



آ



abcBourse.ir



@abcBourse_ir

مرجع آموزش بورس



بازار نشر:



دانشگاه پیام نور

مرکز

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته .حسابداری (M.A)

گرایش:

عنوان:

تاثیر اهرم مالی و نقدینگی بر مدیریت سود و مدیریت سرمایه در
گردش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما:

----- دکتر

استاد مشاور:

----- دکتر

نگارنده:

سال ماه

ب



abcBourse.ir



@abcBourse_ir

مرجع آموزش بورس



باز نشر :

تعهد نامه اصالت رساله/پایان نامه

اینجانب دانش آموخته مقطع دکتری / کارشناسی ارشد ناپیوسته تخصصی در رشته که در تاریخ از رساله/پایان نامه خود تحت شوم.عنوان..... با کسب نمره.....دفاع نموده ام، بدینوسیله متعهد می

1) این رساله/ پایان نامه حاصل تحقیق و پژوهش انجام شده توسط اینجانب بوده و در مواردی که از دستاورهای علمی و پژوهشی دیگران (اعم از پایان نامه، کتاب، مقاله و) استفاده نموده ام، مطابق ضوابط و رویه موجود، نام منبع مورد استفاده و سایر مشخصات آن را در فهرست مربوط ذکر و درج کرده ام.

2) این رساله/پایان نامه قبلاً برای دریافت هیچ مدرک تحصیلی (هم سطح، پایین تر یا بالاتر) در سایر دانشگاه ها و موسسات آموزش عالی ارائه نشده است.

3) چنانچه بعد از فراغت از تحصیل، قصد استفاده و هر گونه بهره برداری اعم از چاپ مقاله، کتاب، ثبت اختراع و..... از این پایان نامه/رساله را داشته باشم، با ذکر نام استادان راهنما و مشاور و درج نام دانشگاه پیام نور اقدام خواهم کرد.

4) چنانچه در هر مقطع زمانی خلاف موارد فوق ثابت شود، عواقب حقوقی ناشی از آن را می پذیرم و همچنین دانشگاه پیام نور مجاز است با اینجانب مطابق ضوابط و مقررات رفتار کند و در صورت ابطال مدرک تحصیلی ام هیچ گونه ادعایی نخواهم داشت.

نام و نام خانوادگی

تاریخ و امضاء

ت

سپاسگذاری:

ث



abcBourse.ir



@abcBourse_ir

مرجع آموزش بورس



بازنشر:

تقديم :



فهرست مطالب



فهرست جداول



فهرست نمودارها



فهرست اشکال



چکیده فارسی

کلمات کلیدی:



فصل اول

کلیات پژوهش



۱-۱. بیان مسئله

سرمایه در گردش از ارقام مهم دارایی های واحدها و بنگاه های اقتصادی تلقی می شود که در تصمیمات مالی نقش قابل توجهی دارد. مفهوم سرمایه در گردش در حقیقت همان دارایی های جاری است که اگر بدهی های جاری از داراییهای جاری کسر شود، خالص سرمایه در گردش محاسبه می شود. سرمایه در گردش به عنوان معیار سنجش توان پرداخت تعهدات کوتاه مدت تلقی می شود. منفی بودن سرمایه در گردش خالص، نشان دهنده پایین تر بودن توان پرداخت تعهدات کوتاه مدت واحد انتفاعی است (خدادادی و کارگر، 1388). در واقع سرمایه در گردش خالص، مصرف آن بخش از دارایی های جاری است که بر بدهی های جاری فزونی دارد و از طریق استقراض بلند مدت و حقوق صاحبان سهام سرمایه پشتیبانی مالی شده است (پورحیدری و زعفرانی، 1391).

خالص سرمایه در گردش در سطوح بالاتر می تواند به بهبود عملکرد شرکت ها کمک کند چون از این طریق فروش ها را افزایش می دهد، مانع تعلیق تولید می شود، ارتباط طولانی مدت شرکت با مشتریان را تقویت می کند و در مواقعی که تقاضا پایین است بر تحصیل کالا اثر می گذارد. (بانوس کابلرو و همکاران^۱، 2010). خالص سرمایه در گردش بالاتر به مفهوم آن است که یک شرکت باید سایر راه های تامین مالی سرمایه گذاری در سرمایه در گردش را بیابد (کیچنیک و همکاران^۲، 2011). اما، هزینه های پیچیده ای در افزایش تامین منابع مالی وجود دارد و از این رو تامین مالی خارجی پر هزینه تر از تامین مالی داخلی است. (میرز و ماجلف^۳، 2011).

فعالیت های که شرکت ها انجام می دهند معمولاً به سه دسته تقسیم می شوند، فعالیت های عملیاتی، فعالیت های سرمایه گذاری و فعالیت های تأمین مالی. به رغم تفاوت های مهمی که این سه دسته فعالیت دارند، یک ویژگی مشترکشان آن است که انجام آنها موجب ورود و خروج وجه نقد از شرکت می شود. به عبارت دیگر انجام این فعالیت ها از یک طرف مستلزم صرف وجه نقد (خروج وجه نقد) است و از طرف دیگر در آینده جریان های نقدی به شرکت وارد خواهد کرد (خوش طینت و نمازی، 1383). انجام

¹ - Banos caballero et al.

² - Kieschnick et al.

³ - Myers & Majluf

بسیاری از فعالیت‌ها، به موقع و با کیفیت شدن آن‌ها اغلب منوط به وجود وجه نقد کافی و به موقع است. نیازهای پیش‌بینی نشده به طور ناگهانی و ناخواسته مطرح می‌شود و اگر وجه نقد مورد نیاز در شرکت موجود نباشد با سرعت و یکباره نمی‌توان از محل دیگری وجه نقد را تأمین کرد. البته اگر شرکت‌ها به منظور مواجه نشدن با کمبود وجه نقد و جلوگیری از خسارت‌ها احتمالی ناشی از آن اقدام به نگهداری بیش از حد وجه نقد بنمایند به دلیل راکد ماندن وجوه شرکت متضرر می‌شوند (خوش طینت و نمازی، 1383). به طور کلی چهار مرحله اساسی در عملیات شرکت شامل: خرید، تولید، فروش و وصول مطالبات وجود دارد، که ماحصل این فعالیت‌ها در قالب ارقام حسابداری همچون مانده وجه نقد، مانده مطالبات، مانده موجودی کالا و مانده حساب‌های پرداختنی نشان داده می‌شود. تعهدات کوتاه مدتی که طی این فعالیت‌ها ایجاد می‌شود. می‌بایست از دارایی‌های جاری که طی همین دوره‌ها ایجاد می‌شوند پرداخت شود. که به توانایی شرکت در بازپرداخت این تعهدات کوتاه مدت قدرت نقدینگی شرکت اطلاق می‌شود (خوش طینت و نمازی، 1383).

با جدا شدن مالکیت از مدیریت، مدیران به عنوان نماینده مالکان (سهامداران) شرکت را اداره می‌کنند. با شکل‌گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران به وجود آمد. این بدان معناست که امکان دارد مدیران دست به رفتارهای فرصت طلبانه زده و تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در جهت منافع آنها و عکس منافع سهامداران باشد (مهرانی و همکاران، 1389). صورتهای مالی بخش اصلی فرایند گزارشگری مالی را تشکیل می‌دهد. هدف صورتهای مالی ارائه اطلاعاتی تلخیص و طبقه‌بندی شده درباره وضعیت مالی و انعطاف پذیری مالی واحد تجاری است که برای طیف گسترده از استفاده کنندگان صورتهای مالی در اتخاذ تصمیمات اقتصادی مفید واقع گردد (سازمان حسابرسی، 1388).

در صورت دستکاری صورتهای مالی، به هدف اصلی صورتهای مالی خدشه وارد شده و زمینه‌هایی چون مدیریت سود، تضاد منافع و عدم تقارن اطلاعاتی بین مالکیت و مدیریت از یک طرف و بروز رسوایی‌های مالی می‌شود. برای جلوگیری و کنترل مدیریت سود، باید شناختی عمیق از انگیزه‌ها و اهداف اعمال مدیریت سود کسب نمود. لذا طی سال‌های اخیر تحقیقات زیادی در حوزه مدیریت سود انجام شده است. حال این سوال مطرح می‌شود که آیا امکان دارد این اطلاعات ارائه شده توسط صورتهای مالی بطور

صحیح ارائه نشوند؟ مسلماً با عنایت به وجود زمینه‌هایی چون تضاد منافع و عدم تقارن اطلاعاتی بین مالکیت و مدیریت، و بروز رسوایی‌های اخیر از جمله ورلدکام، آرتور اندرسن، فانی می و فردی مک و... امکان تحریف‌ها و دستکاری‌های اطلاعات ارائه شده توسط مدیریت وجود دارد. در مبانی نظری گزارشگری مالی به نقش اطلاعات و مفید بودن آن در تصمیم‌گیری افراد اشاره شده است (هیات تدوین استانداردهای حسابداری مالی، 1978). در واقع سوال اساسی این پژوهش این است که اهرم مالی و نقدینگی چه تاثیری بر مدیریت سود و مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد؟

۱-۲. اهمیت و ضرورت پژوهش

سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش یک شرکت به عواملی مانند در دسترس بودن منابع مالی داخلی، دستیابی به بازارهای سرمایه و هزینه تامین مالی بستگی دارد. این بدین معنی است که سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش ممکن است با توجه به منابع مالی در دسترس منجر به عملکرد بالاتر و یا برعکس شود (فازاری و همکاران^۱، 1988). کاهش سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش منجر به کاهش نیاز به تامین مالی و هزینه کمتر سرمایه می‌شود که وجه نقد در دسترس سهامداران را افزایش می‌دهد (گانسان^۲، 2007). تحقیقات متعددی نشان می‌دهد که به حداقل رساندن سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش به دلیل عدم تامین منابع مالی داخلی و ماهیت پر هزینه تامین منابع مالی خارجی منجر به عملکرد بالاتر خواهد شد (بانوس و همکاران، 2014) یعنی خالص سرمایه در گردش پایین‌تر بر عملکرد تاثیر مثبت دارد. سرمایه در گردش نیاز ضروری برای پوشش دادن هزینه‌ها قبل از وصول وجوه حاصل از فروش تولیدات است. در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران، سرمایه در گردش سهم مهمی در نیازهای مالی بنگاه‌ها دارد و بنابراین سرمایه در گردش همچون یک منبع درآمدی مهم می‌تواند از محدودیت‌های مالی تاثیر پذیرد و بر روی آن تاثیر بگذارد. مدیران برای رسیدن به سرمایه در گردش بهینه باید بدهستان بین پیشینه سازی سودآوری و نقدینگی را کنترل کنند.

¹ -Fazzari et al.

² -Ganesan

از جمله عوامل اساسی در ایجاد تغییرات بنیادی در محیط اقتصادی ایران، می‌توان عمومی شدن مالکیت بنگاه‌های اقتصادی، تأمین مالی از طریق مشارکت عمومی و خصوصی سازی بخش‌های دولتی و بنگاه‌های اقتصادی را نام برد. در چنین شرایطی شفافیت و کیفیت مطلوب اطلاعات مالی، که پایه و اساس تصمیم‌گیری‌های بهینه اقتصادی سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و بطور اعم استفاده‌کنندگان از اطلاعات است، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار می‌باشد. حال از یک سو بر اساس تئوری نمایندگی مدیران، نمایندگان سهامداران شرکت بوده و بایستی در جهت منافع آنها عمل نمایند. اما گاهی اوقات مدیران در وضعیت‌هایی قرار می‌گیرند که تصمیم‌هایشان به نفع سهامداران شرکت نبوده و باعث مخدوش شدن گزارش‌های مالی می‌شوند در واقع مدیریت سود زمانی رخ می‌دهد که مدیران قضاوت خویش را در گزارش‌گری مالی و در نحوه ثبت و گزارش‌های مالی بصورتی وارد نمایند که تغییر در محتوای گزارش‌های مالی، برخی از سهامداران را نسبت به عملکرد اقتصادی شرکت گمراه نماید.

وضعیت نقدینگی اهمیت بسزایی برای سرمایه‌گذاران و مدیران در ارزیابی آینده شرکت و تأثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری و قیمت سهام جهت استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی دارد (ملیک و بریتا^۱، 1974؛ ریچارد و لافین^۲، 1980؛ شال من و کاکس^۳، 1985). شاخص‌هایی که به ارزیابی وضعیت نقدینگی شرکت‌ها می‌پردازند، از دیرباز مورد توجه خاص تحلیلگران بوده است (خوش‌طینت و نمازی، 1383). نقدینگی توانایی شرکت در ایفای تعهدات کوتاه مدت را گویند. به عبارت دیگر رابطه بین وجه نقدی است که در کوتاه مدت در اختیار شرکت قرار خواهد گرفت و وجه نقدی که شرکت به آن نیاز خواهد داشت (خوش‌طینت و نمازی، 1383).

با توجه به مطالب مطورحه و مباحث ارائه شده، می‌توان گفت بررسی وضعیت نقدینگی از مهم‌ترین مباحث جاری شرکت‌ها و سازمان‌ها برای ادامه حیات در دنیایی پرتلاطم تجارت می‌باشد. با عنایت به مطالب بالا ضرورت و اهمیت بررسی تأثیر اهرم مالی و نقدینگی بر مدیریت سود و مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان بازار سرمایه منسجم در ایران به

¹ . Melyk and Birita

² . Richard and Laughlin

³ . Shulman and Cox

وضوح مشخص می‌گردد.

1-3. اهداف پژوهش

هدف اصلی:

تاثیر اهرم مالی و نقدینگی بر مدیریت سود و مدیریت سرمایه در گردش

اهداف فرعی:

1. هدف فرعی اول: اهرم مالی با مدیریت سود ارتباط منفی دارد.
2. هدف فرعی دوم: اهرم مالی با مدیریت سرمایه در گردش ارتباط منفی دارد.
3. هدف فرعی سوم: نقدینگی با مدیریت سود ارتباط منفی دارد.
4. هدف فرعی چهارم: نقدینگی با مدیریت سرمایه در گردش ارتباط منفی دارد.

1-4. فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی: تاثیر اهرم مالی و نقدینگی بر مدیریت سود و مدیریت سرمایه در گردش

فرضیه‌های فرعی

1. فرضیه فرعی اول: اهرم مالی با مدیریت سود ارتباط منفی دارد.
2. فرضیه فرعی دوم: اهرم مالی با مدیریت سرمایه در گردش ارتباط منفی دارد.
3. فرضیه فرعی سوم: نقدینگی با مدیریت سود ارتباط منفی دارد.
4. فرضیه فرعی چهارم: نقدینگی با مدیریت سرمایه در گردش ارتباط منفی دارد.

1-5. قلمرو پژوهش

قلمرو زمانی: قلمرو زمانی این تحقیق از ابتدای سال 1390 تا 1395 است.

قلمرو مکانی: قلمرو مکانی در این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده

است.

قلمرو موضوعی: قلمرو موضوعی پژوهش حاضر شامل مباحث تامین مالی، مدیریت مالی و مدیریت

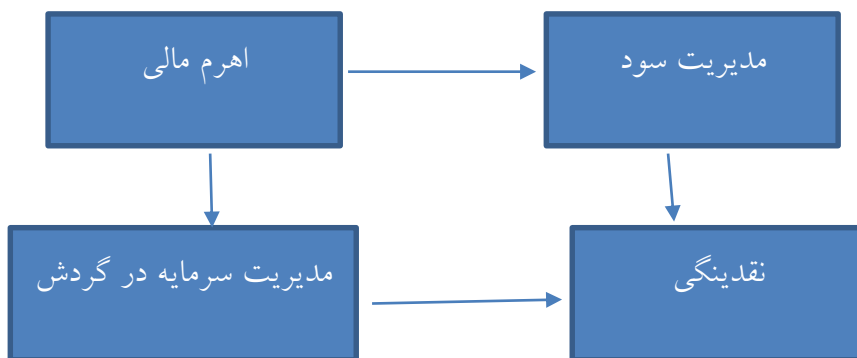
سرمایه‌گذاری می‌باشد.

1-6. تعاریف متغیرها

اهرم مالی: اهرم در علم مدیریت مالی به معنای روشی برای تکثیر کردن سود یا زیان است. به عبارت دقیق‌تر اهرم به معنی قرض کردن پول به منظور چند برابر کردن درآمد حاصل از داد و ستد است. در محاسبه اهرم مالی به بخش مالی صورت سود و زیان توجه می‌شود. در اینجا که رابطه بین سود قبل از بهره و مالیات به عنوان یک متغیر مستقل، و سود هر سهم به عنوان یک متغیر وابسته توجه می‌شود. درجه اهرم مالی نشان‌دهنده درصد تغییر سود هر سهم در ازاء یک درصد تغییر سود قبل از بهره و مالیات است. مدیریت سود: عملی عمدی برای اثر گذاری بر فرایند گزارشگری مالی بخاطر کسب سود شخصی است. مدیریت سود، شامل تغییر گزارش‌های مالی جهت گمراه ساختن سهامداران درباره عملکرد اساسی سازمان یا تحت تأثیر قرار دادن پیامدهای قراردادی است که وابسته به ارقام حسابداری گزارش شده می‌باشد.

مدیریت سرمایه در گردش: سرمایه در گردش را می‌توان بعنوان تمامی داراییهای کوتاه مدتی که در عملیات روزانه از آنها استفاده بعمل می‌آید تعریف کرد. این داراییها بدوا از وجوه نقد، اوراق بهادار قابل فروش، حسابهای دریافتی و موجودی کالا تشکیل می‌شوند. مانده‌های این حسابها همانطور که در محیط عملیاتی موسسه نسبت به تغییرات حساس میباشند، بمیزان زیادی قابل تبدیل به یکدیگر هستند. مدیریت مؤثر سرمایه در گردش، نیازمند برنامه ریزی میان مدت و همینطور عکس‌العملهای سریع نسبت به تغییرات در پیش بینی‌ها و شرایط می‌باشد.

1-7. مدل مفهومی پژوهش



شکل 1-1. مدل مفهومی پژوهش

فصل دوم

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۱-۲. مقدمه

اهرم مالی و 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 یک 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.

2-2. مفهوم اهرم مالی شرکت

اهرم مالی، مقدار بدهی استفاده شده در ساختار سرمایه شرکت را نشان می دهد. اهرم مالی معیاری از ریسک مالی است که از هزینه های ثابت مالی ناشی می شود. درصد اهرم مالی عبارت است از نسبت ارزش دفتری مجموع بدهی ها به ارزش دفتری مجموع دارایی ها؛ اهرم مبین آن بخش از هزینه های ثابت شرکت است که متضمن ریسک بوده و منجر به افزایش بازده می شود. از دیدگاه هزینه سرمایه، ارزان ترین منابع تامین مالی برای شرکت، بدهی های بلند مدت می باشد بنابراین در صورتی که هدف کاهش هزینه سرمایه و افزودن بر سود سهامداران باشد باید بیشتر از این ابزار تامین مالی استفاده کرد (اعتمادی و همکاران، 1391).

اهرم مکانیسمی برای غلبه بر مسأله سرمایه گذاری بیش از اندازه به شمار می رود و ارتباط منفی میان اهرم و سرمایه گذاری را در شرکت هایی توجیه می کند که فرصت های رشد کمتری دارند. به عبارت ساده تر، نظریه های ساختار سرمایه بهینه براساس هزینه های نمایندگی، چنین بیان می کنند که در برخی موارد، اثر معکوس اهرم بر رشد، ارزش شرکت را از طریق ممانعت از مدیر در تقبل پروژه های ضعیف افزایش می دهد. بنابراین، ارتباط منفی بین اهرم و رشد ممکن است بدین دلیل باشد که مانعی در برابر مدیر ایجاد می کند تا وی نتواند در پروژه هایی که نباید در آن سرمایه گذاری کند، دست به چنین کاری زند (نوروش و یزدانی، 1389).

اهرم مالی، نمایانگر تمایل یک شرکت به تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی - استقراض - در مقابل افزایش سرمایه است. نسبت های اهرمی، همواره ابزارهایی جهت تعیین میزان احتمال قصور و ناتوانی شرکت در ایفای تعهدات مربوط به دیون و بدهی های آن به شمار رفته و افزایش لجام گسیخته آن، خطر بروز بحران مالی و ورشکستگی شرکت را تشدید خواهد کرد (نوروش و دیانتی دیلمی، 1383). از این روی، بیشتر مدیران مالی، بر نقش اهرمی بدهی، در ترکیب ساختار سرمایه تأکید دارند. بر مبنای نظریه

مودیگلیانی و میلر¹ (1958) ساختار سرمایه هیچ ارتباطی با تعیین ارزش شرکت نخواهد داشت. در ادبیات مالی، از این نظریه به عنوان "نظریه نامربوطی" یاد می‌شود. در خلال سال‌های بعد، میلر و مودیگلیانی، در نظریه خود تجدید نظر کردند و دیگر پژوهشگران نیز انتقاداتی بر این نظریه وارد ساختند (کیمیگری و عینعلی، 1387).

اهرم مالی، دارای جایگاهی خاص در مدیریت ساختار سرمایه است و تعیین ساختار سرمایه بهینه شرکت، از موضوعات بحث‌برانگیز در حوزه مالیه شرکتی است. ساختار سرمایه شرکت، ترکیبی از مجموع بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام شرکت است. صاحب نظران مالی با ارائه نظریات گوناگون، همواره در صدد پی‌ریزی ساختار بهینه‌ای هستند که بتواند کمترین هزینه سرمایه را بر شرکت تحمیل کرده و بیشترین ارزش را برای آن شرکت در بازار سرمایه ایجاد نماید. (سینایی و نیسی، 1382).

2-3. لزوم توجه به اهرم مالی در شرکت‌ها

اهرم مالی میزان بدهی استفاده شده در ساختار سرمایه شرکت را نشان می‌دهد. اهرم مالی عبارت است از: یک تاثیر بصورت تغییر بر بازدهی شرکت در زمینه‌ی تامین مالی دارایی شرکت از طریق پول قرض گرفته شده. سایر موارد ثابت باقی می‌مانند، پول قرض گرفته پایین تر باشد، بهره پایین تر باشد، سود پایین تر خواهد بود در حالی که، هرچه میزان قرض گرفته شده بالاتر بهره پایین تر باشد سود بیشتر خواهد بود. بدهی به دنبال خود محدودیت‌های پرداخت (بهره) دارد، با استفاده از اهرم مالی فرصتی برای بزرگ‌نمایی نتایج در سطوح مختلف عملیات‌های تجاری وجود دارد. اهرم مالی میزان رویارویی شرکت را با ریسک‌های مالی می‌سنجد. بنابراین میزان اهرم مالی درصد تغییرات در EPS که ناشی از یک درصد تغییر در EBIT می‌باشد نشان می‌دهد. اهرم مالی می‌تواند در شرایط اقتصادی مطلوب EPS را سرعت بخشد اما وقتی تداوم اقتصادی در اقتصاد و برای شرکت خوب نباشد EPS کاهش پیدا می‌کند. اثر نامطلوب اهرم مالی بر EPS وقتی بدهی بیشتری در ساختار سرمایه وجود دارد و EBIT منفی می‌باشد

¹ Modigliani and Miller

شدیدتر است هم چنین اهرم مالی می تواند بازده سهام داران را افزایش دهد و درعین حال، ریسک شرکت را نیز بالا ببرد. اهرم مالی که توسط شرکت بکار می رود هدفش کسب صندوق های پولی هزینه های ثابت است نه هزینه ها (پاندی¹، 2007) اهرم مالی مؤلفه ی نهایی بازده حقوق صاحبان است.

اهرم مالی معیاری از مقدار بکارگیری شرکت از حقوق صاحبان و بدهی برای تامین مالی دارایی اش می باشد. همان طور که بدهی افزایش می یابد اهرم مالی نیز بالا می رود. مدیریت تامین مالی توسط حقوق صاحبان را بر بدهی ترجیح می دهد چون ریسک کمتری دارد. نسبت اهرم مالی از طریق تقسیم دارایی بر حقوق صاحبان سهم محاسبه می شود (مات²، 2000) وقتی مازاد درآمد افزایش و کسر درآمد کاهش می یابد بازده حقوق صاحبان به یک شمشیر دولبه تبدیل می شود.

اهرم پتانسیل هایی برای افزایش ثروت سهام داران فراهم می آورد، و از طرفی ریسک ضرر نیز به وجود می آورد، اهرم مالی پیش نیازی برای رسیدن به ساختار سرمایه مطلوب می باشد. ساختار سرمایه مطلوب از طریق کاهش هزینه سرمایه می تواند بر ارزش شرکت و سرمایه سهام داران اثر بگذارند، از این رو تامین بدهی مطلوب و اثرش بر ساختار سرمایه شرکت یک عضو جدانشدنی تصمیم گیری های مربوط به تامین مالی شرکت می باشد. اهرم مالی یا افزایش کارایی مالی به بازده دارایی و هزینه اعتبار یعنی نرخ بهره بستگی دارد. اهرم مالی همچنین اثر مخارج مالی ناشی از وام را بر بازده حقوق صاحبان یک واحد تجاری نشان می دهد (پاچوری و همکاران³، 2012).

2-4. عوامل موثر بر استفاده از اهرم مالی

اکثر مدیران مالی بر این عقیده اند که اهرم مالی از مهم ترین مفاهیم اهرمی است. این مفهوم دارای جایگاه ویژه ای در مدیریت ساختار سرمایه است. ساختار سرمایه یک شرکت ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام است. مدیران مالی نسبت به دریافت وام و اثرات آن بسیار حساس و دقیق می باشند. از دستی دیگر، وظایف مدیریت مالی در جهت آن است که ارزش شرکت یا ثروت سهامداران حداکثر

¹ Pandey

² Opaque

³ Pachauri et al

گردد. زیرا تامین درآمد مورد انتظار سهامداران صرفاً از طریق سود حاصل نمی شود بلکه افزایش ثروت سهامداران از دو طریق ممکن است: الف) سود سهام پرداخت شده برای یک سهم در آخر دوره، ب) تغییرات قیمت بازاری سهم در آخر دوره. جزء اول را ثمر (عایدی)¹ و جزء دوم را تغییرات قیمت² می نامند.

تصمیمات تامین مالی مستقیماً بر روی دو عامل و در نتیجه ثروت سهامداران تاثیر می گذارد. در اینجا است که ساختار مالی مطلوب همین خود را نشان می دهد و شرکت ها باید در جستجوی ترکیبی از منابع تامین مالی (ساختار مالی) باشند که به واسطه آن ارزش بازار سهام یا ارزش شرکت حداکثر گردد. به عبارت دیگر، تعیین ساختار مالی مطلوب به واسطه تاثیر ساختار مالی بر هزینه تامین مالی است که به تبع آن ارزش بازار سهام یا ارزش شرکت را نیز تحت الشعاع قرار می دهد.

بنابراین، یک مدیر مالی باید تصمیم بگیرد که ساختار مالی شرکت چگونه باشد. یعنی چه نسبت از بدهی و سرمایه در شرکت نگه دارد تا از این طریق هزینه تامین مالی را حداقل ممکن و ارزش سهام شرکت را حداکثر نماید. در مدیریت مالی به چنین ساختاری که در آن هزینه سرمایه حداقل و ارزش سهام حداکثر است، ساختار بهینه اطلاق³ می شود (سینایی و نیسی، 1380).

2-5- تاثیر اهرم مالی بر هزینه سرمایه شرکت

توجه اصلی این مبحث به این سوال معطوف است که آیا شرکت می تواند از طریق متنوع سازی منابع تامین مالی، هزینه سرمایه خود را تحت تاثیر قرار دهد؟ این موضوع نخستین بار در سال 1958 توسط میل و مودیلیانی مطرح شد. آنها پس از مطالعه و پژوهش به این نتیجه رسیدند که ارزش شرکت مستقل از اهرم (ساختار سرمایه) است. در اینجا تلاش می کنیم تا اثر تغییر آمیخته تامین مالی بر قیمت سهام و هزینه سرمایه مرد بررسی قرار دهیم. در مورد این موضوع نظریه های چندی مطرح شده که به طور اختصار به آنها اشاره می شود:

¹ Yield

² Price Change

³ Optimal Capital Structure

تئوری درآمد عملیاتی خالص^۱: بر اساس این نظریه هم هزینه سرمایه شرکت و هم قیمت سهام عادی مستقل از درجه اهرم مالی شرکت می باشند. به عبارت دیگر، میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت چه کم باشد و چه زیاد تاثیری بر قیمت سهام شرکت نخواهد داشت.

نظریه درآمد خالص^۲: برخلاف نظریه قبلی که ادعا می کرد ارزش شرکت مستقل از ساختار سرمایه است، این نظریه بیان می کند که هم میانگین موزون هزینه سرمایه و هم قیمت سهام عادی شرکت تحت تاثیر میزان استفاده از اهرم مالی می باشد و با استفاده بیشتر از بدهی، هزینه سرمایه کاهش خواهد یافت.

نظریه سنتی^۳: اساس نظریه فوق بر این است که ساختار مطلوب سرمایه وجود دارد و می توان با استفاده از اهرم، ارزش شرکت را افزایش داد. در حقیقت، این نظریه پیشنهاد می کند که در اثر استفاده بیشتر از بدهی، هزینه سرمایه ابتدا کاهش می یابد و سپس به علت افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام، افزایش می یابد. در این نظریه دامنه ایی را که در آن هزینه سرمایه حداقل است را دامنه بهینه اهرم مالی^۴ می نامند و ساختار سرمایه ایی که در این محدوده برار می گیرد، بهینه است.

نظریه مودیلیانی و میلر: مودیلیانی و میلر در مقاله مشهور خود در سال 1958، نظریه سنتی را رد کرده و اظهار داشتند که هرگونه تغییر در درجه اهرم مالی، تاثیری بر هزینه سرمایه شرکت ندارد و به عبارت دیگر، هزینه سرمایه شرکت در سطوح مختلف تامین مالی ثابت می ماند (نوروش و یزدانی، 1389).

2-6. عوامل تاثیرگذار بر اهرم مالی

نظریه های زیادی وجود دارد که رفتار شرکت را در تصمیم گیری های اهرم مالی توضیح می دهد. هر نظریه توضیح متفاوتی را از تامین مالی شرکت ارائه می دهد. مثلاً ماجالف و مایرز نظریه اولویت بندی را ارائه دادند که بیان می کند شرکت ها ترجیح می دهند از منابع داخلی تامین مالی خودشان برای تامین مالی دارایی استفاده کنند. اگر تامین مالی داخلی، نیازهای شرکت را برآورده نکند، آنها از تامین مالی بیرونی

¹ Net Operating Income (NOI) Theory

² Net Income (NI) Theory

³ Traditional Theory

⁴ Optimal Range of Financial Leverage

استفاده می کنند. اول شرکت ها وام بانکی درخواست می کنند، سپس بدهی عمومی درخواست می کنند و، در آخرین وهله تامین مالی حقوق صاحبان، استفاده می شود.

بنابراین، احتمال آن کم است که شرکت های پرسود بدهی را برای پروژه های جدید انتخاب کنند چون آنها صندوق های قابل دسترسی به شکل سودهای انباشته شده دارند افزا و حسین توصیف کردند که، بدهی به عنوان روشی برای برجسته سازی اعتماد سرمایه گذاران در شرکت در نظر گرفته شده است. اگر شرکتی بدهی صادر کند اطلاع رسانی را به بازار ارائه می دهد که شرکت گردش پول مثبت را در آینده انتظار دارد. بنابراین، سقف بالاتر بدهی، اعتماد مدیران را در گردش پول آتی نشان می دهد اما اثر دیگر عامل اطلاع رسانی مسئله ی قیمت پایین حقوق صاحبان. اگر شرکتی به جای بدهی، حقوق صاحبان را برای تامین مالی پروژه های جدیدش صادر کند، سرمایه گذاران این اطلاع رسانی را بطور منفی تفسیر خواهند کرد.

میکلینگ و جنسن¹، نظریه نمایندگی را، از بین دیگر توضیحات در مورد رفتار شرکت در انتخاب ساختار سرمایه ی آن شرکت ارائه دادند، که این نظریه تعارض ممکن بین منافع مدیران و سهامداران را تشخیص می دهد چون سهم مدیر کمتر از 100 درصد در شرکت است. مدیران، یک نماینده برای سهامداران هستند. مدیران تلاش می کنند تا از طریق قرض کردن بدهی های بیشتر در پروژه های خطرناک، سرمایه را از دارندگان اوراق قرضه به سهامداران انتقال دهند هم چنین فاما و فرنچ² بیان می کنند که استفاده افراطی بدهی، مسائل نمایندگی در بین سهامداران و بستانکاران ایجاد می کند. مایرز بیان می کند که هزینه های نمایندگی بدهی ممکن است بعد از صدور بدهی به ثروت مصادره شده از دارندگان اوراق قرضه شرکت، شرکت ها را به سرمایه گذاری خطرناک تر مجبور کند چون حقوق صاحبان شرکت بطور مؤثر اختیار خرید سهام است. چون ساختار سرمایه، سوددهی شرکت را تحت تاثیر قرار می دهد، مهم است تا عوامل مهمی که بر انتخاب های اهرم شرکت اثر دارند را پیدا کنیم. بیگر و همکارانش و جیل و همکارانش توصیف کردند که تعهدات دارایی، مالیات بر درآمد، سپر مالیاتی بدون بدهی، سوددهی

¹ Myklyng and Jensen

² Fama and French

شرکت، اندازه شرکت و فرصت های رشد، انتخاب های ساختار سرمایه ی شرکت را تحت تاثیر قرار می دهند (جیل و همکاران¹، 2011).

2-7. تغییرات اهرم مالی، مفاهیم و دیدگاه‌ها

به دلیل اختلاف در هزینه های تأمین مالی، شرکت ها ترجیح می دهند از بدهی ها به جای انتشار سهام استفاده کنند. از این رو، بدتر شدن عملکرد عملیاتی در وهله ی اول خود را در افزایش بدهی یا سطح اهرم مالی (بدهی ها تقسیم بر جمع دارایی ها) نشان می دهد. لازم است خاطر نشان شود که در بحث برای هر شرکت، تغییرات در بدهی و تغییر در اهرم مالی به صورت مترادف به کار می رود؛ اما در کار تجربی، تمرکز بر تغییرات در اهرم مالی به جای تغییرات در بدهی به منظور کنترل تامین مالی پروژه های جدید سرمایه گذاری مد نظر قرار می گیرد؛ چرا که برخلاف تأمین مالی برای فعالیت های عملیاتی، تأمین مالی برای پروژه های جدید سرمایه گذاری (رشد دارایی ها) باید بازده سهام را به طور متوسط افزایش دهد (به عبارت دیگر با بازده رابطه مستقیم دارد)؛ چرا که مدیران، پروژه های سرمایه گذاری را اجرا می کنند که خالص ارزش فعلی مثبتی داشته باشد (دمیترو و جین²، 2008). ممکن است تغییرات در اهرم مالی شامل اطلاعات مشابهی با معیارهای سنتی مبتنی بر سود باشد، اما حداقل دو استدلال می توان ارائه کرد که چرا تغییرات در اهرم مالی شامل اطلاعات سودمند اضافه تر و متفاوتی در مورد تغییرات در عملکرد عملیاتی است:

اول اینکه اغلب اصول پذیرفته شده حسابداری از هزینه های تاریخی برای محاسبه سود استفاده می کند و از این رو تغییرات در عملکرد عملیاتی جاری، ضرورتاً در سود گزارش شده دوره جاری منعکس نیست. اما در مقابل می توان انتظار داشت که تغییرات جاری در اهرم مالی نشانه ای از تغییرات در عملکرد عملیاتی همان دوره باشد.

دوم به دلیل اینکه بدهی ها یکی از ارقام ترازنامه است و ارزش آنها به طور معمول، ارزش بازاری و جاری آنهاست، سطح بدهی ها احتمالاً شامل خطاهای اندازه گیری کمتری نسبت به سود یا تغییرات در

¹ Gil et al

² Dmytro weeding

سود است.

در همین ارتباط، دمیترو و جین¹ (2008) محتوای اطلاعاتی تغییرات اهرم مالی را در ارتباط با عملکرد عملیاتی شرکت‌ها مورد آزمون قرار دادند و در نهایت به این نتیجه دست یافتند که این متغیر دارای ارزش مربوطی بیش از سود، جریانان نقدی عملیاتی و ارقام تعهدی حسابداری شرکت برای تشریح بازده سهام است. هم‌چنین آنها به این نتیجه رسیدند که بین تغییرات اهرم مالی با تغییرات در سود و تغییرات در جریان وجوه نقد عملیاتی ارتباط قوی منفی وجود دارد (خدای پور و اسماعیلی، 1391).

2-8. اهرم مالی و عملکرد شرکت

مطالعات مختلفی در مورد اهرم مالی و عملکرد انجام شده است به عنوان مثال دمیترو و جین (2005) اثر اهرم مالی را بر بازده‌های سهام و هم‌چنین ارزیابی عملکرد شرکت را بر اساس سود، مورد ارزیابی قرار دادند. نتایج آنها نشان می‌دهد که یک ارتباط منفی بین نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و بازده‌های سهام وجود دارد. میا² (2005) یک مدل از تعادل بین انتخاب‌های ساختار سرمایه و تصمیم‌هایی که شرکت‌ها را با شوک‌های تکنولوژی مواجه می‌کند، گسترش داد. نتایج او نشان داده است که تکنولوژی عامل مهمی در تعیین قابلیت احتمال بقا و نسبت اهرم مالی دارد. کاروی، اهمیت تأثیر تصمیم‌های تأمین مالی را بر روی بازده شرکت نمایان می‌کند.

آن و همکاران³ (2006) ارتباط بین الگوهای سرمایه‌گذاری و اهرم مالی را بررسی کردند. آنها نشان دادند که شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاری‌های متنوع، اهرم مالی بالاتری نسبت به شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاری متمرکز دارند. در مطالعات قبلی که بر روی ارتباط بین اهرم و عملکرد شرکت انجام شده است، تمرکز محققان بر یک رویکرد می‌باشد. بیشتر محققانی که این مطالعات را انجام داده‌اند از رویکرد جامع و فراگیر استفاده کرده‌اند که اثر مستقیم و عمده اهرم مالی بر روی عملکرد را بررسی نموده‌اند. ابرین⁴ (2003) بیان می‌کند که مطالعات قبلی اثر استراتژی‌های تجاری و رقابت را نادیده گرفته‌اند که ممکن

¹ Dmytro and Jane

² Myaa

³ It al

⁴ Abryn

است باعث ایجاد نتایج متناقض و متفاوتی شده باشد. بارتون و گوردن (1988) 'و ابرین (2003) در مطالعات تجربی شان دریافتند که استراتژی‌های تجاری و اهرم مالی بطور مهم و عمده بر روی عملکرد شرکت اثر می گذارند.

جرمایس (2008)² اثر نسبی استراتژی تجاری را بر ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکت بررسی نموده است. او به این نتیجه رسیده است که بین اهرم مالی و عملکرد یک ارتباط منفی وجود دارد و این ارتباط وقتی استراتژی انتخاب شده شرکت، استراتژی تمایز محصول بجای استراتژی رهبری هزینه باشد منفی تر خواهد بود (هنربخش و همکاران، 1391).

2-9. اهمیت توجه به بدهی

بدهی یکی از شاخص‌های مهم تعیین کننده موفقیت شرکت است و باعث رشد پایدار شرکت می شود (مادان، 2007). از این رو تصمیمات معطوف به ساختار بدهی برای بقای تجاری شرکت حیاتی هستند (احمد شیخ و ونگ، 2011). با این حال انتخاب ساختار بدهی ساده نیست و تصمیم گیری اشتباه منجر به هدایت شرکت به بحران و ورشکستگی می گردد. تامین مالی از طریق بدهی به علت صرفه جویی مالیاتی و نرخ پایین تر آن در مقایسه با بازده مورد انتظار سهامداران، راه مطلوب تری برای تامین مالی محسوب می شود. (حاجیها و همکاران، 1393).

ادبیات تحقیق پیشنهاد می کند که بدهی نقشی انضباطی روی رفتار مدیران اعمال می کند. گراسمان و هارت (1982) بیان می دارند که سطوح بالاتر بدهی تهدید ورشکستگی را افزایش می دهد و مدیران را به خاطر احتمال بالقوه از دست دادن کنترل شرکت تحت فشار قرار می دهد. بدهی بیشتر، مدیران را وادار می کند از تصمیماتی که باعث کاهش ارزش شرکت می شود، پرهیزند. به علاوه جنسن (1986) پیشنهاد می کند که پرداخت های ثابت بدهی، وجه نقد آزاد شرکت را کاهش می دهد و در نتیجه به طور مؤثر به

¹ Barton and Gordon

² Jrmys

مدیران امکان هدر دادن منابع شرکت برای منافع شخصی خود را نمی‌دهد. به علاوه صدور بدهی منتج به نظارت دارندگان اوراق قرضه، دیگر بستانکاران، بانک‌ها و نهادهای رتبه بندی نیز می‌گردد. ایستبروک در سال 1984 اشاره می‌کند شرکت مجبور است به طور مکرر بدهی جدید صادر کند و مدیران در هر بار انتشار با افزایش نظارت، مجدداً ارزیابی می‌گردند. راجان و ویتون (1995) بیان می‌کنند که وام‌های کوتاه مدت به بانک‌ها قدرت نامحدود می‌دهد؛ در حالی که وام‌های بلندمدت با شروط مشخص تنها به بانک فرصت می‌دهد که اگر متعهد از شروط قرارداد تخلف نمود، اقدامی انجام دهد (آن هم بر اساس اطلاعات در دسترس) در نتیجه این بدهی‌ها به بستانکار انعطاف پذیری و کنترل بیشتری می‌دهد (حاجیها و همکاران، 1392).

2-10. انواع بدهی

2-10-1. بدهی خصوصی

بدهی‌های خصوصی¹ به صورت مجموع بدهی‌های بانکی کوتاه مدت و بلند مدت تقسیم بر کل بدهی‌ها تعریف شده است. رایس² (2008) در بررسی تامین اعتبار بر مالیه شرکت کوچک در آمریکا اعلام کرد که شرکت‌ها به سمت بدهی بانکی در این ایالات تغییر مکان دادند. وی اظهار داشت شرکت‌های کوچک با محدودیت‌های بیشتری در دسترسی خود به سرمایه گذاری خارجی نسبت به شرکت‌های بزرگ عمومی مواجه می‌باشند. هم‌چنین، سالوین و پولونچک³ (1993) بیان کرده اند که شرکت‌هایی که بانک‌ها اجازه شوک به سرمایه آنها را می‌دهد، مستقل از تقاضای شرکت برای سرمایه، می‌تواند روی تامین مالی شرکت اثرگذارد. در نتیجه شرکت‌ها نمی‌توانند به راحتی از بازارهای قرض خصوصی به بازارهای قرض عمومی حرکت کنند، بنابراین وارد کردن شوک به بازار بانکداری ممکن است تاثیر قابل

¹ Private Debt

² Rice

³ Salween and Pvlvnchik

توجهی بیشتر از وارد کردن شوک به بازار اوراق بهادار عمومی داشته باشد.

راب و دیگران^۱ (2010) در تصمیم‌های ساخت سرمایه شرکت‌های جدید بر این اعتقاد بودند که برخلاف بسیاری از حساب‌های فعالیت راه اندازی، شرکت‌ها در داده‌های آنها تکیه زیادی به منابع بدهی‌های خارجی مانند بانک‌ها داشته و با گستردگی کمتر بر منابع پیدا شده مبتنی بر دوستان و خانواده دارند. این واقعیت برای کنترل‌های متعدد کیفیت اعتباری، صنعت، و ویژگی‌های صاحب‌کسب و کار قوی می‌باشد. تکیه شدید بر بدهی خارجی اهمیت عملکرد خوب بازارهای اعتباری برای موفقیت فعالیت‌های کسب و کار در حال تولد، تاکید می‌کند. ویتسیناس و ورنر (2011) نیز در ژاپن نشان دادند که ژاپن یک اقتصاد بانک محور است و این واقعیت که بدهی‌های خصوصی سه برابر بدهی‌های عمومی در طول نمونه بوده‌اند، گواهی بر این واقعیت است. علاوه بر این آنها اعلام کردند شرکت‌های کوچک وابسته به بانک به شدت به وام‌های بانکی که عمدتاً کوتاه مدت هستند، تکیه می‌کنند، که این امر احتمالاً به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی است.

شاپریو (1984)، به این موضوع اشاره داشته که، در صورت عدم وجود مالیات، شرکت‌های چندملیتی در زمینه انتشار اوراق بدهی تخصیص داده شده در ارزش‌های یکسان و متفاوت، متمایز نیستند. با این حال، با وجود اختلاف در مالیات بر درآمد شرکت‌ها، شرکت‌ها باید در کشور خود با استفاده از ارزش پایین‌تر، برای به حداقل رساندن هزینه‌های تامین مالی مورد انتظار، وام بگیرند (رهی و همکاران، 1985).

2-10-2. بدهی عمومی

به مجموع اوراق قرضه‌های کوتاه مدت و بلند مدت شرکت‌های سهامی تقسیم بر کل بدهی‌ها در این پژوهش بدهی عمومی^۲ اطلاق می‌شود. در این ارتباط، گلن و سینگ (2003)، نشان دادند که اوراق بدهی بسیار پایین‌تر از نسبت رشد در دارایی‌ها برای کشورهای در حال توسعه نسبت به کشورهای توسعه یافته است، و آنها استدلال کردند که شرکت‌ها در کشورهای در حال توسعه نسبت به کشورهای توسعه یافته،

¹ Rob and others

² Public Debt

بیشتر از هر دو منابع داخلی و خارجی همچون انتشار سهام استفاده می‌کنند. این تفسیر آنها می‌تواند به معنی این باشد که در کشورهای در حال توسعه، بازار سهام یکی از مهم‌ترین منابع تامین مالی به حساب می‌آید. به علاوه، دی ملو و میراندا (2010) اظهار داشتند شواهد تجربی اخیر آنها نشان می‌دهد که انتشار اوراق بدهی، نسبت نقدینگی و هزینه‌های سرمایه‌ای را به شدت کاهش می‌دهد و ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. با این حال، شواهدی مبنی بر اینکه نقش سیستماتیک بدهی به احتمال زیاد به علت فقدان مدیریتی رخ می‌دهد، وجود دارد.

ویتسیناس و ورنر¹ (2011) نشان دادند بدهی‌های عمومی عامل مهمی در سطح اهرم شرکت‌ها هستند. کاهش شیب از سال 1998 به بعد، به دنبال کاهش در بدهی‌های کوتاه مدت، به شدت نسبت دارایی‌ها به بدهی شرکت‌ها را کاهش داد. بحران اعتباری منجر به کاهش بیشتر اهرم بعد از انفجار حساب دارایی‌ها شده است. نیز، شرکت‌های بزرگ غیر وابسته به بانک قادر بودن از بدهی‌های عمومی به منظور کاهش اثرات محدودیت‌های مالی که ناشی از انفجار حساب دارایی‌ها بوده است، استفاده کنند. هم چنین، تیتمن و وسلز² (1988)، بیان کردند که شرکت‌های بزرگ تر ممکن است از تنوع بیشتری برخوردار باشند، در نتیجه آنها کمتر در معرض خطر ورشکستگی قرار می‌گیرند. هم چنین از لحاظ اندازه، شرکت‌های بزرگ تر ممکن است از ظرفیت بدهی بالاتری برخوردار باشند. بنابراین، شرکت‌های بزرگ تر تمایل به نگهداری سطوح بدهی بالاتری دارند و می‌توانند اوراق بدهی بیشتری را انتشار بدهند، بنابراین این امر به آنها اجازه می‌دهد تا هزینه‌های صدور را پخش کنند (کایو و کیمورا³، 2011).

2-11. اهمیت وجه نقد

وجه نقد از منابع مهم و حیاتی در هر واحد انتفاعی است و ایجاد توازن بین وجه نقد در دسترس و نیازهای نقدی، مهمترین عامل سلامت اقتصادی هر واحد انتفاعی است. از آنجا که هم شرکت‌هایی که وجه نقد کافی نگهداری نمی‌کنند و هم شرکت‌هایی که وجه نقد زیادی نگهداری می‌کنند، مشکلات زیادی

¹ Vytisk NAS and Werner

² Titman and vslz

³ Kayu and Kimura

دارند. مدیریت وجه نقد شامل مجموعه گسترده‌ای از فعالیت‌های مربوط به جمع‌آوری، نگهداری و پرداخت آن می‌باشد که هدف آن تعیین نقدینگی مورد نیاز واحد تجاری، مدیریت بر مانده وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت است. (بولو و همکاران، 1391).

اقتصاددانان در توجیه نگهداری وجه نقد در درون واحد تجاری، دلایل مختلفی را ارائه نمودند که معروف‌ترین آنها انگیزه‌های نگهداری وجه نقد کینز می‌باشد. نظریه تقاضای پول از نظر کینز که وی آن را نظریه رجحان نقدینگی نامیده است، این سؤال را مطرح می‌کند که چرا مردم پول را نگهداری می‌کنند؟ وی در پاسخ به این سؤال، برخلاف کلاسیک‌ها که تنها بر تقاضای معاملاتی پول تکیه می‌کردند، سه نوع انگیزه برای تقاضای پول، یعنی انگیزه معاملاتی، انگیزه احتیاطی و انگیزه سفته‌بازی را در نظر گرفته است. بر اساس انگیزه معاملاتی افراد اغلب ترجیح می‌دهند برای اطمینان از انجام معاملات پایه‌ای خود، اقدام به نگهداری وجه نقد کنند. بر اساس انگیزه احتیاطی، افراد ترجیح می‌دهند برای مقابله با وضعیت‌های غیرقابل انتظار که منجر به هزینه‌های غیرعادی می‌شود، میزانی از وجه نقد را نگهداری کنند. در نهایت منظور از تقاضای سفته‌بازی پول این است که پول با هدف و امید انجام معاملات سودآور و بهره‌برداری از فرصت‌هایی که در آینده پیش می‌آید، نگهداری می‌شود (بولو و همکاران، 1391).

این که یک شرکت چه میزان وجه نقد را نگهداری می‌نماید، به وسیله عوامل مختلفی از قبیل هزینه‌های معاملاتی، هزینه‌های فرصت¹ و عدم تقارن اطلاعاتی تحت تأثیر قرار می‌گیرد. در بازارهای مالی، همواره هزینه‌های معاملاتی وجود دارد. این هزینه‌ها و هزینه‌های فرصت از دست رفته، به شرکت‌ها اطمینان می‌دهند تا اقدام به نگهداری سطح بهینه‌ای از دارایی‌های نقدی نمایند. مشکل عدم تقارن اطلاعاتی نیز باعث ایجاد تقاضای احتیاطی برای مانده‌های نقد می‌شود؛ زیرا وجود عدم تقارن اطلاعاتی، باعث افزایش مشکلات و هزینه تأمین مالی خارجی می‌شود؛ از این رو عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و بازار سرمایه، انگیزه‌های احتیاطی برای تقاضای نقدینگی شرکت‌ها است (بولو و همکاران، 1391).

¹ Opportunity cost

² Information asymmetry

2-12. نظریه های مرتبط با وجه نقد

2-12-1. نظریه موازنه

طبق نظریه موازنه^۱، شرکت‌ها میزان بهینه وجه نقد خود را با برقراری یک موازنه (تعادل) میان منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند. در حقیقت، شرکت‌ها سطح بهینه وجه نقد خود را با تعیین میزان اهمیت هزینه‌های نهایی و منافع نهایی ناشی از نگهداری وجه نقد تنظیم می‌کنند. نکته مهم این نظریه، این است که سطح مطلوبی از وجه نقد برای شرکت‌ها وجود دارد که در آن مدیریت با رویکردی فعالانه، بر اساس تحلیل هزینه - منفعت^۲ نسبت به نگهداری وجه نقد تصمیم‌گیری می‌کند (پانی و همکاران^۳، 2004). نگهداری وجه نقد از احتمال بحران مالی می‌کاهد و به عنوان ذخیره‌های امن برای مواجهه با زیان‌های غیر منتظره به شمار می‌رود و هم‌چنین پی‌گیری سیاست‌های سرمایه‌گذاری بهینه را در زمانی که شرکت با محدودیت‌های مالی مواجه است، ممکن می‌سازد و نهایتاً به کم کردن هزینه‌های جمع‌آوری منابع مالی یا نقد کردن دارایی‌های موجود کمک می‌کند. بر اساس این نظریه، مدیریت برای حداکثرسازی ثروت سهامداران، باید مانده وجه نقد شرکت را به نحوی تنظیم نماید که منافع نهایی ناشی از نگهداری وجه نقد با هزینه‌های نهایی آن برابر شود (رسائیان و همکاران، 1389). عوامل تعیین‌کننده وجه نقد از دیدگاه نظریه موازنه شامل موارد زیر است:

فرصت‌های سرمایه‌گذاری^۴: هزینه مواجه شدن با کمبود وجه نقد در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، به واسطه هزینه‌های فرصتی که از رها نمودن طرح‌های سرمایه‌گذاری با ارزش ناشی می‌شود، بیشتر است. بنابراین، انتظار می‌رود رابطه مثبتی بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مانده وجه نقد وجود داشته باشد. هم‌چنین این نظریه پیش‌بینی می‌کند که شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر، هزینه‌های بحران مالی بیشتری دارند، زیرا در حین ورشکستگی، خالص ارزش فعلی مثبت این پروژه‌ها از بین می‌رود. در این مورد، شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر، به منظور

¹ Tradeoff Theory

² Cost-Benefit

³Yanni et al

⁴Investment Opportunities

اجتناب از بحران مالی، سطوح بالاتری از وجه نقد نگهداری خواهند نمود.

میزان نقدشوندگی دارایی های جاری: زمانی که شرکت ها با کمبود وجه نقد مواجه می شوند، میزان قابلیت تبدیل دارایی های جاری به نقد می تواند جایگزینی برای وجه نقد تلقی شود. بنابراین، انتظار می رود که شرکت های با قدرت نقدینگی بیشتر، وجه نقد کمتری نگهداری نمایند.

اهرم مالی¹: اهرم مالی، احتمال ورشکستگی را افزایش می دهد و انتظار می رود که شرکت های اهرمی برای کاهش ریسک مالی، وجه نقد بیشتری نگهداری کنند. از سوی دیگر، از آنجا که نسبت اهرم مالی، خود به عنوان عاملی برای تعیین توانایی شرکت برای انتشار اوراق بدهی جدید به شمار می رود، اگر قدرت بازپرداخت هزینه های تأمین مالی توسط شرکتی بالا باشد، از انعطاف پذیری مالی بالاتری برخوردار است. در نتیجه ممکن است وجه نقد کمتری نگهداری نماید. به همین علت، ارتباط بین اهرم مالی و میزان وجه نقد را به دقت نمی توان تبیین نمود (صلواتی و همکاران، 1386).

اندازه: طبق نظریه موازنه، رابطه مورد انتظار میان اندازه شرکت و نگهداشت وجه نقد منفی است. از آن جا که شرکت های بزرگ انعطاف پذیری بیشتری دارند، می توان جریان های نقد پایدارتری را برای آنها انتظار داشت. در نتیجه، کمتر در معرض خطر ورشکستگی قرار دارند و نسبت به شرکت های کوچک دسترسی آسان تری به منابع تأمین مالی دارند شرکت های بزرگی که اعتبار بانکی دارند، با نرخ بهتری می توانند استقراض کنند و قادرند در صورت لزوم وجوه را راحت تر کسب کنند. علاوه بر این، شرکت های بزرگ همواره می توانند بخشی از دارایی های غیر ضروری خود را برای کسب وجوه، به فروش رسانند. هم چنین، از اندازه به عنوان یک شاخص برای عدم تقارن اطلاعاتی میان افراد درون و برون سازمانی شرکت استفاده می شود. میرز و مجلوف² (1984) نشان دادند زمانی که عدم تقارن اطلاعات ناچیز است، شرکت ها از تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی استفاده می کنند.

جریان نقدی: طبق مطالعه کیم و همکاران³ (1998) از آن جایی که جریان نقدی، یک منبع نقدینگی در

¹ Financial Leverage

² Myers and Mjlvf

³ Kim et al

دسترس را فراهم می کند، می تواند جایگزینی مناسب برای وجه نقد در نظر گرفته شود. بنابراین، انتظار می رود که طبق این نظریه رابطه ای منفی بین جریان نقد و مانده وجه نقد وجود داشته باشد.

عدم اطمینان جریان نقدی: شرکت های با جریان های نقدی با نوسان بیشتر، احتمال بیشتری در مواجهه با کمبود وجه نقد دارند، زیرا ممکن است به طور غیر منتظره جریان نقدی کاهش یابد. بنابراین، انتظار می رود که رابطه ای مثبت بین عدم اطمینان جریان نقدی و مانده وجه نقد وجود داشته باشد (یانی و همکاران¹، 2004).

سررسید بدهی: تأثیر سررسید بدهی بر مانده وجه نقد مشخص نیست. شرکت هایی که بر بدهی کوتاه مدت اتکا می کنند، باید به طور دور های قرارداد اعتباری خود را تمدید نمایند و اگر محدودیتی در تمدید قرارداد اعتباری پیش بیاید، با ریسک بحران مالی مواجه می شوند. بنابراین، با کنترل سایر عوامل می توان انتظار داشت که سررسید به طور منفی با مانده وجه نقد رابطه داشته باشد، اما بارسلی و اسمیت² (1995) شواهدی را ارائه نمودند که شرکت های با درجه اعتباری بالا به واسطه سهولت ایجاد بدهی معمولاً از بدهی کوتاه مدت استفاده می نمایند و مانده وجه نقد کمتری نگهداری می کنند که این رابطه را مثبت می کند. به هر حال، جهت این رابطه بر اساس این نظریه نامعلوم است.

پرداخت سود سهام: شرکتی که در حال حاضر سود سهام می پردازد، می تواند منابع را با کمترین هزینه از طریق کاهش پرداخت سود سهام تأمین نماید. در مقابل، شرکتی که سود سهام نمی پردازد، مجبور است به بازارهای سرمایه برای تأمین منابع رجوع نماید. بنابراین، انتظار می رود شرکت هایی که سود سهام می پردازند، در مقایسه با شرکت هایی که سود سهام نمی پردازند، وجه نقد کمتری نگهداری کنند (فروغی و همکاران، 1390).

2-12-2. نظریه سلسله مراتب تأمین مالی

¹ Yanni et al.

² Barsly and Smith

طبق نظریه سلسله مراتبی^۱ که توسط میرز و مجلوف^۲ (1984) مطرح گردید، شرکت‌ها تأمین مالی از منابع داخلی شرکت را به تأمین مالی خارجی که به اطلاعات حساس است، ترجیح می‌دهند. این نظریه بر مبنای این فرض قرار دارد که افراد داخل شرکت آگاه‌تر از سهامداران هستند. اگر منابع داخلی شرکت، برای تأمین مالی برنامه‌های سرمایه‌گذاری بهینه، کافی نباشد و عدم تقارن اطلاعاتی نیز مانع شود، مدیران ممکن است مجبور به صرف نظر کردن از پروژه‌های سودآور شوند. در این حالت وجه نقد بسیار ارزشمند است و تنها فرصت برای انتشار سهام بدون از دست دادن ارزش بازار، زمانی رخ می‌دهد که عدم تقارن اطلاعات وجود نداشته و یا بسیار کم باشد. بنابراین، در بحث تأمین مالی، شرکت‌ها منابع سرمایه‌گذاری را ابتدا از منبع سود انباشته، بعد از آن با بدهی‌های کم خطر و سپس پرخطر و سرانجام با انتشار سهام، تأمین مالی می‌نمایند.

اما هدف از رعایت ترتیب مذکور این است که از هزینه‌های عدم تقارن اطلاعاتی و سایر هزینه‌های تأمین مالی کاسته شود. در این میان زمانی که جریان‌های نقد عملیاتی^۳ برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های جدید کافی هستند، شرکت‌ها بدهی را بازپرداخت نموده، وجه نقد را انباشته می‌کنند و زمانی که برای تأمین سرمایه‌گذاری‌های جاری، سود انباشته کافی نباشد، شرکت‌ها از مانده وجه نقد انباشته شده استفاده می‌نمایند و اگر نیاز باشد، بدهی ایجاد می‌نمایند. طبق این دیدگاه، به واسطه عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات ناشی از تأمین مالی خارجی، سیاست‌های تأمی‌ن مالی از یک رویه سلسله مراتبی مبنی بر ترجیح منابع داخلی بر خارجی پیروی می‌کنند. در نتیجه، چون مدیریت، منابع داخلی تأمین مالی را بر منابع خارجی ترجیح می‌دهد، تمایل به انباشت وجه نقد دارد تا بتواند در مرحله اول از داخل شرکت تأمین مالی را انجام دهد و به خارج از شرکت رجوع ننماید (دروبتز و همکاران، 2010). عوامل تعیین‌کننده وجه نقد از دیدگاه سلسله مراتبی عبارتند از:

فرصت‌های سرمایه‌گذاری: فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیاده‌تر، برای انباشت بیشتر وجه نقد تقاضا

¹ Pecking Order Theory

² Myers and Mjlvf

³ Operational Cash Flows

⁴ Drvbtz et al

ایجاد می کند، زیرا کمبود وجه نقد منجر به این خواهد شد که شرکت فرصت های سرمایه گذاری سودآورد خود را از دست بدهد، مگر اینکه به تأمین مالی پرهزینه خارجی دست یابد. بنابراین، رابطه ای مثبت بین فرصت های سرمایه گذاری و نگهداری وجه نقد انتظار می رود.

اهرم مالی: در مبحث سلسله مراتب تأمین مالی، زمانی که سرمایه گذاری از سود انباشته تجاوز می کند، معمولاً بدهی رشد می یابد و زمانی که سرمایه گذاری کمتر از سود انباشته است، بدهی کاهش می یابد و بنابراین، مانده وجه نقد از الگوی معکوس این فرایند پیروی می نماید؛ یعنی مانده وجه نقد زمانی که سرمایه گذاری از سود انباشته بیشتر می شود، کاهش یافته و زمانی که سرمایه گذاری های کمتر از سود انباشته است، رشد می یابد. رابطه پیش بینی شده بین این عامل و مانده وجه نقد طبق نظریه سلسله مراتب تأمین مالی، معکوس است.

جریان نقدی: با کنترل سایر متغیرها انتظار می رود که شرکت های با جریان نقدی بالاتر وجه نقد بیشتری داشته باشند.

اندازه: با کنترل عامل سرمایه گذاری، شرکتی که بزرگ تر است، به طور پیش فرض موفق تر بوده است و از این رو باید نقد بیشتری داشته باشد. هر چند نظریه های موازنه و سلسله مراتبی در ادبیات مالی به عنوان نظریه هایی مطرح می شوند که با هم در تعارض هستند، اما تمایز بین دو کاملاً واضح نیست. به منظور کشف رفتار واقعی شرکت ها در رابطه با وجه نقدشان باید بین عوامل در دامنه کوتاه مدت و بلندمدت تمایز قایل شد. از آن جایی که شرکت ها در بلندمدت به دنبال مانده وجه نقد هدف هستند، در کوتاه مدت از مانده وجه نقد به عنوان سپر استفاده می کنند. بر این اساس، مانده وجه نقد در کوتاه مدت به جریان های نقدی ورودی و خروجی وابسته است که با رفتار سلسله مراتبی مطابقت دارد. با این اوصاف، تمایز بین مدل سلسله مراتبی و مدل موازنه به شکلی که انتظار داریم ممکن نیست و زمانی که نقش هزینه تأمین مالی خارجی را در مدل سلسله مراتبی پررنگ تر در نظر بگیریم، این تمایز کمتر خواهد شد (اوپلر و همکاران¹، 1999). به رغم اینکه تعدادی از مطالعات با استفاده از عدم تقارن اطلاعات شرکت، در دوره

¹ Avplr et al

های زمانی مختلف تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌ها را توضیح می‌دهند، بر این مبنا زمانی که عدم تقارن اطلاعات زیاد است، انتظار می‌رود وجه نقد برای شرکت‌هایی که ارزش بازار بیشتری دارند، مهم‌تر باشد. فاما و فرنچ^۱ معتقدند زمانی که عدم تقارن اطلاعات زیاد است، نظریه سلسله مراتب تأمین مالی عملاً قادر به توضیح تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌ها نمی‌باشد (فروغی و همکاران، ۱۳۹۰).

2-12-3. نظریه جریان وجه نقد آزاد^۲

این نظریه که توسط جنسن^۳ (۱۹۸۶) مطرح گردید، بیان می‌دارد که وجوه نقد داخلی بیشتر به مدیران اجازه می‌دهد تا از کنترل بازار اجتناب کنند. در این حالت، آن‌ها به موافقت سهامداران نیاز ندارند و برای تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری‌ها بر حسب اختیار خود آزاد هستند. مدیران مایل به پرداخت وجه نقد (مثل سود سهام) نبوده، دارای انگیزه برای سرمایه‌گذاری هستند؛ حتی زمانی که هیچ سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت موجود نباشد. جریان نقد آزاد جریان نقدی است، مازاد بر آنچه که برای تأمین مالی تمامی پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت که با نرخ هزینه سرمایه مربوطه تنزیل می‌شود، باقی می‌ماند. تضاد منافع^۴ بین سهامداران و مدیران در خصوص سیاست‌های پرداخت سود سهام، مخصوصاً زمانی که سازمان‌ها جریان‌های نقد آزاد قابل توجهی دارند، بیشتر است. مسأله اینجاست که چگونه می‌توان مدیران را به جای سرمایه‌گذاری یا اسراف در مصرف جریان نقد آزاد، مجبور به پرداخت سود سهام کرد. پرداخت به سهامداران از قدرت مدیران می‌کاهد و از سوی دیگر، ممکن است در صورت نیاز به تأمین سرمایه توسط بازارهای سرمایه، تحت کنترل و نظارت قرار گیرند، در حالی که تأمین مالی داخلی مدیران را قادر می‌سازد از این نظارت‌شانه خالی کنند (یانی و همکاران، ۲۰۰۴).

جریان نقدی آزاد عملیاتی در اظهارنامه‌های جریان نقدی توانایی شرکت در تولید جریان نقدی را نشان می‌دهد. با این حال، بیشتر تحلیل‌گران مالی استدلال کرده‌اند که جریان نقدی فعالیت‌های عملیاتی (بودجه) صندوق‌های پولی هستند که نه تنها در دارایی‌های ثابت جدید جهت کمک به شرکت در حفظ

¹ Fama and French

² Free Cash Flow Theory

³ Jensen

⁴ Conflict of Interest

سطح فعلی فعالیت‌های عملیاتی‌اش سرمایه‌گذاری می‌شود، بلکه بخشی از این صندوق پولی (بودجه) به صورت سود سهام و یا بازخرید سهم برای حفظ رضایت سهام دار توزیع می‌گردد. بنابراین جریان‌های نقدی فعالیت‌های عملیاتی، به خودی خود، به تنهایی، یک نوع توانایی برای شرکت برای تولید جریان نقدی تلقی نمی‌گردد. جنسن (1989) جزء افرادی بود که نظریه جریان نقدی آزاد را معرفی کرد و تعریفی برای آن ارائه داد. به عقیده او، جریان نقدی آزاد عبارت است از وجه نقدی که از فعالیت‌های عملیاتی بعد از کسر وجه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش مثبت فعلی خالص به دست می‌آید. با این حال، پروژه‌ها باید، با توجه به ارزش خالص فعلی و هزینه سرمایه‌سنجیده شوند. اگر نتیجه مثبت باشد، وجه مورد نیاز برای این سرمایه‌گذاری از وجه موجود شرکت کسر می‌گردد. و هر آنچه که باقی می‌ماند جریان نقدی آزاد در نظر گرفته می‌شود. به پیروی از لنو پولسن¹ (1989) جریان نقدی آزاد درآمد عملیاتی قبل از مخارج استهلاک بعد از مالیات، بهره و سود سهام ممتاز و عادی است. همچنین، کوپلند² (1995)، جریان نقدی آزاد که به صورت درآمد عملیاتی بعد از مالیات به اضافه مخارج غیر نقد بعد از کسر سرمایه‌گذاری سرمایه در گردش، اموال، کارخانه، تجهیزات و سایر دارایی‌ها تعریف می‌نماید. بر طبق دی‌چو و گی³ (2006)، جریان نقدی آزاد، جریان نقدی به دست آمده از فعالیت‌های عملیاتی به اضافه جریان نقدی به دست آمده از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری است (بهاندیا و همکاران، 2012).

هم چنین، اگر مدیران جریان‌های نقدی آزاد را به جای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های کم بازده توزیع نمایند، سبب می‌شود در مورد چگونگی استفاده از جریان‌های نقدی آتی هم تصمیم‌گیری نمایند، چرا که اگر در آینده سود پرداخت نکنند، قیمت سهام آن‌ها به شدت کاهش خواهد یافت. بر اساس این نظریه، مدیران، انگیزه دارند که وجه نقد را انباشت نمایند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش داده، بتوانند در خصوص تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت از قدرت قضاوت و تشخیص بهره‌مند شوند. به همین دلیل، با وجه نقد شرکت فعالیت می‌کنند تا از این طریق مجبور به ارائه اطلاعات مشروح به بازار سرمایه نشوند؛ هر

¹Len and Poulsen

²Copland

³D. Chu and Gay

چند مدیران ممکن است سرمایه‌گذاری‌هایی را انجام دهند که اثر منفی بر ثروت سهامداران داشته باشد (رسائیان و همکاران، 1389). عوامل تعیین کننده وجه نقد از دیدگاه نظریه جریان نقدی آزاد عبارتند از:

اهرم مالی: با ایجاد بدهی مدیران ملزم به پرداخت ای نقدی آتی می‌شوند و این امر از جریان نقد در دسترس که می‌تواند به اختیار مدیریت هزینه شود، می‌کاهد و متعاقباً از هزینه نمایندگی جریان‌های نقد آزاد نیز می‌کاهد و اثر کنترلی دارد. در نتیجه، شرکت‌های با اهرم مالی پایین، کمتر مشمول نظارت و کنترل هستند که به مدیریت اختیار بیشتری اعطا می‌نماید، بنابراین، انتظار می‌رود که اهرم مالی با مانده وجه نقد رابطه معکوس داشته باشد (جنسن¹، 1986).

فرصت‌های سرمایه‌گذاری: از مدیران شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری کم انتظار می‌رود که وجه نقد بیشتری نگهداری نمایند تا از در دسترس بودن وجه نقد برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها اطمینان داشته باشند، حتی اگر خالص ارزش فعلی این سرمایه‌گذاری منفی باشد که منجر به کاهش ارزش شرکت و ثروت سهامداران خواهد شد و نهایتاً نسبت ارزش بازار به دفتری پایینی خواهیم داشت. بنابراین، با استفاده از نسبت ارزش بازار به دفتری به عنوان عاملی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری انتظار می‌رود که رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مانده وجه نقد منفی باشد (دروبتز و همکاران²، 2010).

اندازه: مدیران معمولاً تمایل به رشد شرکت فراتر از اندازه بهینه آن دارند، زیرا رشد شرکت، قدرت مدیریت را با افزایش منابع تحت کنترل آن افزایش می‌دهد. هم‌چنین، شرکت‌های بزرگ‌تر تمایل به پراکندگی بیشتر مالکیت سهامداران دارند که به مدیریت اختیار بیشتری اعطا می‌کند. علاوه بر این، شرکت‌های بزرگ‌تر به واسطه مقدار منابع مالی که نیاز است خریداری شوند، با احتمال کمتری در معرض تملک‌های ناخواسته قرار می‌گیرند. بنابراین، انتظار می‌رود که مدیران شرکت‌های بزرگ‌تر در خصوص سرمایه‌گذاری و سیاست‌های مالی، قدرت و اختیار بیشتری داشته باشند که منجر به مقدار بیشتر مانده وجه نقد می‌شود (فروغی و همکاران، 1390).

¹ Jensen

² Drvbtz et al

2-13. طبقه بندی اطلاعات مربوط به جریان وجوه نقد

در گزارش مالی علی فوق برای جلوگیری از ارائه اطلاعات انبوه، اطلاعات خروجی سیستم حسابداری ناگزیر به شکل طبقه بندی و تلخیص شده ارائه می شود. به منظور ارتقای درک استفاده کنندگان از صورت های مالی و کمک به دستیابی به اهداف گزارشگری وجه نقد از طریق ارائه اطلاعات مفید، لازم است هر یک از جریان های نقدی مربوطه در صورت جریان وجوه نقد انعکاس یابد. تجزیه و تحلیل لازم برای ارزیابی مبالغ، زمانبندی و ابهام در مورد جریان های گذشته جریان وجوه نقد و پیش بینی جریان های آتی جریان وجوه نقد، مستلزم دسترسی به اطلاعاتی است که به نحوی معقول در گروه های همگن طبقه بندی و جدا سازی شده باشند (تهرانی و همکاران، 1390).

از آنجا که ارائه صورت مذکور در قالب سر فصل های اصلی به قابلیت مقایسه اطلاعات در سطح واحد های تجاری مختلف کمک می کند، بر اساس استاندارد شماره 2 سازمان حسابرسی ایران صورت جریان وجوه نقد باید به صورت پنج بخش ارائه گردد، طبق استاندارد مورد اشاره پنج بخش صورت جریان وجوه نقد عبارتند از:

فعالیت های عملیاتی¹.

بازده سرمایه گذاری ها و سود پرداختی بابت تامین مالی.

مالیات بر درآمد.

فعالیت های سرمایه گذاری.

فعالیت های تامین مالی.

در ارائه جریان های نقدی، رعایت ترتیب سر فصل ها به شرح بالا و نیز ارائه جمع جریان های نقدی منعکس شده در هر سر فصل و جمع کل جریان های نقدی قبل از سر فصل فعالیت های تامین مالی ضرورت دارد. صورت جریان وجوه نقد همچنین باید شامل صورت تطبیق مانده اول دوره پایان دوره وجه نقد باشد (باو و باو، 2004).

¹operating activities

2-14. فعالیت‌های عملیاتی

مبلغ جریان های ناشی از فعالیت های عملیاتی ، یکی شاخص های اصلی ارزیابی این موضوع است که عملیات واحد تجاری تا چه میزان به جریان‌های وجه نقد کافی جهت باز پرداخت وام ها ، نگهداشت توان عملیاتی واحد تجاری و پرداخت سود سهام منجر شده و انجام سرمایه گذاریهای جدید را بدون تمسک به منابع خارجی از واحد تجاری میسر کرده است ، ارائه اطلاعات درباره جزئیات جریان‌های عملیاتی تاریخی، در کنار سایر اطلاعات ، برای پیش بینی جریان های نقد آتی¹ مفید خواهد بود.

فعالیت‌های عملیاتی عبارتند از فعالیت های اصلی مولد درآمد عملیاتی واحد تجاری است. فعالیت های مذکور متضمن تولید، فروش کالا و ارائه خدمات است و هزینه و درآمدهای مرتبط با آن در تعیین سود یا زیان عملیاتی در صورت سود و زیان منظور می‌گردد. جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی اساساً دربرگیرنده جریان‌های ورودی و خروجی نقدی مرتبط با فعالیت‌های مزبور است. مثال‌هایی از جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت عملیاتی به شرح زیر است:

الف- دریافت های نقدی حاصل از فروش کالا و ارائه خدمات.

ب- دریافت های نقدی حاصل از حق امتیاز، حق الزحمه، کارمزد و سایر درآمدهای عملیاتی.

ج- پرداخت های نقدی به فروشندگان کالا و خدمات.

د- پرداخت های نقدی به کارکنان واحد تجاری یا از جانب آنها.

ه- دریافت‌ها و پرداخت‌های نقدی یک شرکت بیمه بابت حق بیمه‌ها ، خسارات، مستمری‌ها و سایر پرداخت‌های بیمه‌ای.

و- دریافت‌ها و پرداخت‌های مرتبط به قرار دادهای منعقد شده با اهداف تجاری و عملیاتی.

ز- پرداخت های نقدی بابت مزایای پایان خدمت کارکنان و هزینه سازماندهی.

از آنجا که طبقه بندی جریان های نقدی در صورت جریان وجه نقد به سر فصل های مشخص محدود شده است، همواره این احتمال وجود دارد که برخی از جریان های نقدی ماهیتاً به طور مستقیم قابل ارتباط با هیچ یک از سر فصل های اصلی نباشد. بدین لحاظ، به موجب استاندارد شماره 2 در

¹Future cash flows

صورت وجود چنین اقلامی، جریانهای نقدی مربوط به عنوان جریانهای نقدی ناشی از فعالتهای عملیاتی طبقه بندی می شود. نمونه این اقلام، جریان های نقدی مرتبط با فروش مواد اولیه در واحد های تجاری و تولیدی و جریان های نقدی ناشی از خدمات جانبی فعالیت های اصلی از قبیل حمل موردی کالای فروش رفته است. برای گزارش جریان نقدی ناشی از فعالیت های عملیاتی از دو روش می توان استفاده نمود که عبارتند از:

الف- روش مستقیم

ب- روش غیر مستقیم

برای گزارش خالص وجوه نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی دو روش مستقیم و غیرمستقیم، دریافت ها و پرداخت های نقدی عملیاتی (از قبیل دریافت های نقدی از مشتریان، پرداخت های نقدی به فروشندگان و پرداخت های نقدی به کارکنان یا از جانب کارکنان) که تشکیل دهنده خالص جریان وجوه نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی است، به طور جداگانه در صورت جریان وجوه نقد ارائه می شود در واقع جریان های نقدی خروجی ناشی از فعالیت های عملیاتی از جریان های نقدی ورودی ناشی از فعالیت های عملیاتی کسر شده در نتیجه خالص وجه نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی محاسبه می شود. در گزارشگری به روش غیر مستقیم با انجام تعدیلاتی در سود و زیان عملیاتی در رابطه با موارد زیر، جریان خالص وجه نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی محاسبه می شود:

الف) اقلام با ماهیت غیر نقدی از قبیل هزینه استهلاک و هزینه مزایای پایان خدمت کارکنان به سود عملیاتی اضافه خواهد شد.

ب) اقلامی که در محاسبه سود و زیان عملیاتی دوره جاری منظور شده، لیکن جریان های نقدی مرتبط با آن به ترتیب در دوره های قبل حادث شده است یا در دوره های آینده حادث خواهد شد و بالعکس، اقلامی از قبیل افزایش یا کاهش مانده موجودی مواد و کالا، حساب های دریافتی و پرداختنی عملیاتی نسبت به مانده پایان دوره قبل و نیز افزایش یا کاهش مانده پیش پرداخت هزینه و خرید کالا و پیش دریافت درآمد و فروش کالا نسبت به مانده پایان دوره قبل (جنس و مکین، 1976).

2-15- فعالیت‌های سرمایه‌گذاری:

جریان‌های نقدی منظور شده تحت سرفصل "فعالیت‌های سرمایه‌گذاری" مشتمل بر جریان‌های مرتبط با تحصیل و فروش سرمایه‌گذاری کوتاه مدت، سرمایه‌گذاری بلند مدت و دارائی‌های ثابت مشهود و دارائی‌های نامشهود و نیز پرداخت و وصول تسهیلات اعطایی به اشخاص مستقل از واحد تجاری بجز کارکنان می‌باشد. نمونه‌هایی از جریان‌های نقدی مرتبط با فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به شرح زیر است:

الف) جریان‌های نقدی ورودی^۱:

دریافت‌های نقدی حاصل از فروش سرمایه‌گذاری در سهام یا اوراق مشارکت سایر واحد تجاری.
دریافت‌های نقدی حاصل از فروش دارائی‌های ثابت مشهود و دارائی‌های نامشهود.
دریافت‌های نقدی حاصل از وصول اصل وام‌های پرداختی به سایر اشخاص شامل وصول قرض الحسنه پرداختی.

ب) جریان‌های نقدی خروجی:

پرداخت‌های نقدی جهت تحصیل سرمایه‌گذاری در سهام یا اوراق مشارکت سایر واحد‌های تجاری.
پرداخت‌های نقدی جهت تحصیل دارائی‌های ثابت مشهود و دارائی‌های نامشهود.
این پرداخت‌ها شامل پرداخت‌ها مرتبط با مخارج توسعه منظور شده به دارائی و نیز ساخت دارائی ثابت مشهود توسط واحد تجاری است.
سپرده‌گذاری نزد بانک‌ها در قالب سپرده‌گذاری‌های بلند مدت.
وام‌های نقدی پرداختی به سایر اشخاص شامل قرض الحسنه (خواجوی و همکاران، 1390).

2-16. فعالیت‌های تامین مالی

جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های تامین مالی^۳ شامل دریافت‌های نقدی از تامین‌کنندگان منابع

¹Incoming cash flows

²Intangible assets

³Financing

مالی خارج از واحد تجاری (شامل صاحبان سرمایه) و باز پرداخت اصل آن است. افشای جداگانه جریان های نقدی مزبور جهت پیش بینی جریان های نقدی آتی لازم به منظور ایفای تعهدات به تامین کنندگان منابع مالی واحد تجاری مفید است. نمونه هایی از جریان های نقدی ناشی از فعالیت های تامین مالی به شرح زیر است:

الف) جریان های نقدی ورودی:

دریافت های نقد حاصل از صدور سهام.
دریافت های نقدی حاصل از صدور اوراق مشارکت، وام ها و سایر تسهیلات کوتاه مدت و بلند مدت.

ب) جریان های نقدی خروجی:

بازپرداخت اصل اوراق مشارکت، وام ها و سایر تسهیلات دریافتی.
پرداخت اصل اقساط اجاره به شرط تملیک.
پرداخت هرگونه مخارج (بجز سود تضمین شده و کارمزد پرداختی بابت تامین مالی) در رابطه با اخذ تسهیلات مالی، صدور سهام و اوراق مشارکت و سایر راه های تامین مالی (خواجوی و همکاران، 1390).

2-17. جریان های نقدی آتی و ارقام تعهدی

جریان های نقدی نقش مهمی را تقریباً در تمامی تصمیم گیری های گروهایی همانند تحلیلگران اوراق بهادار، اعتبار دهندگان و مدیران شرکت ها بازی می کنند. اینان علاقه دارند که جریان های نقدی آتی شرکت را ارزیابی کرده، و به واسطه آن به یک شخص واضح و روشن از جریان های نقدی شرکت در آینده دست یابند. به عبارت دیگر هدف کلی از تجزیه و تحلیل های بنیادی، پیش بینی جریان های نقدی آتی شرکت ها می باشد. زیرا که جریان های نقدی مبنای پرداخت سود سهام، بهره باز پرداخت بدهی می باشد و توانایی یک شرکت در پرداخت سود سهام از توانایی اش در ایجاد جریان نقدی منتج می شود (محمودآبادی و همکاران، 1390).

¹Expected future cash flows

از سوی دیگر سود حسابداری و اجزای مربوط به آن از جمله اطلاعاتی محسوب می شود که در هنگام تصمیم گیری توسط افراد در نظر گرفته می شود. این رقم بر مبنای اقلام تعهدی محاسبه و گزارش می شود. بر اساس رویکر تعهدی لزوما شناسایی درآمد ها و هزینه ها همواره با دریافت و پرداخت وجه نقد نمی باشد. یکی از بخش های مدیریت سود اقلام تعهدی است. در مدیریت اقلام تعهدی، رویه های حسابداری مبتنی بر اصول حسابداری می باشد، اما تلاش می شود که عملکرد اقتصادی واقعی مبهم نشان داده شود (محمودآبادی و همکاران، 1390).

هئیت تدوین استانداردهای حسابداری مالی اظهار داشته است که سود حسابداری که مبنای تعهدی محاسبه می شود نسبت به اطلاعات جریان نقدی قدرت پیشگویی کنندگی بهتری برای پیش بینی جریان های نقدی آتی دارند. گمبته بین المللی استاندارد های حسابداری (سال 1995) نیز معتقد است اطلاعات در مورد عملکرد مالی و تغییر در وضعیت مالی تحت مبنای تعهدی گزارش می شوند استفاده کنندگان از اطلاعات مالی را در جهت ارزیابی توان شرکت برای ایجاد جریان های نقدی آتی یاری می رساند (محمودآبادی و همکاران، 1390).

2-18. متغیرهای جریان نقدی آتی

متغیرهای نماینده جریان های نقدی آتی که در پژوهش های مختلف پیش بینی شده است در چهار گروه زیر خلاصه می شود.

جریان های نقدی آتی¹: جریان های نقدی پیش بینی شده با استفاده از الگو های مختلف اصلاح سود حسابداری برای رسیدن به جریان نقدی و جریان نقد عملیاتی گزارش شده در صورت جریان وجوه نقد اندازه گیری شده است. قابلیت پژوهش هایی که از این دوروش استفاده کرده ان با سوال مواجه است. کیم و کراس شواهدی بدست آوردند که همبستگی بین این دو دسته معیار جریان نقدی 89 دصد است. علاوه بر این دو سری جریان نقد، جریانات نقدی آزاد نیز در برخی از پژوهش ها پی شبینی شده است(هشی و همکاران، 1392).

¹Future cash flows

سود آتی: برخی پژوهشگران توان پیش‌بینی سود حسابداری و جریان نقدی آتی را در پیش‌بینی سود آتی بررسی کرده‌اند. لو و همکاران¹ دلیل استفاده از سود حسابداری را چمین بیان می‌کند انکاری وجود ندارد که بسیاری از سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران اطلاعات مالی را برای پیش‌بینی سود حسابداری استفاده می‌کنند. شاید سرمایه‌گذاران ابتدا سود آتی را پیش‌بینی می‌کنند و سپس با استفاده از آن جریان نقدی آتی را تخمین می‌زنند (هشی و همکاران، 1392).

بازده/ قیمت سهام آتی: دیچاو و اسلوان توانایی سود حسابداری و جریان وجوه نقد را در توضیح تغییرات در بازده سهام را از منظر آزمون کردند. این روش مبتنی بر این فرض است که بازار کارا است و اطلاعات جریان‌های نقدی و بخش تعهدی سود به طور مناسب در قیمت سهام منعکس می‌شود. سوبرامنیام و ونکاتچالام و بارث² بر این عقیده‌اند که استفاده از قیمت سهام به عنوان معیاری از وجه نقد مورد انتظار آتی در هنگام آزمون توان پیش‌بینی جریان‌های نقدی و ارقام تعهدی با سوال مواجه است (هشی و همکاران، 1392).

ارزش ذاتی سهام آتی: برخی پژوهشگران ارزش ذاتی آتی سهام را پیش‌بینی کردند. آنها ارزش ذاتی را با استفاده از مدل تنزیل سودهای تقسیمی آتی محاسبه کردند. سوبرامنیام و ونکاتچالام بر این عقیده‌اند که ارزش ذاتی محدودیت‌های سایر متغیرها را ندارد و بهتر می‌تواند معیاری از ادراک سرمایه‌گذاران از جریان نقدی آتی باشد (هشی و همکاران، 1392).

2-19. شاخص نقدینگی

پژوهش‌گران برای اندازه‌گیری نقدینگی شرکت‌ها شاخص‌های مختلفی را معرفی کرده‌اند که در ادامه به بررسی شاخص‌های نوین نقدینگی و نسبت‌های مبتنی بر صورت جریان وجه نقد پرداخته می‌شود.

2-19-1. شاخص‌های نوین نقدینگی

شاخص‌های نوین نقدینگی شامل شاخص فراگیر نقدینگی، شاخص دوره تبدیل وجه نقد شاخص مانده نقدی خالص، شاخص دوره وجه نقد تعدیل شده، شاخص لامبا و شاخص تطبیق سررسید بدهی

¹Lu et al.

²Svbramnyam and Vnkatachalam and Barth et al

های جاری و مطالبات می‌باشد. در این میان امکان محاسبه شاخص لامبا، شاخص دوره وجه نقد تعدیل شده و شاخص تطبیق سررسید بدهی‌های جاری و مطالبات به علت عدم دسترسی به اطلاعاتی همچون مازاد نقدینگی، اعتبار در حساب جاری و جریان نقدی مورد انتظار فراهم نشد؛ بنابراین شاخص‌های مورد بررسی شامل شاخص فراگیر نقدینگی، شاخص دوره تبدیل وجه نقد و شاخص مانده نقدی خالص است.

2-19-2. شاخص فراگیر نقدینگی

این شاخص با محاسبه میانگین وزنی ارقام تشکیل دهنده نسبت جاری، مشکل مربوط به در نظر نگرفتن درجه نقدینگی دارایی‌های جاری و زمان باز پرداخت بدهی‌های جاری را مرتفع می‌کند. جزئیات این مدل به شرح زیر است (ملیک و بیریتا، 1974):

1- به هر یک از دارایی‌های جاری، با توجه به درجه نقدینگی آنها وزن معینی اختصاص داده می‌شود و مبلغ تعدیل شده آنها محاسبه می‌شود. وزن هر دارایی عبارت است از: یک منهای معکوس گردش هر دارایی.

2- به وجه نقد و سرمایه گذاری‌های کوتاه مدت (به دلیل قدرت نقد شوندگی بالا) ضریب یک اختصاص داده می‌شود و احتیاج به تعدیل ندارد.

3- از آنجایی که مطالبات شرکت تا نقد شدن فاصله دارد، به شرح زیر تعدیل می‌شود:

$$AR = R * [1 - (1 / TR)]$$

که در آن AR حساب‌های دریافتنی تعدیل شده، R میانگین حساب‌های دریافتنی و TR گردش حساب‌های دریافتنی می‌باشد.

4- موجودی کالا به دلیل این که باید ابتدا تبدیل به حساب‌های دریافتنی و سپس تبدیل به وجه نقد شود به شرح زیر تعدیل می‌گردد:

$$AINV = INV * [1 - (1 / TR) - (1 / TINV)]$$

که در آن AINV موجودی کالای تعدیل شده، INV میانگین موجودی کالا و TINV گردش موجودی کالا می‌باشد.

5- برای هر یک از بدهی های جاری ضریب تعدیل محاسبه و مبلغ تعدیل شده آن ها محاسبه می شود .
حسابهای پرداختنی به شرح زیر تعدیل می شود:

$$APA = PA * [1 - (1 / TPA)]$$

$$TPA = PUR / PA$$

که در آن APA حساب ها و اسناد پرداختنی تعدیل شده، PUR کل خرید دوره، PA میانگین حساب ها و اسناد پرداختنی و TPA گردش حساب ها و اسناد پرداختنی می باشد. البته سایر اجزاء بدهی ها نیز به همین روش قابل تعدیل هستند.

6- شاخص فراگیر نقدینگی به شرح زیر محاسبه می شود:

$$ACR = ACA / LCA$$

که در آن ACR شاخص فراگیر نقدینگی، ACA دارایی جاری تعدیل شده و LCA بدهی جاری تعدیل شده می باشد.

همانگونه که ملاحظه می شود، تا حدود زیادی ایراد اصلی نسبت جاری که لحاظ نکردن درجه نقدینگی دارایی های جاری و زمان بازپرداخت بدهی های جاری است، با به کارگیری ضریب تعدیل رفع شده است شاخص دوره تبدیل وجه نقد: گیتمن¹ از دوره تبدیل وجه نقد به عنوان جزء حیاتی مدیریت سرمایه در گردش یاد کرده است. این شاخص، فاصله زمانی بین پرداخت بدهی ها و دریافت وجه نقد از محل وصول مطالبات است. هر چه این دوره کوتاه تر باشد، شرکت نقدینگی بهتری دارد (گیتمن، 1974).

فرمول محاسبه شاخص دوره تبدیل وجه نقد به شرح زیر است

$$CCC = OC - PP$$

که در آن CCC دوره تبدیل وجه نقد، OC دوره عملیات و PP دوره حساب ها و اسناد پرداختنی است.

دوره عملیات نیز به صورت زیر محاسبه می شود:

$$OC = INVP + RP$$

که در آن RP دوره وصول مطالبات و INVP دوره نگهداری موجودی کالا می باشد.

دوره حساب ها و اسناد پرداختنی به صورت زیر محاسبه می شود:

¹Gitman

$$PP = PA / DCOGS$$

که در آن PA میانگین حساب‌ها و اسناد پرداختنی و DCOGS بهای تمام شده کالای فروش رفته روزانه (COGS / 360) است.

2-19-3 شاخص مانده نقدی خالص

در این شاخص برای نشان دادن وضعیت نقدینگی شرکت به مانده وجه نقد و اوراق بهادار توجه می‌شود. این شاخص ذخیره نقدینگی واقعی شرکت را در رابطه با نیازهای پیش بینی نشده نشان می‌دهد. نحوه محاسبه مانده نقدی خالص به صورت زیر است (شالمن و کوکس، 1985):

$$NLB = (CASH + MKT - AP) / TA$$

که در آن NLB مانده نقدی خالص، CASH وجه نقد، MKT اوراق بهادار قابل فروش، AP حساب‌ها و اسناد پرداختنی و TA کل دارایی می‌باشد.

2-20 مزایای شاخص‌های نوین نقدینگی نسبت به شاخص‌های سنتی نقدینگی

در شاخص‌های سنتی نقدینگی تاکید اصلی بر این است که هر چه دارایی‌های جاری بیشتر از بدهی‌های جاری باشد، وضعیت نقدینگی شرکت مطلوب‌تر است. به عبارت دیگر، دارایی‌های جاری صرف نظر از ترکیب آن نمایانگر توان پرداخت شرکت و بدهی‌های جاری نیز صرف نظر از ترکیب آن نمایانگر نیازهای نقدی شرکت است (لیروودی و مک کارتی، کاماد، 1989؛ تیموتی و آندرو، 2002 و موس و استین، 1993؛ 1992).

از جمله نواقص این شاخص‌ها. عدم توجه به میزان نقدینگی دارایی‌های جاری و سرعت بازپرداخت بدهی‌های جاری و نادیده گرفتن ترکیب موجودی کالا است. در شاخص‌های نوین نقدینگی به منظور لحاظ کردن درجه نقدینگی دارایی‌ها و بدهی‌های جاری از وزن دار کردن اقلام تشکیل دهنده این نسبت‌ها (به شرح شاخص فراگیر نقدینگی) استفاده می‌گردد. برای تعیین قابلیت نقد شوندگی مطالبات و موجودی کالا، دوره وصول مطالبات و دوره نگهداری موجودی کالا و همچنین، برای تعیین زمان بازپرداخت بدهی‌های جاری، دوره پرداخت حساب‌های پرداختنی (به شرح شاخص دوره تبدیل وجه نقد) محاسبه

می‌شود. پس از محاسبه نسبت جاری ممکن است این نتیجه حاصل شود که شرکت در مقایسه با متوسط صنعت، دارای مازاد، کمبود و یا حد مناسب نقدینگی است. ولی پس از مقایسه دوره وصول مطالبات، دوره نگهداری موجودی کالا و دوره پرداخت حساب‌های پرداختی با متوسط صنعت، ممکن است نتیجه‌گیری اولیه بر مبنای نسبت جاری زیر سؤال برود. از این رو استفاده از نسبت‌های سنتی و نوین نقدینگی درک بهتری از وضعیت شرکت فراهم می‌آورد (نصیرزاده و همکاران، 1391).

21-2. چرخه تبدیل وجه نقد

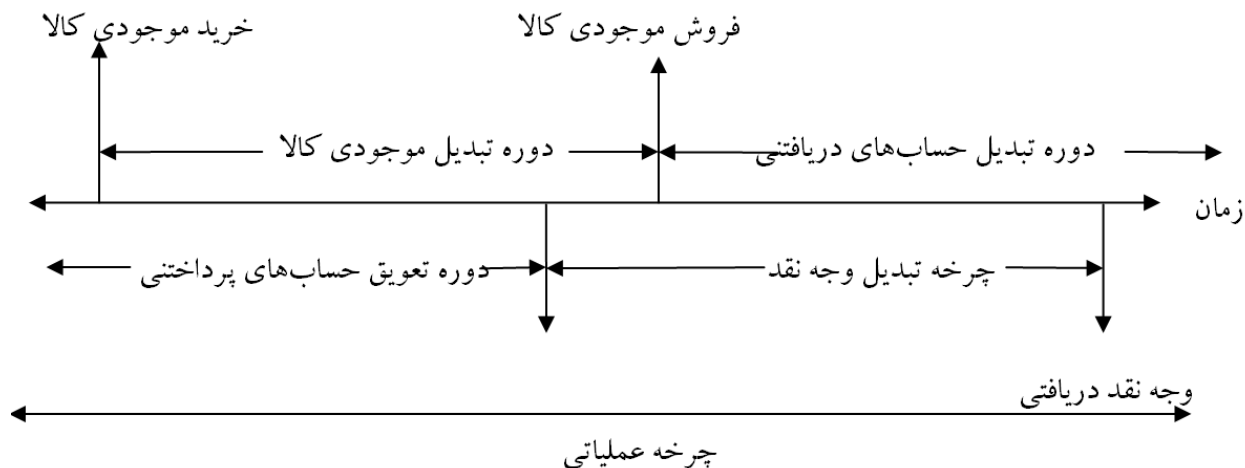
چرخه تبدیل وجه نقد به مدت زمان لازم بین خرید مواد اولیه و جمع‌آوری وجوه حاصل از فروش کالای ساخته شده اشاره می‌کند. هر چه قدر این مدت طولانی‌تر باشد، سرمایه‌گذاری بیشتری در سرمایه در گردش مورد نیاز می‌باشد. چرخه تبدیل وجه نقد طولانی‌تر ممکن است سودآوری شرکت را از طریق افزایش فروش

افزایش دهد. با وجود این اگر هزینه سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش بیشتر از منافع حاصل از سرمایه‌گذاری در موجودی یا اعطای بیشتر اعتبار تجاری باشد. سودآوری شرکت ممکن است کاهش یابد. هر چه قدر دوره تبدیل وجه نقد کمتر باشد نشان‌دهنده این است که شرکت وضعیت نقدینگی بهتری دارد. هنگام استفاده از این معیار باید به نکات زیر توجه شود:

1- برای محاسبه چرخه تبدیل وجه نقد تاخیر در پرداخت حساب‌های پرداختی از دوره عملیات کسر می‌شود. لذا هر چه دوره تاخیر در حساب‌های پرداختی بیشتر باشد چرخه تبدیل وجه نقد کوتاه‌تر می‌شود و ظاهراً کوتاه‌تر بودن چرخه تبدیل وجه نقد نشان‌دهنده وضعیت مناسب‌تر نقدینگی است در حالی که تاخیر در پرداخت حساب‌های پرداختی می‌تواند دلیل نامناسب بودن وضعیت نقدینگی باشد. هر چه این تاخیر بیشتر باشد وضعیت نامطلوب‌تر است ولی هنگامی که این رقم را در محاسبه چرخه تبدیل وجه نقد به کار می‌بریم نتیجه متفاوت حاصل می‌شود. یعنی تاخیرهای طولانی‌تر موجب کمتر شدن چرخه تبدیل وجه نقد و نشان‌دهنده نقدینگی مناسب است. بنابراین، تناقض احتمالی مذکور می‌باید به گونه‌ای مرتفع شود.

2- در معیار چرخه تبدیل وجه نقد به مانده وجه نقد شرکت توجهی نمی‌شود. لذا علاوه بر وجه نقد مورد نیاز شرکت مازاد بر حد مطلوب وجه نقد شرکت می‌بایست مورد توجه قرار گیرد.

3- در معیار چرخه تبدیل وجه نقد صرفاً طول دوره وصول مطالبات و دوره پرداخت مد نظر قرار می‌گیرد و به مقدار آن توجهی نمی‌شود. اگر دو شرکت را در نظر بگیریم که دوره تبدیل وجه نقد آنها دو ماه است ولی حساب‌های پرداختی شرکت اول 90٪ مجموع مطالبات و موجودی کالا باشد و برای شرکت دوم این نسبت 50٪ باشد. بدیهی است که شرکت اول حجم تعهدات بیشتری نسبت به حجم دارایی‌های جاری قابل تبدیل به نقد دارد در مقایسه با شرکت دوم که این نسبت کمتر است، وضعیت نقدینگی نامناسبی دارد که در شاخص چرخه تبدیل وجه نقد به آن اشاره ای نمی‌شود (محمدی، 1388).



22-2. شاخص های چرخه تبدیل وجه نقد

1-22-2. دوره موجودی

موتو (2003) موجودی کالا را شامل مواد اولیه (خام)، مصرفی فروشگاه ها و قطعات یدکی (در جریان ساخت و کالای ساخته شده) می‌داند. بطور معمول هر شرکت تولیدی این سه عنصر را تقریباً 25 تا 30 % کل دارایی‌های شرکت تشکیل می‌دهند. 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. بعلاوه، خرید در حجم بالا استفاده از تخفیف بیشتر را امکان پذیر می‌سازد (لرگانی و همکاران، 1392).

در حال حاضر اقتصاد جدید به طور قابل ملاحظه ای صنعتی شده است. مشکلات تامین مالی و ملاحظات سرمایه در گردش باعث شده است که شرکت ها از طریق اعمال کنترل های مناسب دیدگاه جدیدی نسبت به موجودی های خود داشته باشند. گزارش ها و تحلیل های آماری به روشنی بیانگر این است که داشتن سطحی بهینه از موجودی ها و اعمال کنترل های مناسب بر موجودی ها از طریق، کاهش هزینه سرمایه گذاری در موجودی ها و همچنین کاهش هزینه نگهداری موجودی ها امکان پذیر می‌باشد. از این رو عرضه و تحویل به موقع کالاها به مشتریان و همچنین کاهش هزینه نگهداری و سرمایه گذاری در موجودی ها یکی از چالش های مهم مدیران می‌باشد. که این امر از طریق اقدامات مناسب می‌تواند مرتفع شود به طور کلی، دوره گردش موجودی ها بیانگر مدت زمانی است که طول می‌کشد تا کالا فروخته شود. معمولا کالا را مترادف موجودی جنسی به کار می‌بریم و به این تعبیر شامل مواد اولیه، کالای در جریان ساخت، و کالای ساخته شده می‌شود و ملزومات تولید را هم در بر می‌گیرد. از طرف دیگر، نگهداری موجودی کالا معمولا به منظور جبران نوسانات تحویل کالا و جلوگیری از اتمام بی موقع آن انجام می‌گردد. دفعات کم گردش کالا، به معنای سرمایه گذاری نسبتا زیاد در موجودی کالا است (در مقایسه با مبلغ فروش (نگهداری کالا بیش از سطح لازم، باعث حبس منابع مالی در موارد غیر مولد خواهد شد. از طرف دیگر، چنانچه دفعات گردش کالا خیلی زیاد باشد، به معنای آن است که موجودی کالا در سطحی نسبتا کم و غیر کافی نگهداشته می‌شود و می‌تواند به طور مکرر موجب اتمام موجودی و از دست دادن مشتریان بشود. هدف واحد انتفاعی قاعدتا باید این باشد که سطح موجودی کالا را در حدی مطلوب نگهدارد که نه باعث به کار گیری منابع مالی در موارد غیر مولد و نه باعث از دست دادن مشتریان شود. همچنین، نتایج تحقیقات انجام شده در زمینه مدیریت سرمایه در گردش نشان دهنده این است که بین دوره گردش موجودی ها و سودآوری شرکت ها رابطه معکوس معنی داری وجود دارد. و مدیران شرکت ها می‌توانند با کاهش دوره گردش موجودی ها در حد مطلوب سودآوری شرکت را افزایش دهند (محمدی، 1388).

2-22-2. دوره حساب های پرداختنی

حسابهای پرداختنی در مورد تعهدات عادی و مستمر تجاری به کار می رود. حساب ها و اسناد پرداختنی در گزارش های مالی به عنوان (الف) اسناد پرداختنی (ب) حساب های پرداختنی تجاری (ج) سایر حساب های پرداختنی گزارش می شود. در تعیین مبلغ حساب های پرداختنی بابت کالاهای خریداری شده در اواخر دوره مالی، باید به کالاهای در راه، توجه دقیق نمود. زیرا ممکن است به سبب تاخیر در بازبینی و مطابقت کالاهای خرید در آخرین روز دوره مالی هنوز ثبت نشده باشد. در این صورت، به علت ثبت نشدن خرید و به حساب منظور نشدن موجودی، هم بدهی ها و هم موجودی کالا، یعنی هر دو طرف ترازنامه، کم نشان داده خواهد شد. مساله دیگر، تامین مالی مجدد در مورد اسناد پرداختنی یا کوتاه مدت و حصه جاری وام های بلندمدت می باشد. اگر واحد تجاری بخواهد برای وام کوتاه مدتی تامین مالی مجدد بر مبنای بلندمدت به عمل آورد، مساله طبقه بندی مجدد وام مطرح می شود. طبق استاندارد حسابداری، وام کوتاه مدت باید به عنوان بدهی جاری گزارش شود مگر آنکه واحد تجاری قصد آن را داشته باشد که برای وام مزبور تامین مالی مجدد بر مبنای دراز مدت به عمل آورد و نشان دهد که قادر است این تامین مالی مجدد را عملاً اجرا کند.

توانایی تامین مالی مجدد از دو طریق قابل اثبات است:

- ۱ - صدور اوراق قرضه بلندمدت یا اوراق سهام به جای بدهی کوتاه مدت در دوره بعد از تاریخ ترازنامه
- ۲ - عقد قرارداد قطعی مالی که بدهکار بتواند بر طبق آن در تاریخ سررسید برای بدهی کوتاه مدت موجود تامین مالی مجدد به عمل آورد.

سود سهام پیشنهادی و پرداختنی: توزیع سود نقدی سهام توسط هیأت مدیره شرکت به مجمع عمومی صاحبان

سهام پیشنهادی و در تاریخ پیشنهاد تحت عنوان (سود سهام پیشنهادی) جزء بدهی های جاری طبقه بندی می گردد. پس از تصویب سود سهام پیشنهادی توسط مجمع عمومی، بدهی ناشی از سود سهام پیشنهادی به بدهی قطعی تحت عنوان (سود سهام پرداختنی) تبدیل می شود. از آنجا که فاصله زمانی از پیشنهاد تا پرداخت سود سهام کوتاه است، سود نقدی پرداختنی سهام جزء بدهی های جاری طبقه بندی می گردد.

شایان ذکر است که (سود سهمی) مستلزم پرداخت نقدی نیست و به این دلیل جزء بدهی های جاری محسوب نمی شود. حساب سود سهمی قابل توزیع، جزیی از حقوق صاحبان سهام است و بهتر آن است که به عنوان افزوده ای بر سهام عادی منتشر شده طبقه بندی شود (تیموری و همکاران، 1379).

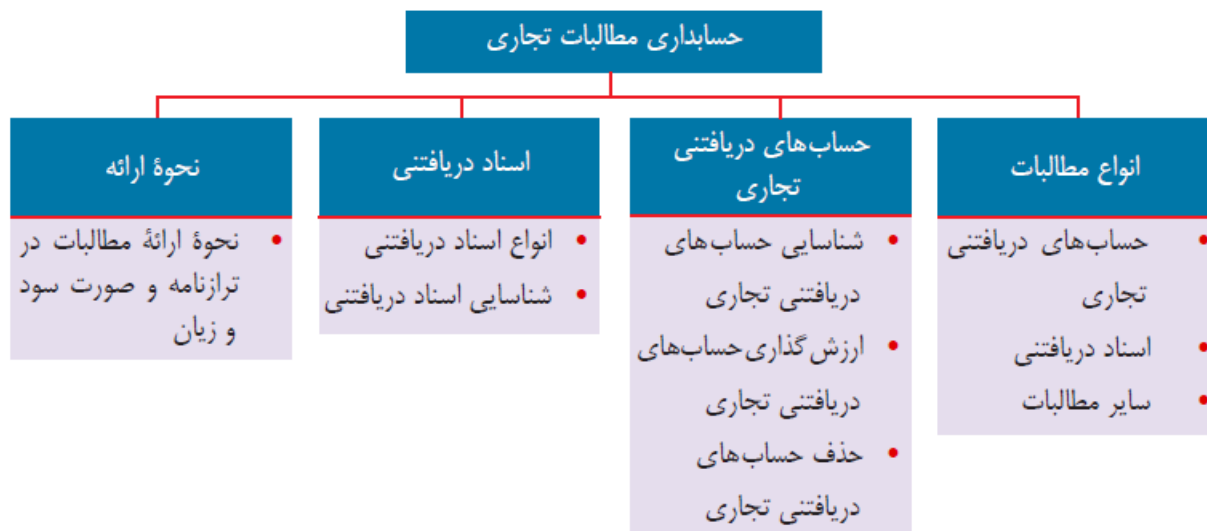
بریلی و همکاران¹ (2004) حساب های پرداختی را خرید مواد اولیه و عدم پرداخت سریع صورت حساب آن تعریف می کند. این فاصله زمانی بین خرید تا پرداخت بدهی را دوره حساب های پرداختی می نامند. تأخیر در پرداخت به عنوان کشش حساب های پرداختی مطرح می شود. حساب های پرداختی منبع تامین مالی کوتاه مدت است (لرگانی و همکاران، 1392).

2-22-3. دوره جمع آوری حساب های دریافتی

حساب های دریافتی عمدتاً از فروش نسبه کالا یا خدمات بوجود می آیند جتتری و همکاران (1995) معتقدند حساب های دریافتی نشان دهنده تاخیر در جریان نقدی است. این جریان باید توسط شرکت تامین مالی شود. تصمیم گیری اصلی در خصوص حساب های دریافتی، تعیین مبلغ و شرایط اعطای اعتبار به مشتریان می باشد. 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 (لرگانی و همکاران، 1392).

مطالبات یکی از مهمترین دارایی های بسیاری از شرکت ها است. از آن جا که بخش عمده ای از فروش شرکتها و فروشگاه ها به صورت نسبه است، مطالبات تجاری برای شرکت های بازرگانی و تولیدی اهمیت ویژه ای دارد. از این رو، شرکت ها به مطالبات خود و مدیریت دقیق آن اهمیت بسیاری می دهند. در زمان فروش نسبه محصولات، وصول مطالبات مربوط به فروش های نسبه و سوخت حساب های غیر قابل وصول، چه آرتیکل هایی در دفاتر حسابداری ثبت کنند. ساختار و محتوای فصل به صورت زیر است:

¹ Brill et al.



شکل 2-1: حسابداری مطالبات جاری

واژه مطالبات به مبالغ طلب از اشخاص و شرکت‌ها اشاره دارد. طلب، ادعایی است که انتظار می‌رود به صورت وجه نقد وصول شود. مطالبات اغلب در سرفصل‌های (1) حساب‌های دریافتی تجاری، (2) اسناد دریافتی تجاری و (3) سایر مطالبات (مطالبات غیر تجاری) طبقه‌بندی می‌شوند.

حساب‌های دریافتی تجاری، مبلغ بدهی مشتریان به شرکت است و در قبال آن سند تأیید بدهی دریافت نشده است. این مطالبات از طریق فروش نسیه کالا و خدمات ایجاد می‌شوند. شرکت‌ها و فروشگاه‌ها معمولاً انتظار دارند، حساب‌های دریافتی تجاری خود را ظرف 30 تا 60 روز وصول کنند. حساب‌های دریافتی تجاری، مهم‌ترین نوع مطالبات شرکت‌ها است. اسناد دریافتی تجاری، مطالباتی است که در قبال آنها یک سند بدهی رسمی (برای مثال، چک یا سفته) در تأیید بدهی از مشتریان دریافت شده است. به طور معمول، یک سند دریافتی تجاری برای دوره زمانی 60 تا 90 روز یا مدت زمان طولانی‌تر است و بدهکار را به پرداخت سود تضمین شده ملزم می‌کند. واژه تجاری که همراه با حساب‌ها و اسناد دریافتی به کار می‌رود، به این معنی است که این مطالبات بابت فروش کالا یا خدمات به مشتریان ایجاد شده است. سایر مطالبات، در برگیرنده مطالبات غیر تجاری است. برای مثال، سود تضمین شده دریافتی، وام‌های اعطا شده به کارکنان شرکت، مساعده کارکنان و مالیات بر درآمد دریافتی به عنوان سایر مطالبات، طبقه‌بندی می‌شوند.

شوند. مطالبات غیر تجاری معمولاً از عملیات تجاری ایجاد نمی‌شوند. بنابراین، شرکت‌ها آنها را در ترازنامه مجزا از مطالبات تجاری طبقه بندی می‌کنند (تیموری و همکاران، 1379).

2-23. اندازه شرکت

یکی از عوامل ساختاری و درونی شرکت‌ها که بر بازده و سود آوری آن تاثیر دارد اندازه شرکت می‌باشد. اندازه شرکت در مطالعات متعدد نمایانگر جنبه‌های مختلفی از شرکت است. اندازه شرکت می‌تواند نمایانگر اهرم شرکت باشد. اهرم عبارت از وجود هزینه‌های ثابت در فهرست هزینه‌های شرکت است. اهرم عملیاتی بر هزینه‌های ثابت عملیاتی شرکت (همه هزینه‌های ثابت غیر از بهره‌دهی‌ها) متکی است و اهرم مالی بر هزینه‌های ثابت مالی از قبیل بهره یا سود ثابت وام‌ها متکی است. اهرم عملیاتی و مالی وسیله‌دستیابی به سود بیشتر است. اندازه شرکت می‌تواند نمایانگر برتری رقابتی باشد. از آنجایی که سهم بیشتر از بازار نیاز به تولید و فروش بیشتر دارد لذا داشتن منابع مالی کافی و اندازه بزرگتر می‌تواند شرکت را در تولید بیشتر و صرف هزینه‌های تولید و بازاریابی بیشتر یاری کند تا بتواند مزیت‌های رقابتی ایجاد نماید. اندازه شرکت می‌تواند نمایانگر توانایی مدیریت و کیفیت طرح‌های حسابداری باشد. توسعه اندازه شرکت نشانگر مدیریت قوی است که با استفاده از طرح‌های حسابداری سعی در افزایش منابع اقتصادی شرکت داشته باشد اندازه شرکت می‌تواند نمایانگر کارایی اطلاعاتی باشد. معمولاً شرکت‌های بزرگتر توجه بیشتری از تحلیلگران و سرمایه‌گذاران می‌باشند به همین جهت اطلاعات حسابداری فرآیند کارتری در شرکت‌های بزرگتر دارند. بالاخره اندازه شرکت می‌تواند نمایانگر میزان ریسک کلی شرکت باشد. توان مالی بیشتر می‌تواند سبب کاهش ریسک کلی شرکت شود زیرا شرکت‌های بزرگتر در معرض ایمنی عمومی بیشتری می‌باشند، زیرا از نظر تحلیلگران مالی، شناخته شده‌تر هستند. مشارکت بین مدیریت سود و اندازه شرکت مورد توجه برخی از تحلیلگران حسابداری بوده است. مؤسس اعتقاد دارد با توجه به ابهام‌هایی که پیش بین سود را دربر گرفته است فقط مدیرانی می‌توانند موفق باشند که کیفیت سود آنها بالا باشد. همچنین در آزمون خود نتیجه‌گیری می‌کند که شرکت‌های بزرگتر به علت این که نزد تحلیلگران شناخته شده‌تر هستند انگیزه کمتری جهت هموارسازی سود دارند. آلبرت و ریچاردسون نیز اندازه شرکت را همراه

با نوع صنعت در رابطه با مدیریت سود مورد آزمون قرار داده و نتیجه می گیرند که شرکت‌های صنایع بخش محوری که اندازه بزرگتری دارند سود هموارتری نسبت به شرکتهای بزرگ بخش صنایع پیرامونی دارند. به طور کلی محققینی که روی اندازه شرکت تمرکز کرده اند سؤالشان این بود که آیا شرکت ها با اندازه های مختلف عکس العمل های متفاوتی را نسبت به هموارسازی و مدیریت سود نشان می دهند (شورروزی و پهلوان، 1389).

2-24. فروش شرکت

فروش شرکت یکی از شاخص‌های ارزیابی فعالیت شرکت می‌باشد. رشد مستمر درآمد فروش و سود شرکت منجر به آن می‌شود که بازار ریسک کمتری را برای شرکت در نظر بگیرد. تحقیقات فاما و فرنچ¹ در سال 1996 نشان داد که کسب بازده غیرعادی تحت تاثیر متغیرهایی از قبیل نسبت قیمت به سود، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام نسبت نقدی به قیمت سهام و نرخ رشد فروش گذشته می‌باشد. میچ بلیدیز² در سال 2006 تاثیر رشد فروش را به همراه دو متغیر اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام طی دوره زمانی 1998-2003 در بورس آتن مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاکی از آن بود که رشد فروش به همراه دو متغیر اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، میانگین بازدهی بازار سهام بورس آتن را توضیح می دهد (حقیقت و موسوی، 1386).

2-25. اهرم مالی و جریان وجوه نقد عملیاتی

انتخاب ساختار سرمایه یکی از بحث برانگیزترین و مهم ترین تصمیماتی است که مدیران واحدهای تجاری با آن روبه رو هستند؛ به عبارتی، تغییرات اهرم مالی میتواند تأثیراتی بر ظرفیت مالی، ریسک، هزینه سرمایه، سرمایه گذاری و تصمیمات استراتژیک و سرانجام ثروت سهامداران داشته باشد (ژنگ و کای، 2011).

فرصت‌های سرمایه گذاری سودآور انگیزه‌هایی برای افزایش تأمین مالی خارج از شرکت فراهم می آورد و اهرم مالی می تواند به وسیله انتخاب بین انتشار اوراق بدهی یا سهام تعدیل شود. شرکت‌هایی که با

² Fama & French

³ Michailidis

مازاد وجه نقد روبه‌رو هستند، معمولاً وجوه نقد را به فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور اختصاص می‌دهند و سرانجام مازاد وجه نقد را بین سهامداران توزیع می‌کنند. اهرم مالی می‌تواند به وسیله انتخاب بین بازپرداخت بدهی، بازخرید سهام یا توزیع نقدی بین سهامداران تغییر یابد. جریان وجوه نقد عملیاتی تحقق یافته شرکت قطع نظر از اینکه شرکتها وجوه نقد خارجی را افزایش دهند یا توزیع کنند، می‌تواند بر تعدیل اهرم مالی تأثیر بگذارد. برای مثال، شرکتی را با اهرم مالی هدف ثابت و هزینه‌های بالای دسترسی به بازارهای سرمایه خارجی در نظر بگیرید. آن شرکت فعالیت خود را با اهرم پایین سطح هدف شروع می‌کند. در سال اول جریان وجه نقد تحقق یافته آن نزدیک صفر و فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمتری دارد. در سال بعدی جریان وجه نقد آن به کمتر از مقدار وجه نقد لازم برای فرصت سرمایه‌گذاری ارزشمند افت می‌کند. اگر دسترسی به بازارهای خارجی مستلزم هزینه‌های معاملات باشد، این شرکت به احتمال زیاد اهرم خود را در سال دوم تعدیل خواهد کرد (فالکندر و همکاران، 2012).

جریان وجه نقد از منابع مهم و حیاتی در هر واحد اقتصادی است و ایجاد توازن بین وجوه نقد در دسترس و نیازهای شرکت مهم‌ترین عامل سلامت اقتصادی هر واحد تجاری است. وجه نقد از طریق عملیات عادی و سایر منابع تأمین مالی به واحد تجاری وارد می‌شود و برای اجرای عملیات، پرداخت سود، بازپرداخت بدهی‌ها و گسترش واحد تجاری به مصرف می‌رسد (دستگیر و خدابنده، 1382). به دلیل اهمیت بسزای جریان‌های نقدی در موفقیت واحدهای تجاری و ضرورت بقای آنها، مدیران از جریان وجه نقد به ویژه جریان نقد عملیاتی در تحلیل‌های جدید مالی استفاده می‌کنند؛ به عبارتی، جریان‌های نقدی به منزله یکی از اجزای لاینفک برنامه ریزی مالی مورد توجه خاص آنان قرار می‌گیرد. این امر چنان اهمیتی دارد که جریان نقدی در واحدهای اقتصادی را میتوان به جریان گردش خون در بدن تشبیه کرد. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان برای اتخاذ تصمیمات مدیریتی خود به جریان‌های نقدی واحد اقتصادی علاقه مند هستند و از دید برون سازمانی اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی به ویژه جریان‌های نقدی عملیاتی مبنای مناسبی برای تصمیم‌گیری اقتصادی گروه‌های ذی‌نفع برای سازمان فراهم می‌آورد (مدرس و دیانتی دیلمی، 1382).

بهبود ثروت سهامداران از اهداف اصلی بنگاه هاست. در این خصوص تعیین ترکیب ساختار سرمایه و ارتباطی که با ثروت سهامداران دارد، از نگرانی های عمده مدیران این بنگاه هاست. وجود بدهی در ساختار مالی شرکتها به دلیل وجود مزیت مالیاتی موجب افزایش سود حسابداری و به تبع آن افزایش نرخ درآمد هر سهم می شود. همچنین، به دلیل وجود هزینه های بهره و احتمال عمل نکردن به تعهدات در سررسید، امکان افزایش ریسک مالی و در نتیجه کاهش قیمت بازار سهام و به تبع آن کاهش بازده سهام را فراهم میآورد. گسترش دامنه فعالیت واحدهای تجاری نیازهای مالی جدیدی را به وجود میآورد که از منابع درونی و بیرونی امکان تأمین دارد. منابع مالی درونی شامل سود انباشته و اندوخته هاست. منابع بیرونی شامل بدهی های بهره دار و حقوق صاحبان سهام است. استفاده از منابع بیرونی از نظر هزینه سرمایه و میزان بهره یا سود تقسیمی آن، منافع و مخاطراتی دارد (ایزدی نیا و رحیمی دستجردی، 1388).

تأمین سرمایه از محل وام های بهره دار چندین نقطه قوت است. نخست آنکه بهره وام، هزینه پذیرفته مالیاتی است و همین امر باعث می شود که هزینه مؤثر وام کاهش یابد و به ویژه اگر نرخ بازدهی حاصل از به کارگیری این منابع بیش از نرخ هزینه تأمین مالی آن باشد. دارندگان سهام عادی به این دلیل که نرخ بهره و اصل بدهی بلندمدت، ثابت و مشخص است الزامی ندارند که وام دهندگان را نیز در این سود اضافی سهیم کنند و سرانجام به این دلیل که وام دهندگان حق رأی دارند، سهامداران میتوانند با پول کمتر کنترل بیشتری بر شرکت اعمال کنند (کنگرلثویی و همکاران، 1393).

بخش دوم: مدیریت سود

۲-۲۶. سود و مفاهیم مربوط به آن

سود یا درآمد عبارت است از افزایش در حقوق صاحبان سرمایه بجز مواردی که به آورده صاحبان سرمایه مربوط می شود (استانداردهای حسابداری ایران، 1387). یکی از مهمترین منابع اطلاعاتی برای ارزیابی عملکرد واحد تجاری سود می باشد که شاخص مناسبی برای تصمیمات سرمایه گذاران به شمار می آید. ضرورت گزارش سود به عنوان یک منبع اولیه برای تصمیم گیری سرمایه گذاران به خوبی قابل استناد بوده و گزارش سود به شیوه های مختلف مانند ارائه مبنایی برای محاسبه مالیات، معیاری برای ارزیابی موفقیت عملکرد شرکت، معیاری برای تعیین میزان سودهای قابل تقسیم، معیاری برای مدیریت یک واحد اقتصادی و سایر موارد به اقتصاد جامعه کمک می کند (کردستانی و کشاورز، 1389). سود یکی از مفاهیم حسابداری است که از اقتصاد به عاریه گرفته شده است. اقتصاددانان سود را به عنوان مبلغی از (ثروت واقعی) یک واحد تجاری تعریف می کنند که واحد مزبور می تواند آن را طی یک دوره مصرف و وضعیت آن در پایان دوره همان باشد که در اول دوره بوده است. این تعریف از سود (تعریف سود اقتصادی) در اندازه گیری سود حسابداری بکار نمی رود زیرا که سود اقتصادی مستلزم اندازه گیری های بسیار ذهنی است و مبتنی بر برداشت عینی از ثروت واقعی نیست، در نتیجه نمی تواند از لحاظ مقاصد حسابداری دارای ویژگی قابلیت اتکای کافی باشد. لیندال^۱ (1954) در مورد اندازه گیری سود اقتصادی موسسات این فرضیه را ارائه می دهد "در صورتی که در یک دوره مالی، سود سهامی پرداخت نشود یا سهام جدیدی انتشار نیابد، سود موسسه عبارتست از مجموعه ارزشهای تنزیل شده درآمدهای آتی در پایان دوره منهای مجموعه ارزشهای تنزیل شده درآمدهای آتی در اول دوره خواهد بود" اقتصاددانان دیگر نیز با راه حل فوق توافق دارند ولی به این مسئله نیز توجه دارند که، حسابداری ناچار به استفاده از ارقام مستند است.

¹ Lindahl

اشکالی که به نظریه فوق وارد است این است که با واقعیت‌های امور تجاری مطابقت نمی‌کند، زیرا کلیه تصمیمات مربوط به آینده یک موسسه معین نیست زیرا چنانچه قرار باشد کلیه درآمدهای حاصل از یک دارایی در سالهای آینده به زمان حال تنزیل شود باید فرض گردد که هیچ تصمیم تازه‌ای در مورد دارایی مورد بحث اتخاذ نشده است و هیچ واقعه پیش بینی نشده‌ای به وقوع نخواهد پیوست (شباهنگ، 1382).

آدام اسمیت به عنوان اولین اقتصاددانی که سود را به صورت افزایش ثروت تعریف نمود، سود را به صورت مبلغی بیان کرد که بدون برداشت از سرمایه می‌تون آن را مصرف نمود. (بلکویی، 1381).

اقتصاددان دیگری به نام فیشر^۲، سود را به عنوان مجموعه‌ای از رویدادها با وضعیت‌های مختلف از قبیل لذت ناشی از «سود ذهنی، سود واقعی و سود پولی»^۳ تعریف نموده است (یعقوبی، 1386). تفاوت بین سود حسابداری و سود اقتصادی، ناشی از روشهای اندازه‌گیری سرمایه است. از نظر حسابداری به دلیل ابهامات موجود در مورد زمان و میزان جریان نقدی و آتی و عدم دسترسی به نرخ تنزیل مناسب، ارزش فعلی جریان سود مورد انتظار، آتی واحد تجاری به عنوان مبنای اندازه‌گیری سرمایه مبنایی عملی نیست. و این اعتقاد وجود دارد که سرمایه را بایستی برحسب خالص دارایی‌های واحد تجاری اندازه‌گیری نمود. به عبارت دیگر سود در حسابداری عبارت است از تفاوت بین سرمایه واحد تجاری در پایان و آغاز دوره مالی و سرمایه مترادف با خالص دارایی‌ها در نظر گرفته می‌شود. لذا، اندازه‌گیری سود، تحت تأثیر مبنای اندازه‌گیری دارایی‌ها و بدهی‌ها بوده و در تعیین سود حسابداری، هرچند بیان‌کننده نتایج فعالیت‌های حسابداری است، لیکن دائماً مورد انتقاد قرار گرفته است (کردستانی و کشاورز، 1389).

۲-۲۶-۱. انواع سود: درآمد عملیاتی در مقابل درآمد غیرعملیاتی

مفهوم سود، هر دو گروه درآمد عملیاتی و درآمد غیرعملیاتی را در بر می‌گیرد. درآمد عملیاتی عبارت از درآمدی است که از فعالیت‌های اصلی و مستمر واحد تجاری حاصل می‌گردد و با عناوین مختلفی از قبیل فروش، حق الزحمه، سود تضمین شده، سود سهام و حق امتیاز مورد اشاره قرار می‌گیرد (استانداردهای

¹ Belkaoui

² Fisher

³ *Psychic Income, Real Income, Money Income*

حسابداری ایران، 1387). مفهوم سود عملیاتی بر اندازه‌گیری کارایی واحد تجاری تأکید دارد و آن را کانون توجه قرار می‌دهد. در محاسبه سود عملیاتی تأکید بر اصطلاح «عملیاتی» است. بدین معنی که تغییرات مربوط، تنها از عملیات اصلی ناشی می‌شود و به این ترتیب، مقایسه آن با عملیات دیگر امکان پذیر می‌گردد. در ضمن کارایی نسبی مدیریت نیز بهتر آشکار می‌شود. اگرچه فعالیت‌های غیرعملیاتی نیز تحت تأثیر کارایی مدیریت قرار می‌گیرد، اما تعیین استانداردهایی که بتوان نتایج حاصل را با آن مقایسه کرد، مشکل است. به هر صورت حداقل کاری که می‌توان انجام داد تفکیک فعالیت‌های عملیاتی و غیرعملیاتی از یکدیگر است. ضمن اینکه اغلب پیشنهاد شده است که فعالیت‌های غیرعملیاتی بطور جداگانه گزارش شوند، زیرا ماهیت مکرر ندارند. در این ارتباط چنانچه اقلام غیرمکرر ناشی از عملیات اصلی باشند، سود عملیاتی باید این اقلام را نیز دربرگیرد تا معیار مناسبی را برای سنجش توان سودآوری و پیش بینی و ارزیابی روند سود فراهم کند. طرفداران مفهوم سود عملیاتی بر این باورند سود خالص گزارش شده براساس این مفهوم، برای انجام مقایسه بین دوره‌ها و میان واحدهای انتفاعی مختلف و همچنین پیش بینی مناسب‌تر است. علاوه بر این اگرچه طبقه بندی اقلام عملیاتی و غیرعملیاتی مشکل است، اما حسابداران باتجربه می‌توانند این تفکیک را بهتر انجام دهند. از سوی دیگر، به رغم تأکید تحلیلگران مالی بر رقم یگانه سود خالص، افشای اقلام عملیاتی و غیرعملیاتی حائز اهمیت بسیاری می‌باشد. بنابراین اگر قرار بر استناد بر یک رقم سود باشد، به نظر طرفداران مفهوم سود عملیاتی، سود خالص عملیات جاری معیار مناسب تری برای ارزیابی عملکرد جاری محسوب می‌شود (صفرپور و صفرپور، 1387). علاوه بر درآمدهای عملیاتی، درآمدهای دیگری نیز وجود دارد در اثر فعالیت‌ها و عملیات فرعی و جانبی شرکت ایجاد می‌شود و در صورت سود و زیان متداول نیز، پس از سود عملیاتی گزارش می‌گردد. میزان تکرارپذیری و پایداری و نیز میزان محتوای اطلاعاتی این دسته از درآمدها که جزء غیرعملیاتی سود را تشکیل می‌دهند، موضوعی است که مورد اختلاف نظر اندیشمندان حسابداری و مورد سؤال استفاده کنندگان اطلاعات حسابداری واقع شده است. ماهیت غیر عملیاتی این اقلام، همواره باعث ایجاد پرسش‌ها و ابهام‌های زیادی پیرامون سایر ویژگی‌های این اقلام، مانند پایدار بودن آنها، مربوط بودن آنها به سودهای آتی و نیز مربوط بودن آنها به ارزش بازار شرکت، گشته است (ایزدی نیا و دری، 1389).

بریتون و استولوی^۲ (2000)، دستکاری حساب‌ها را به این صورت تعریف نموده اند: استفاده از بصیرت‌های مدیریتی به منظور انتخاب روش‌های حسابداری یا طراحی معاملات، بطوری که بر امکان انتقال ثروت میان شرکت و جامعه (هزینه‌های سیاسی)، فراهم‌کنندگان وجوه (هزینه سرمایه) و یا مدیران (طرح‌های پاداش) اثر کند. در انتقال ثروت میان شرکت و جامعه و همچنین شرکت و فراهم‌کنندگان وجوه، شرکت از انتقال ثروت نفع می‌کند ولی در انتقال ثروت میان شرکت و مدیران، مدیران به نفع خود و به ضرر شرکت عمل می‌کنند. اعمال مناسب الزامات استانداردهای حسابداری همراه با افشای اطلاعات اضافی در صورت لزوم، منجر به ارائه صورت‌های مالی به نحو مطلوب می‌شود و در صورتی که مدیران با استفاده از بصیرت‌های مدیریتی، در چارچوب اصول پذیرفته شده حسابداری به دستکاری حساب‌ها دست بزنند، ارائه صورت‌های مالی منصفانه نخواهد بود. اگر این دستکاری‌ها با نقض اصول پذیرفته شده حسابداری صورت گیرد، تقلب محسوب می‌شود (زمانی، 1388). در نگاره 2-1 چارچوبی را که بریتون و استولوی (2000) برای طبقه بندی انواع دستکاری در حساب‌ها ارائه داده اند ارائه شده است. این چارچوب بر این اصل بنیادی بنا نهاده شده است که اطلاعات مالی تأثیر عمده‌ای بر کاهش هزینه‌های تأمین مالی شرکت دارند. این کاهش منوط به بهبود تصور سرمایه‌گذاران از ریسک شرکت است (مشایخی و همکاران، 1384).

دستکاری سود عبارت است از تغییر دادن سود توسط مدیران به شکل آگاهانه و با مقاصد خاص. حساب‌ها با این هدف دستکاری می‌شوند که تصور بازار از ریسک شرکت را تحت تأثیر قرار دهند. در مدل ارائه شده توسط بریتون و استولوی (2000) ریسک به دو بخش متفاوت تقسیم شده است. اولین بخش ریسک با پراکندگی بازده مرتبط است و با سود هر سهم اندازه‌گیری می‌شود. دومین بخش متناظر با ساختار مالی شرکت است و با نسبت بدهی به دارایی سنجیده می‌شود. چارچوبی که آنها ارائه داده‌اند.

¹ Income manipulation

² Breton and Stolowy

فعالیت‌های مربوط به دستکاری حساب‌ها را در ارتباط با این دو جنبه از ریسک طبقه بندی می‌کند.

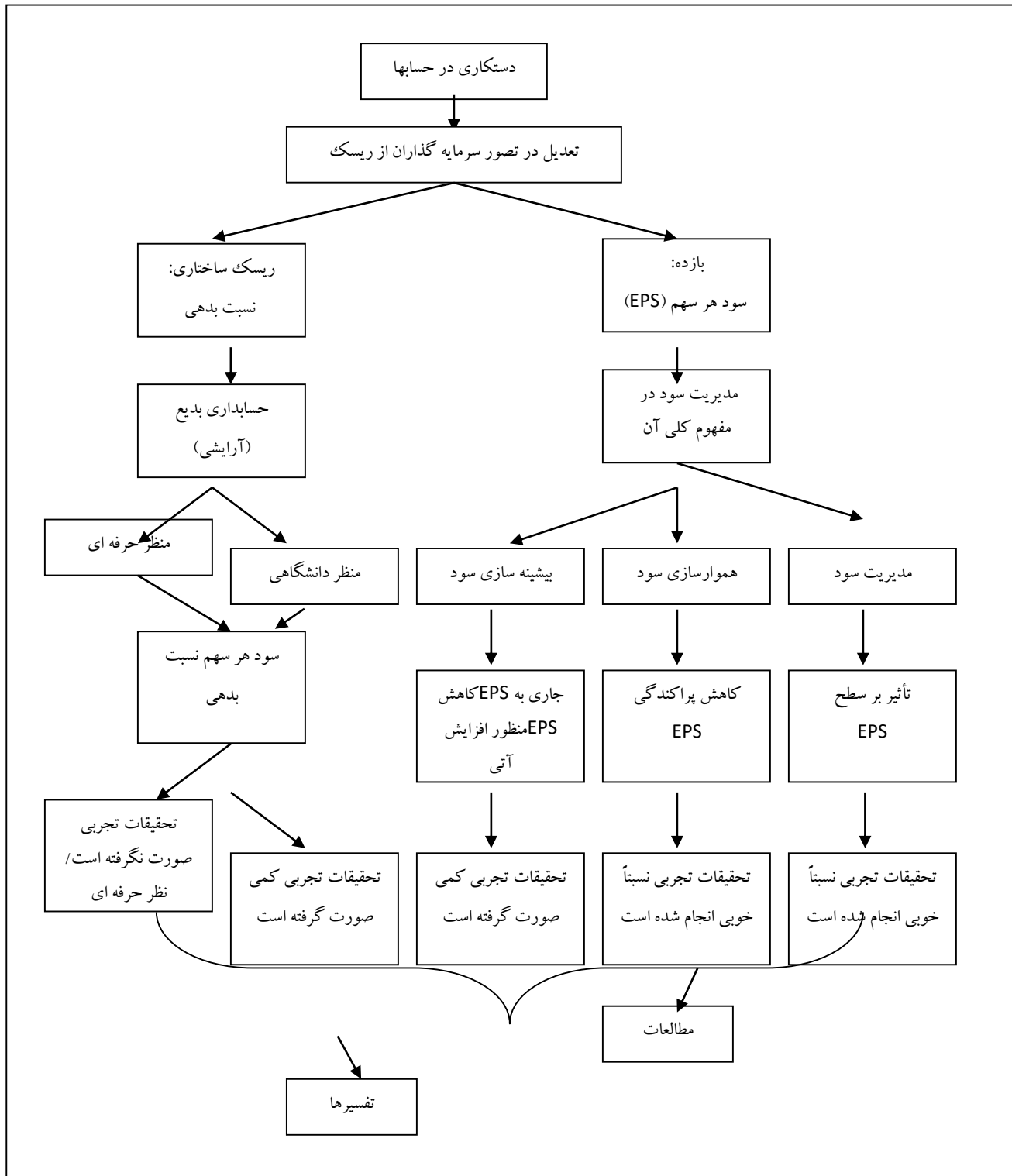
۲-۲۶-۴. مفهوم مدیریت سود

محاسبه سود خالص در یک واحد تجاری متأثر از روش‌ها و برآوردهای حسابداری می‌باشد و این امر فرصتی را برای مدیران فراهم می‌آورد تا با استفاده از شیوه‌های گوناگون، سود حسابداری گزارش شده را مدیریت کنند. فلسفه مدیریت سود، بهره‌گیری از انعطاف‌پذیری روش‌های استاندارد و اصول پذیرفته شده حسابداری می‌باشد. البته تفسیرهای گوناگونی که می‌توان از روش‌های اجرایی یک استاندارد حسابداری برداشت کرد، از دیگر دلایل وجود مدیریت سود می‌باشد. این انعطاف‌پذیری دلیل اصلی تنوع موجود در روش‌های حسابداری است. در زمانی که تفسیر یک استاندارد بسیار انعطاف پذیر است، یکپارچگی داده‌ها ارائه شده در صورتهای مالی کمتر می‌شود. اصول تطابق و محافظه کاری نیز می‌تواند باعث مدیریت سود شود. به اعتقاد شپیپ^۱ (1989) مدیریت سود عبارت است از گزارشگری جانبدارانه و همراه با سوگیری، که براساس آن مدیران از روی تعمد و با تصمیم قبلی، در فرایند تصمیم‌گیری مالی مداخله می‌کنند تا برخی از منافع خاص را عاید خود کنند. از نظر مولفورد و کامیسکی^۲ (1996) مدیریت سود یک دستکاری آگاهانه و فعال در نتایج حسابداری به منظور ایجاد تغییر در نشان دادن وضعیت تجاری واحد اقتصادی می‌باشد. در کتاب تئوری‌های حسابداری اسکات (1997) مدیریت سود به عنوان اختیار شرکت در انتخاب سیاست‌های حسابداری برای دستیابی به برخی اهداف خاص مدیر تعریف شده است. به بیان دیگر، مدیریت سود عبارت است از نوعی مداخله هدفمند مدیر در فرایند گزارشگری مالی برون سازمانی واحد تجاری، به منظور تحصیل منافع شخصی که از طریق دستکاری اطلاعات در دوره مالی جاری صورت می‌گیرد.

¹ Schipper

² Mulford and Comiskey

شکل 2-2. چهارچوبی برای طبقه بندی انواع دستکاری در حسابها



طبق اظهارات هلی و والن^۱ (1999) مدیریت سود زمانی اتفاق می افتد که مدیران از قضاوت های شخصی خود در گزارشگری مالی استفاده کنند و در نتیجه در ساختار معاملات جهت تغییر گزارشگری مالی دستکاری نمایند. این تغییرات در گزارشگری مالی موجب گمراهی افراد ذینفع، درباره عملکرد بنگاه اقتصادی می شود و یا روی پیامدهای ناشی از قراردادهای واحد تجاری که به ارقام حسابداری گزارش شده وابسته است، اثر می گذارد. در پاسخ به این سوال که چرا شرکت ها به تغییرات حسابداری آرایشی متوسل می شوند، واتز و زیمرمن^۲ (1986) نظریه اثباتی خود را مطرح کردند. این نظریه انگیزه هایی غیر از انگیزه های مرتبط با بازار سرمایه را برای مدیریت سود توسط شرکت ها طرح نمود. فرضیه های اصلی مطرح شده توسط آن ها عبارت است از فرضیه طرح پاداش، فرضیه قرارداد بدهی و فرضیه هزینه های سیاسی.

به اعتقاد گیروکس^۳ (2004)، مدیریت سود شامل طیف وسیعی است که از حسابداری محافظه کارانه^۴ شروع می شود و با حسابداری معتدل یا غیرجانبدارانه^۵ و سپس حسابداری از نوع تخطی و انحراف از اصول، قواعد و میثاق ها، یا حسابداری متهورانه^۶ ادامه می یابد و در نهایت به حسابداری فریب آمیز یا حسابداری متقلبانانه^۷ منتهی می شود. لذا حوزه و محدوده بسیار وسیعی برای قضاوت شخصی در حسابداری به وجود می آید. که این مسئله موجب اغوای مدیران شده و در آنان ایجاد انگیزه می کند تا به دستکاری سود مبادرت ورزند.

مدیریت بنگاه های اقتصادی، بر مبنای دیدگاه خویش، استفاده مناسب را از قواعد و میثاق های حسابداری به عمل می آورند. دیدگاه مدیران می تواند، محافظه کارانه یا محتاطانه باشد که در این حالت، دورزدن استانداردهای حسابداری و همچنین وجود ارقام غیرمترقبه کمتر مشاهده می شود و طبعاً افشاء کامل صورت می گیرد. نتیجه تحقق این امر، نشان دادن اعداد و ارقام نزدیک به واقع در گزارش های مالی

¹ Healy and Wahlen

² Positive Accounting Theory

³ Giroux

⁴ Conversation Accounting

⁵ Moderate Accounting

⁶ Aggressive Accounting

⁷ Fraud Accounting

و ارائه سود با کیفیت بالا و مطلوب خواهد بود. حالت عکس وضعیت بالا دیدگاه افراطی مدیران در تجاوز به دستوالعمل‌ها و قواعد و تخطی از اصول و موازین پذیرفته شده حسابداری می‌باشد که باعث تنظیم و ارائه گزارش‌های مالی فریب آمیز و گمراه کننده می‌شود (بهارمقدم، 1385).

۲-۲۶-۵. الگوها و تئوری‌های مرتبط با مدیریت سود

برای مدیریت سود الگوهای مختلفی وجود دارد. اولین الگوی مطرح شده در این ارتباط الگوی کسب آرامش می‌باشد. این الگو که مخرب ترین نوع مدیریت سود است. زمانی کاربرد دارد که بر اثر فشار سهامداران به مدیریت، احتمال برکناری وی وجود داشته باشد. در این حالت مدیریت سعی می‌کند که به طرق مختلف همانند فروش دارایی‌های مستهلک شده، کاهش ذخیره مطالبات مشکوک الوصول و ... سود سال جاری را بالا برده و عملکرد شرکت را مطلوب جلوه دهد. مخرب بودن این الگو زمانی است که عملکرد شرکت، قیمت بازار سهام را توجیه نکند. در چنین شرایطی تصنعی بودن سود ارائه شده توسط شرکت آشکار می‌شود که این امر نه تنها ارزش سهام شرکت را کاهش می‌دهد بلکه بر اعتبار شرکت نیز لطمه وارد می‌کند (احمدپور و یحیی زاده فر، 1383). الگوی دیگر، حداکثرسازی سود می‌باشد که در مورد طرح‌های پاداش مدیریت کاربرد داشته و مدیریت تلاش می‌کند در راستای دست‌یابی به پاداش بیشتر سود را افزایش دهد. در نقطه مقابل این الگو، الگوی حداقل سازی سود قرار دارد. این الگو در مورد مدیران محافظه کار در شرکت‌هایی مصداق دارد که دارای یک رویه بلندمدت سوددهی باشند. اما رایج ترین الگو در مدیریت سود، الگوی هموارسازی سود می‌باشد. این الگو سعی در کاهش نوسان‌های موقتی سود گزارش شده به دلیل مغایرت با سود اقتصادی دارد (احمدپور و کریمی، 1385).

در ارتباط با مدیریت سود تئوری‌های مختلفی ارائه شده است. یکی از این تئوری‌ها که در مقام تبیین مدیریت سود برآمده است، تئوری اثباتی می‌باشد. این تئوری توسط واتز و زیمبرمن (1986) بسط داده شده و به دلیل تاکید بر جنبه‌های هنجاری و توصیفی، مطرح شده است. مسئله مهمی که در این تئوری در بیان فرضیه‌های مدیریت سود وجود دارد، این است که قیمت سهام به جریان‌ات وجه نقد وابسته است نه سود حسابداری. بر این اساس با وجود فرضیه بازار کارا دو شرکت که جریان‌ات نقدی همانند دارند،

ارزش یکسان دارند. هرچند رویه های حسابداری متفاوتی داشته باشند. باتوجه به مطالب بیان شده مسئله اصلی تئوری اثباتی تعیین شیوه ای است که رویه های حسابداری بر جریان نقدی شرکت و به تبع آن منافع مدیریت مؤثر واقع شده و موجب تغییر در قیمت بازار سهام و ارزش شرکت می شوند.

تئوری دیگر، تئوری نمایندگی می باشد که مبانی آن توسط جنسن و مکلینگ¹ (1976) مطرح شده است. تأکید این تئوری بر قراردادهای آزادی است که بین گروه های مختلف سازمانی به عنوان راه حلی کارآمد برای از بین بردن تضاد منافع به عمل آید. سیر تکاملی این تئوری به این دیدگاه منجر شده است که سازمان حلقه قراردادهاست که از طریق حکم های تفویض اختیار با وظایف مشخص شده از طرف مقامات بالاتر صورت می گیرد. مدیر به عنوان منافع سهامداران به دنبال حداکثرکردن منافع خویش است، لیکن منافع خود را در گروه منافع سهامداران که در قرارداد مشخص شده است می داند. براین اساس عملکرد شرکت و اطلاعات مالی ارائه شده به شرکت، حاصل تعادل در منافع این دو گروه است و مدیریت سود اعمال شده توسط مدیریت (هموارسازی سود) نه تنها تأمین کننده منافع مدیریت است بلکه منافع سهامداران را هم تأمین می کند (احمدپور و کریمی، 1385). از دیگر تئوری های مطرح شده در ارتباط با مدیریت سود تئوری هموارسازی سود می باشد که اولین بار توسط گوردن (1964) ارائه شده است. بر اساس این تئوری: 1) شاخص مدیریت برای انتخاب از بین اصول حسابداری، بالابردن منافع خویش است. 2) با افزایش امنیت شغلی منافع مدیریت، نرخ رشد درآمد و نرخ رشد شرکت افزایش می یابد. 3) دستیابی به اهداف قیدشده در بند دوم به رضایت سهامداران بستگی دارد. یعنی هر اندازه سهامداران خوشنودتر باشند، امنیت شغلی مدیریت، حقوق و مزایای وی و بیشتر خواهد شد. 4) متوسط نرخ رشد سود شرکت و ثبات در آن رضایت سهامداران را افزایش می دهد.

۲-۲۶-۶. دیدگاه های موافقان و مخالفان مدیریت سود

پژوهشگران حوزه مدیریت سود، این پدیده را از دیدگاه های متفاوت و مناظر گوناگون مورد بررسی قرار داده اند. بعضی از پژوهشگران، محدوده هایی از مدیریت سود را مجاز و موجه تشخیص داده و آن را

¹ Jensen and Meckling

برای سرمایه گذاران و سایر افراد ذینفع، سودمند دانسته‌اند. به بیان دیگر، موافقین هموارسازی سود را سهولت در اهداف گزارشگری مالی می‌دانند. این گروه دلایل خود مبنی بر موافق بودن با اعمال هموارسازی و مدیریت سود را ایجاد سهولت در پیش بینی سود دوره‌های آتی و پیش بینی ارزش بازار و همچنین وجود معیاری برای ارزیابی کنترل‌های داخلی، عنوان کرده‌اند. ایشان عقیده دارند در صورتی که هموارسازی سود تحقق یابد، با استفاده از عملکرد گذشته، برنامه ریزی، بودجه بندی و تصمیم گیری در مورد سرمایه گذاری‌ها، تسهیل می‌یابد. با استفاده از تئوری قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، هنگامی که سودهای گزارش شده هموار باشند، محاسبه ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی و همچنین تعیین ارزش متعارف دارایی‌ها، راحت‌تر خواهد بود. پژوهش انجام شده توسط میچلسون و دیگران¹ (1995)، نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که سود هموارتری دارند، بطور قابل توجهی متوسط بازده سالانه بالاتری نسبت به شرکت‌هایی که عمل هموارسازی سود را انجام نداده‌اند دارند. بارنی و دیگران² (1976) در پژوهش خود اظهار داشتند که مدیریت سود عبارت است از کاستن آگاهانه از نوسانات سود که به نظر می‌رسد برای بنگاه اقتصادی، عادی جلوه می‌کند. مدیران برای کاهش نوسانات سود گزارش شده و افزایش میزان پیش بینی صحیح جریان وجوه نقد آتی توسط سرمایه‌گذاران، اقدام به آرایش سود می‌نمایند و انتظار می‌رود که این اقدام، تأثیر مثبتی بر ارزش سهام و عملکرد مدیریت داشته باشد.

به عقیده موافقان، سودهای با نوسان زیاد، کل برنامه ریزی و بودجه‌بندی را با مشکل مواجه می‌کند. به نظر بیدلمن³ (1973) مدیران بنگاه‌های اقتصادی به دو دلیل تلاش می‌کنند تا سودهای خالص مورد گزارش را مدیریت نمایند: 1) یک جریان ثابت سود می‌تواند سطح بالاتری از سود قابل تقسیم را به ارمغان آورد که این امر به نوبه خود، اثر مطلوبی بر ارزش سهام شرکت می‌گذارد زیرا میزان ریسک شرکت را کاهش می‌دهد. 2) مدیران بنگاه‌های اقتصادی تلاش می‌کنند تا ماهیت پرنوسان سودهای خالص مورد گزارش را خنثی کرده و بدین وسیله میزان همبستگی بازده مورد انتظار بنگاه اقتصادی را نسبت به بازده

¹ Michelson et al

² Barnea et al

³ Beidleman

مجموع دارایی های موجود در بازار، کاهش دهد. **ترومن و همکارانش^۱ (1988)** در تشریح فرایند هموارسازی سود برای شرکت ها می گویند: هموارسازی، واریانس سودهای مشاهده شده را می کاهد و بدین ترتیب هزینه استقراض شرکت را کاهش می دهد و بر روابط میان شرکت و مشتریان، فروشندگان و کارکنان اثر مساعد دارد.

از سوی دیگر مخالفان پدیده هموارسازی و مدیریت سود، هموارسازی را نوعی تحریف در اهداف گزارشگری مالی می دانند. **ایمهاف^۲ (1981)** معتقد است وقتی متغیرها برای کسب سودهای هموار دستکاری می شوند، به نظر می رسد که افشاء به اندازه کافی صورت نمی گیرد. **بیدلمن (1973)** اعتقاد دارد که هموارسازی سود، تجزیه و تحلیل صورتهای مالی را با مشکل مواجه می سازد.

۲-۲۷. انواع مدیریت سود

انوان مدیریت سود را می توان در پنج گروه تقسیم بندی کرد:

۲-۲۷-۱. مدیریت سود از طریق زمان بندی رویدادها

با فرض وقوع رویداد و شناخت و ثبت آن، مدیریت برای تعیین دوره هایی که تحت تأثیر مقادیر کمی این رویدادها قرار می گیرند، از اختیارات زیادی برخوردار است و می تواند آن ها را کنترل کند. مانند تخصیص هزینه ها به دوره های آتی، سرمایه ای تلقی کردن برخی هزینه ها و مدیریت این اختیار را دارد که چگونه و چه موقع رویدادها را شناسایی کند. زمان بندی خرید و فروش دارایی ها نیز می تواند بر سود حسابداری تأثیر بگذارد. مدیریت می تواند زمان و مقدار سرمایه گذاری در هزینه های تحقیق و توسعه، تبلیغات و نگهداری را انتخاب نماید. مدیریت همچنین قادر است در مورد زمان بندی فروش اموال، ماشین آلات و تجهیزات برای تسریع بخشیدن یا به تأخیر انداختن شناخت سود و زیان تصمیم گیری نماید (**ناظمی اردکانی، 1389**). اولین تحقیق درباره مدیریت سود از طریق زمان بندی فروش دارایی ها توسط **بارتو^۳ (1993)** صورت گرفت. نتایج مطالعات وی حامی از این است که مدیران با استفاده از

¹ Trueman et al

² Imhoff

³ Bartov

زمان بندی فروش دارایی ها تغییرات موقتی سود را هموار ساخته و اقدام به مدیریت سود می نمایند.

۲-۲۷-۲. مدیریت سود از طریق انتخاب و تغییر رویه های حسابداری

انتخاب رویه های حسابداری بر زمان بندی شناخت درآمدها و هزینه ها در محاسبه سود تأثیر می گذارد. به عنوان مثال، رویه هایی که شناخت درآمدها را به جلو و تشخیص هزینه ها را به تأخیر می اندازند، سود گزارش شده را افزایش خواهند داد. حتی بعد از این که مدیریت شرکت رویه های حسابداری را انتخاب کرد، هنوز این اختیار وجود دارد که چگونه اصول مربوط را بکار گیرد. به طور مثال در مورد برآورد عمر خدمات، ارزش اسقاط، عمر دارایی های نامشهود، نرخ سوخت حساب های دریافتی و مدیریت از اختیار برخوردار می باشد (ناظمی اردکانی، 1389).

۲-۲۷-۳. مدیریت سود از طریق ارقام تعهدی

حسابداری تعهدی، حق انتخاب قابل توجهی به مدیران در تعیین سود در دوره های زمانی متفاوت اعطاء نموده است. در واقع تحت این نوع از سیستم حسابداری، مدیران کنترل چشمگیری بر زمان تشخیص برخی از ارقام هزینه از جمله هزینه های تبلیغات و مخارج تحقیق و توسعه ای دارند. از سوی دیگر مدیران در سیستم حسابداری تعهدی، با گزینه های متفاوتی در مورد زمان تشخیص درآمدها نیز روبرو می باشند، از جمله تشخیص سریعتر درآمد از طریق انجام فروش های نسبی (مشایخی و همکاران، 1384).

۲-۲۷-۴. مدیریت سود از طریق دستکاری فعالیت های واقعی (مدیریت واقعی سود)

شیپر (1989) در تحقیق خود عنوان کرد که مدیریت سود می تواند فعالیت های واقعی را نیز شامل گردد. این نوع مدیریت سود از طریق تغییر در فعالیت های عملیاتی با هدف گمراه کردن ذینفعان انجام می شود. دستکاری فعالیت های واقعی بر جریان های نقدی و درپاره ای از موارد بر ارقام تعهدی تأثیر می گذارند (ولی زاده لاریجانی، 1387).

رویچودهری¹ (2006) این گونه بیان می کند که اگرچه این گونه انحرافات در عملیات شرکت در

¹ Roychowdhury

رسیدن به اهداف گزارشگری مالی به مدیر کمک میکند، لیکن ارزش شرکت را افزایش نمی دهد. روشهای دستکاری فعالیت های واقعی مانند کاهش قیمت فروش محصولات به منظور افزایش فروش و یا کاهش مخارج اختیاری در بحرانهای اقتصادی، از جمله روش های بهینه ای هستند که به مدیران کمک می کند. ولی اگر مدیران به صورت گسترده و غیرعادی به استفاده از روش های مذکور علاقه نشان دهند، در واقع آنها به مدیریت واقعی سود تمایل دارند و وجود سرمایه گذاران خیره و آگاه دستکاری فعالیت های واقعی را محدود میکند. بنابراین اگرچه مدیران با انجام چنین فعالیت هایی می توانند به سودهای موردنظرشان در کوتاه مدت دست یابند لیکن آنها در بلندمدت نخواهند توانست ارزش شرکت را افزایش دهند.

۲-۲۷-۵. مدیریت سود از طریق تغییر طبقه بندی

مدیریت می تواند با انتخاب اقلام میانی صورت سود و زیان، ترکیب مکانی قرار گرفتن آنها را تحت کنترل قرار دهد. هنگامی که آمار و ارقام موجود در مورد سود و زیان، به غیر از سود خالص موضوع مدیریت و آرایش سود باشد، مدیران می توانند اقلام مربوط به اجزای سود را طبقه بندی نموده و بدین وسیله تغییرات مربوط به سود عملیاتی دوره مربوطه را کاهش دهند. برای نمونه، نشان دادن برخی از درآمدهای غیرعملیاتی در قالب درآمدهای عملیاتی و یا انتقال برخی از هزینه های عملیاتی به هزینه های عمومی و اداری همگی می تواند منجر به افزایش سود عملیاتی واحد تجاری گردد (مک وی، 2006).

۲-۲۷-۶. انگیزه های مدیریت سود

انگیزه هایی همچون امنیت شغلی، پاداش، قانون گریزی، اجتناب از گزارش زیان و کاهش سود، قراردادهای بدهی، افزایش ثروت، دستیابی به انتظارات سهامداران و برنامه های پیش بینی شده، این انگیزه را در مدیریت بوجود می آورد که با اعمال روش های مختلف در جهت منافع خود و در جهت تضاد با منافع سایر گروه ها، سود را دستکاری نماید (بهارمقدم، 1385).

انگیزه های مالیاتی آشکارترین انگیزه برای مدیریت سود می باشد. در کشورهایمانند ایران که گزارشگری مالی و مالیاتی متفاوت نمی باشند، مالیات نقش مهمی را در مدیریت کاهنده سود ایفا می نماید. قراردادهای بدهی نیز می توانند به عنوان یکی از انگیزه های مدیریت سود مدنظر قرار گیرند. مدیریت

سود برای اهداف قراردادهای بدهی به وسیله فرضیه بدهی تئوری حسابداری اثباتی تبیین شده است. چهار موقعیت قراردادی اصلی ممکن است موجب مدیریت سود شود: 1) الزامات قراردادهای بدهی، 2) قراردادهای جبران خدمات مدیریت، 3) امنیت شغلی و 4) مذاکرات با اتحادیه‌ها. با توجه به اینکه تخطی از الزامات قراردادهای بدهی (مانند رعایت نسبت سرمایه در گردش) هزینه‌های سنگینی بر شرکت تحمیل می‌نماید، انتظار می‌رود که مدیران با اعمال مدیریت سود از آن جلوگیری نمایند. همچنین مدیران می‌توانند از طریق مدیریت سود بر حقوق و مزایای فعلی و آینده خود تأثیر بگذارند. مدیران همچنین ممکن است به خاطر امنیت شغلی، در هموارسازی سود بکوشند (رحمانی، 1389). انگیزه‌های مدیریت سود می‌تواند ناشی از قراردادهای ضمنی (بی‌قید و شرط) نیز باشد. این قراردادها از ارتباط مداوم شرکت با ذینفعان (سهامداران، کارکنان، عرضه‌کنندگان مواد، مشتریان و ...) به وجود می‌آید. مدیران می‌توانند با مدیریت سود و گزارش بالای سود اعتماد ذینفعان را در ایفای تعهدات قراردادی خود را جلب نمایند (باون و همکارانش، 1995).

انگیزه‌های سیاسی نیز یکی دیگر از محرک‌های مدیریت سود به شمار می‌آید. برخی شرکتها از نظر سیاسی تحت نظر می‌باشند. چنین شرکت‌هایی سعی در مدیریت سود برای کاهش هزینه‌های سیاسی خود دارند، که منجر به انتخاب رویه‌های حسابداری برای کاهش سود گزارش شده در دوره موفقیت می‌گردد. این انگیزه‌ها زیربنای فرضیه هزینه‌های سیاسی در تئوری حسابداری اثباتی می‌باشد (پورحیدری و همتی، 1383).

از دیگر انگیزه‌های مدیریت سود می‌توان به محرک‌های بازار اشاره داشت. محرک‌های بازار برای مدیریت سود زمانی پدید می‌آید که مدیران شرکت به ارتباط بین سود گزارش شده و ارزش بازار شرکت پی ببرند. در این حالت مدیران می‌توانند از صلاحیت حسابداری خود برای حمایت از سود در دوره‌های عرضه عمومی اولیه و عرضه سهام ناشی از افزایش سرمایه استفاده کنند تا در یک تلاش آشکار، تصورات سرمایه‌گذاران را تغییر دهند. در کنار محرک‌های یاد شده فوق، انگیزه‌های مقرراتی نیز می‌توانند در مدیریت سود نقش داشته باشند. این انگیزه‌ها زمانی بوجود می‌آیند که تصور شود سود گزارش شده بر

¹ Bowen et al

اقدامات مقررات گذاران و مسئولان دولتی اثر می‌گذارد (رحمانی، 1389).

۲-۲۷-۷. روش‌ها و ابزارهای مدیریت سود

هندریکسون و ون بردا (1385) درخصوص بیان ابزارهای مدیریت سود از عنوان راهکارهای

حسابداری بهره می‌جوید و این راهکارها را به صورت ذیل برمی‌شمرد:

ارزیابی موجودی کالا (FIFO در برابر LIFO)

استهلاک و تهی شدن منابع طبیعی

تخصیص مالیات بر درآمد

بازنشستگی

هزینه‌های تحقیق و توسعه

سرقفلی

زمان تحقق درآمد

مفهوم سود و زیان جامع در برابر مفهوم عملیاتی از صورت سود و زیان

سرمایه‌گذاری‌های مشترک

اجاره‌های بلندمدت

اصول و مبانی مربوط به تلفیق

ترکیب موسسات تجاری

اندازه‌گیری سود در شرکتهای سرمایه‌گذاری

مخارج نامشهود در صنایع نفت و گاز

تغییر طبقه بندی

به عقیده برتون و استولوی (2000) ابزارهای مدیریت سود باید دارای ویژگی‌های زیر باشند:

ابزار مدیریت سود باید یک بار استفاده شود و طوری باشد که شرکت مجبور نشود برای آن عمل

خاص، در آینده واکنشی را انجام دهد.

ابزارهای مدیریت سود باید بر مبنای قضاوت حرفه ای و در زمینه اصول پذیرفته شده حسابداری بوده و نباید مدیریت را وادار به افشای واقعیت دستکاری و به دنبال آن موجب بند گزارش حسابرسی شود. ابزار مدیریت سود باید منجر به انتقال اصولی تفاوت سود از سالی به سال دیگر شود. ابزار مدیریت سود نباید مستلزم انجام معاملات واقعی باشد، بلکه باید مستلزم طبقه بندی داخلی حساب ها باشد. ابزار مدیریت سود باید به تنهایی و یا با سایر اعمال و در طول دوره های متوالی استفاده شود (یعقوبی، 1386).

۲-۲۷-۸ اقسام تعهدی

سود حسابداری بر اساس مبنای تعهدی شناسایی می شود. معمولاً استفاده از مبنای تعهدی موجب متفاوت شدن میزان سود عملیاتی گزارش شده با خالص جریان های نقدی حاصل از عملیات و گزارش یک سری اقسام تعهدی در صورت های مالی می شود قسمتی از سود حسابداری نقدی می باشد. یعنی وجه نقد حاصل از عملیات شرکت (جریان وجه نقد) در داخل این سود قرار دارد، و قسمتی از آن را اقسام تعهدی (تفاوت بین سود و جریان های نقدی) تشکیل می دهند. بخش تعهدی سود به مراتب از بخش نقدی آن دارای اهمیت بیشتری در ارزیابی عملکرد شرکت می باشد. وجه نقد به دست آمده در طی یک دوره مالی، اطلاعات مربوطی به حساب نمی آید، چون وجه نقد شناسایی شده را دارد که می تواند منجر به اندازه گیری غیر صحیح «تطابق» و، «زمانبندی» مشکلات عملکرد شرکت شود. برای کاستن از این مشکلات، اصول پذیرفته شده حسابداری در این مورد رهنمودهایی دارد تا دقت در اندازه گیری عملکرد شرکت را به وسیله استفاده از اقسام تعهدی، افزایش دهد تا مشکلات زمانبندی و تطابق شناسایی گردش وجه نقد در سود حسابداری را اصلاح کند. اقسام تعهدی سود حسابداری به دو جزء اختیاری و غیر اختیاری قابل تقسیم است [5].

۲-۲۷-۹. تعریف اقسام تعهدی و طبقه بندی آن

اقلام تعهدی یک اصطلاح کلی است که شامل هر دو اقسام تعهدی و اقسام معوق حسابداری می گردد. در متون تحقیقی مرتبط با این تحقیق، اقسام تعهدی به دو نوع تقسیم شده اند: اقسام تعهدی اختیاری

(یا غیر عادی) و اقسام تعهدی غیر اختیاری (عادی). اگرچه چنین تمایزی در عمل به راحتی تمایز سیاه از سفید نخواهد بود. به هر حال اقسام تعهدی اختیاری ابزار مناسبی برای مدیریت سود می روند. در ادبیات تحقیقی مدیریت سود، اقسام تعهدی تفاوت عایدات (سود خالص) و جریانهای نقدی حاصل از عملیات است:

خالص جریان های نقدی عملیاتی - عایدات = اقسام تعهدی

سطح قابل انتظار (عادی) اقسام تعهدی که در شرایط عادی بر اساس اطلاعات قابل دسترس سرمایه گذاری برآورد می شود، اقسام تعهدی غیر اختیاری نامیده می شود. به عبارت دیگر اقسام تعهدی است که مدیریت نمی تواند کنترل هایی روی آنها اعمال کند. اقسام تعهدی اختیاری (غیر عادی) حاصل تفریق اقسام تعهدی غیر اختیاری برآورد شده از کل اقسام تعهدی است که به بیان دیگر مدیریت می تواند کنترل هایی بر آنها اعمال کند.

۲-۲۸. ویژگی های روش تعهدی

در مبنای تعهدی، درآمدها در حساب سال مالی که در آن خدمات انجام یا کالا فروخته شده منظور می گردند. اگر چه وجه نقد حاصل از خدمات فروش کالای مذکور در سال های مالی قبل یا بعد دریافت شود و هزینه ه در حساب دوره مالی مه در آن تعهد ایجاد می شود منظور می گردد. صرف نظر از آنکه وجه آنها بجای سال مالی مربوط، در سال های مالی قبل یا بعد از آن پرداخت شود. حسابداری تعهدی بر اصل تحقق یا اصل شناخت درآمد مبتنی است که طبق آن درآمد باید به محض احراز اعم از اینکه نقداً وصول شده یا نشده باشد، ثبت و در صورتهای مالی دوره ای که در آن تحقق یافته است، منعکس گردد.

بعد از شناسایی و ثبت درآمد هر دوره، هزینه های هر دوره تعیین و با درآمد آن مقابله می شود تا سود خالص برای آن دوره بدست آید، بنابر این آنچه که بیشتر در حسابداری تعهدی مورد توجه است، اندازه گیری سود می باشد و بکارگیری این مبنا نتیجه عملیات را بهتر منعکس می کند. انجام اصلاحات و تعدیلات لازم در حساب های پایان سال و افتتاح حساب هایی نظیر پیش پرداخت، هزینه های تعلق گرفته و پرداخت نشده، پیش دریافت و موجودی کالای پایان دوره مالی، از نتایج بکارگیری مبنای تعهدی است.

۲-۲۹. نارسائی‌های سود تعهدی

عوامل بسیاری در کاهش سودمندی اقلام تعهدی اثر دارد. یکی از این عوامل، خطای برآوردی اقلام تعهدی است. برای مثال یولیو و یان پنگ بر این باور است که خطای برآورد، یکی از مهمترین عواملی است که کیفیت اقلام تعهدی و متقابلاً سود را کاهش می‌دهد. خطای برآورد، بستگی به ویژگی‌های شرکت مانند پیچیدگی معاملات و قابلیت پیش بینی و محیط دارد. یکی از مواردی که بر کیفیت اقلام تعهدی شرکت‌ها اثر دارد، ترکیب سهامداران شرکتها و بخصوص حضور سهامداران نهادی در ترکیب مالکان شرکت‌ها است. سهامداران نهادی در دهه‌های اخیر به یکی از مهمترین اجزای بازار سرمایه در اکثر کشورهای جهان تبدیل شده‌اند. به طوریکه حجم بزرگی از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده در اکثر کشورهای جهان توسط این نهادها صورت گرفته است. سرمایه‌گذاری‌های انجام شده توسط سرمایه‌گذاران نهادی عمدتاً به شکل غیر مستقیم انجام می‌گیرد. بدین صورت که پس اندازها و سرمایه‌گذاری‌های کوچک افراد جامعه توسط این نهادها جمع‌آوری و یک کاسه می‌شود و سپس سرمایه‌گذاری در طرح‌ها و پروژه‌های تجاری توسط این سرمایه‌گذاران نهادی صورت می‌گیرد. سهامداران نهادی به ارزش بلند مدت شرکت توجه زیادی داشته و عمدتاً از توانایی و قدرت کنترل شرکت نیز برخوردار هستند. سهامداران نهادی سرمایه‌گذاران کوتاه مدت نیستند که مبادلات خود را بر مبنای سود ترتیب دهند. آنها تمایل زیادی به صرف منابعی برای نظارت و تاثیرگذاری در حوزه مدیریتی داشته و سعی می‌کنند موانعی را برای مدیریت ایجاد نمایند تا از دستکاری سود با استفاده از اقلام تعهدی که موجب عدم اطمینان اطلاعات مربوط به سود و کاهش کیفیت اقلام تعهدی و سود می‌شود اجتناب ورزند.

در مقابل سهامداران انفرادی سهامدارانی هستند که در حوزه مدیریتی تاثیرگذار نبوده و درصد اندکی از سهام شرکت را تحت مالکیت خود دارند و بیشتر ب منظور خرید و فروش سریع در شرکت سرمایه‌گذاری می‌کنند و به سودهای جاری توجه زیادی دارند که این امر موجب ایجاد انگیزه در مدیران می‌شوند تا از انتشار اخبار ناامیدکننده سود که موجب کاهش قیمت سهام می‌شود، جلوگیری کنند. در نتیجه مدیران شرکت‌هایی که دارای سرمایه‌گذاران انفرادی بیشتر هستند انگیزه بالاتری برای دستکاری سود دارند به عبارت دیگر مدیران این شرکت‌ها تمایل بیشتری برای استفاده فرصت طلبانه و تجاوز کارانه از

اقلام تعهدی دارند که این امر موجب کاهش کیفیت اقلام تعهدی و سود می‌گردد.

۲-۳۰. مدل های مورد استفاده برای تعیین اقلام تعهدی اختیاری

مدل هیلی: در مدل هیلی (1985) محاسبه اقلام تعهدی اختیاری از راه مقایسه میانگین کل اقلان تعهدی (به مقیاس جمع دارایی های دوره قبل) دوره های پیشین (دوره برآورد) با دروه رخداد انجام می شود بدین سان ما می توانیم چنین مدلی را برای اقلام تعهدی غیر اختیاری (عادی) تعریف کنیم:

$$NDA_{i,t} = \frac{\sum_t TA_t}{T}$$

که در آن :

$NDA_{i,t}$ معرف اقلام تعهدی غیر اختیاری برآورد شده شرکت در طی دوره

TA معرف کل اقلام تعهدی به مقیاس مجموع دارایی های دوره t

T معرف هر یک از سال های تعیین شده به عنوان دوره برآورد

این مدل یکی از ساده ترین مدل ها برای برآورد اقلام تعهدی بشمار می آید. در این مدل فرض می شود سطح تغییرات مورد انتظار در اقلام تعهدی غیر اختیاری در طی دوره های مختلف صفر می باشد و از این رو هر گونه تغییری را به مدیریت سود نسبت داده می شود. ولی یافته های برخی از تحقیقات با فرض اصلی این مدل سازگار نیست. تحقیق کپلان (1985) نشان داد سرمایه در گردش شرکت از شرایط و عملکرد اقتصادی تاثیر می پذیرد.

مدل دی آنجلو:

مدل دی آنجلو (1986) از کل اقلام تعهدی آخرین دوره (به مقیاس مجموع دارایی ها در دوره قبل) به عنوان معیار اقلام تعهدی غیر اختیاری استفاده می کند. از این رو در مدل دی آنجلو اقلام تعهدی غیر اختیاری بصورت زیر بیان می شود:

$$NDA_t = TA_{t-1}$$

مدل تعدیل شده دی آنجلو:

فریدلان(1994) مدل تعدیل شده در آنجلو را از طریق افزودن فروش بعنوان متغیر سطح فعالیت به نسخه اصلی مدل دی آنجلو معرفی کرد. در مدل اولیه دی آنجلو ارقام تعهدی غیر اختیاری تنها بر اساس سطح ارقام تعهدی دوره قبل برآورد می شود، در حالی که با باور فریدلان ارقام تعهدی غیر اختیاری متاثر از تغییرات سطح فعالیت (فروش) است از این رو مدل تعدیل شده در آنجلو را می توان به شرح زیر بیان نمود:

$$NDA_t = TA_{t-1}/S_t - TA_{t-1}/S_{t-1}$$

مدل جونز:

مدل جونز(1991) بی نیاز از فرض ثابت بودن ارقام تعهدی غیر اختیاری است. جونز در مدل خود کوشید تا اثر تغییرات شرایط اقتصادی را بر ارقام تعهدی غیر اختیاری تحت کنترل قرار دهد. مدل وی برای تعیین ارقام غیر اختیاری برای هر سال رخداد به این شرح است:

$$NDA_t = a_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + a_2 (\Delta REV_t) + a_3 (PPE_t)$$

که در آن :

ΔREV معرف درآمد سال t منهای درآمد سال $t-1$ مقیاس مجموع دارایی ها در سال $t-1$ بیان شده باشد.

PPE معرف ارزش ناخالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات در سال t که به مقیاس مجموع دارایی ها در دوره $t-1$ بیان شده باشد.

A_{t-1} معرف جمع دارایی ها در $t-1$ و سرانجام،

a_1, a_2, a_3 معرف پارامترهای خاص هر شرکت.

برآورد پارامترهای خاص هر شرکت a_1, a_2, a_3 با استفاده از مدل رگرسیونی زیر و بر مبنای

مشاهدات دوره برآورد ارقام تعهدی صورت می گیرد:

$$TA_t = a_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + (\Delta REV_t) + a_3 (PPE_t) + \theta_t$$

که در آن نمایان گر کل ارقام تعهدی به مقیاس کل دارایی های دوره قبل است.

مدل تعدیل شده جونز:

در متون تحقیقی نسخه ویرایش شده ای از مدل جونز وجود دارد که از آن به عموان مدل تعدیل شده ای از مدل اصلی جونز وجود دارد که از آن به عنوان مدل تعدیل شده جونز یاد می شود. این مدل نخستین بار توسط دی چاو و دیگران (1995) مورد استفاده قرار گرفت. یکی از نقایص مدل جونز نادیده گرفتن احتمال انجام مدیریت سود از راه اعمال نظر بر شناسایی درآمدها است. تعدیل انجام شده جونز ارقام تعهدی غیر اختیاری در طی دوره رخداد (یعنی در طی دوره هایی که فرض شده مدیریت سود در آن رخ داده است) به این شکل برآورد می شود:

$$NDA_t = a_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + a_2 (\Delta REV_t - \Delta REC_t) + a_3 (PPE_t)$$

که در آن :

ΔREC_t معرف خالص حساب های دریافتی در سال t منهای خالص حساب های دریافتی در سال $t-1$ که مقیاس جمع دارایی های سال $t-1$ بیان شده است. برآوردهای a_1, a_2, a_3 و ارقام تعهدی غیر اختیاری مانند مدل اصلی جونز محاسبه می شوند. تنها اصلاح انجام شده نسبت به مدل اصلی جونز این است که تغییر درآمدها از بابت تغییر در حساب های دریافتی دوره رخداد اصلاح می شود. به عبارتی این مدل فرض می کند که تمام تغییرات در فروش نسبه (به عبارتی هر گونه افزایش در مانده های حساب های دریافتی) در دوره رخداد، از مدیریت سود ناشی می شود.

با انجام این تعدیل کاستی مدل اصلی جونز تا حدودی برطرف می شود. یافته های تحقیقات انجام شده (برای نمونه دی چاو، اسلون و سوینی 1995، و کوتاری 2000) شواهدی مبنی بر برتری این مدل نسبت به مدل های رقیب در برآورد ارقام تعهدی اختیاری ارائه نموده اند.

بخش سوم: سرمایه در گردش

۲-۳۱. 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، 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

¹ Dong and Su

زیر است:

سطوح واقعی و مطلوب دارایی‌های جاری (با توجه به تغییراتی که در فروش واقعی و پیش بینی 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.

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.

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.

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).

2-32. 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.

2-32-1. مدیریت وجوه نقد

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

(۱) تهیه و تأمین وجه نقد برای انجام پرداخت‌های شرکت.

2) به حداقل رساندن موجودی‌هایی که در شرکت به‌صورت 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 به‌عرضه کنندگان، 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 سرمایه‌درگرددش سازمان تاثیر 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 (ژانگ¹، 2012).

2-32-2. نسبت بدهی

با این نسبت کل وجوهی که از محل بدهی‌ها تامین شده محاسبه می‌شود و از تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید. چیو و چنگ² (2006) در مطالعه‌ای که بر روی عوامل موثر بر مدیریت سرمایه در گردش داشته‌اند، دریافتند که نسبت بدهی ارتباط منفی معناداری با چرخه نقدی خالص و نیازمندی‌های سرمایه‌درگرددش و در نتیجه با مدیریت سرمایه در گردش دارد و هر چه میزان نسبت بدهی بالاتر باشد میزان سرمایه‌درگرددش لازم برای عملیات روزمره سازمان کاهش می‌یابد (چیو و چنگ، 2006).

2-32-3. جریان نقدی عملیاتی

چیو و چنگ (2006) در مطالعه اثر جریان نقدی عملیاتی بر روی مدیریت سرمایه در گردش دریافتند که جریان نقدی عملیاتی ارتباط مثبت معناداری با چرخه نقدی خالص و ارتباط منفی معنادار با نیازمندی‌های سرمایه در گردش دارد و در نتیجه بر روی مدیریت سرمایه در گردش سازمان تأثیرگذار

¹ Zhang

² Chiou and Cheng

می باشد (چیو و چنگ، ۲۰۰۶).

2-32-4. ابزارهای کنترل ریسک

یکی از مرتبطترین 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 به‌عنوان عاملی مؤثر برای حل مشکل نقدینگی شرکت‌ها در نظر گرفته می‌شود. گانداولی^۱ (2006) بحث می‌کند که مدیریت ریسک بخش مهمی از فرآیند جریان نقدی 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 تامین 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.
- 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

¹ Gundavelli

دیگری نیز می‌تواند مدیریت سرمایه در گردش را تحت تاثیر خود قرار دهد. از آن جمله می‌توان به خط و مشی تولید شرکت، خط‌مشی اعتباری عرضه‌کنندگان، فعالیت شرکت در خصوص رشد و توسعه، سهولت دستیابی به مواد اولیه، سطح سود، سطح مالیات، خط مشی تقسیم سود، شیوه‌های مدیریت عملیات و غیره به عنوان عوامل موثر در تعیین میزان سرمایه‌در‌گردش 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 تاثیرات 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 محافظه‌کارانه در خصوص سرمایه در گردش اتخاذ نمایند.

2-33. 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 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 (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 پایین تر شود. استراتژی جسورانه سعی می کند که با داشتن کمترین میزان دارایی های جاری، بیشترین استفاده را از بدهی های جاری ببرد. مدیر مالی شرکتی که سیاستی جسورانه در گیش می گیرد می کوشد تا مقدار این نسبت ها را کاهش دهد، در صدد بر می آید تا نسبت جاری و آنی 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 میانه رو حد متعادل استفاده از دارایی های جاری و بدهی های جاری است و ریسک معقول را می پذیرد. مدیر مالی شرکتی که سیاست میانه رو در پیش می گیرد:

1- اگر دارایی های جاری را در حوزه سیاست محافظه کارانه و بدهی های جاری را هم سیاست جسورانه در پیش بگیرد، ریسک و بازده متعادل می شود. یعنی دارایی های جاری و بدهی جاری را به یک نسبت متعارف در حداکثر ممکن نگهداری کند.

2- اگر در مورد دارایی های جاری سیاست جسورانه در پیش بگیرد و همزمان بدهی های جاری سیاست محافظه کارانه باشند ریسک و بازده متعادل می شود. یعنی دارایی های جاری را در حداقل ممکن نگهداری کند و بدهی های 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 به کارگیری راهبردهای گوناگون در رابطه با مدیریت سرمایه در گردش می توانند میزان نقدینگی شرکت را تحت تاثیر قرار دهند. این راهبردها میزان خطر و بازده آنها را مشخص می کند. به طور کلی مدیران در اداره واحدهای انتفاعی یا خطرپذیر هستند (اصطلاحاً جسورانه عمل می کنند) و یا اینکه خطر گریز هستند که به تعبیری محافظه کارانه عمل می نمایند. مدیران سرمایه در گردش نیز از این مقوله مستثنی نیستند. این مدیران از دو راهبرد برای مدیریت سرمایه در گردش استفاده می نمایند (رهنمای رودپشتی و کیائی، 1387).

تحقیقی که در این زمینه می توان به آن اشاره کرد مطالعات تئوریک باچر¹ (2006) و بررسی

¹ Butcher

استراتژی‌های سرمایه در گردش و بازده سهام باشد (حسن پور، 1388). باچر در مطالعات خود دو نوع استراتژی تأمین مالی را مد نظر 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 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. به‌عنوان مثال داشتن موجودی کافی و سیاست اعتباری باز می‌تواند درآمد فروش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد؛ همان‌طور 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).

2-34-1. مدیریت دارایی‌های جاری

2-34-1-1. مدیریت محافظه‌کارانه دارایی‌های جاری¹

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 اقسام بدهی را که سررسید شده‌اند تمدید 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 نوع سودی را عاید شرکت نخواهد کرد، از این رو نرخ بازدهی شرکت کاهش می‌یابد (نیکومرام و همکاران، 1389).

¹ Conservative Current Asset Management

2-34-1-2. مدیریت جسورانه دارایی‌های جاری^۱

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، درصدد بر می‌آید تا وجوهی را که در موجودی کالا سرمایه‌گذاری می‌شود به حداقل برساند. شرکتی که شهادت 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 پاسخ گوی 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 بر می‌آید تا برای تهیه دارایی‌های ثابت، منابع مالی را مورد استفاده قرار دهد (نیکومرام و همکاران، 1389).

2-34-2. 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).

2-34-1-2. مدیریت محافظه‌کارانه بدهی‌های جاری^۲

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

¹ Aggressive Current Asset Management

² Conservative Current Liability Management

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).

2-2-34-2 مدیریت جسورانه بدهی‌های جاری¹

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

جدول شماره (2-1): 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 (2-1) 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).

¹ Aggressive Current Liability Management

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 محافظه کارانه خواهد بود. آنچه که توجه به آن از اهمیت خاصی برخوردار است، انتخاب مناسب ترین نوع مدیریت سرمایه در گردش در شرکت است. در شرایطی، مدیریت محافظه کارانه، کارآمدتر و اثربخش تر است اما در شرایط دیگر، مدیریت جسورانه می تواند 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 مخاطره پذیری 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.

2-35. مدیریت سرمایه در گردش، ریسک و بازده

شرکت ها می توانند با کارگیری روش های گوناگون، در رابطه با مدیریت سرمایه در گردش، میزان نقدینگی شرکت را تحت تاثیر قرار دهند. این روش ها را میزان ریسک و بازده آنها مشخص می کند. مدیران سرمایه در گردش به دو دسته تقسیم می شوند: محافظه کار و متهور (جسور). مدیریت محافظه کارانه در مدیریت سرمایه در گردش باعث خواهد شد که قدرت نقدینگی بیش از حد بالا برود. در اجرای مدیریت محافظه کارانه سعی می شود که ریسک ناشی از ناتوانی باز پرداخت بدهی های سر رسید شده به پایین ترین حد برسد. مدیر در این نوع مدیریت، می کوشد تا مقدار زیادی دارایی جاری (که نرخ بازده شان پایین است) نگه دارد، از اینرو شرکت هایی که مدیریت محافظه کارانه داشته باشند به اصطلاح دارای ریسک نقدینگی و بازده اندک خواهند بود. مدیریت سرمایه در گردش با اجرای مدیریت جسورانه می کوشد تا با داشتن کمترین میزان دارایی جاری، از بدهی های 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 سررسید 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).

2-36. 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:

حجم دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری در حد متعارف باشد.

مدیریت جسورانه در مورد دارایی جاری در سایه مدیریت محافظه کارانه در مورد بدهی جاری، خنثی شود.

برعکس، اگر شرکتی در مورد بدهی های جاری مدیریت جسورانه اتخاذ کند و در مورد دارایی های جاری مدیریت محافظه کارانه در پیش گیرد، سیاست کلی شرکت متعادل، و بین ریسک و بازده نوعی توازن برقرار می گردد. در نمودار زیر مفهوم ترکیب این دو نوع مدیریت در اجرای مدیریت سرمایه در گردش نشان داده شده است. بر روی محور افقی، مدیریت دارایی های جاری و بر روی محور عمودی، مدیریت بدهی های جاری ترسیم شده است. بنابراین، می توان در دامنه معقول و در محدوده اقدامات امکان پذیر، حدود ریسک و بازده را تامین کرد. همچنین در نمودار زیر ویژگی های ریسک و بازده متعلق به اجرای روش مدیریت مربوط به سرمایه در گردش را که حاصل اجرای هر یک از روش ها (در خصوص دارایی های جاری و بدهی های جاری) است نشان داده ایم. هدف از ترسیم این نمودار این نبوده است که چگونه می توان از پایین ترین 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 بدهی های جاری و دارایی های جاری) و رسیدن به یک مدیریت مطلوب در خصوص سرمایه در گردش را افشا کنیم (ریموند پی نو، 1380).



نمودار شماره 2-3: ویژگی های ریسک و بازده با توجه به مدیریت دارایی ها و بدهی های جاری

2-37. 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 نماییم 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 2-2: نسبت‌های مالی

نام نسبت	رابطه	هدف
جاری	<u>دارایی‌های جاری</u>	سنجش توان پرداخت تعهدات
آنی	بدهی‌های جاری	کوتاه مدت
	<u>حساب‌های دریافتی + اوراق</u>	سنجش سرعت توان پرداخت
	<u>بهادار + وجوه نقد</u>	تعهدات کوتاه مدت
نسبت دارایی‌های نقد به	بدهی‌های جاری	
دارایی‌های جاری	<u>اوراق بهادار + وجه نقد</u>	سنجش قدرت نقدینگی
	دارایی‌های جاری	دارایی‌های جاری
نسبت دارایی‌های نقد به	<u>اوراق بهادار + وجه نقد</u>	سنجش سرعت توان پرداخت
بدهی‌های جاری	بدهی‌های جاری	تعهدات کوتاه مدت
خالص سرمایه در گردش	بدهی جاری - دارایی جاری	سنجش توان پرداخت تعهدات
		کوتاه مدت
دوره وصول مطالبات	<u>حساب‌ها و اسناد دریافتی</u>	سنجش مدت زمان وصول
	<u>360x</u>	مطالبات ناشی از فروش نسبه جهت
	فروش اعتباری خالص سالانه	ارزیابی سرعت توان پرداخت
		تعهدات کوتاه مدت
دوره نگهداری موجودی‌ها	<u>موجودی‌ها x 360</u>	سنجش مدت زمان نگهداری
	فروش خالص	موجودی‌ها جهت ارزیابی توان
		پرداخت تعهدات کوتاه مدت
وجوه نقد عملیاتی	<u>خالص وجوه نقد عملیاتی</u>	سنجش تولید وجه نقد ناشی از
	متوسط ناخالص کل دارایی‌ها	عملیات از کل دارایی‌ها
دوره پرداخت بدهی‌ها	حساب‌ها و اسناد پرداختی x 360	سنجش مدت زمان پرداخت
	خرید اعتباری سالانه	بدهی ناشی از خرید نسبه

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).

2-38. اجزاء سرمایه در گردش

2-38-1. دارایی‌های جاری

ماتور¹ (2003) دو ویژگی اصلی را برای دارایی‌های جاری بر شمرد 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 کند و ریسک نقدینگی و تجاری را به حداقل برسانند. بالا بودن مانده دارایی‌های جاری یا هر یک از حساب‌ها، ریسک را افزایش می‌دهد (ماتور، 2003).

2-38-1-1. وجه نقد

وجه نقد هم شامل تنخواه و هم شامل پول نقد نزد بانک می‌شود. یک شرکت برای معاملات و اهداف سوداگری² نیاز به وجه نقد دارد. وجه نقد منجر به توسعه نقدینگی شرکت می‌شود اما سوال اینجاست که چرا شرکت در زمانی که 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 معامله³ 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).

¹ Mathur

² Speculation Purpose

³ Marketable Securities

از سوی دیگر تراز نقدی^۱ ممکن است هیچ بازدهی 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 در جهت مقابله با وقایع ناگهانی آتی نگه دارند.

شرکت‌ها همچنین می‌توانند با ذخایر نقدی کافی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در دسترس بهره ببرند 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^۲ (1966) معتقد است که مدل مدیریت نقد، مدلی ریاضیاتی می‌باشد که فقط به شرکت‌ها جهت درک تراز نقدی بهینه هدف^۳، 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^۴

V: واریانس جریان نقدی خالص روزانه^۵

R: نرخ بازده سرمایه‌گذاری کوتاه مدت^۶

L: حد تحتانی (پائینی)^۷

¹ Cash Balance

² Miller-Orr

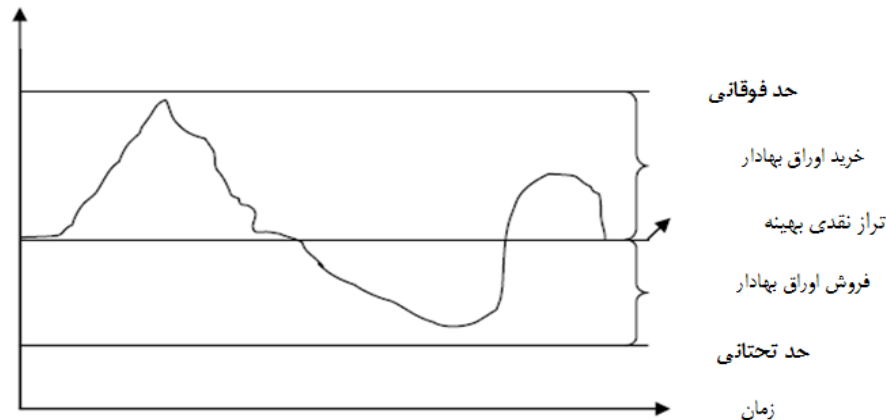
³ Optimal Target Cash Balance

⁴ Transaction Cost

⁵ Variance Of Net Daily Cash Flow

⁶ Rate Of Return On Short Term Investment

⁷ Lower Limit



نمودار 2-2: تراز نقدی بهینه هدف (اندرو و گالاجر¹، 2003)

میلر همچنین فرمولی را برای سطح فوقانی یا تراز نقدی ماکزیمم² 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 به طور کلی تراز نقدی باید شامل دو محدودیت تشریح شده باشد.

2-38-1-2: سرمایه‌گذاری کوتاه مدت³

سرمایه‌گذاری‌هایی می‌باشند که در بازارهای پول صورت می‌گیرد و شامل اوراق بهادار کوتاه مدت، اوراق خزانه، اسناد تجاری و ... می‌باشند. هنگامی که 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.

¹ Andrew and Gallagher

² Maximum Cash Balance

³ Short term Investments

سرمایه گذاری ها یک ذخایر اولیه یا ثانویه (مکمل) برای فرایند نقدینگی می باشد. از این گذشته سرمایه گذاری در بازار پول از طریق بکارگیری پول بلا استفاده¹ می تواند منجر به خلق بازده شود. مدیران مالی باید نرخ کوتاه مدت، هزینه معاملات و شرایط بازار را قبل از انجام سرمایه گذاری مورد بررسی قرار دهند. اگر منفعت سرمایه گذاری برابر با هزینه آن باشد، در آن زمان هیچ ارزشی از وجه سرمایه گذاری شده بدست نمی آید (ژانگ، 2012).

2-38-1-3 حساب های دریافتی

حساب های دریافتی عمدتاً از فروش نسبه کالا یا خدمات بوجود می آیند. جنتری و همکاران² (1990) بیان می کند که "حساب های دریافتی نشان دهنده تاخیر در جریان نقدی است، و این جریان باید توسط شرکت تامین مالی شود". تصمیم گیری اصلی در ارتباط با حساب های دریافتی، تعیین مبلغ و شرایط اعطای اعتبار به مشتریان می باشد. 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)

2-38-1-4 موجودی کالا

ماتور (2003) موجودی کالا را شامل مواد اولیه (خام)، مصرفی فروشگاه ها و قطعات یدکی (در جریان ساخت و کالای ساخته شده) می داند. بطور معمول هر شرکت تولیدی این سه عنصر را حدود 25 تا 30 درصد از کل دارایی های شرکت را دارا می باشند. مدیریت موجودی کالا مستلزم ایجاد تعادل بین هزینه های مربوط به نگهداری موجودی کالا و منافع حاصل از نگهداری آنها است. هرچه سطح موجودی کالا افزایش یابد، هزینه های انبارداری، بیمه، ضایعات و ... بیشتر می شود. در مقابل امکان از دست رفتن فروش و کاهش حجم تولید (حاصل از نداشتن موجودی کالای کافی) را کاهش می دهد. به علاوه، خرید در حجم بالا استفاده از تخفیف بیشتر را امکان پذیر می سازد (ماتور، 2003).

¹ Idle cash

² Gentry et al.

2-38-2. بدهی‌های جاری

بدهی‌های جاری سازشی بین ریسک و بازده را با خود به‌همراه دارند. بدهی‌های جاری یکی از منابع تامین مالی انعطاف پذیر شرکت‌ها است. بدهی‌های جاری به‌عنوان منابع تامین مالی کوتاه مدت می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد (ژانگ، 2012).

2-38-2-1. حساب‌های پرداختی

بریلی و همکاران¹ (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 به‌عنوان کشش حساب‌های قابل پرداخت مطرح می‌شود. حساب‌های پرداختی منبع تامین مالی کوتاه مدت است (بریلی و همکاران، 2004).

2-38-2-2. وام‌های کوتاه‌مدت

از ابزارهای تامین مالی کوتاه‌مدتی هستند که در شرکت‌ها از آن استفاده می‌کنند و شامل بدهی به بانک، اسناد تجاری، حواله و برات کتبی غیر مشروط² 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 استقراض 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).

¹ Brealey et al.

² Bill Of Exchange

2-38-3. 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).

کیم¹ و همکارانش (1998) چرخه تبدیل وجه نقد را به عنوان متوسط سن موجودی کالا به علاوه مدت جمع‌آوری حساب‌های دریافتی منهای دوره متوسط حساب‌های پرداختی، اندازه‌گیری کرده است.

چرخه تبدیل وجه نقد (CCC) = روزهای موجودی کالا + روزهای حساب‌های دریافتی -

روزهای حساب‌های پرداختی

$(365 \div \text{بهای کالای فروش رفته}) \div \text{موجودی کالا} = \text{روزهای موجودی کالا (DSI)}$

$(365 \div \text{فروش‌ها}) \div \text{حساب‌های دریافتی} = \text{روزهای حساب‌های دریافتی (DOS)}$

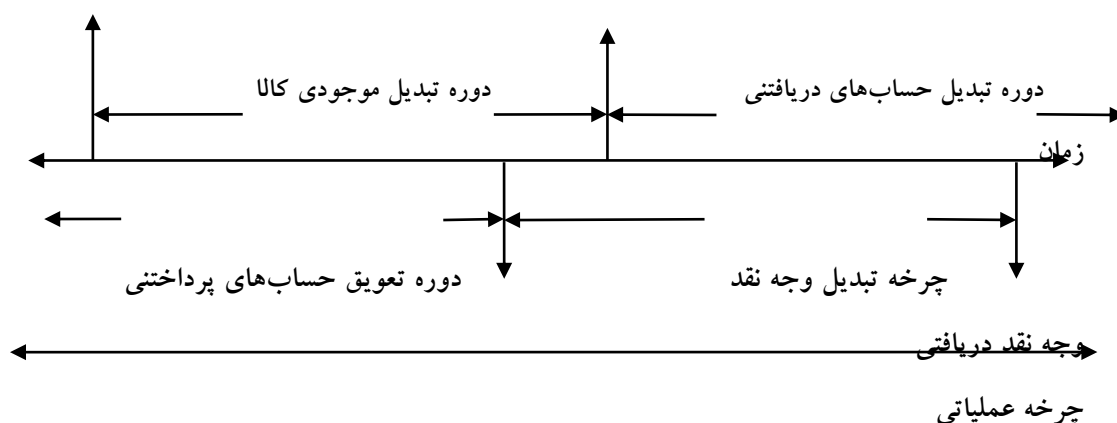
$(365 \div \text{بهای کالای فروش رفته}) \div \text{حساب‌های پرداختی} = \text{روزهای حساب‌های پرداختی}$

(DPO)

خرید موجودی کالا

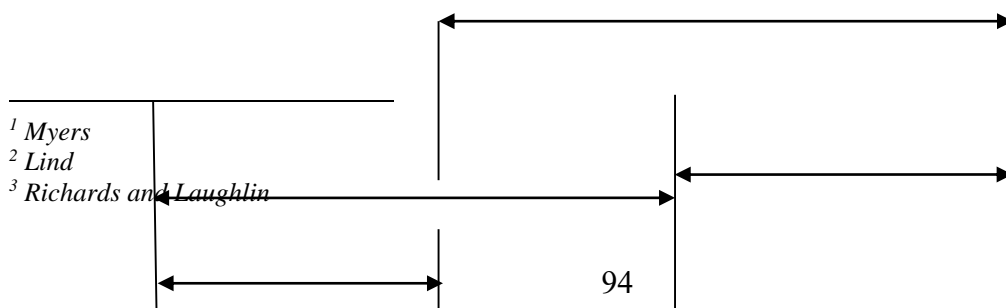
فروش موجودی کالا

¹ Kim



نمودار 2-3: نمودار چرخه تبدیل وجه نقد (مایرز، 1977)

در این ارتباط لیند² 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 لاگلیون³ (1980) بدین شرح می‌باشد.



روزهای حساب دریافتی روزهای موجودی کالا

روزهای حساب پرداختی

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

2-39. سود، ثروت، ارزش و بازده

کسب و کار، تجارت و فعالیت اقتصادی، نموده‌های 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 کوتاه‌مدت مفهوم می‌یابد. ثروت، عبارت است از حفظ و ارتقاء قدرت خرید و سرمایه‌گذاری در دوره‌ای فرا کوتاه‌مدت 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 کوتاه‌مدت است و در زنجیره ارزش معنی و مفهوم عملیاتی می‌یابد. بازده، انتظار برگشت 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 چشم‌اندازی 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.

بخش سوم: پیشینه پژوهش

۲-۴۰. پیشینه داخلی

فرمان آرا و همکاران (1395)، رابطه مدیریت سرمایه در گردش و اهرم مالی و تاثیر آن بر سودآوری و شاخص عملکرد شرکتهای پذیرفته در بازار سرمایه ایران را مورد مطالعه قرار دادند. نمونه آماری این پژوهش با استفاده از روش حذف سیستماتیک انتخاب شده و بازه زمانی 1389 تا 1393 را در برمی گیرد. نتایج پژوهش حاکی از آن است، بین ترکیب سرمایه در گردش و ارزش افزوده اقتصادی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و این رابطه با تاثیر میانجی اهرم مالی معکوس می شود، همچنین یافته ها نشان داد ترکیب سرمایه در گردش تاثیر معناداری بر متغیرهای مالی و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام در شرکتهای فعال در سازمان بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس در دوره مورد بررسی نداشته است.

یوسف زاده و اعظمی (1394)، به مطالعه نقش چرخه تجاری بر رابطه بین سرمایه در گردش و سودآوری شرکتهای پرداختند. در این پژوهش نمونه ای مشتمل بر 120 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی بازه زمانی 1378 تا 1391 مورد بررسی قرار گرفت و از الگوی رگرسیون خطی چند متغیره به منظور آزمون فرضیه های تحقیق استفاده گردید. نتایج این پژوهش به طور کلی حاکی از وجود رابطه معکوس بین چرخه تبدیل وجه نقد و سودآوری شرکتهای است. یافته دیگر تحقیق نیز نشان می دهد که تاثیر چرخه های تجاری بر رابطه بین سرمایه در گردش و سودآوری شرکتهای در دوره های رکود اقتصادی در مقایسه با دوره های رونق اقتصادی پر رنگ تر است.

مرادی و همکاران (1393)، در پژوهشی رابطه مدیریت سرمایه در گردش و معیارهای عملکرد مبتنی بر ارزش را مورد بررسی قرار دادند. در این راستا، از اطلاعات 107 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی 1386 الی 1390 استفاده شد و با تدوین سه فرضیه اصلی و نه فرضیه فرعی، اثر متغیرهای مختلف مدیریت سرمایه در گردش بر شاخص های عملکرد مبتنی بر ارزش آزمون

شده اند. برای تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها از الگوی رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. نتایج حاصل نشان می دهد که افزایش دوره وصول مطالبات به افزایش ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار و همچنین افزایش دوره تبدیل موجودی کالا موجب کاهش دو شاخص عملکرد مبتنی بر ارزش مزبور می شود.

انواری رستمی و همکاران (1393)، عوامل موثر بر مدیریت سرمایه در گردش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. برای اندازه گیری مدیریت سرمایه در گردش، از چرخه تبدیل وجه نقد استفاده شد. بدین منظور، نمونه ای شامل 75 شرکت در نظر گرفته شد و با استفاده از رگرسیون چند متغیره و روش داده های پنبلی، آزمون شدند. نتایج پژوهش بیانگر این است که میان متغیرهای نسبت بدهی، نسبت بازده دارایی و سرمایه گذاری در دارایی ثابت، با مدیریت سرمایه در گردش رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. میان متغیر جریان نقدی عملیاتی با مدیریت سرمایه در گردش رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. این پژوهش نشان داد شرکت های با عمر بیشتر و جریان نقدی بهتر، چرخه تبدیل وجه نقد طولانی تری نسبت به سایر شرکت ها دارند. همچنین، شرکت های با نسبت بازدهی دارایی، نسبت بدهی، فرصت رشد و سرمایه گذاری در دارایی های ثابت بالاتر، دارای خط مشی جامع و بهتری در مدیریت سرمایه در گردش هستند.

سار وکلایی و آیین (1393)، به بررسی تاثیر سرمایه گذاری در سرمایه در گردش با توجه به محدودیتهای تامین مالی بر حساسیت جریان وجوه نقد پرداختند. به منظور تجزیه و تحلیل داده ها داده ها از مدلهای رگرسیونی و روش تابلویی گشتاورهای تعمیم یافته استفاده شده است. دوره زمانی پژوهش از ابتدای سال 1385 تا پایان سال 1390 و نمونه آماری شامل 70 شرکت از شرکتهای حائز شرایط بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج پژوهش حاکی از این مطلب است که از بین معیارهای مدیریت سرمایه در گردش تنها دوره وصول مطالبات، با توجه به محدودیتهای مالی بر حساسیت جریان وجوه نقد مثبت و معنی دار است، اما تاثیر دوره واریز بستانکاران، دوره گردش موجودی ها و چرخه تبدیل وجه نقد با توجه به محدودیتهای مالی بر حساسیت جریان وجه نقد معنی دار نیست.

عظیمی و صباغ (1392)، به بررسی ارتباط ارزشی سرمایه در گردش غیر نقدی خالص در شرکت

های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش از رگرسیون داده های ترکیبی استفاده شده است. نمونه ای شامل 118 شرکت از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی 1385 تا 1389 انتخاب شد. نتایج پژوهش حاکی از آن است سرمایه گذاری در سرمایه در گردش خالص، ارتباط منفی با ارزش شرکت ندارد اما سرمایه گذاری اضافی در سرمایه در گردش خالص با وجود سطح فعلی سرمایه در گردش شرکت با ارزش شرکت ارتباط منفی دارد. هم چنین سهامداران در شرکت های اهرمی به مقدار بدهی و ساختار سرمایه شرکت اهمیت ویژه ای می دهند.

واعظ و همکاران (1392)، به بررسی عوامل موثر بر مدیریت سرمایه در گردش، از جمله سودآوری، اهرم، مخارج سرمایه ای و تولید ناخالص داخلی پرداختند. به همین منظور، 120 شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران بین سالهای 1385 تا 1390 مورد بررسی قرار گرفت. برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون چند متغیره به روش داده های تابلویی استفاده شد. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد بین سودآوری و اهرم و مخارج سرمایه ای با چرخه تبدیل وجه نقد رابطه منفی و معناداری وجود دارد و بین تولید ناخالص داخلی و چرخه تبدیل وجه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فخاری و روحی (1392)، تاثیر وجه نقد نگهداری شده و مدیریت سرمایه در گردش را بر مازاد بازده سهام شرکتها مطالعه کردند. در این پژوهش 84 شرکت طی بازه زمانی 1386 تا 1390، از طریق تحلیل داده های ترکیبی به روش تابلویی بررسی شدند. یافته های آنان نشان داد بین وجه نقد نگهداری شده و سرمایه در گردش با مازاد بازده سهام و در نظر گرفتن اثر متقابل وجه نقد و سرمایه در گردش سال جاری با سال قبل و هم چنین اثر اهرم بر آنها، رابطه معناداری وجود دارد. این یافته نشان دهنده اهمیت تاثیر تصمیم های کوتاه مدت بر مازاد بازده است. از یافته های دیگر اینکه بدلیل محدودیت منابع مالی، نگهداشت وجه نقد و سرمایه در گردش با مازاد بازده سهام رابطه مستقیمی برقرار می کنند. هم چنین بازار سرمایه داران به منزله بازاری نوظهور، ارزش زیادی برای وجه نقد و سرمایه در گردش قائل است.

مرادی و نجار (1392)، به بررسی تاثیر سرمایه گذاری مازاد سرمایه در گردش بر مازاد بازده سهام پرداختند. برای این امر، اثر سرمایه گذاری مازاد در نگهداشت وجه نقد و خالص سرمایه در گردش عملیاتی، به طور جداگانه مورد بررسی قرار گرفته است. نمونه آماری پژوهش شامل 66 شرکت پذیرفته

شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی 1383 تا 1390 می باشد. برای تجزیه و تحلیل داده ها از الگوی رگرسیون خطی چندگانه به روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی استفاده شده است. نتایج پژوهش بیانگر این است که ارتباط منفی و معناداری بین سرمایه گذاری مازاد در خالص سرمایه در گردش عملیاتی و مازاد بازده سهام وجود دارد. یافته ها همچنین حاکی از این است که در شرکتهای اهرمی نگهداشت وجه نقد در مقایسه با سرمایه گذاری مازاد در خالص سرمایه در گردش عملیاتی، ثروت سهامداران را افزایش می دهد. بهارمقدم و همکاران (1391)، به مطالعه اثر ویژگی های خاص شرکتهای بر مدیریت سرمایه در گردش پرداختند. به منظور اندازه گیری مدیریت سرمایه در گردش از معیار چرخه تبدیل وجه نقد و برای ویژگی های خاص شرکتهای از متغیرهای فرصت های رشد، سود آوری، ساختار سرمایه و جریان نقد عملیاتی استفاده شده است. در این پژوهش 80 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره 1384 تا 1389 بررسی شدند. نتایج حاصل از یافته های آنها نشان می دهد که بین فرصت های رشد و جریان نقد عملیاتی با مدیریت سرمایه در گردش ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. هم چنین بین ساختار سرمایه با مدیریت سرمایه در گردش ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. علاوه بر این نتایج نشان داد که بین سودآوری و چرخه تبدیل به نقد ارتباط معناداری وجود دارد.

رهنمای رود پستی و همکاران (1391) به مطالعه ارائه الگوی سنجش تاثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق نشان می دهد که بین تمرکز مالکیت و نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره با مدیریت سود رابطه منفی معناداری و بین سهام داران نهادی و مدیریت سود رابطه مثبت معناداری وجود دارد اما بین تصدی دو پست مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره با مدیریت سود رابطه معنی داری وجود ندارد. و بین متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت و اهرم مالی) و مدیریت سود نیز رابطه مثبت معناداری وجود دارد .

احمدپور و منتظری (1390) در پژوهش خود به بررسی نوع مدیریت سود و تاثیر اندازه شرکت، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی در انتخاب نوع مدیریت سود پرداختند. نتایج بدست آمده نشان دهنده بکارگیری مدیریت سود کارا می باشد. نتایج نشان می دهد در شرکتهای بزرگ مدیریت سود کارا بیشتر از شرکتهای کوچک است و موسسات حسابرسی بزرگ لزوما مدیریت سود فرصت طلبانه را محدود

نمی‌کنند.

بهارمقدم و همکاران (1390)، اثرات مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکتهای پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران را مورد مطالعه قرار دادند. به همین منظور، اطلاعات مربوط به 53 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی 1383 تا 1387، گردآوری و مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های پژوهش مبین این امر می‌باشد که در نمونه مورد بررسی بین کارایی عملیاتی در مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. در مورد متغیرهای کنترل، نقدینگی و اندازه شرکت رابطه مثبت و معنی داری بین این دو متغیر با سودآوری یافت شد.

۲-۴۱. پیشینه خارجی

آفریفا (2016)، تاثیر خالص سرمایه در گردش بر عملکرد شرکت را با در نظر گرفتن خالص جریان نقدی مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش، 6926 شرکت از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار لندن در بازه زمانی 2004 تا 2013 انتخاب شد. در این پژوهش، خالص سرمایه در گردش با معیار سرمایه گذاری در سرمایه در گردش در نظر گرفته شده است و نتایج پژوهش حاکی از این است که سطوح بالای خالص سرمایه در گردش بر عملکرد تاثیر منفی داشته در حالیکه سطوح پایین تاثیر مثبت دارد و در صورت وجود جریان نقد، این تاثیرات بر عملکرد معکوس می‌شوند.

مایکل و همکاران (2015) در پژوهش خود به بررسی تاثیر اهرم مالی و نقدینگی بر مدیریت سود و مدیریت سرمایه در گردش پرداختند. تحقیقات پیشین نشان می‌دهد که شرکت‌ها می‌توانند سود تهاجمی خود را از طریق انتخاب گزینه‌های حسابداری که بر ارقام تعهدی اختیاری جاری اطراف ارائه‌های حقوق صاحبان سهام، به عنوان درآمدهای صاف شده در طول زمان تاثیر می‌گذارند مدیریت کنند. برخی شواهد نشان می‌دهد که مدیریت سود تهاجمی به مدیریت تهاجمی ساختار سرمایه در قالب اهرم‌های بالاتر و مدیریت تهاجمی سرمایه در قالب نقدینگی پایین‌تر منتهی می‌شود. در این مطالعه تاثیر اهرم و نقدینگی بر رفتار سود و مدیریت سرمایه در بانک‌های تجاری ایالات متحده در طول دوره زمانی 1999 تا 2013

بررسی شده است. اگر رفتار مدیریت تهاجمی سود به اهرم تهاجمی و سیاست های نقدینگی منجر شود، باید رابطه منفی بین معیارهای مدیریت سود و معیارهای سرمایه و رابطه منفی بین مدیریت سود و معیارهای نقدینگی انتظار داشت. نشان داده می شود که معیارهای مدیریت سود و سرمایه به طور پیوسته رابطه مثبت با نسبت های سرمایه و رابطه منفی با نسبت های نقدینگی دارد. این نتایج نشان می دهد که تعدیل گرها باید برای همه رفتارهای مدیریت تهاجمی آماده باشند. در دوره پس از بحران، نتایج ما همچنین شواهدی از بررسی تعدیلی بیشتر را با رابطه مثبت قابل توجهی بین نقدینگی و مدیریت سود نشان می دهد که می تواند نشان دهنده این باشد که از دخالت بانک ها با نقدینگی کمتر در مدیریت سود توسط تعدیل گرها جلوگیری می شود.

آفریفا و پادچی¹ (2015)، سطح اثرگذاری سرمایه در گردش بر سودآوری شرکتهای کوچک و متوسط را مورد مطالعه قرار دادند. به همین منظور، 160 شرکت از بین شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار لندن طی دوره 2005 تا 2010 انتخاب شد. نتایج پژوهش نشان می دهد بین سرمایه در گردش و سودآوری شرکت ارتباط عمیقی وجود دارد و سطح بهینه سرمایه در گردش در شرکتهایی وجود دارد که سودآوری، حداکثر است. همچنین، آزمونی مربوط به انحراف یا عدم انحراف از سطح بهینه سرمایه در گردش کاهنده سودآوری شرکت انجام شد که نشان می دهد انحرافات بالاتر یا پایین تر از حد بهینه سودآوری را کاهش می دهند.

بانوس کابالرو و همکاران² (2014)، به بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد بنگاه پرداختند. در این راستا، آنها نمونه ای شامل 218 شرکت از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار لندن را طی دوره 2001 تا 2007 مورد بررسی قرار دادند. یافته های پژوهش نشان دهنده این است که بین سرمایه در گردش و عملکرد بنگاه رابطه معکوس وجود دارد و بنگاه هایی که سرمایه در گردش آنها در سطح بهینه قرار دارد، عملکردشان به سطح حداکثر و بهینه رسیده است. از سویی با بررسی های بیشتر مشخص شد این نقطه بهینه برای بنگاه هایی که با محدودیت مالی مواجه اند، در سطح پایین تر قرار دارد.

2- Afriifa & Padachi

3- Banos caballero

کویبا و جاربویب^۱ (2014) به بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی و ساختار مالکیت با مدیریت سود و تعامل آن‌ها بر مدیریت سود پرداختند. یافته‌ها نشان داد که شهرت حسابرس دارای تأثیر منفی و معناداری در مدیریت سود می‌باشد. همچنین کیفیت حسابرس و تمرکز مالکیت تأثیر منفی معناداری بر مدیریت سود دارد. از دیگر نتایج این پژوهش تأثیر منفی و معنادار کیفیت حسابرسی و سرمایه‌گذاران نهادی بر مدیریت سود می‌باشد. یافته‌ها نشان می‌دهد که اعتبار حسابرس و تمرکز مالکیت تأثیر منفی و معناداری بر مدیریت سود دارد. تمرکز مالکیت و حسابرس ارشد هیچ تأثیر معناداری بر مدیریت سود ندارد. همچنین اعتبار حسابرس و سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر معناداری بر مدیریت سود دارد. همچنین حسابرس ارشد و سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر معناداری بد مدیریت سود دارد.

واسیوزامن و آروموگان^۲ (2013)، در پژوهشی، عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش را مورد مطالعه قرار دادند. آنها با بررسی اطلاعات 192 شرکت برای دوره زمانی 2000 تا 2007 به شواهدی مبنی بر عدم رابطه معنادار بین ویژگی‌های هیات مدیره شامل اندازه هیات مدیره و درصد مدیران غیر موظف با سرمایه در گردش خالص دست یافتند. علاوه بر این، نتایج آنها نشان داد که شرکت‌هایی با میزان دارایی‌های مشهود و اهرم کمتر، رشد فروش و جریانهای نقد عملیاتی بیشتر و همچنین نابرابری اطلاعاتی کمتر، تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاران در بخش سرمایه در گردش دارند.

مونا نجاج و همکاران (2013) در مطالعه‌ای به بررسی ارتباط بین سرمایه‌گذاران نهادی و حاکمیت شرکتی و مدیریت سود پرداخته و به این نتیجه رسیدند که وجود نهادهای فعال، مدیریت اقلام تعهدی را محدود می‌کند و نظارت اعمال شده توسط سرمایه‌گذاران فعال نهادی فرصتهای مدیریت سود را در مالکیت‌ها و ادغام‌ها محدود می‌کند.

جوئن منوئلو همکاران^۳ (2012) به ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و هر دو اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی پرداختند و نتایج حکایت از ارتباط منفی بین محافظه‌کاری و دستکاری اقلام تعهدی، و یک ارتباط مثبت بین محافظه‌کاری و مدیریت سود واقعی می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد در مجموع

¹ . Amel Kouaiba Anis Jarbouib

1- Wasiazaman & Arumugan

³ . Juan Manuel

شرکتها تمایل به ترکیب هر دو نوع دستکاری سود به جای جایگزینی یکی برای دیگری را دارند. ابوزید^۱ (2011)، به مطالعه مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد شرکت در بازارهای نوظهور پرداخت. وی در این پژوهش، 52 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار عمان را طی بازه زمانی 2000 تا 2008 مورد بررسی قرار داد. نتایج پژوهش نشان می دهد که سودآوری به گونه ای مثبت بر چرخه تبدیل وجه نقد اثر می گذارد. ضمن اینکه شرکت های با سودآوری بیشتر، انگیزه کمتری برای مدیریت سرمایه در گردش خود دارند و بازار های مالی موفق می شوند مدیران را برای مدیریت ناکارآمد سرمایه در گردش در بازارهای نوظهور جریمه کنند.

آتوکایت و مولای^۲ (2011)، تاثیر نگهداشت وجه نقد مازاد و سرمایه گذاری مازاد در سرمایه در گردش بر ارزش شرکتهای فرانسوی را مورد بررسی قرار دادند. به همین منظور، آنها 267 شرکت از بین شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار فرانسه را در بازه زمانی 2003 تا 2009 را انتخاب کردند. نتایج تحقیق آنها مبین این امر است، که نگهداشت وجه نقد مازاد، در مقایسه با سرمایه گذاری مازاد در خالص سرمایه در گردش عملیاتی، ثروت کمتری برای سهامداران ایجاد می کند. همچنین یافته ها نشان داد نگهداشت وجه نقد اضافی کاهنده ارزش شرکت است و تاثیر سرمایه در گردش بر ارزش شرکت، وابسته به درصد بدهی در ساختار مالی شرکت است.

2-Abuzayed

3- AUtukaite & Molay

فصل سوم روش‌شناسی پژوهش



1-3. 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.

2-3. 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 ۱۳۹۰ لغایت ۱۳۹۵ (۲ ساله) باشند:

الف) نمونه‌های انتخاب شده قبل از سال ۱۳۹۰ 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.

هـ) 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 ۹۰
(85)	به‌منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان دوره مالی آن‌ها منتهی به 29 اسفند باشد.
(51)	به‌منظور 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

جدول ۳-۱: نحوه انتخاب نمونه

3-4. مدل‌های پژوهش

در این پژوهش برای بررسی فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیونی ارایه شده توسط گوئل و همکاران^۱ (2015) بهره گرفته شده است:
مدل رگرسیونی اصلی:

$$TAC = \alpha_0 + \beta_1(LEV) + \beta_2(FCF) + \beta_3(Size) + \beta_4(SALE) + \beta_5(AGE)$$

$$SAD = \alpha_0 + \beta_1(LEV) + \beta_2(SD) + \beta_3(Size) + \beta_4(SALE) + \beta_5(AGE)$$

اجزای این فرمول‌ها عبارتند از:

مدیریت سود: در این پژوهش برای اندازه‌گیری مدیریت سود از مدل تعدیل شده جونز استفاده

خواهد شد که به شرح زیر است

$$TACit / TAit-1 = a_0j(1/ TAit-1) + a_1j(\Delta REVit - \Delta RECit) / TAit-1 + a_2j(PPEit / TAit-1) + ei$$

¹ Goel et al.

TACit: جمع اقلام تعهدی (سود قبل از اقلام غیرمترقبه منهای جریان های نقدی عملیاتی) در

سال t برای شرکت کنترل. i

TAit. جمع دارائی ها در سال t برای شرکت کنترل i

$\Delta REVit$. تغییرات درآمد طی سال 1 تا t برای شرکت کنترل i

$\Delta RECit$. تغییرات حسابها و اسناد دریافتنی طی سال 1 تا t برای شرکت کنترل i

خالص اموال، برای شرکت کنترل: $PPEit$. i مبلغ نا ماشین آلات و تجهیزات در سال

مدل اندازه گیری جریان نقد آزاد: برای محاسبه جریان نقد آزاد از مدل لن و پولسن استفاده شده که براساس این مدل، جریان های نقد آزاد از سود عملیاتی قبل از استهلاک و به کسر مجموع مالیات ها، به اضافه هزینه بهره و سود تقسیمی پرداختی به دست می آید و با تقسیم بر مجموع دارایی ها استاندارد می گردد و از طریق رابطه زیر محاسبه می گردد:

$$FCF = (INC - TAX - INTEXP - PSDIV - CSDIV) / ASSET$$

FCF: جریان های نقد آزاد PSDIV: سود پرداختی به سهامداران ممتاز INC: سود عملیاتی قبل از کسر هزینه استهلاک CSDIV: سود پرداختی به سهامداران عادی TAX: مالیات بر درآمد ASSET: جمع ارزش دفتری دارایی ها INTEXP: هزینه ی بهره

سرمایه در گردش (SAD): بدهی های جاری - دارایی های جاری

اهرم مالی: بدهی های بهره بردار + حقوق صاحبان سهام / بدهی های بهره بردار

متغیرهای کنترلی:

Sales: فروش. برابر است با فروش خالص به دارایی کل شرکت؛
Size: اندازه شرکت. برابر است با لگاریتم طبیعی دارایی های کل شرکت؛
Age: عمر شرکت. برابر است با سال جاری منهای سال پذیرش در بورس؛

جدول 3-1: خلاصه متغیرهای پژوهش

نماد	نام	نوع	نحوه محاسبه
Lev	اهرم مالی	مستقل	بدهی های بهره بردار + حقوق صاحبان سهام // بدهی های بهره بردار
TAC	مدیریت سود	وابسته	جمع ارقام تعهدی
SAD	سرمایه در گردش	وابسته	بدهی های جاری - دارایی های جاری
FCF	جریان نقد آزاد	مستقل	مدل لن وپولسن
Sales	فروش	کنترلی	فروش خالص به دارایی کل شرکت؛
Size	اندازه شرکت	کنترلی	لگاریتم طبیعی دارایی های کل شرکت؛
Age	عمر شرکت	کنترلی	سال جاری منهای سال پذیرش در بورس

3-5. روش گردآوری داده ها 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 نرم‌افزار 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.

3-6. روش‌های تجزیه و تحلیل داده‌ها

3-6-1. روش‌های آماری

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

3-6-1-1. 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.

3-6-1-2. 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 هر یک از ضرایب با

توجه به آماره t انجام شد.

3-6-2. 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:

3-6-2-1. آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته و جملات خطا

در این تحقیق بررسی نرمال بودن داده‌ها بوسیله آزمون جاکرک 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.

3-6-2-2. 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 تأیید می‌گردد. در این پژوهش از آماره F بدین منظور استفاده شده است.

3-6-2-3. آزمون عدم خودهمبستگی خطاها

از دیگر مفروضات استفاده از مدل رگرسیون استقلال خطاها از یکدیگر است. جهت بررسی استقلال خطاها از یکدیگر از آزمون دوربین- واتسون استفاده می‌شود. آماره‌ی 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.

3-6-2-4. 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 صورتی که 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.

3-6-2-5. 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 بالایی 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 تلرانس 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 تلرانس 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.

