخاب مشتری در فروش نسبه (یا در زمان اعطای اعتبار) براساس اعتبار مشتری، توانایی مالی، ثبات مالی، وثیقه اخذ شده و شرایط اقتصادی است. دوره وصول مطالبات تا حدی به خط مشی اعتباری شرکت و شرایط اقتصادی (مانند دوران رکود و تورم) بستگی دارد (جنتری و همکاران، 1990).

### 2-8-1-4) موجودی کالا

ماتور (2003) موجودی کالا را شامل مواد اولیه (خام)، مصرفی فروشگاه‌ها و قطعات یدکی (در جریان ساخت و کالای ساخته شده) می‌داند. بطور معمول هر شرکت تولیدی این سه عنصر را حدود 25 تا 30 درصد از کل دارایی‌های شرکت را دارا می‌باشند. مدیریت موجودی کالا مستلزم ایجاد تعادل بین هزینه‌های مربوط به نگهداری موجودی کالا و منافع حاصل از نگهداری آنها است. هرچه سطح موجودی کالا افزایش یابد، هزینه‌های انبارداری، بیمه، ضایعات و... بیشتر می‌شود. در مقابل امکان از دست رفتن فروش و کاهش حجم تولید (حاصل از نداشتن موجودی کالای کافی) را کاهش می‌دهد. به علاوه، خرید در حجم بالا استفاده از تخفیف بیشتر را امکان‌پذیر می‌سازد (ماتور، 2003).

### 2-8-2) بدهی‌های جاری

بدهی‌های جاری سازهی بین ریسک و بازده را با خود به همراه دارند. بدهی‌های جاری یکی از منابع تامین مالی انعطاف‌پذیر شرکت‌ها است. بدهی‌های جاری به‌عنوان منابع تامین مالی کوتاه مدت می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد (ژانگ، 2012).

### 2-8-2-1) حساب‌های پرداختنی

<sup>1</sup> Gentry et al.



بریلی و همکاران<sup>1</sup> (2004) حساب‌های پرداختی را خرید مواد اولیه و پرداخت نکردن بلافاصله صورتحساب آن تعریف می‌کند. این فاصله زمانی بین خرید تا پرداخت بدهی را دوره حساب‌های پرداختی می‌نامند. تأخیر در پرداخت به-عنوان کشش حساب‌های قابل پرداخت مطرح می‌شود. حساب‌های پرداختی منبع تامین مالی کوتاه مدت است (بریلی و همکاران، 2004)

### 2-2-8-2) وام‌های کوتاه مدت

از ابزارهای تامین مالی کوتاه مدتی هستند که در شرکت-ها از آن استفاده می‌کنند و شامل بدهی به بانک، اسناد تجاری، حواله و برات کتبی غیر مشروط<sup>2</sup> می‌باشد و نیز وام از شرکت‌های تامین مالی تجاری و غیره صورت می‌گیرد. همه این تعهدات سررسیدی کمتر از یکسال دارند. یک دلیل برای اینکه شرکت‌ها باید سیاست سرمایه در گردش مناسبی داشته باشند این است که وام‌ها کوتاه مدت هستند و سیاست سرمایه در گردش نامناسب ممکن است سبب نابسامانی نقدی شود که از اینرو شرکت ممکن است توانایی پرداخت بدهی‌های وام‌های کوتاه مدت را نداشته باشند. نتیجه کوتاهی (قصور) در پرداخت برای شرکت می‌تواند آثار مخربی داشته باشد، زیرا بعد از چنین وضعیتی یک شرکت توانایی دستیابی اعتماد نهادهای مالی دیگر را برای استقرار بیشتر را ندارند. در این وضعیت درک از بازار، درک منفی خواهد بود و ارزش سهم کاهش می‌یابد، عرضه کنندگان و اعتباردهندگان ممکن است نسبت به بستن قرارداد جدید با شرکت از خود تمایلی نشان ندهند (ژانگ، 2012).

### 2-8-3) چرخه تبدیل وجه نقد

چرخه تبدیل وجه نقد، در اندازه‌گیری مدیریت سرمایه در گردش با اهمیت است. جنتری و همکاران 1990 معتقدند که چرخه تبدیل وجه نقد تعداد روزهایی که سرمایه‌گذاری در موجودی کالا و حساب‌های دریافتی منهای تعداد روزهای که به تامین‌کنندگان پرداخت می‌گردد، اندازه‌گیری می‌شود (جنتری و همکاران، 1990).

کیم<sup>3</sup> و همکارانش (1998) چرخه تبدیل وجه نقد را به‌عنوان متوسط سن موجودی کالا به‌علاوه مدت جمع‌آوری حساب‌های دریافتی منهای دوره متوسط حساب‌های پرداختی، اندازه‌گیری کرده است.

<sup>1</sup> Brealey et al .

<sup>2</sup> Bill Of Exchange

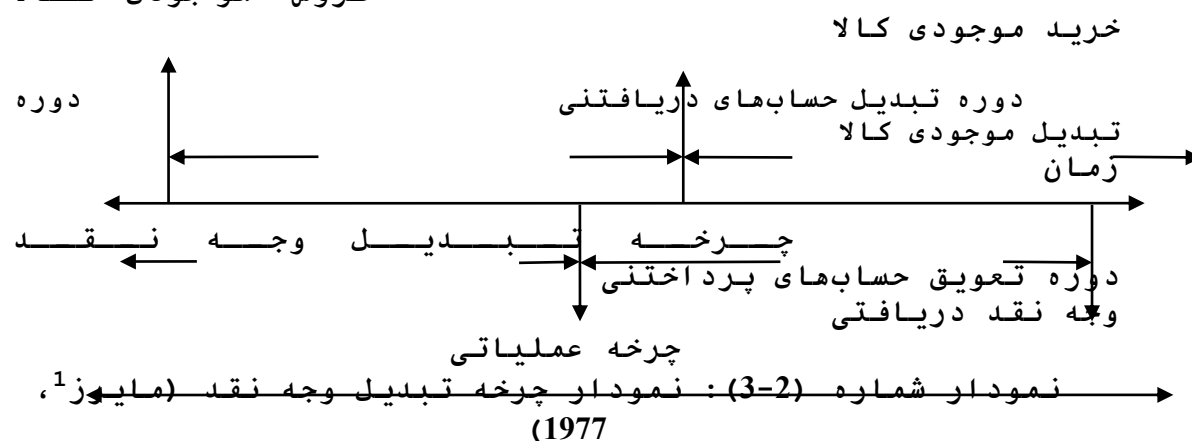
<sup>3</sup> Kim



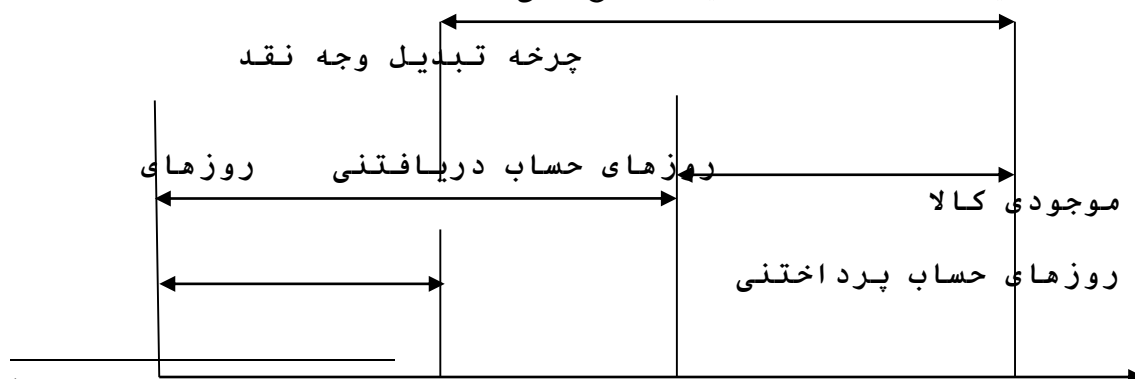


چرخه تبدیل وجه نقد (CCC) = روزهای موجودی کالا + روزهای حسابهای دریافتنی - روزهای حسابهای پرداختنی  
 $365 \div$  بهای کالای فروش رفته)  $\div$  موجودی کالا = روزهای موجودی کالا (DSI)  
 $365 \div$  (فروشها)  $\div$  حسابهای دریافتنی = روزهای حسابهای دریافتنی (DOS)  
 $365 \div$  (بهای کالای فروش رفته)  $\div$  حسابهای پرداختنی = روزهای حسابهای پرداختنی (DPO)

### فروش موجودی کالا



در این ارتباط لیند<sup>2</sup> و همکاران (2012) معتقدند که به طور معمول چرخه تبدیل وجه نقد در سطح شرکت محاسبه شده، اما هیچ مانعی برای کاهش سطح محاسبه به واحد کسب و کار، مشتری و یا حتی یک سفارش وجود ندارد. اندازه‌گیری چرخه تبدیل وجه نقد برای مدیران شرکت لازم است. اهمیت چرخه تبدیل وجه نقد از دیدگاه مدیریت زنجیره ارزش است، که آن را از طریق ارتباط بطور نمونه خرید با تامین کنندگان فعالیتهای عرضه، زنجیره‌ای داخلی و فعالیتهای خرید و فروش با مشتری. با توجه به مطالب یاد شده چرخه تبدیل وجه نقد با توجه به ریچاردز و لاگلیون<sup>3</sup> (1980) بدین شرح می‌باشد.



<sup>1</sup> Myers

<sup>2</sup> Lind

<sup>3</sup> Richards and Laughlin

نمودار شماره (2-4): نمودار چرخه تبدیل وجه نقد (ریچاردز و لاگیون، 1980)

## 2-9) سود، ثروت، ارزش و بازده

کسب و کار، تجارت و فعالیت اقتصادی، نمودهای کارکردی و عینی از فعالیتها و اقدامات بنگاههای اقتصادی است که مفاهیم مالی و مفروضات و تئوریهای مالی را آشکار می‌کند. اهداف مترتب بر مؤلفه‌ها و شاخصه‌های مذکور، در قالب سود، ثروت، ارزش و بازده هویدا می‌گردد به طوری که سود منفعت حاصل از تفاوت فروش (درآمد) و هزینه‌ها است که با نگاهی کوتاه مدت مفهوم می‌یابد.

**ثروت**، عبارت است از حفظ و ارتقاء قدرت خرید و سرمایه‌گذاری در دوره‌ای فرا کوتاه مدت است که مفهوم اقتصادی سود و عملکرد را بیان می‌کند.

**ارزش**، زایش و خلق ثروت است که تفکر ثروت آفرینی مستمر و مداوم را معرفی می‌نماید که مولفه ابر کوتاه مدت است و در زنجیره ارزش معنی و مفهوم عملیاتی می‌یابد.

**بازده**، انتظار برگست سرمایه را در قبال پذیرش خطر (ریسک) تبیین می‌کند که در آن آینده محوری حقیقت دارد. اگرچه از نگاه معطوف به حال نیز غافل نیست و در ادبیات مالی تحت عنوان بازده جاری، بازده بدون ریسک، و یا بازده واقعی معرفی می‌شود و در مقابل آن بازده مورد توقع و متعارف و بازده مورد انتظار با چشم اندازی بلندمدت و فرا بلندمدت تبیین می‌گردد (رهنمای رودپشتی و صالحی، 1389).

با توجه به مطالب یادشده می‌توان بیان داشت که ثروت و ارزش از نظر مفهومی در یک راستا می‌تواند باشد.

## 2-10) تئوری ارزش

رهنمای رودپشتی و همکاران (1386) طی پژوهشی عنوان می‌کنند که مفهوم بسیار وسیع ارزش از گستره اجتماعی در سطح فرد، شکل می‌گیرد و به سطح گروه، خانواده، سازمان، جامعه و جهان هستی توسعه می‌یابد. در حال حاضر رنسانس در ارزش موضوعی ضروری است تا بر پایه آن، رنسانس کسب و کار هم تحقق پذیرد. موفقیت در کسب و کار و داوم و پایداری آن براساس توجه به ارزشهای موردنظر همه ذی‌نفعان، یعنی رعایت عدالت در کسب منافع حاصل از کار، پارادایم‌های جدید به شمار می‌رود. این پارادایم نشانه‌ای از رنسانس در کسب و کار است. سقوط ارزش در مناسبات اجتماعی چنان آشکار است که در هر

کوی و برزن و گفتمان اجتماعی به شکلی عیان به چشم می‌خورد. آثار عینی این سقوط در کسب و کار اقتصادی نیز نظیر عرضه کالا و خدمات بدون کیفیت و فیرقابل رقابت با نتایجی مانند کندي یا عدم دستیابی به توسعه اقتصادی و رفاه شهروندان هویدا است. این نکته از بدیهیاتی است که رنسانس ارزش را نیز ضروری می‌سازد. ارزش متغیری است که دارای بار معنایی گسترده‌ای می‌باشد که دامنه آن با تعداد رشته‌ها و تخصص‌ها پیوسته است. همانند ارزش اجتماعی، ارزش اقتصادی، ارزش مالی و ... . نماد هر یک از ارزش‌ها با توجه به اهدافشان انتخاب و ارائه می‌شود (رهنمای رودپشتی و صالحی، 1389).

## 2-10-1) انواع ارزش‌ها

**ارزش‌های اجتماعی**، مدل‌های کلی رفتار جمعی و هنجارهای کرداری هستند که مورد پذیرش عمومی و خواست جامعه‌اند. این نوع ارزش‌ها شامل تمامی ارزش‌هایی می‌شوند که مردم یک جامعه با آن‌ها حیات اجتماعی خود را می‌گذرانند و در برابر آن به‌نوعی وفاق و تفاهم رسیده‌اند.

**ارزش‌های اقتصادی** ارزش‌هایی هستند که طی زمان با کار و وسایل مختلف به وجود می‌آیند. این ارزش‌ها، از طریق سلطه بر طبیعت امکان استفاده از کالایی را فراهم می‌کنند.

**ارزش‌های مالی**، در حقیقت بهای دارایی هستند که به صورت‌های مختلف و با عنوان ارزش اسمی، ارزش تاریخی، ارزش متعارف، ارزش معاملاتی (بازار) و ارزش ذاتی (فعلی یا جاری) تعیین می‌شوند. تعیین ارزش دارایی‌های مالی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار نقش قابل توجهی دارد. زیرا سرمایه‌گذار قبال از خرید انواع اوراق بهادار، علاقه‌مند است از ارزش آن آگاهی پیدا کند (رهنمای رودپشتی و همکاران، 1392).

به نظر رضایی (2001) مفهوم ارزش به همان سادگی نیست که گروهی از افراد تصور می‌کنند. ارزش هر دارایی به عوامل مختلفی مانند فردی که ارزشیابی برای او صورت می‌گیرد، ارزشی که باید اندازه‌گیری شود، زمانی که برآورد ارزش در آن لحظه انجام می‌شود و هدف ارزشیابی بستگی دارد. وی اعتقاد دارد که ارزش، یک مفهوم ایستا یا مشابه با مفاهیم دیگر نیست. ارزش هر دارایی به عوامل گوناگونی بستگی دارد که در زمان‌های مختلف ممکن است تغییر کنند. برخی از این عوامل عبارتند از:

محیط اقتصادی

استفاده بالقوه دارایی

زمان برآورد ارزش

میزان کمیابی نسبی و ارزش‌های جایگزینی

موقعیت دارایی  
گسترده‌گی دامنه مالکیت  
میزان نقدینگی و وضعیت بازار دارایی  
شرایط فیزیکی دارایی

واژه ارزش در مورد کالاها و خدمات به دو معنای متفاوت به کار گرفته است که یکی از آن‌ها را می‌توان ارزش استفاده یا ارزش کیفی<sup>1</sup> و دیگری را ارزش مبادله یا ارزش کمی<sup>2</sup> نامید. ارزش یا ارزش‌های کیفی هر چیز که به صورت کالا و خدمات عرضه می‌شود، همان خاصیت یا خاصیت‌های است که موجب ارضای نیاز یا خواهش مصرف‌کننده را فراهم می‌آورد. شرط لازم برای کالا یا خدمت بودن، داشتن ارزش کیفی یا ارزش استفاده است. ارزش مبادله هر کالا نسبت به کالاها داده می‌شود و عموم مبادلات کالاها با یکدیگر با واسطه‌ای به نام پول صورت می‌گیرد. شرط لازم برای این‌که کالا یا خدمتی ارزش مبادله داشته باشد، داشتن ارزش استفاده است. به‌طور کلی ارزش عبارت است از بار معنایی خاصی که انسان به برخی اعمال حالت‌ها و پدیده‌ها نسبت می‌دهد (رهنمای رودپشتی و صالحی، 1389).

## 2-10-2) فرآیند ارزشیابی

فرآیند ارزشیابی شامل مراحل زیر است:  
**شناخت شرکت:** این مورد شامل ارزیابی صنعت، موقعیت رقابتی شرکت در صنعت و استراتژی شرکت است. تحلیلگر مالی، از این اطلاعات به همراه گزارش‌های مالی شرکت، برای پیش‌بینی عملکرد آتی شرکت استفاده می‌کند.  
**پیش‌بینی عملکرد آتی شرکت:** فروش، سود و موقعیت مالی آتی شرکت

انتخاب مدل ارزشیابی  
محاسبه ارزش شرکت

تئوری ارزش، چارچوبی مشترک برای ارزشیابی تمام سرمایه‌گذاری‌ها را فراهم می‌کند، کاربردهای مختلف این تئوری، ارزش‌های برآوردی متفاوتی را برای راه‌کارهای سرمایه‌گذاری به دلیل جریان‌های پرداخت مختلف و ویژگی‌های اوراق بهادار به وجود می‌آورد که بر اساس آن سرمایه‌گذاری در یک دارایی مالی می‌نماید (رهنمای رودپشتی و صالحی، 1389).

## 2-10-3) اصول تئوری ارزشیابی

چهار اصل اقتصادی مهم وجود دارد که بر ارزشیابی در زمینه‌های مختلف تاثیرگذار است و به شرح زیر می‌باشند:

<sup>1</sup> Value in Use or Qualitative Value

<sup>2</sup> Value in Exchange or Quantitative Value

## الف) اصل رویکردها

این اصل بیان می‌کند که در هر انتقال مالکیت، هر دو طرف معامله رویکردهای برای انجام معامله دارند. این اصل به این معنی نیست که همه رویکردها دارای مطلوبیت مساوی هستند، بلکه نشان‌دهنده‌ای است که یک فروشنده اجباری برای فروش به یک خریدار خاص ندارد و خریدار نیز مجبور به خرید از یک فروشنده خاص نیست. اگر این اصل نباشد مفهوم ارزش منصفانه بی‌معنا خواهد بود.

## ب) اصل جایگزینی

این اصل بیان دارد که خریدار عاقل در زمان خرید دارایی هیچ‌گونه وجهی اضافه‌تر بر بهای تمام‌شده تولید مجدد آن تسهیلات مشابه آن پرداخت نمی‌کند. ساده‌ترین توصیف برای این اصل، در ارزش ماشین‌آلات و تجهیزات بیان می‌شود.

کاربرد این اصل برای کل واحد اقتصادی بسیار مشکل‌تر است. زیرا برآورد بهای تمام‌شده آن مستلزم تعیین ارزش جایگزینی کل واحد اقتصادی است که کار بسیار پیچیده‌ای است. مبنای اصل جایگزینی، استفاده از رویکرد هزینه در ارزشیابی<sup>1</sup> است.

## ج) اصل جانشینی

این اصل، مفهوم بسیار بااهمیتی در ارزشیابی است. این اصل بیان می‌کند که تعیین ارزش دارایی بر اساس بهای تمام‌شده دارایی که جانشینی مشابه و مطلوب برای آن است صورت می‌گیرد. برای نمونه، دو واحد اقتصادی را در نظر بگیرید که اندازه یکسان، تعداد کارکنان هم‌اندازه، عایدات مشابه و ... داشته باشند.

## د) اصل منافع آتی

اصلی است که ارزش دارایی را بر اساس مزایای اقتصادی آینده پیش‌بینی‌پذیر یا کنترل‌پذیر برای مالکان بیان می‌کند. از این دیدگاه، ارزش واحد اقتصادی، معادل ارزش فعلی همه مزایای اقتصادی آینده به‌دست‌آمده در نتیجه مالکیت آن واحد اقتصادی است.

## 2-10-4) رویکردهای ارزشیابی

جنکینز<sup>2</sup> (2006) معتقد است برای تعیین ارزش شرکت سه روش کلی وجود دارد آنها عبارتند از:

الف) رویکرد ارزشیابی مبتنی بر دارایی‌ها<sup>3</sup>

ب) رویکرد ارزشیابی مبتنی بر ارزش مقایسه‌ای بازار<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Cost Approach to Valuation

<sup>2</sup> Jenkins

<sup>3</sup> Asset-based

<sup>4</sup> Comparable-based

ج) رویکرد ارزشیابی مبتنی بر درآمد<sup>1</sup> (رهنمای رودپشتی و صالحی، 1389).

### **الف) رویکرد ارزشیابی مبتنی بر دارایی‌ها**

طبق این رویکرد، ارزش دارایی‌ها و بدهی‌های شرکت بر اساس ارزش جاری بازار تعیین می‌شود. این ارزشیابی ممکن است به صورت تکتک اقلام صورت‌های مالی و یا به صورت گروهی صورت گیرد. برای انجام این کار معمولاً از یک متخصص ارزشیابی که در صنعت مربوطه دارای تخصص و شناخت کافی است استفاده می‌شود. ارزش بالقوه دارایی‌ها و یا از طریق ارزش تسویه آن‌ها، درآمد ایجاد می‌شود.

### **ب) رویکرد ارزشیابی مبتنی بر ارزش مقایسه‌ای بازار**

معمولاً برای تعیین ارزش شرکت بر اساس ارزش مقایسه‌ای بازار از دو روش مختلف ارزشیابی استفاده می‌شود: یکی مقایسه با معاملات یا فعالیت‌های مشابه و دیگری مقایسه با شرکت‌های سهامی مشابه.

#### **1) مقایسه با فعالیت‌های مشابه**

تجزیه و تحلیل داده‌های عملیاتی و مالی از فعالیت‌های مشابه می‌تواند برای پیش‌بینی ارزش شرکت مورد نظر مورد استفاده قرار گیرد. این‌گونه مقایسه بر اساس اطلاعات تاریخی صورت می‌گیرد و می‌تواند ارزش شرکت هدف را که در صنعت مشابه فعالیت می‌کند برآورد نماید.

#### **2) مقایسه با شرکت‌های سهامی مشابه**

برای تعیین ارزش شرکت هدف، می‌توان از میان شرکت‌های سهامی موجود، شرکتی را که قابلیت مقایسه با شرکت مورد نظر دارد به عنوان الگو انتخاب کرد. همچنین می‌توان از ارزش سهام شرکت‌های مشابهی که در بازار مبادله می‌شوند به عنوان مبنایی برای ارزش‌گذاری شرکت هدف، استفاده کرد. این روش اهداف و قابلیت‌های مقایسه‌ای مشابه را برای حصول اطمینان از سود سرمایه‌گذار در نظر می‌گیرد.

### **ج) رویکرد ارزشیابی مبتنی بر درآمد**

ارزشیابی شرکت‌ها بر اساس رویکرد درآمدی به دو عامل بستگی دارد: یکی برآورد منطقی از مزایای آتی مورد انتظار و دیگری نرخ تنزیل مناسب است. با استفاده از نرخ تنزیل مناسب درآمدهای آتی به ارزش روز تبدیل می‌شوند. در رویکرد درآمدی، متغیرهای از قبیل سود یا جریان نقدی به عنوان معیاری از مزایای مورد انتظار سهامداران به کار گرفته می‌شود. مدل سود سرمایه‌ای و مدل جریان نقدی تنزیل شده (DCF) از جمله مدل‌هایی هستند که تحت رویکرد درآمدی برای ارزشیابی سهام شرکت از آن‌ها استفاده می‌شود (رهنمای رودپشتی و صالحی، 1389).

<sup>1</sup> Income-based

## 2-11) تعیین ارزش شرکت

هدف اصلی هر شرکتی حداکثر نمودن ارزش فعلی جریانات نقدی مورد انتظار است.

عواملی که در بازار در تعیین ارزش شرکت موثرند شامل:

سود خالص شرکت، سود تقسیمی، نرخ رشد شرکت و سایر عوامل دیگر.

موضوعات مرتبط با تعیین ارزش شرکت شامل: بررسی عرضه عمومی سهام به منظور افزایش سرمایه، به حداکثر رساندن منافع سهامداران فعلی، تعیین قیمت و زمان عرضه سهام و سایر موارد مرتبط دیگر.

## 2-12) سرمایه در گردش و ارزش

با توجه به مطالب یاد شده در بخش‌های قبل می‌توان بیان داشت که مدیران و احدتجاری در شرایط و موقعیت‌های مختلف می‌توانند دست به اقدامات و سیاست‌های متفاوتی بزنند تا سرمایه در گردش را مدیریت نمایند که می‌تواند این سیاست‌های به‌صورت جسورانه یا حتی محافظه‌کارانه باشد که پیامد آن کسب سود (تعهدی) بیشتر است؛ از قبیل بلندمدت کردن دوره وصول مطالبات به نیت افزایش فروش نسبه (گیل و بیگر<sup>1</sup>، 2013). از این رو، بازار براساس سود ابرازی و احدتجاری از خود واکنش نشان داده که این امر بر قیمت سهام در بازار تأثیر داشته که نتیجه‌ای جزء افزایش (یا کاهش) ثروت برای سهامداران نخواهد داشت (گول<sup>2</sup> و همکاران، 2012). اهمیت سرمایه در گردش از این حقیقت نشأت می‌گیرد که سطوح سرمایه در گردش، بر روی سودآوری و سطح ریسکی که شرکت می‌تواند متحمل شود تأثیر داشته و در نهایت بر ارزش شرکت مؤثر خواهند بود. بحران‌های نقدینگی اخیر اهمیت مدیریت و کنترل سرمایه در گردش را پررنگتر می‌کند. مدیران برای رسیدن به سرمایه در گردش بهینه باید بده بستان بین‌بیشینه سازی سودآوری و نقدینگی را کنترل کنند. از یک مدیریت سرمایه در گردش بهینه انتظار می‌رود که به‌صورت مثبت برای شرکت خلق ارزش کند. تحقیقات تجربی نشان داد که مدیریت سرمایه در گردش کارا، ارزش بازار یک شرکت را افزایش می‌دهد؛ در نهایت تأثیر مثبتی بر ارزش صاحبان سهام دارد (ساندی<sup>3</sup> و همکاران، 2012).

**بخش دوم: پیشینه پژوهش**

<sup>1</sup> Gill and Biger

<sup>2</sup> Gul et.al.

<sup>3</sup> Sunday



## 2-13) پژوهش‌های داخلی

عبدلنژاد (1386) میزان همبستگی بین نوع استراتژی سرمایه در گردش را با بازده و ریسک سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در چند صنعت مورد بررسی قرار داد و رابطه‌ی معناداری بین این متغیرها نیافت.

علی‌پور (1386) به تعیین ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخت.

در این تحقیق تمامی شرکت‌های تولیدی حائز شرایط، در فاصله سال‌های مالی 1380 تا 1385 مورد بررسی قرار گرفته‌اند جامعه آماری تحقیق مشتمل بر 1658 شرکت بوده است.

نتایج این تحقیق نشان می‌دهد:

1- بین دوره وصول حساب‌های دریافتی و سودآوری ارتباط معنادار و معکوس وجود دارد.

2- بین دوره وصول گردش موجودی کالا و سودآوری ارتباط معنادار و معکوس وجود دارد.

3- بین دوره پرداخت حساب‌های پرداختی و سودآوری رابطه معنادار و مستقیم وجود دارد.

4- بین چرخه تبدیل وجه نقد و سودآوری رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

طرقه (1387) به بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و بازده دارایی شرکت‌های کوچک و متوسط در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت و دریافت دوره‌ی وصول مطالبات و دوره‌ی گردش موجودی‌ها و دوره‌ی تبدیل به وجه نقد با سودآوری شرکت‌ها رابطه‌ی معکوس دارند و دوره‌ی پرداخت بدهی‌ها با سودآوری رابطه‌ی مستقیم دارد.

حسن‌پور (1388)، تاثیر استراتژی‌های سرمایه در گردش بر بازده سهام را مورد بررسی قرار داد. وی با استفاده از نسبت‌های جاری و آنی هر شرکت و سپس مقایسه‌ی آن‌ها با میانگین صنعت، استراتژی‌های سه‌گانه سرمایه در گردش را تعریف کرد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که استراتژی‌های جسورانه، بیشترین بازده را میان استراتژی‌های دیگر کل صنایع ایجاد می‌کند. نتایج این پژوهش همچنین نشان می‌دهد، بیشترین بازده مربوط به استراتژی جسورانه در صنعت سیمان و کمترین بازده مربوط به استراتژی میانه‌رو در صنعت سایر محصولات کانی غیرفلزی است.

در پژوهش‌های یعقوب‌نژاد و همکاران (1389) و بهار مقدم و همکاران (1390) به رابطه معنادار چرخه تبدیل وجه نقد با معیارهای مختلف سودآوری اشاره می‌شود.



زهدي و همكاران (1389) سياست‌هاي سرمايه در گردش و ريسك شركت بررسي كردند. نتايج تحقيق حاكي از آنست كه بين سياست سرمايه در گردش و ريسك شركت رابطه مثبت و معني‌دار وجود دارد. ديگر يافته‌هاي تحقيق نيز حاكي از آنست، كه بين اندازه شركت و ريسك، يك رابطه مثبت و معني‌دار وجود دارد.

مالكي‌نيا و همكاران (1390) رابطه بين استراتژي سرمايه در گردش و معيارهاي سودآوري شركت‌هاي خودرو، داروسازي و كاني بورس اوراق بهادار تهران را بررسي نمودند. نمونه‌اي شامل 235 داده از شركت‌هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنايع خودرو، داروسازي و كاني از سال 1383 لغايت 1387 انتخاب گرديد. نتايج اين آزمون نشان مي‌دهد بين سود هر سهم و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام با استراتژي مديريت سرمايه در گردش رابطه معني دار و مستقيم وجود ندارد، ولي بين استراتژي‌هاي مديريت سرمايه در گردش و لي نرخ بازده سرمايه‌گذاري رابطه معني دار مستقيم ولي نه چندان قوي وجود دارد و فقط 6% از تغييرات در نرخ بازده سرمايه‌گذاري را مي‌توان توسط تغييرات در استراتژي‌هاي مديريت سرمايه در گردش توجيه نمود.

رضايي و گرکز (1392) به بررسي اثر تغييرات سرمايه در گردش بر فرصت‌هاي سرمايه‌گذاري شركت پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتايج پژوهش نشان مي‌دهد كه بين تغييرات سرمايه در گردش شركت و فرصت‌هاي سرمايه‌گذاري آن‌ها رابطه معكوس و معناداري وجود دارد.

محمدي (2010) تحقيقي با عنوان «تاثير مديريت سرمايه در گردش بر سودآوري شركت‌ها در جامعه شركت‌هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» انجام داده است. نمونه آماري تحقيق مذكور شامل 92 شركت مي‌باشد كه بين سال‌هاي 1997 لغايت 2006 مورد بررسي قرار گرفته‌اند. نتايج تحقيق مزبور حاكي از اين مي‌باشد كه بين سودآوري شركت‌ها با دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودي‌ها، دوره واريز بستانكاران و چرخه تبديل وجه نقد، رابطه معكوس معني‌داري وجود دارد.

مجتهدزاده و همكاران (2011) به بررسي ارتباط بين مديريت سرمايه در گردش و عملکرد شركت‌هاي بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نماينده مديريت سرمايه در گردش در اين تحقيق چرخه تبديل وجه نقد بود. آن‌ها به اين نتيجه دست يافتند كه بين ميانگين دوره وصول مطالبات و ميانگين دوره پرداخت حساب پرداختني رابطه منفي با عملکرد شركت‌ها وجود دارد و نيز بين دوره موجودي كالا و عملکرد رابطه‌اي وجود نداشت.

تقی‌زاده و همکاران (2012) به بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌ها نشان می‌دهند که رابطه‌ی ای منفی بین متغیرهای دوره وصول مطالبات، گردش موجودی کالا، دوره حساب‌های پرداختنی و عملکرد شرکت وجود دارد؛ و هیچ رابطه‌ی بین چرخه وجه نقد و عملکرد شرکت‌ها وجود ندارد.

باغیان (2013) مدیریت سرمایه در گردش و مدیریت عملکرد را در شرکت‌های بورس ایران مورد بررسی قرار داد که نتایج تحقیق او نشان می‌دهد که رابطه معنادار بین متغیرهای پژوهش وجود دارد و سیاست تامین مالی و سرمایه‌گذاری جسورانه در سرمایه در گردش به بهبود مدیریت شرکت‌های منجر می‌شود.

امیری (2014) به بررسی سیاست‌های جسورانه سرمایه در گردش (سیاست‌های سرمایه‌گذاری جسورانه و سیاست‌های تامین مالی جسورانه) با سودآوری در شرکت‌های ایرانی پرداخت که نتایج نشان‌دهنده نبود رابطه معنادار بین سیاست‌های سرمایه‌گذاری جسورانه و شاخص‌های سودآوری (ROA و ROE) است. همچنین او دریافت که سیاست‌های تامین مالی جسورانه با ROA رابطه معنادار داشته اما هیچ‌گونه رابطه‌ی ای با ROE نداشته است.

## 2-14) پژوهش‌های خارجی

شین و سوئینن<sup>1</sup> (1998) در پژوهشی بانام مدیریت سرمایه در گردش در سودآوری شرکت‌های کشور آمریکا ارتباط بین چرخه تبدیل وجه نقد و سودآوری شرکت‌ها را مورد بررسی قرار داد و به این نتیجه رسید که رابطه معنادار و معکوس بین چرخه تبدیل وجه نقد و سودآوری شرکت‌ها وجود دارد و کاهش اعتبارات تجاری فروش شرکت‌ها را کاهش و در نتیجه سود شرکت‌ها نیز کاهش می‌یابد.

دیلوف<sup>2</sup> (2003) در تحقیقی با عنوان آیا مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌ها تاثیر دارد؟ ارتباط بین دوره وصول مطالبات و موجودی کالا با سودآوری شرکت‌های بلژیک را مورد بررسی قرار داد و به این نتیجه رسید که نوع مدیریت سرمایه در گردش تاثیر زیادی بر سودآوری شرکت‌های بلژیک دارد و این شرکت‌ها می‌توانند با کاهش دوره وصول حساب‌های دریافتی و موجودی کالا سودآوری و ارزش شرکت را افزایش دهند.

پاداچی<sup>3</sup> (2006)، در پژوهش خود با موضوع «اثر مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد و سودآوری شرکت‌ها» یک رابطه

<sup>1</sup> Shin & Soenen

<sup>2</sup> Deloof

<sup>3</sup> Padachi



معنی‌داری را بین چرخه تبدیل وجه نقد و بازده دارایی‌ها نشان داد. در این پژوهش اجزاء مختلف چرخه تبدیل وجه نقد مورد بررسی قرار گرفت و نتایج حاصله حاکی از آن بود که موضوع مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های بزرگ از اهمیت بالایی برخوردار است.

تریلیو و سولانو<sup>1</sup> (2007)، در پژوهشی که با موضوع «اثر مدیریت سرمایه در گردش بر قابلیت سوددهی شرکت‌های کوچک» انجام دادند رابطه معنی‌داری را بین این دو متغیر برقرار کردند. آن‌ها نشان دادند که اصولاً شرکت‌ها از اعتبار تجاری خود در این زمینه بیشتر استفاده می‌کنند و این کار باعث بالا رفتن دوره پرداخت و از طرف دیگر باعث کوتاه‌تر شدن چرخه تبدیل وجه نقد و بالا بردن بازده دارایی‌ها می‌شود.

افزا و نذیر<sup>2</sup> (2008) رویکردهای سرمایه در گردش را با بازده شرکت‌ها مورد مطالعه قرار دادند. آن‌ها دریافتند که رابطه منفی بین سودآوری شرکت‌ها و درجه سیاست‌های جسورانه سرمایه‌گذاری و تامین مالی آن‌ها وجود دارد.

راحمین<sup>3</sup> و همکاران (2010) به بررسی مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد شرکت‌های پاکستانی پرداختند که نتایج حاکی از وجود ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد شرکت‌ها می‌باشد.

میلتا چاریتو و همکاران<sup>4</sup> (2010) به بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌های آسیایی در بازه زمانی 1998 - 2010 پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که چرخه تبدیل وجه نقد و چرخه خالص تجارت با سودآوری شرکت رابطه مثبت دارند. نتایج همچنین نشان می‌دهد که ریسک شرکت، که با نسبت بدهی اندازه‌گیری شده، با بازده دارایی‌ها شرکت رابطه منفی دارد.

یبواه و کاواکو<sup>5</sup> (2012) تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری و نقدینگی در بانک‌های غنا برای بازه زمانی 1999-2008 را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد، دوره وصول مطالبات، چرخه تبدیل نقد، ساختار سرمایه، اندازه بانک‌ها با وضعیت نقدی بانک ارتباط منفی و معناداری دارد و دوره پرداخت بستانکاران و سودآوری با وضعیت نقدی بانک‌ها در غنا رابطه معنادار و مثبت دارند.

<sup>1</sup> Teruel and Solano

<sup>2</sup> Afza and Nazir

<sup>3</sup> Raheman et al.

<sup>4</sup> Melita Stephanou Charitou

<sup>5</sup> Yeboah and Kwaku

اونومری<sup>1</sup> و همکاران (2012) مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکتها نیجریه ای را در بازه زمانی 2004-2008 بررسی کردند که نتایج نشان می‌دهد که رابطه مثبت بین متغیرهای پژوهش وجود دارد.

ویرال<sup>2</sup> و همکاران (2012) مدیریت سرمایه در گردش را با عملکرد شرکتها در ترکیه مورد مطالعه قرار دادند که نتایج نشان‌دهنده وجود ارتباط مثبت و مستقیم بین متغیرهای پژوهش بوده است.

کادومی و رامادان<sup>3</sup> (2012) سودآوری و مدیریت سرمایه در گردش را برای شرکت‌های اردنی مورد بررسی قرار دادند و نتایج نشان‌دهنده ارتباط مثبت و معنادار بین متغیرهای پژوهش آنها بوده است.

گیل و بیگر<sup>4</sup> (2013) به بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های تولیدی بورس اوراق بهادار نیویورک پرداختند. آنها مطالعه‌ی در 180 شرکت منتخب آمریکای در بورس اوراق بهادار نیویورک برای دوره سه‌ساله از 2009 لغایت 2011 انجام‌شده است. نتایج حاکی از این است حاکمیت شرکتی نقش مهمی را در بهبود کارایی مدیریت سرمایه در گردش می‌توانند بازی نمایند.

اولو و موانجی<sup>5</sup> (2014) اثر سیاست جسورانه تامین مالی را بر سودآوری شرکتها کنیایی مورد بررسی قرار داد. نتایج پژوهش آنها نشان داد که سیاست جسورانه تامین مالی بر سودآوری اثری مثبت دارد.

جاوید و زیتا<sup>6</sup> (2014) رابطه سیاست سرمایه در گردش بر سودآوری شرکتها را در پاکستان مورد بررسی قرار دادند. آنها سودآوری را متغیرهای (ROA)، (ROE) و (Tobin's Q) می‌دانسته و بازه زمانی خود را در بین سال‌های 2006-2011 انتخاب نمودند. نتایج نشان می‌دهد که رابطه منفی بین سیاست سرمایه در گردش و سودآوری وجود دارد.

جایاکار پای و کیشوری<sup>7</sup> (2014) سیاست‌های مدیریت سرمایه در گردش محافظه‌کارانه و جسورانه را با سودآوری مورد مطالعه قرار دادند. آنها پژوهش‌شان را در بازه زمانی 2005-2013 در هند انجام دادند. نتایج حاکی از این است که رابطه مثبت بین سیاست سرمایه در گردش و سودآوری وجود دارد.

<sup>1</sup> Onwumere

<sup>2</sup> Vural et al.

<sup>3</sup> Kaddumi and Ramadan

<sup>4</sup> Gill and Biger

<sup>5</sup> Oloo and Mwangi

<sup>6</sup> Javid and Zita

<sup>7</sup> Jayakar Pai and Kishore

پیت<sup>1</sup> (2014) به بررسی مقایسه‌ای کارایی سرمایه در گردش را با سودآوری شرکتها در کشورهای نیجریه و کنیا پرداخت. او دریافت که در میان کشورهای مذکور تفاوت معناداری بین کارایی سرمایه در گردش را با سودآوری شرکتها وجود دارد. لذا می‌تواند بررسی متغیرهای پژوهش با اهمیت به نظر رسد.

## 2-15) خلاصه تحقیقات انجام شده

در جدول شماره 2-3 به اختصار به تحقیقات انجام شده اشاره می‌گردد.

جدول شماره (2-3): خلاصه پژوهش‌های انجام شده خارجی و داخلی

ردیف	نام محققین	سال	نتایج تحقیق
1	عبدلنژاد	1386	میزان همبستگی بین نوع استراتژی سرمایه در گردش را با بازده و ریسک سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در چند صنعت مورد بررسی قرار داد و رابطه‌ی معناداری بین این متغیرها نیافت.
2	علی‌پور	1387	بین دوره وصول حساب‌های دریافتی و سودآوری ارتباط معنادار و معکوس وجود دارد. بین دوره وصول گردش موجودی کالا و سودآوری ارتباط معنادار و معکوس وجود دارد. بین دوره پرداخت حساب‌های پرداختی و سودآوری رابطه معنادار و مستقیم وجود دارد. بین چرخه تبدیل وجه نقد و سودآوری رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.
3	طرقه	1387	او پس از بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و بازده دارایی شرکت‌های کوچک و متوسط در بورس اوراق بهادار تهران دریافت دوره‌ی وصول مطالبات و دوره‌ی گردش موجودی‌ها و دوره‌ی تبدیل به وجه نقد با سودآوری شرکت‌ها رابطه‌ی معکوس دارند و دوره‌ی پرداخت بدهی‌ها با سودآوری رابطه‌ی مستقیم دارد.
4	حسن‌پور	1388	نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که استراتژی‌های جسورانه، بیشترین بازده را میان استراتژی‌های دیگر کل صنایع ایجاد می‌کند. نتایج این پژوهش همچنین نشان می‌دهد، بیشترین بازده مربوط به استراتژی جسورانه در صنعت سیمان و کمترین بازده مربوط به استراتژی میانه‌رو در صنعت سایر محصولات کانی غیرفلزی است.
5	یعقوب‌نژاد و همکاران	1389	رابطه معنادار بین چرخه تبدیل وجه نقد با معیارهای مختلف سودآوری پی بردند.
6	زهدی و همکاران	1389	نتایج تحقیق حاکی از آنست که بین سیاست سرمایه در گردش و ریسک شرکت رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد. دیگر یافته‌های تحقیق نیز حاکی از آنست، که بین اندازه شرکت و ریسک، یک رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد.
7	مالکینیا و همکاران	1390	نتایج این آزمون نشان می‌دهد بین سود هر سهم و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام با استراتژی مدیریت سرمایه در گردش رابطه معنی‌دار و مستقیم وجود ندارد، ولی بین استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش و نرخ بازده سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌دار

<sup>1</sup> Pitt

مستقیم ولی نه چندان قوی وجود دارد و فقط 6% از تغییرات در نرخ بازده سرمایه‌گذاری را می‌توان توسط تغییرات در استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش توجیه نمود.			
رابطه معنادار بین چرخه تبدیل وجه نقد با معیارهای سودآوری را دریافتند.	1390	بهار مقدم و همکاران	8
نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین تغییرات سرمایه در گردش شرکت و فرصت‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.	1392	رضایی و گرکز	9
نتایج تحقیق مزبور حاکی از این می‌باشد که بین سودآوری شرکت‌ها با دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی‌ها، دوره واریز بستانکاران و چرخه تبدیل وجه نقد، رابطه معکوس معنی‌داری وجود دارد.	2010	محمدی	10
بین میانگین دوره وصول مطالبات و میانگین دوره پرداخت حساب پرداختی رابطه منفی با عملکرد شرکتها وجود دارد و نیز بین دوره موجودی کالا و عملکرد رابطه‌ای وجود نداشت.	2011	مجته‌زاده و همکاران	11
رابطه‌ای منفی بین متغیرهای دوره وصول مطالبات، گردش موجودی کالا، دوره حساب‌های پرداختی و عملکرد شرکت وجود دارد؛ و هیچ رابطه‌ای بین چرخه وجه نقد و عملکرد شرکتها وجود ندارد.	2012	تقی زاده و همکاران	12
نتایج تحقیق او نشان می‌دهد که رابطه معنادار بین متغیرهای پژوهش وجود دارد و سیاست تامین مالی و سرمایه‌گذاری جسورانه در سرمایه در گردش به بهبود مدیریت شرکت‌های منجر می‌شود.	2013	باغیان	13
نتایج نشان‌دهنده نبود رابطه معنادار بین سیاست‌های سرمایه‌گذاری جسورانه و شاخص‌های سودآوری (ROA و ROE) است. همچنین او دریافت که سیاست‌های تامین مالی جسورانه با ROA رابطه معنادار داشته اما هیچ‌گونه رابطه‌ای با ROE نداشته است.	2014	امیری	14
رابطه معکوس معناداری بین چرخه تبدیل وجه نقد و سودآوری شرکتها وجود دارد و کاهش اعتبارات تجاری فروش شرکتها را کاهش و در نتیجه سودآوری شرکتها را کاهش می‌دهد.	1998	شین و سوئینن	1
نوع مدیریت سرمایه در گردش تاثیر زیادی بر سودآوری شرکت‌های بلژیک دارد	2003	دیلوف	2
نتایج حاصله حاکی از آن بود که موضوع مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های بزرگ از اهمیت بالایی برخوردار است.	2006	پاداچی	3
آنها نشان دادند که اصولاً شرکتها از اعتبار تجاری خود در این زمینه بیشتر استفاده می‌کنند و این کار باعث بالا رفتن دوره پرداخت و از طرف دیگر باعث کوتاه‌تر شدن چرخه تبدیل وجه نقد و بالا بردن بازده دارایی‌ها می‌شود.	2007	تریلیو و سولانو	4
آن‌ها دریافتند که رابطه منفی بین سودآوری شرکتها و درجه سیاست‌های جسورانه سرمایه‌گذاری و تامین مالی آن‌ها وجود دارد.	2008	افزا و نذیر	5
چرخه تبدیل وجه نقد و چرخه خالص تجارت با سودآوری شرکت رابطه مثبت دارند. نتایج همچنین نشان می‌دهد که ریسک شرکت، که با نسبت بدهی اندازه‌گیری شده، با بازده دارایی‌ها شرکت رابطه منفی دارد.	2010	میلتا چاریتو و همکاران	6



7	راحم‌ن و همکاران	2010	بررسی مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد شرکت‌های پاکستانی نشان داد که بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد شرکت‌ها رابطه وجود دارد.
8	یبواه و کاواکو	2012	دوره وصول مطالبات، چرخه تبدیل نقد، ساختار سرمایه، اندازه بانکها با وضعیت نقدی بانک ارتباط منفی و معناداری دارد؛ و دوره پرداخت بستانکاران و سودآوری با وضعیت نقدی بانکها در غنا رابطه معنادار و مثبت دارند.
9	اونومری و همکاران	2012	نتایج نشان می‌دهد که رابطه مثبت بین متغیرهای پژوهش یعنی مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌ها نیجریه‌ای وجود دارد.
10	ویرال و همکاران	2012	نتایج نشان‌دهنده وجود ارتباط مثبت و مستقیم بین متغیرهای پژوهش مدیریت سرمایه در گردش را با عملکرد شرکت‌ها بوده است.
11	کادومی و رامادان	2012	نتایج نشان‌دهنده ارتباط مثبت و معنادار بین متغیرهای پژوهش آن‌ها سودآوری و مدیریت سرمایه در گردش بوده است.
12	گیل و بیگر	2013	حاکمیت شرکتی نقش مهمی را در بهبود کارایی مدیریت سرمایه در گردش می‌توانند بازی نمایند.
13	اولو و موانجی	2014	نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که سیاست جسورانه تامین مالی بر سودآوری اثری مثبت دارد.
14	جاوید و زیتا	2014	نتایج نشان می‌دهد که رابطه منفی بین سیاست سرمایه در گردش و سودآوری وجود دارد.
15	جایاکار پای و کیشوری	2014	نتایج حاکی از این است که رابطه مثبت بین سیاست سرمایه در گردش و سودآوری وجود دارد.
16	پیت	2014	به بررسی مقایسه‌ای کارایی سرمایه در گردش را با سودآوری شرکت‌ها در کشورهای نیجریه و کنیا پرداخت. او دریافت که در میان کشورهای مذکور تفاوت معناداری بین کارایی سرمایه در گردش را با سودآوری شرکت‌ها وجود دارد لذا می‌تواند بررسی متغیرهای پژوهش با اهمیت به نظر رسد.

## 2-16) خلاصه فصل

در این فصل به تشریح مبانی نظری سرمایه در گردش و حاکمیت شرکتی و توصیف روابط بین متغیرهای پژوهش پرداخته شده است. در ادامه این فصل هریک از متغیرها به تفصیل از لحاظ نظری مورد بحث قرار گرفتند. همچنین تحقیقات انجام شده در داخل و خارج کشور مورد بررسی قرار داده شد و نتایج این پژوهش‌ها ارائه گردید. لازم به ذکر است که باتوجه به مطالب یاد شده می‌توان بیان داشت که تفاوت اصلی این پژوهش با تحقیقات دیگر پژوهشگران در این حوزه، در متغیرهای مستقل تحقیق است یعنی همان سازوکارهای درون و برون سازمانی حاکمیت شرکتی که باعث تفاوت گردید.





# فصل سوم

## روش‌شناسی تحقیق

### 3-1) مقدمه

در این فصل روش اجرای تحقیق، فرآیند جمع‌آوری اطلاعات و تبدیل آنها به یافته‌های تحقیق تشریح می‌گردد. این تحقیق به بررسی وجود رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و سیاست‌های جسورانه سرمایه در گردش می‌پردازد. بدین منظور، لازم است ابتدا جامعه آماری، نمونه آماری و قلمرو زمانی مورد مطالعه در تحقیق مشخص گردد. سپس ضمن تعیین متغیرها و فرضیه‌های تحقیق، به جمع‌آوری اطلاعات پیرامون متغیرها پرداخته می‌شود. در نهایت با استفاده از روش‌های آماری مناسب، به تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌های مورد مطالعه پرداخته می‌شود.

### 3-2) روش تحقیق

روش، عبارت است از مجموعه فعالیت‌هایی که برای رسیدن به هدفی صورت می‌گیرد و پژوهش عبارت از مجموعه فعالیت‌هایی که پژوهشگر با استفاده از آن‌ها به قوانین واقعیت پی می‌برد. روش‌های پژوهش در واقع ابزارهای دستیابی به واقعیت به شمار می‌روند. روش‌های پژوهش متعددند و هر روشی تا اندازه‌ای به کشف قوانین علمی کمک می‌کند. در هر پژوهش، پژوهشگر تلاش می‌کند تا مناسبترین روش را انتخاب کند و آن روشی است که دقیقتر از روش‌های دیگر قوانین، واقعیت را کشف کند. بنابراین شناخت واقعیت‌های موجود و پی بردن به روابط میان آنها مستلزم انتخاب روش پژوهشی مناسب است. دستیابی به هدف‌های تحقیق (یعنی نظریه‌سازی) میسر نخواهد بود مگر زمانی که جستجوی شناخت با روش‌شناسی درست صورت پذیرد (خاکی، 1378).

تحقیق حاضر از جهت هدف، از نوع **کاربردی** است. این نوع تحقیق از آن جهت که می‌تواند مورد استفاده سازمان بورس اوراق بهادار، تحلیل‌گران مالی و کارگزاران بورس، مدیران مالی شرکت‌ها، دانشگاه‌ها و مراکز آموزش عالی و پژوهشگران، سازمان حسابرسی قرار گیرد، **کاربردی** است. از جهت روش استنتاج، این تحقیق از نوع **توصیفی-همبستگی** می‌باشد. تحقیق توصیفی آنچه را که هست بدون دخل و تصرف توصیف و تفسیر می‌کند. این نوع از تحقیق شامل جمع‌آوری اطلاعات به منظور آزمون فرضیه یا پاسخ به سوالات مربوط به وضعیت فعلی موضوع مورد مطالعه می‌باشد.

از جهت نوع طرح تحقیق، از نوع تحقیقات **پس رویدادی** است. در این نوع تحقیق‌ها، هدف بررسی روابط موجود بین متغیرها است و داده‌ها از محیطی که به گونه‌ای طبیعی وجود داشته‌اند و یا از وقایع گذشته که بدون دخالت مستقیم پژوهشگر رخ داده است، جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل می‌شود (خاکی، 1378).

### **3-3) تعریف جامعه و حجم نمونه**

تعدادی از عناصر مطلوب مورد نظر که حداقل دارای یک صفت مشخصه باشند را جامعه آماری می‌گویند. صفت مشخصه، صفتی است که بین عناصر جامعه آماری مشترک بوده و متمایز کننده جامعه آماری از سایر جوامع می‌باشد. هر بخشی از جامعه آماری را نمونه می‌گویند. نمونه آماری این تحقیق شامل شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که دارای شرایط زیر به روش حذف سیستماتیک و در بازه زمانی 1388 لغایت 1392 (5 ساله) باشند:

الف) نمونه‌های انتخاب شده قبل از سال 1388 در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.  
 ب) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه دوره مالی آن منتهی به اسفند ماه باشد.  
 ج) طی سال‌های مورد مطالعه تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشد.  
 د) وقفه بیشتر از شش ماه در معاملات آن‌ها رخ نداده باشد و حقوق صاحبان سهام این شرکتها منفی نباشد.  
 ه) نوع فعالیت شرکت، تولیدی بوده و لذا موسسات مالی، سرمایه‌گذاری و بانکها در نمونه آورده نمی‌شوند.  
 و) اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای تحقیق در سال‌های مورد بررسی موجود باشد.  
 به این ترتیب تعداد شرکت‌هایی که ویژگی‌های فوق‌الذکر را داشتند و به عنوان نمونه آماری بتوان از آن‌ها استفاده نمود، 137 شرکت بنابراین تعداد مشاهدات 685 سال - شرکت می‌باشد.

شرکت	نحوه انتخاب نمونه
454	کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال 88
(85)	به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان دوره مالی آن‌ها منتهی به 29 اسفند باشد.
(51)	به منظور همگن بودن اطلاعات، فعالیت آن‌ها تولیدی باشد.
(145)	اطلاعات مالی شرکت در دوره‌ی مورد مطالعه در دسترس باشد و تغییر سال مالی نداشته باشد.
(36)	حقوق صاحبان سهام شرکتها منفی نباشد و شرکتها بیش از شش ماه وقفه عملیاتی نداشته باشند
137	شرکت‌های باقی مانده

### 3-4) روش گردآوری داده‌ها و ابزارهای تحقیق

در خصوص ادبیات تحقیق از طریق مطالعات کتابخانه‌ای مقالات و پایان نامه‌های داخلی و سایت‌های اینترنتی اطلاعات مورد نیاز مربوط به ادبیات تحقیق را جمع‌آوری شده است و نیز برای جمع‌آوری اطلاعات مالی شرکتها از نرم افزار ره‌آورد نوین و اطلاعات منتشر شده در کدال استفاده شده است.

جهت تلخیص مطالعات کتابخانه‌ای یا ادبیات تحقیق از فیش استفاده شده است و جهت توصیف و طبقه‌بندی یافته‌های مبتنی بر بررسی تجربیات گذشته و اطلاعات مالی شرکتها از نرم‌افزار Excel استفاده شده است. به بیانی از نرم‌افزار Excel 2010 برای جمع‌آوری داده‌های خام استفاده شده و پس از آن برای برآورد الگوها از نرم‌افزار Eviews 7 استفاده شده است.

### **3-5) روش‌های تجزیه و تحلیل داده‌ها**

#### **3-5-1) روش‌های آماری**

برای تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش حاضر از دو نوع روش آماری استفاده شده است.

**3-5-1-1) از آمار توصیفی؛** با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین، میانه و شاخص‌های پراکندگی همچون انحراف معیار، چولگی و کشیدگی جهت توصیف متغیرها و نوع توزیع داده‌ها استفاده شده است.

#### **3-5-1-2) از آمار استنباطی؛** در دو بخش:

الف) آزمون پیش فرض مدل رگرسیون: شامل؛ آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته و آزمون عدم خود همبستگی داده‌ها (آزمون دوربین- واتسون) و آزمون عدم هم‌خطی متغیرهای مستقل و کنترل و آزمون ثبات واریانس خطاها و آزمون نرمال بودن توزیع جملات خطاها.

ب) آزمون اصلی: جهت تجزیه و تحلیل و بررسی رابطه‌ی بین متغیرها از رگرسیون استفاده می‌شود. در این خصوص معناداری مدل با استفاده از آماره F صورت پذیرفت و نیز معنادار بودن هریک از ضرایب با توجه به آماره t انجام شد.

#### **3-5-2) آزمون پیش فرض استفاده از مدل رگرسیون**

فرضیه‌های این تحقیق در قالب روابط رگرسیونی مشخصی الگوسازی شده است و بنابراین لازم است که پیش از آزمون این روابط رگرسیونی و تحلیل نتایج آنها، مفروضات بنیادی این روابط مورد بررسی قرار گیرند که اهمیت بسیار زیادی دارند. لذا چهار بحث اساسی زیر در مورد روابط رگرسیونی تحقیق، مورد بررسی قرار خواهد گرفت که عبارتند از:

#### **3-5-2-1) آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته و جملات**

**خطا:** در این تحقیق بررسی نرمال بودن داده‌ها بوسیله آزمون جاک برا تحت نرم افزار Eviews7 انجام می‌شود. براساس این آزمون اگر معناداری جدول بیشتر از 5% باشد آنگاه نرمال بودن توزیع جامعه‌ی آماری تحقیق در سطح اطمینان 95% تأیید می‌شود.

#### **3-5-2-2) آزمون مناسب بودن الگوی خطی و نداشتن نقاط**

**نامربوط:** به منظور آزمون مناسب بودن الگوی خطی و نداشتن نقاط نامربوط از نمودارهای پراکنش استفاده می‌شود. باتوجه به اینکه این نمودارها نشان دهنده الگوی مشخصی (مثلاً هلالی، قطری و ...) نمی‌باشد، مناسب

بودن الگوی خطی و عدم وجود نقاط نامربوط تایید می‌گردد. در این پژوهش از آماره F بدین منظور استفاده شده است.

**3-5-2-3) آزمون عدم خودهمبستگی خطاها:** از دیگر مفروضات استفاده از مدل رگرسیون استقلال خطاها از یکدیگر است. جهت بررسی استقلال خطاها از یکدیگر آزمون دوربین- واتسون استفاده می‌شود. آماره این آزمون در دامنه 0 و +4 قرار می‌گیرد. چنانچه این آماره در حدود عدد 2 باشد خطاها با همدیگر همبستگی نداشته و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد.

**3-5-2-4) آزمون همسانی واریانسها:** آخرین نکته اساسی که ما در این تحقیق در مورد روابط رگرسیونی آزمون خواهیم کرد، بحث همسانی واریانسها در نمودار باقیمانده‌ها در مقابل مقادیر برازش شده است. در صورتی‌که این نمودار، الگوی خاصی را تبیین کند یکی از مفروضات اساسی رگرسیون زیر سوال خواهد رفت و نمی‌توان ادعا کرد که پراکندگی داده‌ها، تصادفی بوده است. لذا با توجه به اینکه نمودارهای رسم شده الگوی خاصی را نشان نمی‌دهند می‌توان به همسانی واریانسها امیدوار بود. از تحلیل همبستگی پیرسون که برای تعیین وجود رابطه‌ی بین دو متغیر کمی به کار می‌رود در مواردی می‌توان استفاده کرد که اولاً هر دو متغیر در یک مقطع از زمان (همزمان) اندازه‌گیری و ثبت شده باشد و ثانیاً توزیع داده‌ها از توزیع نرمال پیروی کند. در نهایت اینکه در این تحقیق از آماره بارتلت برای بررسی همسانی استفاده شده است.

**3-5-2-5) آزمون همخطی متغیرها:** همخطی وضعیتی است که نشان می‌دهد یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. اگر همخطی در یک معادله رگرسیون بالا باشد، بدین معنی است که بین متغیرهای مستقل همبستگی بالای وجود دارد و ممکن است با وجود بالا بودن  $R^2$ ، مدل دارای اعتبار بالایی نباشد. به عبارت دیگر با وجود آن که مدل خوب به نظر می‌رسد اما دارای متغیرهای مستقل معناداری نمی‌باشد.

توان رابطه خطی بین متغیرهای مستقل مربوط به مدل با شاخصی اندازه‌گیری می‌شود که ترانس نامیده می‌شود. برای هر متغیر ترانس نسبتی از پراکندگی نسبی از پراکندگی آن متغیر است که توسط روابط خطی آن متغیر با سایر متغیرهای مستقل موجود در مدل توجیه نمی‌شود.

باتوجه به اینکه تفرانس یک نسبت است، مقدار آن بین صفر و یک تغییر می‌کند. مقدار نزدیک به یک به معنی است که در یک متغیر مستقل بخش کوچکی از پراکندگی آن توسط سایر متغیرهای مستقل توجیه می‌شود. مقدار نزدیک به صفر به این معنی است که یک متغیر تقریباً ترکیب خطی از سایر متغیرهای مستقل است و داده‌ها دارای رابطه خطی مشترک چندگانه هستند.

### 3-6) مدل‌های تحقیق

متغیرهای تحقیق در قالب مدل‌های زیر مورد بررسی قرار می‌گیرند. برای ارزیابی فرضیه اول از مدل زیر استفاده شده است:

مدل (1)

$$MPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 AIP_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

از مدل زیر برای بررسی فرضیه دوم تحقیق استفاده شده است:

مدل (2)

$$MPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 AFP_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

### متغیرهای وابسته

ثروت سهامداران (MPS) قیمت بازار هر سهم شرکت  $i$  برای سال  $t$  نشان‌دهنده ثروت سهامداران می‌باشد (گول<sup>1</sup> و همکاران، 2012).

### متغیرهای مستقل

**سیاست‌های سرمایه‌گذاری جسورانه (AIP) = نسبت کل دارایی‌های جاری بر کل دارایی‌ها (افزا و نزیر<sup>2</sup>، 2008؛ اونومری<sup>3</sup> و همکاران، 2012).** آنان معتقدند که هر چه این نسبت پایین‌تر باشد به معنای سیاست نسبتاً تهاجمی یا جسورانه خواهد بود.

**سیاست‌های تامین مالی جسورانه (AFP) = نسبت کل بدهی‌های جاری بر کل دارایی‌ها (افزا و نزیر، 2008؛ اونومری و همکاران، 2012).** آنان معتقدند که هر چه این نسبت بالاتر باشد به معنای سیاست نسبتاً تهاجمی یا جسورانه خواهد بود.

بدین ترتیب که با استفاده از فرمول‌های هریک از شاخص‌ها برای هر شرکت محاسبه گردید که خود یک عدد می‌باشد. برای سیاست‌های جسورانه سرمایه‌گذاری میانه تمام شرکت‌ها را

<sup>1</sup> Gul and et.al.

<sup>2</sup> Afza and Nazir

<sup>3</sup> Onwumere et al.

محاسبه شد و شرکت‌هایی که پایین‌تر از میانه بودند جسور شناخته شدند. برای سیاست‌های جسورانه تامین مالی میانه تمام شرکت‌ها را محاسبه شد و شرکت‌هایی که بالاتر از میانه بودند جزء شرکت‌های محافظه‌کار تلقی شدند.

### متغیرهای کنترلی

**اندازه شرکت:** لگاریتم طبیعی فروش‌های شرکت  $i$  در سال  $t$   
**اهرم مالی:** نسبت کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها شرکت  $i$  در سال  $t$  (اونومری و همکاران، 2012).

### 3-7 خلاصه فصل

در این فصل همان‌گونه که اشاره گردید مبانی نظری و روش پژوهش مورد بررسی قرار گرفت، ضمن مشخص نمودن جامعه آماری که شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بودند به نحو جمع‌آوری اطلاعات از طریق سایت‌های بورسی اشاره شده است. ضمن اینکه به قلمرو پژوهش و نحوه روش‌شناختی پژوهش به صورت مبسوط اشاره گردید. سپس به روش‌های آماری که جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات مورد استفاده قرار می‌گیرند اشاره شد تجزیه و تحلیل اطلاعات و کاربرد این روش‌ها به‌طور کامل در فصل چهارم مورد بررسی قرار می‌گیرند و نتایج مربوط به تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها در فصل بعد ارائه خواهد شد.

# فصل چهارم

## تجزیه و تحلیل

### داده ها

#### 4-1) مقدمه

تجزیه و تحلیل اطلاعات به عنوان بخشی از فرآیند روش پژوهش علمی، یکی از پایه های اصلی مطالعه و بررسی است. به عبارتی دیگر در این فصل پژوهشگر برای پاسخگویی به مسأله تدوین شده و یا تصمیم گیری در مورد پذیرش یا عدم پذیرش فرضیه یا فرضیه هایی که برای پژوهش در نظر گرفته است، از روش های مختلف تجزیه و تحلیل استفاده می کند. پس از آنکه در فصل گذشته روش پژوهش مشخص شد، اکنون نوبت آن است که داده های مورد نیاز برای آزمون فرضیه های پژوهش جمع آوری شوند و با استفاده از روش های آماری متناسب با روش پژوهش و نوع متغیرها، دسته بندی و تجزیه و تحلیل گردند. همانطور که در فصل قبل بیان





شد، پژوهش حاضر دارای دو مدل برای برآورد دو فرضیه اصلی می‌باشد؛ لذا در این فصل ابتدا کلیه آزمون‌های مربوط به مدل‌های رگرسیونی انجام شده، سپس در نهایت مدل‌های نهایی جهت آزمون فرضیه‌ها مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار خواهند گرفت.

## 2-4) آزمون‌های آماری لازم جهت تحلیل رگرسیون چند متغیره

در این تحقیق از تحلیل رگرسیونی و روش داده‌های ترکیبی، برای آزمون فرضیات استفاده شده است. تحلیل رگرسیونی روشی برای مطالعه سهم یک یا چند متغیر مستقل در پیش‌بینی متغیر وابسته است. آزمون‌های آماری لازم و نوع آماره استفاده شده جهت تحلیل رگرسیون چند متغیره در سطح اطمینان 95% در جدول شماره (1-4) آورده شده است.

جدول شماره (1-4): آزمون‌های آماری جهت تعیین رگرسیون چندمتغیره

مدل‌ها	نوع آزمون استفاده شده	نوع آماره استفاده شده
کلیه فرضیه‌ها	آزمون نرمال بودن (وابسته-پسماند)	جارك-برا
	آزمون نرمال سازی (در صورت نیاز)	تبدیل جانسون
	آزمون مانایی	Levin, lin
	تشخیص نوع داده‌های ترکیبی	F مقید
	تعیین نوع روش برآورد	هاسمن
	آزمون هم‌خطی	پیرسون
	معنادار بودن مدل رگرسیون	F
	آزمون معنادار بودن ضرایب	آماره T
	عدم خودهمبستگی جملات خطا	دوربین واتسون
آزمون همسانی واریانس خطا	بارتلت	

## 3-4) آزمون پیش فرض‌های مدل رگرسیونی (1-3-4) آمار توصیفی مدل‌های نهایی

جدول شماره (2-4) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای که بر حسب میلیون ریال برآورد شده‌اند این مدل را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا می‌باشد. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی، نظیر بیشینه، کمینه، میانگین، میانه و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکنندگی نظیر واریانس، چولگی و کشیدگی است. در این جدول تعداد مشاهدات برای هر متغیر برابر 685 مشاهده است.

مهمترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال میانگین متغیر سیاست سرمایه‌گذاری جسورانه (AIP) برابر با  $0/64$  می‌باشد، که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانگونه که در جدول شماره (2-4) مشاهده می‌شود میانه متغیر سیاست تأمین مالی جسورانه (AFP) برابر با  $0/51$  می‌باشد که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند.

پارامترهای پراکندگی، به‌طور کلی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر اندازه شرکت (Size) برابر  $1/36$  و برای متغیر سیاست تأمین مالی جسورانه (AFP) برابر  $0/17$  است که نشان می‌دهد در بین متغیرهای پژوهش، اندازه شرکت (Size) و سیاست تأمین مالی جسورانه (AFP) به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میزان پراکندگی می‌باشند. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می‌نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر منفی باشد، چولگی به چپ وجود خواهد داشت. به‌عنوان مثال ضریب چولگی متغیر اهرم مالی (LEV) برابر با  $-0/27$  می‌باشد، یعنی این متغیر چولگی به چپ دارد و به این اندازه از مرکز تقارن انحراف دارد. متغیر اندازه شرکت (Size) بیشترین و متغیر سیاست تأمین مالی جسورانه (AFP) کمترین عدم تقارن را نسبت به توزیع نرمال دارد.

میزان کشیدگی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را برجستگی یا کشیدگی می‌نامند. اگر کشیدگی حدود صفر باشد، منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی وضعیت متعادل و نرمال خواهد داشت، اگر این مقدار مثبت باشد منحنی برجسته و اگر منفی باشد منحنی پهن می‌باشد. کشیدگی تمامی متغیرهای این مدل مثبت است. متغیر اندازه شرکت (Size) بیشترین برجستگی و متغیر سیاست تأمین مالی جسورانه (AFP) کمترین برجستگی را نسبت به منحنی نرمال دارد. مقدار بیشینه و کمینه متغیرهای جدول شماره (2-4) به همراه نام شرکت و سال مورد نظر در پیوست شماره 2 در انتهای پایان‌نامه نشان داده شده است. لازم بذکر است که جهت یکسان‌سازی داده‌ها از این متغیر قیمت بازار هر سهم لگارتیم گرفته شده است.

#### 2-3-4) آزمون نرمال بودن متغیر وابسته (MPS)

جدول شماره (2-4) : آمار توصیفی مدل نهایی

متغیر آماره	سیاست سرمایه گذاری جسورانه	سیاست تأمین مالی جسورانه	اندازه شرکت	اهرم مالی	قیمت بازار هر سهم
	AIP	AFP	SIZE	LEV	MPS
میانگین	0/64	0/51	13/43	0/59	8/21
میانه	0/67	0/51	13/38	0/60	8/10
بیشینه	0/97	0/93	18/49	0/99	10/89
کمینه	0/11	0/07	10/22	0/09	6/01
انحراف معیار	0/18	0/17	1/36	0/18	0/97
چولگی	-0/57	0/02	0/62	-0/27	0/29
کشیدگی	2/66	2/32	3/97	2/57	2/46
آماره جارک- برا	40/669	13/094	71/18	13/91	17/89
احتمال آماره جارک برا	0/000	0/001	0/000	0/0009	0/0001
مشاهدات	685	685	685	685	685
تعداد شرکتها	137	137	137	137	137

منبع: یافته‌های پژوهش

قبل از آزمون فرضیات باید نرمال بودن متغیر وابسته (ثروت سهامداران) مورد آزمون قرار گیرد، توزیع غیرنرمال این متغیر منجر به تخطی از مفروضات این روش برای تخمین پارامترها می‌شود. لذا لازم است نرمال بودن توزیع متغیر وابسته تحقیق مورد آزمون قرار گیرد. در این مطالعه این موضوع از طریق آماره جارک- برا مورد بررسی قرار می‌گیرد. فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر می‌باشد:

$H_0$ : توزیع نرمال باشد

$H_1$ : توزیع نرمال نباشد

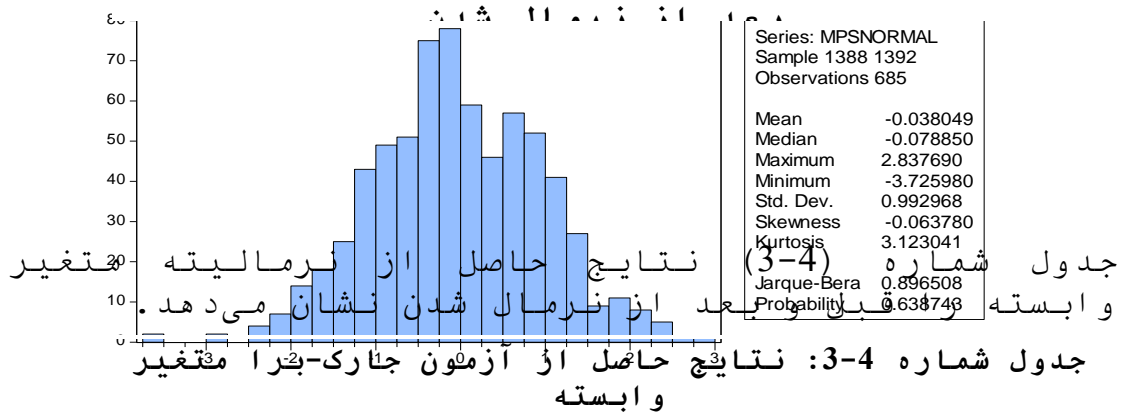
از آنجائی که احتمال آماره جارک- برا در جدول شماره (2-4) برای متغیر وابسته ثروت سهامداران (MPS) کمتر از 5% است، فرضیه صفر مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر مذکور پذیرفته نمی‌شود.

در این راستا برای نرمال سازی متغیر مذکور از تبدیل جانسون<sup>1</sup> استفاده شده است، که تابع تبدیل متغیر وابسته در پیوست شماره (3) بررسی و نشان داده شده است. همانطور که در پیوست شماره (3) مشاهده می‌شود احتمال آماره

<sup>1</sup> Johnson

داده‌های اولیه برای متغیر وابسته ثروت سهامداران (MPS) کمتر از 0/05 است که حاکی از نرمال نبودن متغیر مذکور است که با نرمال‌سازی توسط نرم افزار افزایش یافته است، در نتیجه فرضیه  $H_0$  مبنی بر نرمال بودن متغیر مذکور پذیرفته می‌شود. نگاره شماره (1) توزیع متغیر وابسته را بعد از نرمال‌سازی نشان می‌دهد.

### نگاره (1): نمودار توزیع نرمال متغیر وابسته



متغیر وابسته	Jarque-Bera	Probability
قبل از نرمال سازی	17/89	0/0001
بعد از نرمال سازی	0/896	0/63

منبع: یافته‌های پژوهش

### 3-3-4) آزمون مانایی متغیرها

همانطور که در فصل سوم بیان شد قبل از برآورد مدل به منظور اطمینان از نتایج تحقیق و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنی دار بودن متغیرها، اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای تحقیق در مدل‌ها گردید. آزمون مزبور با استفاده از نرم افزار Eviews7 و روش آزمون لوین، لین و چو<sup>1</sup> (2002) انجام گردید. در آزمون ریشه واحد فرضیه صفر بیانگر وجود ریشه واحد بوده و در صورتی که احتمال جدول کوچکتر از 0/05 باشد به احتمال 95 درصد فرضیه صفر پذیرفته نمی‌شود. نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد برای متغیرهای مدل به شرح جدول شماره (4-4) می‌باشد:

### 4-3-4) آزمون همخطی

قبل از برآورد مدل لازم است تا عدم وجود همخطی میان متغیرهای مستقل آزمون شود. برای بررسی وجود یا عدم وجود همخطی میان متغیرهای مستقل پژوهش از تحلیل

<sup>1</sup> Levin, Lin and Chu

همبستگی استفاده شده است؛ که اینکار با محاسبه ضریب

جدول شماره (4-5): ضرایب همبستگی پیرسون متغیرهای مدل نهایی

Size	LEV	AIP	AFP		
			1/00	Correlation	AFP
			-	Probability	
		1/00	0/396	Correlation	AIP
		-	0/000	Probability	
	1/00	0/221	0/575	Correlation	LEV
	-	0/000	0/000	Probability	
1/00	0/092	-0/095	0/096	Correlation	Size
-	0/01	0/01	0/01	Probability	
0/000	-31/3602	منبع: یافته‌های پژوهش سیاست‌تاسین مالی بورس ایران			
0/000	-35/1195	AFP (Level)			
0/000	-25/9784	اندازه شرکت Size (1Different)			
0/000	-25/9784	اهرم مالی LEV (Level)			

منبع: یافته‌های پژوهش

همبستگی پیرسون انجام می‌شود. جدول شماره (4-5) ضرایب همبستگی پیرسون میان متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد: با توجه به نتایج جدول شماره (4-5) مشخص که مقادیر ضریب همبستگی خیلی زیاد یا خیلی کم (نزدیک به +1 و -1) که نتایج تحلیل رگرسیونی را تحت تأثیر قرار دهد، وجود ندارد، در نتیجه هم‌خطی‌ای میان متغیرهای مستقل پژوهش وجود ندارد. نتایج کامل این آزمون در پیوست شماره 5 در انتهای پایان‌نامه نشان داده شده است.

#### 4-3-5) برآورد مدل و تجزیه و تحلیل مدل نهایی

در پژوهش حاضر، مدل های مذکور با استفاده از مدل داده های ترکیبی برآورد می شوند. بدین ترتیب که چند شرکت در طول زمان مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار می گیرند. در تجزیه و تحلیل داده های ترکیبی یک محیط بسیار غنی از اطلاعات برای گسترش تکنیک های تخمین و نتایج قابل تحلیل فراهم می گردد. در بسیاری از موارد، پژوهشگران می توانند از داده های ترکیبی، برای مواردی که نمی توان فقط به صورت سری زمانی یا فقط به صورت مقطعی بررسی کرد، بهره بگیرند. همان گونه که در فصل سوم اشاره شد در داده های ترکیبی ابتدا به منظور انتخاب بین روش های داده های تابلویی و داده های تلفیقی از "آزمون F لیمر" استفاده می شود. اگر سطح معناداری محاسبه شده بیشتر از سطح خطای 5 درصد باشد از داده های تلفیقی (Pooled) و در غیر این صورت از داده های تابلویی (Panel) استفاده خواهد شد.

در صورتی که داده ها به صورت تابلویی باشند، برای بررسی این موضوع که آیا عرض از مبدأ به صورت اثرات ثابت است یا اینکه در ساختار واحدهای مقطعی به صورت تصادفی عمل می کند، از "آزمون هاسمن" استفاده می شود. اگر احتمال آزمون هاسمن کوچکتر از 5 درصد باشد، فرض صفر (اثرات تصادفی) پذیرفته نمی شود و اثرات ثابت انتخاب می شود و در صورتی که احتمال آزمون هاسمن بزرگتر از 5 درصد باشد، فرض صفر پذیرفته می شود و اثرات تصادفی انتخاب می شود.

#### 4-3-5-1) آزمون F لیمر

جدول شماره (4-6) نتایج آزمون F لیمر فرضیه های پژوهش را نشان می دهد.

با توجه به اینکه سطح معناداری بدست آمده از آزمون F لیمر در تمامی فرضیه های پژوهش کوچکتر از 5 درصد است، به منظور برآورد این مدل ها از مدل داده های پانل (Panel) استفاده خواهد شد. نتایج کامل این آزمون در

جدول شماره (4-6): نتایج آزمون F لیمر فرضیه های پژوهش

نتیجه آزمون	P-Value	مقدار	آماره	فرضیه اصلی
Panel	0/000	12/726	F لیمر	فرضیه اول
	0/000	979/074	Chi-square( $\chi^2$ )	
Panel	0/000	12/096	F لیمر	فرضیه دوم
	0/000	952/805	Chi-square( $\chi^2$ )	

پیوست شماره 6 در انتهای پایان‌نامه نشان داده شده است.

#### 4-3-5 (2) آزمون هاسمن

در مرحله بعد به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود که آیا عرض از مبدأ به صورت اثرات ثابت است یا اینکه در ساختار واحدهای مقطعی به صورت تصادفی عمل می‌کند. همانطور که در فصل سوم گفته شد آماره این آزمون که برای تشخیص اثرات ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی است دارای توزیع کای-دو با درجه آزادی برابر با تعداد متغیرهای مستقل بوده است. جدول شماره (4-7) نتایج مربوط به آزمون هاسمن فرضیه‌های پژوهش را نشان می‌دهد.

با توجه به اینکه سطح معناداری بدست آمده از آزمون هاسمن در فرضیه‌های پژوهش کوچکتر از 5 درصد است، به منظور برآورد این مدل‌ها توجیه می‌شود که الگوی مناسب، الگوی مبتنی بر الگوی اثرات ثابت می‌باشد. نتایج کامل این آزمون در پیوست شماره 7 در انتهای پایان‌نامه نشان داده شده است.

جدول شماره (4-7): نتایج آزمون هاسمن فرضیه‌های پژوهش

نتیجه آزمون	P-Value	مقدار	آماره	فرضیه اصلی
اثرات ثابت (FE)	0/000	54/288	<b>Cross-section Random</b>	فرضیه اول
اثرات ثابت (FE)	0/000	59/559	<b>Cross-section Random</b>	فرضیه دوم

منبع: یافته‌های پژوهش

#### 4-3-5 (3) نتایج آزمون فرضیه اول

با توجه به مطالبی که در فصل سوم بیان شد، فرضیه اول این پژوهش بیانگر این مطلب است که سیاست سرمایه‌گذاری جسورانه بر ثروت سهامداران تأثیر دارد. جدول شماره (4-8) نتایج حاصل از برآورد مدل مذکور را با استفاده از نرم افزار Eviews7 نشان می‌دهد:

همان‌گونه که نتایج مندرج در جدول شماره (4-8) نشان می‌دهد، سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر مستقل سیاست سرمایه‌گذاری جسورانه (AIP)، کمتر از سطح خطای 5 درصد و ضریب برآورد شده آن متغیر مثبت می‌باشد. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که سیاست سرمایه‌گذاری جسورانه بر ثروت سهامداران اثر مثبت و معنی‌داری دارد. همچنین مقدار ضریب برآورد شده نشان می‌دهد که یک درصد



افزایش در سیاست سرمایه‌گذاری جسورانه، ثروت سهامداران را به میزان 1/44٪ افزایش می‌دهد. از سویی دیگر نتایج نشان‌دهنده اثر معنی‌دار بین تمامی متغیرهای کنترلی بر متغیر وابسته پژوهش می‌باشد، به طوری که اندازه شرکت (Size) اثری مثبت و اهرم مالی (LEV) اثری منفی بر ثروت سهامداران (MPS) دارند. به علاوه با مشاهده جدول می‌توان اظهار داشت که از بین متغیرهای پژوهش سیاست سرمایه‌گذاری جسورانه بیشترین تأثیر را بر ثروت سهامداران می‌گذارد.

همچنین ضریب تعیین این مدل تقریباً 0/65 است. این عدد نشان می‌دهد که 65 درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل مذکور قابل تبیین است و از آنجائی‌که آماره دوربین- واتسون این مدل نزدیک به 2 است (2/41)، می‌توان گفت که در این مدل خودهمبستگی مرتبه اول وجود ندارد.

به علاوه نتایج مندرج در جدول شماره (4-8) نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون F کوچکتر از 5 درصد است و از آنجائی‌که، آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می‌دهد در نتیجه می‌توان گفت این مدل با احتمال 95٪ معنی‌دار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. بنابراین با توجه به نتایج مندرج در جدول شماره (4-8) و در سطح اطمینان 95٪، فرضیه اول این پژوهش پذیرفته خواهد شد. نتایج کامل این آزمون در پیوست شماره 8 در انتهای پایان‌نامه نشان داده شده است.

جدول شماره (4-8): نتایج برآورد فرضیه اول

MPS <sub>it</sub> = β <sub>0</sub> + β <sub>1</sub> AIP <sub>it</sub> + β <sub>2</sub> Size <sub>it</sub> + β <sub>3</sub> LEV <sub>it</sub> + ε <sub>it</sub>				
P-value	آماره t	خطای استاندارد	ضریب برآورد شده	متغیر
0/09	-1/676	0/3	-0/26	β <sub>0</sub>
0/008	2/671	0/5	1/44	AIP <sub>it</sub>
0/0009	3/365	0/1	0/46	Size <sub>it</sub>
0/002	-3/06	0/4	-1/27	LEV <sub>it</sub>
0/04	-2/66	0/08	-0/14	AR(1)



ضریب تعیین شده		ضریب تعیین	
0/65		0/77	
احتمال آماره F	آماره F	آماره دوربین واتسون	
0/000	6/659	2/41	

منبع: یافته‌های پژوهش

#### 4-3-5-4) نتایج آزمون فرضیه دوم

با توجه به مطالبی که در فصل سوم بیان شد، فرضیه دوم این پژوهش بیانگر این مطلب است که سیاست تأمین مالی جسورانه بر ثروت سهامداران تأثیر دارد. جدول شماره (4-9) نتایج حاصل از برآورد مدل مذکور را با استفاده از نرم افزار Eviews7 نشان می‌دهد: همانگونه که نتایج مندرج در جدول شماره (4-9) نشان می‌دهد، سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر کنترلی اهرم مالی (LEV) بزرگتر از 5 درصد است، که نشان از معنی‌دار نبودن تأثیر این متغیرها بر ثروت سهامداران می‌باشد. لذا این متغیرها، به‌عنوان متغیر زائد در نظر گرفته شده و مدل بعد از حذف متغیر مذکور دوباره برآورد می‌شود. جدول شماره (4-10) نتایج حاصل از برآورد مدل مذکور را بعد از حذف متغیر زائد نشان می‌دهد:

جدول شماره (4-9): نتایج برآورد فرضیه دوم قبل از حذف متغیر زائد

$MPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 AFP_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$				
P-value	آماره t	خطای استاندارد	ضریب برآورد شده	متغیر
0/0001	4/121	0/1	0/44	$\beta_0$
0/000	-5/630	0/1	-0/70	$AFP_{it}$
0/000	10/279	0/05	0/58	$Size_{it}$
0/18	-1/326	0/2	-0/31	$LEV_{it}$
0/0001	-3/996	0/04	-0/17	AR(1)

ضریب 0/76	تعیین	ضریب 0/64	تعیین	تعدیل	شده
آماره واتسون	دوربین 2/17	آماره F 55/294	احتمال 0/000	آماره F	

منبع: یافته‌های پژوهش

همانگونه که نتایج مندرج در جدول شماره (4-10) نشان می‌دهد، سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر مستقل سیاست تأمین مالی جسورانه (AFP)، کمتر از سطح خطای 5 درصد و ضریب برآورد شده آن متغیر منفی می‌باشد. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که سیاست تأمین مالی جسورانه بر ثروت سهامداران تأثیر معکوس و معنی‌داری وجود دارد. همچنین مقدار ضریب برآورد شده برای این متغیر نشان می‌دهد که یک درصد افزایش در سیاست تأمین مالی جسورانه، ثروت سهامداران را به میزان 0/84٪ افزایش می‌دهد.

از سویی دیگر نتایج نشان‌دهنده اثر مستقیم و معنی‌دار متغیر کنترلی اندازه شرکت (Size) بر متغیر وابسته پژوهش می‌باشد. به علاوه با مشاهده جدول می‌توان اظهار داشت که از بین متغیرهای پژوهش سیاست تأمین مالی جسورانه بیشترین تأثیر را بر ثروت سهامداران می‌گذارد.

همچنین ضریب تعیین این مدل تقریباً 0/63 است. این عدد نشان می‌دهد که 63 درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل مذکور قابل تبیین است و از آنجائی‌که آماره دوربین- واتسون این مدل نزدیک به 2 است (2/19)، می‌توان گفت که در این مدل خودهمبستگی مرتبه اول وجود ندارد.

به علاوه نتایج مندرج در جدول شماره (4-10) نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون F کوچکتر از 5 درصد است و از آنجائی‌که، آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می‌دهد در نتیجه می‌توان گفت این مدل با احتمال 95٪ معنی‌دار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. بنابراین با توجه به نتایج مندرج در جدول شماره (4-10) و در سطح اطمینان 95٪، فرضیه دوم این پژوهش پذیرفته خواهد شد. نتایج کامل این آزمون در پیوست شماره 9 در انتهای پایان‌نامه نشان داده شده است.

جدول شماره (4-10): نتایج بهترین تخمین فرضیه دوم

$$MPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 AFP_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	P-value
$\beta_0$	0/33	0/08	4/146	0/000
AFP <sub>it</sub>	-0/84	0/1	-5/670	0/000
Size <sub>it</sub>	0/59	0/06	9/798	0/000
AR(1)	-0/17	0/04	-3/722	0/0002
ضریب تعیین	0/75	ضریب تعیین	تعدیل شده	0/63
آماره واتسون	دوربین	آماره F	احتمال	آماره F
2/19	41/294	0/000		

منبع: یافته‌های پژوهش

#### 4-3-6) آزمون همسان بودن واریانس خطا

یکی از پیش فرض‌های مدل رگرسیون، ثابت بودن واریانس خطا است. به طوری که با وجود ناهمسانی واریانس در مدل، افزایش یا کاهش در متغیر مستقل، واریانس متغیر وابسته که برابر با واریانس پسماند است تغییر می‌کند (ابریشمی، 1389). در این پژوهش برای بررسی همسانی واریانس‌ها در داده‌های ترکیبی از روش بارتلت (1983) استفاده می‌شود. در روش همسانی واریانس بارتلت، فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس‌ها و فرض مخالف آن ناهمسانی واریانس‌ها در نظر گرفته می‌شود. جدول شماره (4-11) نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس را در فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد. از آنجائی‌که سطح معناداری آزمون ناهمسانی واریانس، برای فرضیه‌های مذکور بزرگتر از 0/05 است؛ در نتیجه فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس‌ها پذیرفته می‌شود. نتیجه کامل این برآورد در پیوست شماره 10 در انتهای پایان‌نامه قید شده است.

#### 4-3-7) آزمون نرمال بودن جملات خطا

یکی از متداولترین آزمون‌های به کار رفته به منظور نرمالیتی، آزمون جاک-براک<sup>1</sup> یا به اختصار BJ می‌باشد. آماره آزمون از یک توزیع  $\chi^2$  با درجه آزادی 2 با فرض صفری مبنی بر نرمالیتی توزیع خطاها، تبعیت می‌کند. در صورتی‌که پسماندها به صورت نرمال توزیع شده باشند، هیستوگرام باید به صورت زنگوله‌ای بوده و آماره BJ معنی‌دار نخواهد بود. این بدین معنی است که سطح معناداری داده شده در پایین صفحه مربوط به آزمون

<sup>1</sup> Jarque- Bera

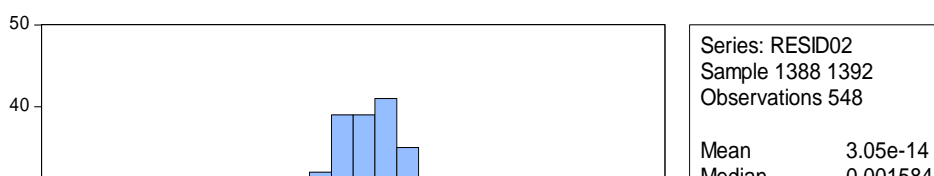
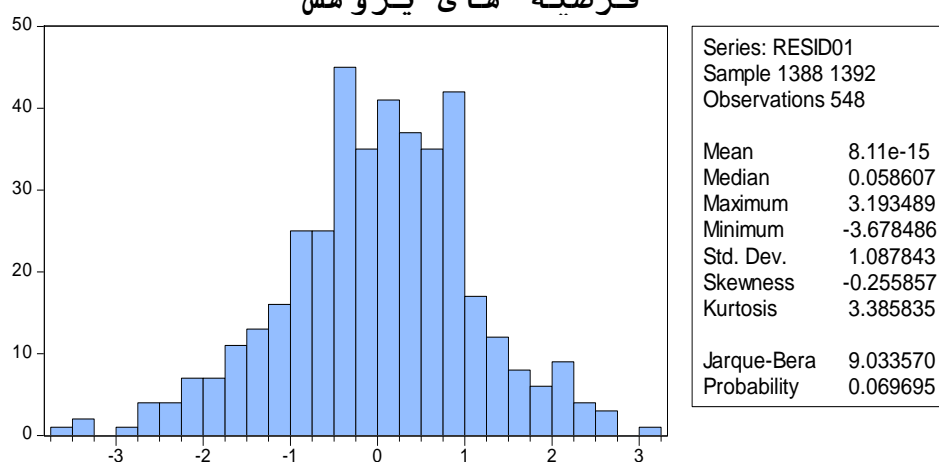
نرمالیتی باید بزرگتر از 0/05 باشد تا فرضیه صفر نرمالیتی در سطح 5% رد نشود (بدری و عبدالباقی، 1389).  
نگاره شماره (2) نتایج حاصل از آزمون نرمالیته پسماند فرضیه های پژوهش را نشان می دهد. با توجه به اینکه سطح معناداری برای تمامی فرضیه های پژوهش بزرگتر از 0/05 است، در نتیجه فرضیه  $H_0$  مبنی بر نرمال بودن جملات خطا در فرضیه های مذکور پذیرفته می شود.

جدول شماره (4-11): نتایج آزمون همسان بودن واریانس پسماند

فرضیه اصلی	روش	مقدار	احتمال
	Method	Value	P-value
فرضیه اول	Bartlett	7/302	0/06
فرضیه دوم	Bartlett	6/477	0/09

منبع: یافته های پژوهش

نگاره (2): نمودار توزیع نرمال جملات پسماند در فرضیه های پژوهش



#### 4-4) خلاصه فصل

در این فصل ابتدا آمار توصیفی و در ادامه نتایج برآورد هر یک از مدل‌ها به همراه آزمون‌های آماری مربوط، مورد بررسی قرار گرفت. نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که در شرکت‌های مورد بررسی ارتباط مثبت و معنی‌داری بین سیاست سرمایه‌گذاری جسورانه و ثروت سهامداران وجود دارد؛ همچنین نتایج ارتباط منفی و معنی‌داری را بین سیاست تأمین مالی جسورانه و ثروت سهامداران را بیان می‌کند.



# فصل پنجم

## خلاصه، نتیجه و

### پیشنهاد های تحقیق

#### 5-1) مقدمه

سرمایه‌گذاران همواره دورنمای وضعیت مالی و اقتصادی شرکتی را مورد بررسی و ارزیابی قرار می‌دهند که در آن سرمایه‌گذاری نموده یا قصد سرمایه‌گذاری در آن را دارند. حال مدیران با اتخاذ سیاست‌های مناسب در شرکت‌ها توان خلق ارزش برای سهامداران را دارند با توجه به اهمیت اطلاعات مدیریت سرمایه در گردش و مدیریت دارایی‌های و بدهی‌های جسورانه یا محافظه‌کارانه این اطلاعات برای عموم سرمایه‌گذاران، مدیران در افشای اطلاعات بسیار حائز اهمیت می‌باشد. در این تحقیق از مجموعه‌ی از معیارهای واقعی انتخاب و آن‌ها را آزمون کرده به عبارت دیگر این تحقیق به تبیین نقش معیارهای واقعی همچون



سیاست‌های سرمایه‌گذاری جسورانه، سیاست‌های تامین مالی جسورانه بر ثروت سهامداران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

جمع‌بندی، تلخیص و تفسیر در هر کار به‌ویژه مطالعات علمی و تحقیق بخشی اساسی محسوب می‌گردد. این فصل با ارائه خلاصه‌ای کوتاه از مطالب سه فصل اول شروع شده است. در ادامه، نتایج پژوهش ارائه و ارزیابی و تشریح شده و سپس محدودیت‌های تحقیق، پیشنهادهایی عملی برای کاربرد یافته‌ها و نیز پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی ارائه شده است.

## 5-2) خلاصه، نتیجه‌گیری و نتایج تحقیق

اطلاعات باعث افزایش دانش تصمیم‌گیرندگان و کاهش میزان تردید آنان می‌گردد. یکی از مهم‌ترین عوامل توسعه‌ی اقتصادی کشورها، وجود سیستم‌های اطلاعاتی مناسب می‌باشد. حسابداری یک سامانه‌ی اطلاعاتی است و در بنگاه‌های اقتصادی به مثابه ابزاری مؤثر در فرآیند تهیه و ارائه اطلاعات مالی، به منظور تصمیم‌گیری‌های آگاهانه‌ی استفاده‌کنندگان، مورد توجه قرار دارد.

در دنیای امروز، سیستم‌های اطلاعاتی حسابداری، نقش بسیار مؤثری در گردش فعالیت بنگاه‌های اقتصادی ایفا می‌نمایند. زیرا قسمت اعظم اطلاعاتی که در واحدهای تجاری و غیرتجاری، جهت تصمیم‌گیری مدیران مورد نیاز است، اطلاعات حسابداری است.

اکثر اطلاعات حسابداری در گزارش‌های مالی منعکس می‌گردد. از طرفی، مرکز ثقل گزارش‌های مالی، صورت‌های مالی اساسی شناخته شده است. صورت‌های مالی اساسی، عصاره‌ی کلیه فعالیت‌ها و رویدادهای مربوط به یک دوره‌ی مالی می‌باشد. مسؤلیت تهیه صورت‌های مالی به عهده‌ی مدیریت مؤسسات است.

از دیدگاه اقتصادی، با فرض منطقی بودن رفتار افراد، فرض بر این است که همه‌ی افراد در وهله اول به دنبال حداکثر کردن منافع خویش هستند و مدیران نیز از این قاعده مستثنی نمی‌باشند. لذا مدیران در راستای حداکثر کردن ثروت خود، از انگیزه کافی برخوردارند تا با کاربرد روش‌های گوناگون حسابداری و با سیاست‌های خاص بر روی مدیریت سرمایه در گردش جسورانه یا محافظه‌کارانه تأثیرگذار باشند.

به بیان دیگر، بعضی از عوامل، مدیریت واحد تجاری را در برخورد با مسائل تحریک نموده تا دست به اعمال تغییر در سیاست‌های مالی خود بزنند. تغییر در میزان نگهداشت وجه نقد چه کم و چه زیاد از حد هر دو برای

شرکت تاوان دارند لذا می‌بایست بدانیم سیاست‌های اعمال شده توسط مدیریت چه تأثیری بر روی شرکت دارد.

این تحقیق درصدد بررسی رابطه بین سیاست‌های جسورانه مدیریت سرمایه در گردش بر ثروت سهامداران در شرکت‌ها می‌باشد، به منظور کمک به سهامداران و سرمایه‌گذاران جهت اخذ تصمیمات منطقی و قضاوت صحیح و استفاده کارآمدتر از منابع می‌باشد.

این تحقیق مبتنی بر اطلاعات واقعی بازار سهام می‌باشد و اطلاعات آن از طریق سالنامه‌ها و نرم افزارهای اطلاعاتی انتشار یافته از سوی بورس اوراق بهادار تهران و همچنین صورت‌های مالی اساسی، سایر گزارشات مالی، گزارشات هیئت مدیره و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی انتشار یافته از سوی بنگاه‌های اقتصادی گردآوری شده است.

این پژوهش، در مورد جامعه و نمونه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران در یک قلمرو زمانی پنج ساله با ویژگی‌های مندرج در فصل سوم، صورت پذیرفته است. برای آزمون فرضیات تحقیق از رگرسیون‌های خطی استفاده شد، در نهایت نتایج محاسبات آماری به دست آمده از تجزیه و تحلیل اطلاعات جمع آوری شده شرکت‌های نمونه آماری، در ارتباط با فرضیه‌های مطرح شده به ترتیب زیر می‌باشد. خلاصه نتایج حاصل از آزمون و فرضیه‌های تحقیق که در فصل چهارم تشریح شد به شرح جدول 5-1 ذیل است.

جدول 5-1 خلاصه آزمون فرضیه‌ها			
شماره فرضیه	شرح فرضیه	سطح معناداری	نتیجه
1	اثر مثبت سیاست‌های سرمایه‌گذاری جسورانه بر ثروت سهامداران	0/000	پذیرش
2	اثر منفی سیاست‌های تأمین مالی جسورانه بر ثروت سهامداران	0/000	پذیرش

### 3-5) نتیجه، بحث و مقایسه نتایج تحقیق

فرضیه اول؛ سیاست‌های سرمایه‌گذاری جسورانه بر ثروت سهامداران تأثیر دارد.

با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه اول می‌توان بیان داشت که در سطح اطمینان 95 درصد، فرضیه اول پژوهش پذیرفته خواهد شد. براساس یافته‌های پژوهش (منقول در فصل چهارم) اثر مثبت و مستقیمی بین متغیرها حاصل شده است یعنی با افزایش سیاست‌های جسورانه در



سرمایه‌گذاری‌ها اثر افزایشی بر ثروت سهامداران خواهد داشت؛ و نیز باتوجه به ضریب تعیین تعدیل شده 65 درصد می‌توان اظهار داشت که سیاست‌های سرمایه‌گذاری جسورانه بر ثروت سهامداران (که در این پژوهش معیار آن قیمت بازار سهام) بوده است به میزان 65 درصد مؤثر خواهد بود. نتیجه تحقیق حاضر با نتایج پژوهش‌های اولو و موانجی (2014) و جایکار پای و کیشوری (2014) همسو و موافق و ناسازگار با نتیجه تحقیق جاوید و زیتا (2014) است.

### **فرضیه دوم؛ سیاست‌های سرمایه‌گذاری جسورانه بر ثروت سهامداران تاثیر دارد.**

بر طبق نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه دوم می‌توان بیان داشت که در سطح معناداری 5 درصد، فرضیه دوم پژوهش نیز پذیرفته خواهد شد. براساس یافته‌های پژوهش (منقول در فصل چهارم) اثر منفی و معکوسی بین متغیرها حاصل شده است یعنی افزایش سیاست‌های جسورانه در تامین مالی اثر معکوس و کاهشی بر ثروت سهامداران خواهد داشت؛ و نیز باتوجه به ضریب تعیین تعدیل شده 63 درصد می‌توان اظهار داشت که سیاست‌های تامین مالی جسورانه بر ثروت سهامداران (که در این پژوهش معیار آن قیمت بازار سهام) بوده است به میزان 63 درصد مؤثر خواهد بود. نتیجه تحقیق حاضر با نتایج پژوهش‌های جاوید و زیتا (2014) همسو و موافق و ناسازگار با نتیجه تحقیق اولو و موانجی (2014) است.

### **4-5) محدودیت‌های تحقیق**

علاوه بر محدودیت‌های اعمال شده توسط محقق مثل جامعه، نمونه آماری و دوره زمانی سایر محدودیت‌ها عبارتند از:

- 1- بورس اوراق بهادار تهران بخش کوچکی از شرکت‌های ایرانی می‌باشد لذا این امر باعث می‌شود نتوان نتایج تحقیق را به سایر شرکت‌ها تعمیم داد.
- 2- عدم کارایی بورس اوراق بهادار تهران محدودیت ذاتی کلیه تحقیقاتی است که داده‌های خود را از آن می‌گیرند.

### **5-5) پیشنهادهای تحقیق**

#### **5-5-1) پیشنهادهای حاصل از نتایج تحقیق**

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های این تحقیق، می‌توان بیان داشت که براساس نتیجه فرضیه اول مبنی بر

اثر مثبت سیاست‌های سرمایه‌گذاری جسورانه بر ثروت سهامداران پیشنهادهای زیر بیان می‌گردد:

1- سهامداران، سرمایه‌گذاران و تحلیلگران به‌منظور دستیابی به نحوه عملکرد یک شرکت به مطالعه نسبت‌های مالی و واحد تجاری بپردازند تا از این طریق اطلاعات دقیق‌تری از واحد تجاری بدست آورند. چراکه نسبت‌های جاری، آبی و یا حتی نسبت‌های سرمایه در گردش نشان‌دهنده سیاست‌های مدیریت در سرمایه در گردش است که شاید گاهی این سیاست‌ها پنهان و مستتر باشند اما آن‌ها دارای محتوای اطلاعاتی هستند و می‌توانند بر قیمت سهام، ارزش شرکت و ثروت سهامداران تأثیرگذار باشند.

2- باتوجه به اینکه اندازه شرکت‌ها می‌تواند بر قیمت سهام که نتیجه آن خلق ثروت برای سهامداران است، موثر باشد لذا به سهامداران، سرمایه‌گذاران و تحلیلگران پیشنهاد می‌گردد که به این متغیر در شرکت‌ها توجه نمایند.

3- شرکت‌ها با کاهش دارایی‌های جاری خود (مثل وجه نقد) و سرمایه‌گذاری آن در پروژه‌ها، دارایی‌های مولد و ... می‌توانند عملکرد و بازده سرمایه‌گذاری مناسبی داشته باشند که این خود باعث افزایش ثروت سهامداران می‌گردد.

براساس نتیجه **فرضیه دوم** مبنی بر اثر منفی تأمین مالی جسورانه بر ثروت سهامداران پیشنهاد زیر بیان می‌شود:

1- همچنین شرکت‌های که تأمین مالی خود را به صورت جسورانه انجام می‌دهند باعث افزایش بدهی‌های جاری در شرکت‌ها خواهد شد لذا این قبیل شرکت‌ها مجبورند دارایی‌های جاری مثل وجه نقد بیشتری را نگهداری نمایند که این امر منجر به کاهش ثروت سهامداران خواهد شد.

### 5-5-2) پیشنهاد برای تحقیقات آتی

با توجه به این که در حوزه مدیریت سرمایه در گردش و مقوله‌های وابسته به آن، در ایران تحقیقات انجام شده است، به محققانی که تمایل دارند در این حوزه تحقیق نمایند، پیشنهاد می‌گردد که:

1- این پژوهش با متغیرهای تعدیل‌کننده دیگری مثل ساختار صنعت و عمر شرکت مورد بررسی قرار گیرد. لذا برای غنای بیشتر ادبیات مالی در ایران، به دیگر پژوهشگران پیشنهاد می‌گردد از مدل‌های و استراتژی‌های دیگر سرمایه در گردش بهره جویند.

2- براساس تحقیق حاضر می‌توان بیان داشت که اندازه شرکت بر قیمت سهام موثر است، لذا برای تحقیقات آتی پیشنهاد می‌شود که این متغیر را به تفکیک اندازه شرکتها به صورت کوچک، متوسط و بزرگ مورد بررسی قرار دهند.

3- همچنین پیشنهاد می‌شود که تحقیقات آتی بر روی اجزای مدیریت سرمایه در گردش خصوصاً مدیریت وجه نقد، اوراق قابل معامله در بازار، حسابهای دریافتی و موجودیها به صورت مستقل انجام گیرد.

# منابع و مأخذ

## منابع فارسی

1. بدری، احمد، عبدالباقی، عبدالمجید، (1389)، "اقتصادسنجی مالی"، انتشارات نص.
2. بهارمقدم، مهدی، یزدی، زینب، یزدی، سمیه، (1390)، "بررسی اثرات مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله حسابداری مدیریت، 10: 75-63.
3. حسن پور، شیوا، (1388)، "بررسی تاثیر استراتژیهای سرمایه در گردش بر بازده سهام"، فصلنامه حسابداری مالی، 1: 19-1.
4. خاکی، غلامرضا، (1378)، "روش تحقیق با رویکردی به پایاننامه نویسی"، کانون فرهنگی انتشاراتی درایت.
5. رضائی، نواب، گرکز، منصور، (1392)، "اثر تغییرات سرمایه در گردش بر فرصتهای سرمایه گذاری"، فصلنامه

- علمی و پژوهشی- مدیریت دارایی و تامین مالی، سال اول، شماره سوم، شماره پیاپی (3).
6. رهنمای رودپشتی، فریدون، نیکومرام، هاشم، شاهوردیانی، شادی، (1392)، "مدیریت مالی راهبردی"، نشر حکیم باشی، چاپ دوم.
7. رهنمای رودپشتی، فریدون، صالحی، الله‌کرم، (1389)، "مکاتب و تئوری‌های مالی و حسابداری"، دانشگاه آزاد اسلامی تهران مرکز.
8. رهنمای رودپشتی، فریدون، کیانی، علی، (1387)، "بررسی تبیین استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه دانش و پژوهش حسابداری، 4 (13)، صص 6-18.
9. ریموندپی، نوو، (1380)، "مدیریت مالی"، ترجمه جهانخانی، علی، پارسائیان، علی، جلد اول، انتشارات سمت.
10. ریموندپی، نوو، (1380)، "مدیریت مالی"، ترجمه جهانخانی، علی، پارسائیان، علی، جلد دوم، انتشارات سمت.
11. زهدی، محمدهادی، ولی‌پور، هاشم، شهابی، علیرضا، (1389)، "سیاست‌های سرمایه در گردش و ریسک شرکت"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، زمستان، دوره 2.
12. شورورزی، محمدرضا؛ آزادوار، ایمان، (1389)، "تجزیه و تحلیل ارتباط میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌ها"، حسابداری مدیریت، سال سوم، شماره 6، صص 13-23.
13. طرکه، سهیلا (1387)، "بررسی اثرات مدیریت سرمایه در گردش بر شرکتهای کوچک و متوسط ایرانی"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه الزهراء.
14. عباس‌زاده، محمدرضا، فلاحی، سعید، صفدری‌نیا، شکوفه، علیزاده، علی، (1392)، "بررسی رابطه بین استراتژی‌های سرمایه در گردش با فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، یازدهمین همایش ملی حسابداری ایران.
15. عبدل نژاد، امیر، (1386)، "میزان همبستگی بین استراتژی سرمایه در گردش با بازده و ریسک سهام"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تهران.
16. علی‌پور، محمد، (1386)، "ارتباط مدیریت سرمایه در گردش با سود آوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور.

17. گجراتی، دامور، (1387)، "مبانی اقتصادسنجی" ترجمه حمید ابریشمی، چاپ دوم، انتشارات دانشگاه تهران.
18. مالکینیا، ناهید، عسگری آلوچ، حسین، قزلباش، اعظم، (1390)، "رابطه بین استراتژی سرمایه در گردش و معیارهای سودآوری شرکت‌های خودرو، داروسازی و کانی بورس اوراق بهادار"، دوفصلنامه اقتصاد پولی و مالی، سال هیجدهم، شماره 2، پاییز و زمستان.
19. مدرس، احمد، عبدالله زاده، فرهاد، (1388)، "مدیریت مالی"، جلد اول، انتشارات شرکت چاپ و نشر بازرگانی.
20. مرادی، محسن، شفیعی سردشت، مرتضی، معمارپور یزدی، مهسا، (1393)، "ارتباط استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش با ارزش افزوده بازار شرکت‌ها"، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال سوم، شماره 11، بهار، صص 93-113.
21. نیکومرام، هاشم، رهنمای رودپشتی، فریدون، هیبتی، فرشاد، (1389)، "مبانی مدیریت مالی"، جلد اول، انتشارات ترمه.
22. نیکومرام، هاشم، رهنمای رودپشتی، فریدون، هیبتی، فرشاد، (1389)، "مبانی مدیریت مالی"، جلد دوم، انتشارات ترمه.
23. یعقوبنژاد، احمد، وکیلی‌فرد، حمیدرضا، بابائی، احمدرضا، (1389)، "ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، 2 (2): 113-137.

### منابع انگلیسی

24. Afza, Talat, Nazir, Mian Sajid, (2008), "Working Capital Approaches and Firm's Returns", *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, Vol. 1, No. 1.
25. Amiri, Esmail, (2014), "Aggressive Investment, Financing Policy of working capital with profitability", *Advanced Research in Economic and Management Sciences (AREMS)*, Volume 19 (In Persian).
26. Baghiyan, Fatemeh, (2013), "The Impact of Working Capital Management on Management Performance", *Journal of Behavioral Economics, Finance, Entrepreneurship, Accounting and Transport*, Vol. 1, No. 1, 13-14 (In Persian).
27. Brealey A. Richard, Myers C. Stewart, and Marcus J. Alan, (2004), "Fundamentals of Corporate Finance", *McRAW-HILL, INC*.
28. Chiou JR and L Cheng, (2006), "The Determinants of Working Capital Management". *Journal of American Academy of Business*, 10(1): 149-155.
29. Deloof M. (2003), "Dose Working Capital Management Affect Probability of Belgian Firm?" *Journal of Business, Finance and Accounting*, Volume 30, Issue 3-4, pages 573-588, April 2003.



30. Dong, Huynh Phuong, Su, Jyh-tay, (2010), “**The Relationship between Working Capital Management and Profitability: A Vietnam Case**”, *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 49
31. Gallagher, T.J, Andrew, J.D (2003), “**Financial management: Principles and practice**”, (3rd Edition). *New Jersey: prentice Hall*.
32. Gentry, James A.; Vaidyanathan, R.; Hei Wai Lee, (1990), “**A weighted cash conversion cycle**”, *The Journal of the Financial Management Association*, Spring, Vol.19 Issue 1, pp. 90.
33. Gill, Amarjit, Biger, Nahum, (2013) “**The impact of corporate governance on working capital management efficiency of American manufacturing firms**”, *Managerial Finance*, Vol. 39 Iss: 2, pp.116 – 132.
34. Gul, Sajid, Sajid, Muhammad, Razzaq, Nasir, Farrukh Iqbal, Muhammad, Bilal Khan, Muhammad, (2012), “**The Relationship between Dividend Policy and Shareholder’s Wealth (Evidence from Pakistan)**”, *Economics and Finance Review*, Vol. 2(2) pp. 55 – 59.
35. Gundavelli, V. (2006), “**Steps to Elevating Working Capital Performance**”, *Financial Executive*, Vol. 22, No. 4, pp. 52-54
36. Javid, Snober, Zita, Velontrasina Prudence Marie, (2014), “**Impact of Working Capital Policy on Firm’s Profitability: A Case of Pakistan Cement Industry**”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol.5, No 5.
37. Jayakar Pai, Rajesh, Kishore, Banda, (2014), “**Impact of Aggressive and Conservative Working Capital Management Policy on Firms Profitability**”, *RJSSM*: Volume: 04, Number: 01.
38. Kaddumi, Thair A. Ramadan, Imad Z. (2012), “**Profitability and Working Capital Management the Jordanian Case**”, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4, No. 4; April.
39. Kim, C.-S., D. Mauer, and A. Sherman, (1998), “**The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence**”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33, 305-334.
40. Lind, Lotta, MiiaPirttil, Sari Viskari, Florian Schupp, Timo Karri, (2012), “**Working capital management in the automotive industry: Financial value chain analysis**”, *Journal of Purchasing & Supply Management*, 18, PP 92–100.
41. Mathur B. Satish, (2003), “**Working Capital Management and Control Principles & Practice**”, *New Delhi*.
42. Melita Stephanou Charitou, Maria Elfani, Petros Lois, (2010), “**The Effect of Working Capital Management on Firm’s Profitability: Empirical Evidence from an Emerging Market**”, *Journal of Business & Economics Research* – December, 2010 Volume 8, Number 12.
43. Miller, M. & Orr, D. (1966). “**A model of the demand for money by firms**”, *The Quarterly Journal of Economics*, 81, 413-435.
44. Mohammdi, M. (2010). “**Impact of working capital management on companies profitability in community of companies admitted in TSE**”, *journal of management*, sixth year, number 14. (In Persian).
45. Mojtahedzadeh, Vida, AlaviTabari, Seyed Hossein, Mosayebi, Rezvan, (2011), “**The Relationship between Working Capital Management and Profitability of the Companies :( Case Study: Listed Companies on TSE)**”, *International Research Journal of Finance and Economics*. (In Persian).
46. Myers, Stewart C, (1977), “**Determinants of corporate borrowing**”, *Journal of Financial Economics*, Volume 5, Issue 2, Pages 147–175.

47. Oloo, Magadi S, Mwangi, Muturi W, (2014), “**Effect of Aggressive Financing Policy on Profitability of Listed Companies at the Nairobi Securities Exchange, Kenya**”, *International Journal of Science and Research (IJSR)*.

48. Onwumere, J.U.J, Ibe, Imo G, Ugbam, O.C, (2012), “**The Impact of Working Capital Management on Profitability of Nigerian Firms: A Preliminary Investigation**”, *European Journal of Business and Management*, Vol 4, No.15.

49. Padachi, K. (2006). “**Trends in working capital management and its impact on firms, performance: an analysis of Mauritian small manufacturing firms**”, *International Review of Business Research Papers*, Vol.2 No.2, PP.45-58.

50. Pitt, Lucian J. (2014), “**Working Capital Efficiency and Firm Profitability – Nigeria and Kenya**”, *World Academy of Science, Engineering and Technology International Journal of Social, Management, Economics and Business Engineering* Vol: 8 No: 6.

51. Raheman, Abdul, Afza, Talat, Qayyum, Abdul, Bodla, Mahmood Ahmed, (2010), “**Working Capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan**”, *International Research Journal of Finance and Economics*.

52. Richards, Verlyn D. and Laughlin, Eugene J. (1980), “**A Cash Conversion Cycle Approach to Liquidity Analysis**”, *Financial Management*, Vol. 9, No. 1, pp. 32-38.

53. Shin, H. and L. Soenen, (1998), “**Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability**”, *Financial Practice and Education*, 8, 37-45.

54. Sunday, E. Idowu, A and Lawrenciana, (2012). “**Working Capital Management, Firms Performance and Market Valuation in Nigeria**”. *International Journal of Social and Human Sciences*. 6.

55. TaghizadehKhanqah, Vahid, Ghanavati, Elham, Akbarikhosroshahi, Mohsen, Ebrati, Mohammadreza, (2012), “**Working capital management and corporate performance: evidence from Iranian companies**”, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 62 (2012) 1313 – 1318. (In Persian).

56. Teruel, P.J. and Solano, P. (2007). “**Effects of working capital management on E profitability**”, *International Journal of Managerial Finance*, Vol.3 No.2, PP.164-177.

57. VURAL, Gamze , SÖKMEN, Ahmet Gökhan, ÇETENAK, Emin Hüseyin, (2012), “**Effects of Working Capital Management on Firm’s Performance: Evidence from Turkey**”, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 2, No. 4, 2012, pp.488-495.

58. Yeboah, Benjamin, KwakuAgyei, Samuel, (2012), “**Working Capital Management and Cash Holdings of Banks in Ghana**”, *European Journal of Business and Management*, Vol 4, No.13.

Zhang, Junli, (2012), “**The Relationship between Working Capital Management and the Corporate Cash Holdings**”, *Master’s thesis in University of Eastern Finland*.





# پیوست‌ها

پیوست شماره (1) : اسامی شرکتهای نمونه  
 پیوست شماره (2) : مقدار بیشینه و کمینه متغیرهای مدل  
 نهایی

کمینه		بیشینه		
سال مالی	نام شرکت	سال مالی	نام شرکت	
1391	سایپا آذین	1392	سیمان قائن	MPS
				قیمت بازار هر سهم
1389	سیمان خزر	1391	تکنوتار	AIP
				سیاست سرمایه گذاری جسورانه
1389	چادرملو	1391	تکنوتار	AFP
				سیاست تأمین مالی جسورانه

1390	ماشین سازی نیرو محرکه	1390	ایران خودرو	Size				
				اندازه شرکت				
	لبنیات پاک	112	شهد ایران	75	انفورماتیک خدمات	38	البرزدارو	1
	لعابیران	113	شهید قندی	76	داده پردازی ایران	39	الکتریک خودرو شرق	2
	لنت ترمز	114	شیشه دارویی رازی	77	دارو ابوریحان	40	اما	3
	لوازم خانگی پارس	115	شیشه و گاز	78	دارو اسوه	41	ایران تایر	4
	لوله و ماشین سازی	116	شیمیایی سینا	79	دارو اکسیر	42	ایران ترانسفو	5
	ماشین سازی نیرو محرکه	117	شیمیایی فارس	80	دارو امین	43	ایران خودرو	6
	محور خودرو	118	صنعتی بارز	81	دارو جابرابن حیان	44	ایرکا پارت صنعت	7
	محورسازان	119	صنعتی سپاهان	82	دارو دامبران رازک	45	آذراب	8
	مس باهنر	120	فرآورده تزریقی	83	دارو رازک	46	باما	9
	معادن بافق	121	فرآورده های نسوز ایران	84	دارو فارابی	47	بوتان	10
	معادن منگنز ایران	122	فرآورده های نسوز آذر	85	دارو لقمان	48	بیسکویت گرجی	11
	معدنی املاح ایران	123	فرآوری مواد معدنی	86	داروسازی کوثر	49	پارس پامچال	12
	مگسال	124	فروسلیس ایران	87	درخشان تهران	50	پارس خودرو	13
	ملی صنایع مس ایران	125	فنر سازی خاور	88	دشت مرغاب	51	پارس دارو	14
	مواد داروپخش	126	فولاد امیرکبیر کاشان	89	دوده صنعتی پارس	52	پارس سوئیچ	15
	مهرام	127	فولاد آلیاژی ایران	90	ذغالسنگ نگین	53	پارس مینو	16
	مهرکام پارس	128	فولاد خوزستان	91	رادیاتور ایران	54	پتروشیمی آبادان	17
	نساجی بروجرد	129	فولادخراسان	92	رنگین	55	پتروشیمی شیراز	18
	نصیر ماشین	130	فیبر ایران	93	روز دارو	56	پتروشیمی فن آوران	19
	نفت بهران	131	قند اصفهان	94	ریخته گری تراکتور	57	پشم بافی توس	20
	نفت پارس	132	قند قزوین	95	رینگ سازی مشهد	58	پشم شیشه ایران	21
	نورد قطعات فولادی	133	قند نقش جهان	96	سازه پویش	59	پگاه اصفهان	22
	نوش مازندران	134	کارخانجات داروپخش	97	سالمین	60	پگاه خراسان	23
	نیروترانس	135	کاشی الوند	98	سایپا آذین	61	پلاستیک شاهین	24
	نیروکلر	136	کاشی پارس	99	سیمان ارومیه	62	پلاسکوکار سایپا	25
	هپکو	137	کاشی تکسرام	100	سیمان اصفهان	63	تامین ماسه	26
			کاشی حافظ	101	سیمان بجنورد	64	تراکتورسازی	27
			کاشی سعدی	102	سیمان خاش	65	تکنوتار	28
			کاشی سینا	103	سیمان خزر	66	تکین کو	29

	کاشی نیلو	104	سیمان داراب	67	تولی پرس	30
	کاغذ سازی کاوه	105	سیمان شاهرود	68	تهران دارو	31
	کالسیمین	106	سیمان صوفیان	69	جام دارو	32
	کف	107	سیمان فارس	70	چادرملو	33
	کیمیدارو	108	سیمان قائن	71	چینی ایران	34
	گروه بهمن	109	سیمان کرمان	72	حفاری شمال	35
	گل گهر	110	سیمان مازندران	73	حمل و نقل بین المللی خلیج فارس	36
	لاستیک سهند	111	سینادارو	74	خاک چینی ایران	37
1389	چادرملو	1390	هیکو	LEV		
				اهرم مالی		

### پیوست شماره (3): نتایج آزمون ریشه واحد متغیرهای مدل نهایی

#### MPS

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic selection of lags based on SIC: 0

Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 685

Cross-sections included: 137

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-114.670	0.0000

#### AIP

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 685

Cross-sections included: 137

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-13.7521	0.0000

#### AFP

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 685

Cross-sections included: 137

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-31.3602	0.0000

---

---

## D (Size)

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 548

Cross-sections included: 137

---

---

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-35.1195	0.0000

---

---

## LEV

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 685

Cross-sections included: 137

---

---

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-25.9784	0.0000

---

---

پیوست شماره (4) : نتایج حاصل از آزمون هم خطی متغیرهای مدل نهایی

Correlation Analysis: Ordinary

Sample: 1388 1392

Included observations: 685

---

---

Correlation Probability	AFP	AIP	LEV	SIZE
AFP	1.000000 -----			
AIP	0.396498 0.0000	1.000000 -----		

LEV	0.575684 0.0000	0.221834 0.0000	1.000000 -----	
SIZE	0.092326 0.0156	-0.095328 0.0117	0.096285 0.0117	1.000000 -----

پیوست شماره (5): نتایج آزمون F لیمر فرضیه های پژوهش  
الف: فرضیه اول

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: Untitled  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	12.726554	(136,545)	0.0000
Cross-section Chi-square	979.074665	136	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:  
Dependent Variable: MPSNORMAL  
Method: Panel Least Squares  
Sample: 1388 1392  
Periods included: 5  
Cross-sections included: 137  
Total panel (balanced) observations: 685

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.043285	0.380546	18.50836	0.0000
AIP	0.491988	0.193580	2.541519	0.0113
SIZE	0.140455	0.025798	5.444338	0.0000
LEV	-1.734890	0.199438	-8.698875	0.0000

R-squared	0.122693	Mean dependent var	8.216925
Adjusted R-squared	0.118828	S.D. dependent var	0.970481
S.E. of regression	0.910998	Akaike info criterion	2.657270
Sum squared resid	565.1736	Schwarz criterion	2.683719
Log likelihood	-906.1150	Hannan-Quinn criter.	2.667504
F-statistic	31.74622	Durbin-Watson stat	0.468948
Prob(F-statistic)	0.000000		

ب: فرضیه دوم

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: EQ01  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	12.096972	(136,545)	0.0000
Cross-section Chi-square	952.805495	136	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:  
Dependent Variable: MPSNORMAL

Method: Panel Least Squares  
Sample: 1388 1392  
Periods included: 5  
Cross-sections included: 137  
Total panel (balanced) observations: 685

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.750970	0.363632	-2.065194	0.0393
AFP	0.779742	0.419024	1.860852	0.0632
SIZE	0.126098	0.026306	4.793488	0.0000
LEV	-2.329043	0.410807	-5.669434	0.0000
R-squared	0.115908	Mean dependent var		-0.038049
Adjusted R-squared	0.112014	S.D. dependent var		0.992968
S.E. of regression	0.935704	Akaike info criterion		2.710786
Sum squared resid	596.2436	Schwarz criterion		2.737235
Log likelihood	-924.4443	Hannan-Quinn criter.		2.721021
F-statistic	29.76072	Durbin-Watson stat		0.532580
Prob(F-statistic)	0.000000			

پیوست شماره (6) : نتایج آزمون هاسمن فرضیه های پژوهش  
الف: فرضیه اول

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: Untitled  
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	54.288416	3	0.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
AIP	0.439482	0.732019	0.035247	0.1192
SIZE	0.582933	0.325543	0.001618	0.0000
LEV	-0.385438	-0.945550	0.013442	0.0000

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: MPSNORMAL  
 Method: Panel Least Squares  
 Sample: 1388 1392  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 137  
 Total panel (balanced) observations: 685

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.327437	0.716724	0.456852	0.6480
AIP	0.439482	0.295715	1.486167	0.1378
SIZE	0.582933	0.054075	10.78012	0.0000
LEV	-0.385438	0.234177	-1.645929	0.1004

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.789907	Mean dependent var	8.216925
Adjusted R-squared	0.736323	S.D. dependent var	0.970481
S.E. of regression	0.498337	Akaike info criterion	1.625044
Sum squared resid	135.3450	Schwarz criterion	2.550765
Log likelihood	-416.5777	Hannan-Quinn criter.	1.983247
F-statistic	14.74163	Durbin-Watson stat	1.747828
Prob(F-statistic)	0.000000		

ب: فرضیه دوم

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: EQ01

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	59.559524	3	0.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
AFP	-0.455629	-0.328098	0.016768	0.3247
SIZE	0.591626	0.321469	0.001488	0.0000
LEV	-0.082988	-0.701199	0.017946	0.0000

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: MPSNORMAL

Method: Panel Least Squares

Sample: 1388 1392

Periods included: 5

Cross-sections included: 137

Total panel (balanced) observations: 685



Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.703944	0.748771	-10.28878	0.0000
AFP	-0.455629	0.368945	-1.234950	0.2174
SIZE	0.591626	0.053338	11.09203	0.0000
LEV	-0.082988	0.366802	-0.226248	0.8211

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.780005	Mean dependent var	-0.038049
Adjusted R-squared	0.723896	S.D. dependent var	0.992968
S.E. of regression	0.521760	Akaike info criterion	1.716910
Sum squared resid	148.3675	Schwarz criterion	2.642630
Log likelihood	-448.0416	Hannan-Quinn criter.	2.075113
F-statistic	13.90167	Durbin-Watson stat	1.890080
Prob(F-statistic)	0.000000		

## پیوست شماره (7): نتایج حاصل از برآورد فرضیه اول

Dependent Variable: MPSNORMAL  
Method: Panel Least Squares  
Sample (adjusted): 1389 1392  
Periods included: 4  
Cross-sections included: 137  
Total panel (balanced) observations: 548  
Convergence achieved after 9 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.262564	0.388166	-1.676421	0.0994
AIP	1.445494	0.541073	2.671533	0.0080
D(SIZE)	0.468073	0.139060	3.365982	0.0009
LEV	-1.275499	0.415771	-3.067793	0.0024
AR(1)	-0.146949	0.088438	-2.661607	0.0478

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.775431	Mean dependent var	0.044564
Adjusted R-squared	0.658988	S.D. dependent var	1.036166
S.E. of regression	0.605082	Akaike info criterion	2.099053
Sum squared resid	98.85340	Schwarz criterion	3.477695
Log likelihood	-290.3554	Hannan-Quinn criter.	2.644427
F-statistic	6.659322	Durbin-Watson stat	2.414859

Prob(F-statistic)	0.000000
Inverted AR Roots	-.15

پیوست شماره (8) : نتایج حاصل از برآورد فرضیه دوم  
الف: قبل از حذف متغیر زائد

Dependent Variable: MPSNORMAL  
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
Sample (adjusted): 1389 1392  
Periods included: 4  
Cross-sections included: 137  
Total panel (balanced) observations: 548  
Iterate coefficients after one-step weighting matrix  
Convergence achieved after 16 total coef iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.442396	0.107349	4.121105	0.0001
AFP	-0.700241	0.124375	-5.630096	0.0000
D(SIZE)	0.588261	0.057229	10.27911	0.0000
LEV	-0.310791	0.234250	-1.326748	0.1857
AR(1)	-0.177263	0.044359	-3.996118	0.0001

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.766297	Mean dependent var	0.330465
Adjusted R-squared	0.648822	S.D. dependent var	2.728598
S.E. of regression	0.609287	Sum squared resid	100.2323
F-statistic	55.29432	Durbin-Watson stat	2.171277
Prob(F-statistic)	0.000000		

#### Unweighted Statistics

R-squared	0.669872	Mean dependent var	0.044564
Sum squared resid	101.3008	Durbin-Watson stat	2.771367
<hr/>			
Inverted AR Roots	-.18		

ب: بعد از حذف متغیر زائد

Dependent Variable: MPSNORMAL  
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
Sample (adjusted): 1389 1392  
Periods included: 4  
Cross-sections included: 137  
Total panel (balanced) observations: 548  
Iterate coefficients after one-step weighting matrix  
Convergence achieved after 12 total coef iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.332833	0.080263	4.146785	0.0000
AFP	-0.847756	0.149493	-5.670860	0.0000
D(SIZE)	0.596048	0.060830	9.798619	0.0000
AR(1)	-0.173861	0.046711	-3.722077	0.0002

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

#### Weighted Statistics

R-squared	0.754915	Mean dependent var	0.381838
Adjusted R-squared	0.631791	S.D. dependent var	2.485919
S.E. of regression	0.608690	Sum squared resid	100.4065
F-statistic	41.29427	Durbin-Watson stat	2.193179
Prob(F-statistic)	0.000000		

#### Unweighted Statistics

R-squared	0.669075	Mean dependent var	0.044564
Sum squared resid	101.6514	Durbin-Watson stat	2.580181

Inverted AR Roots      -.17

پیوست شماره (9): نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس  
پسماند

الف: آزمون فرضیه اول

Test for Equality of Variances of RESID01  
Categorized by values of RESID01  
Sample (adjusted): 1389 1392  
Included observations: 548 after adjustments

Method	df	Value	Probability
Bartlett	4	7.302316	0.0629
Levene	(4, 544)	6.586237	0.0539
Brown-Forsythe	(4, 544)	2.696516	0.0456

Category Statistics

RESID01	Count	Std. Dev.	Mean Abs. Mean Diff.	Mean Abs. Median Diff.
[-4, -2)	29	0.475041	0.369113	0.339654
[-2, 0)	177	0.504651	0.422696	0.410753
[0, 2)	298	0.459482	0.375145	0.374794
[2, 4)	30	0.291723	0.214177	0.203272
All	548	1.087843	0.388686	0.381561

Bartlett weighted standard deviation: 0.475020

ب: آزمون فرضیه دوم

Test for Equality of Variances of RESID02  
Categorized by values of RESID02  
Sample (adjusted): 1389 1392  
Included observations: 548 after adjustments

Method	df	Value	Probability
Bartlett	4	6.477960	0.0905
Levene	(4, 544)	4.532289	0.0549
Brown-Forsythe	(4, 544)	2.904791	0.0346

Category Statistics

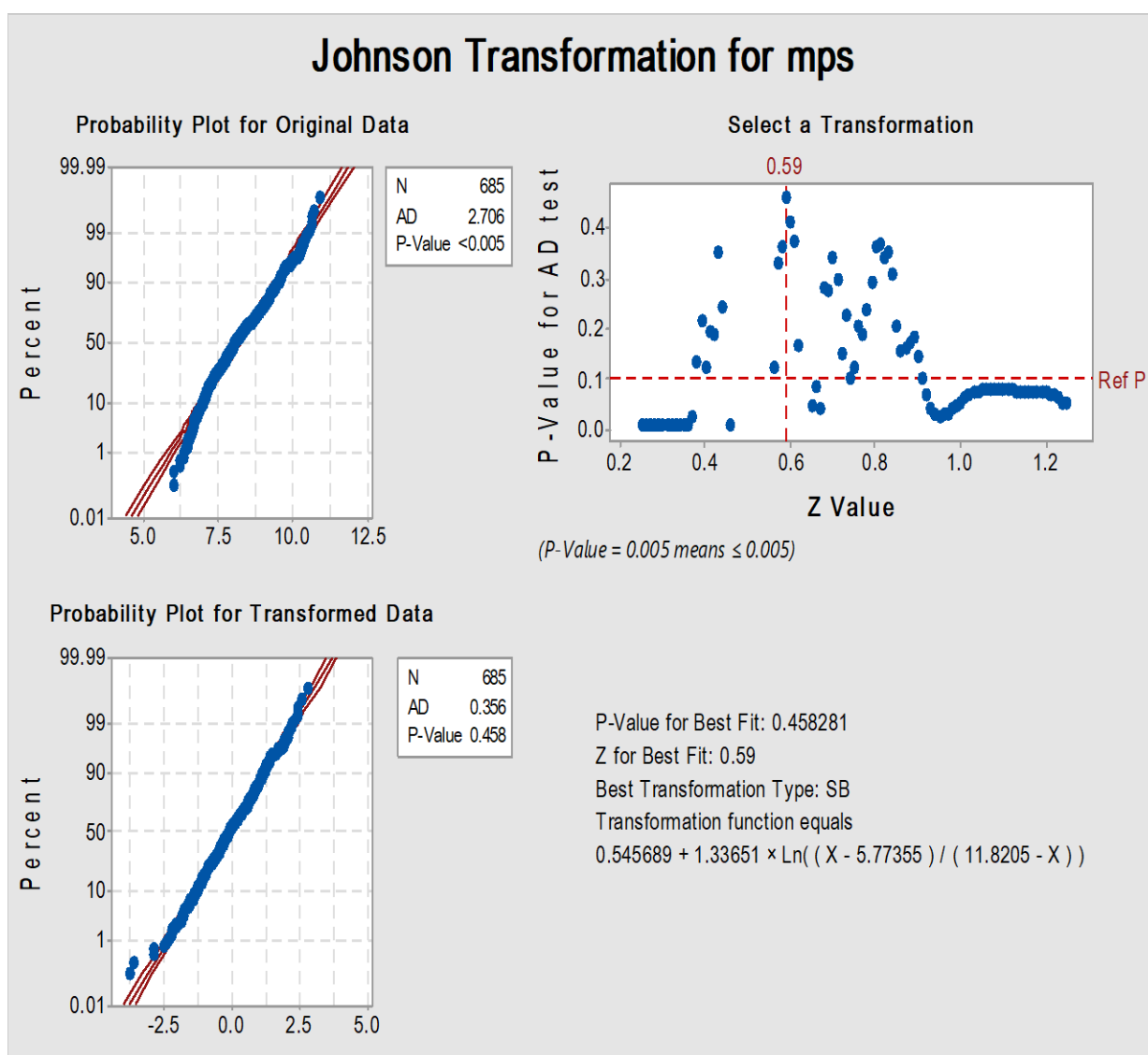
RESID02	Count	Std. Dev.	Mean Abs. Mean Diff.	Mean Abs. Median Diff.
[-4, -2)	30	0.501997	0.387262	0.359271

[-2, 0)	290	0.509496	0.423937	0.414895
[0, 2)	191	0.506977	0.429582	0.426220
[2, 4)	37	0.283476	0.195319	0.191837
All	548	1.085361	0.416878	0.409987

Bartlett weighted standard deviation: 0.501961

پیوست نمودارها

پیوست شماره (1): نتایج تبدیل جانسون متغیر وابسته مدل نهایی



## **Abstract**

*Working capital management plays an important role in the company's performance. Therefore, in order to determine appropriate policies can have major effects, and more. The company's performance is better because their value increases. Hence it can be said that will increase shareholder wealth.*

*The present study provides evidence for the impact of working capital management on shareholder wealth bold firms listed in Tehran Stock Exchange, has been done. To test the relationship between the variables of multivariate linear regression models were used. Two hypotheses were developed for this study. The sample of the study consisted of 137 participants during the years 2009 till 2013 (within 5 years); the number of observations is 685 in-companies. These results indicate that, aggressive investment policy on shareholder wealth has a positive effect on the changes affect 65%. The second hypothesis can be said about aggressive financing policy on shareholder wealth effects of negative words bold policies to reduce shareholder wealth fund will be increased.*

## **Keywords**

*Aggressive Policy of Working capital, Aggressive Investment Policy, Aggressive Financing Policies, Shareholder Wealth, Firm Value.*





**Islamic Azad University**

**Faulty of Management and Accounting**  
Department of Management

**Presented in Partial Filfillment of the Requirements for the  
Degree of Master of Science in Management (M.A)**

**Title:**

The Effect Aggressive Management of Working Capital on  
Shareholders Wealth in Compaines Listed in Tehran Stock  
Exchange

**Date:**

Winter 2014