

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی  
سال پنجم، شماره سوم، شماره پیاپی (۱۷)، پاییز ۱۳۹۲  
تاریخ وصول: ۱۳۹۱/۱۰/۲۷  
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۶/۱۸  
صص ۸۹-۱۰۴

## ارتباط ارزشی سرمایه در گردش غیر نقدی خالص در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مجید عظیمی\*، منیره صباغ<sup>۱\*\*</sup>

\*استادیار حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه

Azimimajid.yan@yahoo.com

<sup>\*\*</sup>کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه

Monireh.sabagh@yahoo.com

### چکیده

پاسخ‌گویی به عناصر معینی از سیاست‌های مالی شرکت مانند مقدار اهرم مالی شرکت و مقدار سرمایه در گردش که شرکت برای انجام فعالیت‌های خود به آن نیاز دارد به مدیران برای گسترش یک برنامه مشخص مالی و به تبع آن موفقیت و بقا در بازارهای امروزی کمک می‌کند. در این پژوهش سعی شده است ارتباط ارزشی سرمایه در گردش غیر نقدی خالص بررسی شود. این پژوهش از نظر هدف یک پژوهش بنیادی تجربی و از لحاظ ماهیت یک پژوهش همبستگی است. نوع رگرسیون، رگرسیون داده‌های ترکیبی و نوع داده‌ها جهت آزمون، داده‌های تلفیقی است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش حذف سامانمند، نمونه‌ای شامل ۱۱۸ شرکت از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق تهران در بازه زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ انتخاب شده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش خالص، ارتباط منفی با ارزش شرکت ندارد اما سرمایه‌گذاری اضافی در سرمایه در گردش خالص با وجود سطح فعلی سرمایه در گردش شرکت، ارتباط منفی با ارزش شرکت دارد. همچنین سهام‌داران در شرکت‌های اهرمی به مقدار بدهی و ساختار سرمایه شرکت اهمیت ویژه‌ای می‌دهند.

**واژه‌های کلیدی:** ارتباط ارزشی، سرمایه در گردش غیر نقدی خالص، بازده مورد انتظار پرتفوی، اهرم مالی.

**مقدمه**

اغلب تحقیقات گذشته بر تصمیم‌های بلندمدت مالی مدیران شرکت‌ها متمرکز شده است. به ویژه محققان در میان موضوعات مختلف بیشتر به تجزیه و تحلیل ساختار مالی، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت، سود سهام نقدی و ارزشیابی سهام شرکت‌ها پرداخته‌اند. در حالی که سرمایه‌گذاری در دارایی‌های جاری و استفاده از منابع تأمین مالی کوتاه مدت، از اقلام مهم ترانزنامه شرکت‌هاست. تصمیم‌گیری و قضاوت در مناسب‌ترین شیوه سرمایه‌گذاری با هدف بیشینه‌سازی ثروت سهام‌داران از جمله موضوعات بسیار مهم در حوزه مدیریت مالی است. در تحلیل سرمایه‌گذاری افزایش در سرمایه در گردش، به عنوان خروجی‌های وجه نقد دیده می‌شود زیرا وجه نقد به کار گرفته شده در سرمایه در گردش در جای دیگری در واحد تجاری نمی‌تواند به کار گرفته شود و این درحالی است که شرکت می‌تواند از وجه نقد خود در بازار سرمایه بازده کسب کند [۱۱]. با به کارگیری سطح بهینه سرمایه در گردش، شرکت‌ها می‌توانند ریسک را حداقل و مقداری وجه نقد آماده مصرف برای موقعیت‌های غیرقابل پیش‌بینی ذخیره کنند که در زمان مشکلات به کمک شرکت آید و عملکرد آن را بهبود بخشد [۱۷]. فقدان یک برنامه‌ریزی کارآمد بلندمدت، یکی از رایج‌ترین دلایل بروز مشکلات مالی برای شرکت‌ها و ناکامی آنها شناخته شده است. سیاست‌های شرکت در مورد سرمایه‌گذاری و تأمین مالی بر یکدیگر تأثیر متقابل دارند و نمی‌توان یکی از آنها را مجزا از دیگری بررسی کرد. پاسخ‌گویی به عناصر معینی از سیاست‌های مالی شرکت مانند سرمایه‌گذاری مورد نیاز در دارایی‌های جدید، مقدار اهرم مالی شرکت و چگونگی مدیریت سرمایه

در گردش که شرکت برای تداوم فعالیت‌های خود به آن نیاز دارد به مدیران برای گسترش یک برنامه مشخص مالی و به تبع آن موفقیت و بقا در بازارهای امروزی کمک می‌کند. لذا در این پژوهش سعی شده است تا به سؤال زیر پاسخ داده شود: آیا سرمایه در گردش غیر نقدی خالص ارتباط ارزشی دارد؟

**بیان مسئله و مبانی نظری**

همان‌طور که هرگاه مصرف فرد بر درآمدش فزونی یابد، رفاه (سرمایه) وی کاهش می‌یابد، در مورد واحد تجاری نیز فزونی توزیع سود با حفظ سرمایه واحد تجاری مرتبط است. به عبارت دیگر، نگهداشت سرمایه عامل مهمی در تعیین سود است. مفاهیم سرمایه به شرح فوق منجر به مفاهیم نگهداشت سرمایه به شرح زیر می‌شود: الف) نگهداشت سرمایه مالی: به موجب این مفهوم، سود تنها در شرایطی تحصیل می‌شود که مبلغ مالی (پولی) خالص دارایی‌ها در پایان دوره، پس از حذف آثار هرگونه توزیع بین صاحبان سرمایه یا دریافتی از ایشان، نسبت به مبلغ مالی (پولی) خالص دارایی‌ها در ابتدای دوره فزونی یابد. ب) نگهداشت سرمایه فیزیکی: طبق این مفهوم، سود تنها در صورتی تحصیل می‌گردد که ظرفیت تولیدی مادی (ظرفیت عملیاتی) واحد تجاری (یا منابع و وجوه لازم جهت دستیابی به ظرفیت مزبور) در پایان دوره، پس از حذف آثار هرگونه توزیع بین صاحبان سهام یا دریافتی از ایشان، نسبت به ظرفیت تولیدی مادی ابتدای دوره فزونی یابد. به منظور بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری بر ابعاد مختلف شرکت، موضوع هزینه تأمین مالی یکی از مهم‌ترین ابعاد شرکت است که در تحقیقات اخیر مورد تأکید قرار گرفته است. کیفیت

تولیدی فیزیکی تعریف گردد، سود بیانگر افزایش در سرمایه مزبور طی دوره است. کلیه تغییرات قیمت‌ها که بر دارایی‌ها و بدهی‌های واحد تجاری تأثیر می‌گذارد و به عنوان تغییرات در اندازه‌گیری ظرفیت تولیدی فیزیکی واحد تجاری تلقی می‌گردد. این تغییرات به عنوان سود شناسایی نمی‌شود بلکه به عنوان تعدیلات نگهداشت سرمایه جزء حقوق صاحبان سرمایه طبقه‌بندی می‌شود [۱۲].

اغلب تحقیقات گذشته بر تصمیمات بلند مدت مالی مدیران شرکت‌ها متمرکز شده است. به ویژه محققان در میان موضوعات مختلف، بیشتر به تجزیه و تحلیل ساختار مالی، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت، سود سهام نقدی و ارزشیابی سهام شرکت‌ها پرداخته‌اند. در حالی که سرمایه‌گذاری در دارایی‌های جاری و استفاده از منابع تأمین مالی کوتاه مدت از اقلام مهم ترانزاکشن شرکت‌ها است. تصمیم‌گیری و قضاوت در مناسب‌ترین شیوه سرمایه‌گذاری با هدف پیشینه‌سازی ثروت سهام‌داران از جمله موضوعات بسیار مهم در حوزه مدیریت مالی است. برای دستیابی به هدف فوق افزایش عایدات حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها و کمینه‌سازی سرمایه دو راه‌کار مناسب است. بر همین اساس اطلاع از هزینه تأمین مالی همواره در تصمیمات شرکتی نقش اساسی داشته است. دستیابی به نرخ هزینه مناسب در تعیین ترکیب بهینه ساختار مالی شرکت‌ها و به ویژه در کسب بهترین نتایج حاصل از عملیات به شکل سودآوری و افزایش قیمت سهام از اهمیت خاصی برخوردار است. تحقیقات متعددی در خصوص نقش انتخاب خط مشی‌های مناسب با هدف کمینه‌سازی هزینه تأمین مالی در کسب بهترین نتایج عملیات صورت گرفته است. به طوری که نتایج حاصله از آن

گزارشگری مالی از این جهت با هزینه تأمین مالی مرتبط است که بر عدم تقارن اطلاعاتی مؤثر است، به گونه‌ای که کاهش آن می‌تواند نقش مهمی در کاهش هزینه سرمایه و هزینه بدهی ایفا کند [۹]. مفهوم نگهداشت سرمایه معطوف به تعریفی از سرمایه است که واحد تجاری به دنبال نگهداشت آن است. این مفهوم، رابطه میان مفاهیم سرمایه و مفاهیم سود را برقرار می‌سازد، زیرا خط نشانه‌ای تعیین می‌کند که سود واحد تجاری نسبت به آن سنجیده می‌شود. مفهوم نگهداشت سرمایه، لازمه تمایز میان بازده سرمایه واحد تجاری و برگشت سرمایه آن است. چرا که تنها جریان‌های ورودی دارایی‌های مازاد بر مبالغ مورد نیاز جهت نگهداشت سرمایه را می‌توان به عنوان سود واحد تجاری و بنابراین بازده سرمایه آن تلقی کرد. تحت مفهوم نگهداشت سرمایه مالی، در صورتی که واحد اندازه‌گیری ریال اسمی باشد، سود عبارت از افزایش در سرمایه مالی اسمی طی دوره است. بنابراین افزایش قیمت دارایی‌های نگهداری شده طی دوره که به طور قراردادی "درآمد نگهداری" نامیده می‌شود از لحاظ این مفهوم سود تلقی می‌شود، لیکن شناسایی آن تا زمان فروش دارایی‌ها به تعویق می‌افتد. هر گاه نگهداشت سرمایه مالی بر حسب "ریال با قدرت خرید ثابت" مد نظر باشد، سود افزایش در "قدرت خرید سرمایه‌گذاری شده" طی دوره خواهد بود. بدین ترتیب در حالت اخیر تنها آن بخش از افزایش در قیمت دارایی‌ها که مازاد بر افزایش در سطح عمومی قیمت باشد، به عنوان سود تلقی می‌گردد و بقیه این افزایش به عنوان تعدیل نگهداشت سرمایه جزء حقوق صاحبان سرمایه طبقه‌بندی می‌شود. تحت مفهوم نگهداشت سرمایه فیزیکی (عملیاتی)، هرگاه سرمایه بر حسب ظرفیت

بیانگر این موضوع است که در صورت عدم تغییر ریسک و فزونی بازده سرمایه‌گذاری بر هزینه سرمایه موجبات افزایش ثروت سهام‌داران پدید می‌آید و مزاد نرخ بازده سرمایه‌گذاری بر هزینه سرمایه منجر به تحصیل بازده اضافی برای سهام‌داران خواهد بود که این بازدهی در صورت نبود نوع خاصی از سهام‌داران ممتاز متعلق به سهام‌داران عادی خواهد بود. لذا به بیان ساده نرخ هزینه تأمین مالی حداقل نرخ بازدهی است که با دستیابی به آن ارزش شرکت تغییر نمی‌کند و مدیران به عنوان نمایندگان صاحبان سهام باید تلاش کنند تا ساختار سرمایه شرکت را به گونه‌ای تنظیم کنند که هزینه تأمین مالی شرکت حداقل و در نتیجه ارزش شرکت و ثروت سهام‌داران حداکثر گردد. تقریباً در اکثر تصمیم‌های مدیریتی و مالی هزینه تأمین مالی از عوامل مهم و مؤثر به شمار می‌آید. مدیران از هزینه تأمین مالی در موارد زیر استفاده می‌کنند: (۱) اتخاذ تصمیمات بودجه‌بندی سرمایه‌ای (۲) استقرار ساختار بهینه سرمایه (۳) تصمیم‌گیری نسبت به اجاره بلندمدت (۴) جایگزینی اوراق قرضه (۵) مدیریت سرمایه در گردش. مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری و ریسک شرکت‌ها و در نتیجه بر ارزش شرکت‌ها تأثیر بسیاری دارد. در واقع مدیریت سرمایه در گردش را می‌توان قدرت ایجاد تعادل بین سود و ریسک معنا کرد. زیرا تصمیم درباره افزایش سود شرکت منجر به افزایش ریسک و در مقابل تصمیم درباره کاهش ریسک شرکت منجر به کاهش سود شرکت می‌شود. تصمیم‌گیری درباره میزان سرمایه‌گذاری در حساب‌های دریافتی و موجودی کالا و میزان تقبل اعتبار از تأمین‌کنندگان کالا و خدمات، مؤلفه‌های اصلی مدیریت سرمایه در گردش را تشکیل می‌دهد و از آن با عبارت "چرخه

تبدیل به نقد" شرکت‌ها یاد می‌شود [۱۰]. شرکت‌ها می‌توانند با توجه به مزایای نسبی دو راهبرد اصلی مدیریت سرمایه در گردش، یکی را انتخاب کنند. آنها می‌توانند با اتخاذ سیاست جسورانه، سرمایه‌گذاری در اجزای سرمایه در گردش را به حداقل برسانند و یا با اتخاذ سیاست محافظه‌کارانه فقط به فکر افزایش فروش باشند و دغدغه تناسب سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش با سودآوری را نداشته باشند. انتخاب سیاست جسورانه و به حداقل رساندن سرمایه در گردش می‌تواند تأثیر مثبتی بر سودآوری شرکت‌ها داشته باشد، زیرا بدین ترتیب می‌توان کل دارایی‌ها و به طور متناسب دارایی‌های جاری خالص را کاهش داد. اما اگر شرکت‌ها سطح موجودی خود را خیلی کاهش دهند و یا سیاست اعتباری خود را محدود سازند، احتمال از دست دادن مشتریان آنها افزایش می‌یابد [۲۵].

چنانچه شرکت‌ها حساب‌های پرداختی تجاری خود را به موقع تسویه نکنند، تخفیفات مربوطه را از دست می‌دهند. در واقع گاهی هزینه فرصت از دست رفته مربوط به تخفیفات نقدی با توجه به نرخ و دوره تخفیف اعطایی می‌تواند بالغ بر ۲۰ درصد مبلغ خرید باشد [۲۶]. از سوی دیگر و بر خلاف باورهای سنتی، انتخاب سیاست محافظه‌کارانه و سرمایه‌گذاری وسیع در سرمایه در گردش هم می‌تواند منجر به سودآوری بالا شود. در میان مزایای مختلف این سیاست به ویژه می‌توان به نگهداری موجودی مواد و کالای بیشتر اشاره کرد که ضرر و زیان ناشی از کمبود مواد اولیه و توقف خطوط تولید، از دست دادن مشتریان در اثر نبود کالای مورد نیاز را کاهش می‌دهد [۳]. اعطای اعتبار به مشتریان می‌تواند در میزان فروش به طرق مختلف تأثیر مثبت بگذارد. اعطای اعتبار را می‌توان به

طرف دیگر ضامن حفظ توان نقدینگی شرکت هستند. لذا اولین سؤالی که شرکت با آن مواجه است این است که حجم بهینه و مطلوب این دارایی‌ها چیست و چگونه تعیین می‌شود؟ به گونه‌ای که نه بیش از حد نیاز باشد و شرکت از راکد ماندن سرمایه متضرر شود و نه کمتر از حد باشد که شرکت مواجه با کمبود سرمایه در گردش شود.

۲- سرمایه‌گذاری و تأمین مالی کوتاه مدت: به هر حال تعیین حد مطلوب نقدینگی تنها یک مرحله از کار است. آنچه که اهمیت دارد این است که شرکت‌ها بتوانند وجوه مازاد بر این حد مطلوب را در زمینه‌های کوتاه مدت سرمایه‌گذاری کنند و کمبود وجوه را از طریق مناسب تأمین کنند.

۳- برنامه‌ریزی نقدینگی: این مورد اصلی‌ترین جزء و پوشش دهنده سایر اجزای مدیریت سرمایه در گردش شناخته می‌شود که زمینه برخورد فعال در ابعاد فوق را آماده می‌کند به عبارت دیگر در صورتی که شرکت حد مطلوب نقدینگی را تعیین کند و در زمینه تأمین مالی کوتاه مدت و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت، مطالبات و موجودی کالا هم فعال عمل کند ولی برنامه‌ریزی نقدینگی دوره‌ای انجام ندهد، مدیریت سرمایه در گردش با نواقص و کاستی‌های جدی مواجه می‌شود.

۴- مدیریت مطالبات موجودی کالا: برای اداره نقدینگی شرکت شرط دیگر این است که شرکت بتواند خط مشی و اقدامات مناسبی در مواجهه با مطالبات و موجودی کالا اتخاذ کند. از جمله اینکه: الف) سیاست اعتباری شرکت مشخص باشد و به آن عمل کند؛ به عبارت دیگر، شرکت شرایط فروش به مشتریان مختلف و دادن اعتبار را مشخص کند.

نوعی کاهش قیمت تلقی کرد [۵]. اعطای اعتبار مشتریان را ترغیب می‌کند که در دوره‌های رکود هم خریدهای خود را انجام دهند. اعطای اعتبار این فرصت را برای شرکت‌ها فراهم می‌کند که در بلندمدت رابطه خود را با مشتریان تقویت کنند اما باید توجه داشت این مزایا با کاهش بازده دارایی‌ها به علت افزایش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های جاری، خشی می‌شود [۱۸]. مدیران تمایل زیادی به نگهداری دارایی‌های جاری به علت وجود بدهی یا حقوق صاحبان سهام دارند زیرا وجود وجه نقد سبب افزایش احتیاط آنان به علت کنترل خارجی صاحبان سهام و اعتباردهندگان می‌شود. این احتیاط ممکن است منجر به سوء استفاده مدیران شود آن هم با هدایت کردن وجوه نقد برای کسب منفعت شخصی خودشان [۱۴]. مدیران شرکت‌هایی با وجوه نقد آزاد، احتمالاً به سمت کسب ارزش کمتر نسبت به افزایش حقوق سهام‌داران متمایل می‌شوند [۱۳]. ارزش بازار شرکت‌هایی که وجه نقد نگهداری می‌کنند به راهبری شرکتی آنان وابسته است. مدیران چنین شرکت‌هایی نسبت به شرکت‌های با راهبری شرکتی قوی‌تر تمایل به استفاده سریع‌تر و بیشتر وجه نقد دارند [۷]. در صناعی با فرصت‌های رشد و ریسک بالا سرمایه‌گذاران اضافه بهایی را برای وجوه نقد نگهداری شده شرکت‌ها اختصاص می‌دهند [۲۱].

### عوامل شرکتی مؤثر بر مقدار سرمایه در گردش

از جمله عوامل شرکتی مؤثر بر مقدار سرمایه در گردش می‌توان عوامل زیر را نام برد:

۱- تعیین حد مطلوب نقدینگی: وجوه کوتاه مدت شرکت همواره در دارایی‌های جاری سرمایه‌گذاری می‌شوند و این دارایی‌ها از یک طرف کم بازده و از

ب) سیاست‌ها و روش‌های مناسبی برای نظارت بر حساب‌های دریافتی و وصول مطالبات داشته باشد.  
ج) در نگهداری موجودی کالا به گونه‌ای عمل کند که هدف سودآوری (به‌خصوص در شرایط تورمی) که منجر به نگهداری موجودی کالای اضافی می‌شود، لطمه‌ای به هدف نقدینگی وارد نکند.

د) در پرداخت‌ها بابت خرید و سایر هزینه‌ها، سیاست‌ها و روش‌هایی وجود داشته باشد که ضمن استفاده از فرصت‌های مربوط به این شیوه تأمین مالی، جنبه اخلاقی نیز در برخورد با مدعیان جاری شرکت رعایت شود.

موارد چهارگانه فوق اشاره به چهار حلقه اساسی مدیریت سرمایه در گردش دارد. این عوامل در کنترل شرکت هستند و باید از طریق شرکت تحقق یابند تا نقدینگی مطلوب فراهم شود اما آنچه مسلم است وجود زمینه‌های محیطی در خارج از شرکت در بهینه کردن مدیریت سرمایه در گردش نقش اساسی دارد [۲۴].

ارزیابی هزینه سرمایه شرکت برای مدیران بدان دلیل با اهمیت است که مدیران می‌توانند به این طریق به ارزیابی طرح‌های سرمایه‌گذاری و تعیین بودجه‌بندی سرمایه‌ای خود بپردازند. به همین جهت سرمایه‌گذاران نیز تمایل زیادی برای ارزیابی خطرهای کلی و سود مورد انتظار خود دارند تا بدان وسیله به ارزیابی فعالیت‌های شرکت بپردازند [۲۳]. مفهوم هزینه سرمایه مبتنی بر این فرض است که هدف شرکت به حداکثر رساندن ثروت سهام‌داران است. در واقع، بر همین اساس بین تصمیمات مالی شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری ارتباط برقرار می‌کند لذا با توجه به اهمیت هزینه سرمایه، تعیین عوامل تأثیرگذار بر آن از اهمیت خاصی برخوردار

خواهد بود. واژه و مفهوم سرمایه عبارت است از میانگین موزون هزینه سرمایه شرکت که در مفهوم عام بیان می‌شود و مفهوم سرمایه نیز شامل وجوه متعلق به صاحبان سهام شرکت (سهام‌داران) است. اما سرمایه در مفهوم خاص خود به غیر از حقوق سهام‌داران، کلیه بدهی‌های بلندمدت شرکت را در برمی‌گیرد به طوری که چنانچه به این تفاوت توجه نشود، مفهوم هزینه سرمایه و محاسبات آن ما را دچار چالش ذهنی خواهد کرد. در راستای تأثیر کیفیت گزارشگری بر ابعاد مختلف شرکت، موضوع هزینه سرمایه یکی از مهم‌ترین ابعاد شرکت است که در تحقیقات اخیر مورد تأکید قرار گرفته است. کیفیت گزارشگری مالی از این جهت با هزینه سرمایه مرتبط است که بر عدم تقارن اطلاعاتی مؤثر است، به گونه‌ای که کاهش آن می‌تواند نقش مهمی در کاهش هزینه سرمایه و هزینه بدهی ایفا کند [۹].

#### پیشینه پژوهش

در تحقیقات پیشین در داخل و خارج از کشور عوامل مختلفی را بر مدیریت سرمایه در گردش مؤثر دانسته‌اند که در ادامه به شرح نتایج آن‌ها پرداخته می‌شود:

آتوکایت و مولی [۲] به بررسی ارتباط ارزشی وجه نقد و مدیریت سرمایه در گردش پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که نگهداشت وجه نقد اضافی منجر به کاهش ارزش شرکت می‌شود و تأثیر سرمایه در گردش بر ارزش شرکت، وابسته به درصد بدهی در ساختار مالی شرکت است.

چترجی [۶] به تحلیل تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر قیمت سهام شرکت‌ها پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد که افزایش چرخه وجه نقد منجر به کاهش سودآوری شرکت می‌شود و مدیران با

کاهش زمان این چرخه، قادر به ایجاد ارزش مثبت برای سهام‌داران هستند. نتیجه دیگر این پژوهش نشان می‌دهد که سودآوری شرکت با اندازه شرکت، ارتباط مثبت و با نقدینگی، ارتباط منفی دارد.

نوبانی و الهاجر [۱۹] به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر ارزش شرکت پرداختند. آنها نشان دادند که با کاهش دوره وجه نقد، دوره حساب‌های دریافتی و موجودی کالا و با افزایش دوره تأخیر حساب‌های پرداختی می‌توان سود شرکت را افزایش داد.

نوبانی و همکاران [۲۰] با بررسی مدیریت بهینه‌سازی سرمایه در گردش، مقیاسی را برای کارایی سرمایه در گردش، زمانی که سطوح موجودی کالا، حساب‌های دریافتی و حساب‌های پرداختی بهینه است پیشنهاد دادند. آنها عنوان کردند چرخه وجه نقدی که از این طریق به دست می‌آید باعث مدیریت سرمایه در گردش دقیق‌تر و جامع‌تری می‌شود که آن هم به نوبه خود، موجب حداکثر شدن فروش، سودآوری و ارزش شرکت می‌شود.

میکالسکی [۱۷] با بررسی راهبردهای مدیریت سرمایه در گردش به عنوان عامل شکل دهنده ارزش شرکت، دلیل نگهداشت وجه نقد را به وسیله مدیران نگرانی آنان می‌دانست. او عنوان کرد که مدیران از قسمت منفی ریسک ترس دارند و وجه نقد را برای پوشش آن نگهداری می‌کنند. اما دلیل دیگر نگهداشت وجه نقد به وسیله آنان استفاده از فرصت‌هایی است که در قسمت مثبت ریسک ایجاد می‌شود.

شین و سوئین [۲۲] طی تحقیقی رابطه میان چرخش تبدیل وجه نقد و سوددهی را بررسی کردند. نتایج این تحقیق بیانگر این بود که کاهش چرخه تبدیل وجه نقد به میزان منطقی سوددهی شرکت‌ها را

افزایش می‌دهد.

بالاک و گالاگر [۴] به بررسی مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها پرداختند. در این مطالعه زمینه‌هایی که مورد پاسخ بود شامل ابزارهای سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، معیارهای انتخاب شیوه سرمایه‌گذاری و روش‌های پیش‌بینی وجه نقد بود و میزان تطابق روش‌های مورد استفاده با روش‌های موجود بررسی و رایج‌ترین روش‌ها نیز معرفی شد.

لورانس و همکاران [۱۶] در پژوهشی به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر قابلیت سوددهی شرکت پرداختند. از جمله مواردی که در این مطالعه به آن توجه شد شامل تعداد بانک‌ها، خدمات بانکی، روش بانک‌ها در اخذ حق‌الزحمه، روش‌های مدیریت سرمایه در گردش و سیستم‌های تسریع وصول مطالبات بود. نتیجه این بود که بین روش‌هایی که برای مدیریت سرمایه در گردش توسعه داده می‌شود و روش‌هایی که در عمل مورد استفاده است فاصله وجود دارد.

طرقه [۱] به بررسی وضعیت موجود سرمایه در گردش و تأثیر آن بر وضعیت نقدینگی شرکت‌های ایرانی پرداخت. نتیجه این بود که مدیریت وجه نقد، مدیریت مطالبات و روش‌های تأمین مالی بر وضعیت نقدینگی اثر دارند. همچنین اثر ماهیت فعالیت شرکت‌ها بر نقدینگی آنها نیز مورد بررسی قرار گرفت. بررسی مزبور نشان داد که وضعیت نقدینگی شرکت‌ها به مقدار زیادی تحت تأثیر ماهیت فعالیت شرکت‌ها است.

#### فرضیه‌ها

به منظور تبیین فرضیه‌های پژوهش، لازم است ابتدا درباره متغیرهای پژوهش مطالبی ارائه شود؛ آنگاه بر اساس مطالب ارائه شده، می‌توان به تدوین

دارد. بازده غیرعادی هر سهم از کاستن بازده پرتفوی الگویی که سهم به آن تعلق دارد از بازده واقعی آن سهم به دست می‌آید.

### متغیر(های) مستقل

متغیرهای مستقل این پژوهش به شرح نگاره (۱) اندازه‌گیری می‌شوند:

#### نگاره ۱. متغیرهای مستقل و اندازه‌گیری آنها

تغییر در موجودی نقد	موجودی نقد پایان دوره جاری منهای موجودی نقد پایان دوره قبل.
موجودی نقد دوره قبل	موجودی نقد پایان دوره قبل.
تغییر در سود عملیاتی	سود عملیاتی دوره جاری منهای سود عملیاتی دوره قبل.
تغییر در دارایی‌های شرکت بدون شمول سرمایه در گردش خالص	کل دارایی‌های شرکت بدون شمول سرمایه در گردش خالص در پایان دوره جاری منهای کل دارایی‌های شرکت بدون شمول سرمایه در گردش خالص در پایان دوره قبل.
تغییر در هزینه تأمین مالی	هزینه تأمین مالی در پایان دوره جاری منهای هزینه تأمین مالی در پایان دوره قبل.
تغییر در سود تقسیمی	سود تقسیمی در دوره جاری منهای سود تقسیمی در پایان دوره قبل.
اهرم مالی بازار	حاصل تقسیم کل بدهی‌ها بر جمع بدهی‌ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام
تأمین مالی خالص	انتشار سهام در قبال وجه نقد به علاوه تسهیلات مالی دریافتی منهای بازپرداخت تسهیلات مالی.
تغییر در سرمایه در گردش	سرمایه در گردش غیر نقدی خالص در پایان دوره جاری منهای سرمایه در گردش غیر نقدی خالص در پایان دوره قبل.
غیر نقدی خالص <sup>۱</sup>	

فرضیه‌ها پرداخت. پس از آن درباره‌ی طرح آزمون فرضیه‌ها نیز بحث خواهد شد.

### تبیین و اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش شامل متغیرهای وابسته و مستقل است که در ادامه به توصیف آنها پرداخته می‌شود.

### متغیر(های) وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش، بازده غیرعادی سهام است که با استفاده از مدل پژوهش کیسچنیک و همکاران [۱۵] از طریق تفاوت بازده واقعی و بازده پرتفوی الگو محاسبه شد. همچنین مدل کیسچنیک و همکاران، همان مدل پژوهش فاکندر و وانگ [۸] است که با اندکی تغییر در مدل و اضافه کردن متغیرهای مرتبط با سرمایه در گردش به ارزیابی اثر سرمایه در گردش بر ارزش شرکت پرداخته است. بازده واقعی هر سهم  $R_{it}$  از نرم‌افزار تدبیرپرداز استخراج می‌گردد اما بازده پرتفوی الگو  $R_{it}^B$  بدین طریق محاسبه می‌شود که در پایان هر سال، تمام شرکت‌های نمونه یک بار بر اساس اندازه و یک بار بر اساس نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار مرتب می‌شوند. اندازه شرکت از طریق ضرب کردن تعداد سهام پایان دوره در میانگین قیمت سهام شرکت، طی سال مورد نظر محاسبه می‌گردد. سپس پنج پرتفوی بر اساس اندازه و پنج پرتفوی بر اساس شاخص ارزش دفتری به ارزش بازار تشکیل می‌شود. از ترکیب هر کدام از دو دسته پرتفوی با یکدیگر، یک پرتفوی جدید که دارای هر دو عامل اندازه و شاخص ارزش دفتری به ارزش بازار است به دست می‌آید. از این پس، هر کدام از بیست و پنج پرتفوی به دست آمده، پرتفوی الگو نامیده می‌شود. بازده پرتفوی الگو برای هر سهم، بازده پرتفویی است که سهم به آن تعلق

۱- سرمایه در گردش غیر نقدی خالص عبارت است از دارایی‌های جاری بدون شمول وجه نقد منهای بدهی‌های جاری [۲].



## تدوین فرضیه‌ها

فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شوند:  
 فرضیه اول: سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش خالص، ارتباط منفی با ارزش شرکت دارد.  
 فرضیه دوم: سرمایه‌گذاری اضافی در سرمایه در گردش خالص علاوه بر سرمایه در گردش خالص موجود، ارتباط منفی با ارزش شرکت دارد.  
 فرضیه سوم: سرمایه‌گذاری اضافی در سرمایه در گردش خالص، در شرکت‌هایی که از اهرم مالی بازار بالا برخوردارند در مقایسه با شرکت‌هایی که از اهرم مالی بازار پایین برخوردارند، با ارزش شرکت ارتباط منفی دارد.

## نوع روش پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، از پژوهش‌های بنیادی تجربی و از حیث ماهیت از نوع پژوهش‌های همبستگی است. نوع رگرسیون مورد استفاده، رگرسیون چند متغیره و داده‌های ترکیبی است. در این پژوهش، روش داده‌های تلفیقی انتخاب گردیده است. همچنین برای معنادار بودن مدل رگرسیون و ضرایب، از آزمون اف فیشر (F) و آزمون t استفاده شد.

## روش و ابزار جمع‌آوری داده‌ها

به منظور نگارش مبانی نظری و پیشینه پژوهشی از روش کتابخانه‌ای استفاده شد. در این تحقیق اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش با استفاده از روش اسناد کاوی و اطلاعات منتشره توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزارهای اطلاع‌رسانی تدبیرپرداز و دیگر منابع اینترنتی مرتبط گردآوری شد.

## جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی

سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۸۹ است. در این پژوهش، برای نمونه‌گیری از روش حذف سامانمند استفاده شده است و حجم نمونه برابر با تعداد شرکت‌های موجود در جامعه آماری است که دارای شرایط زیر باشند:

- ۱- از شرکت‌های تولیدی باشد.
  - ۲- قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و تا پایان اسفند ماه ۱۳۸۹ از فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشد.
  - ۳- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد و در بازه زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۸۹ تغییر سال مالی نداشته باشد.
  - ۴- سهام آنها بیش از سه ماه توقف معامله نداشته باشد.
  - ۵- کلیه اطلاعات مورد نیاز آن قابل دسترس و در اختیار باشد.
- با توجه به شرایط بالا ۱۱۸ شرکت از میان شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شد.

## طرح آزمون فرضیه‌ها

جهت آزمون فرضیه اول مدل (۱) برآزش می‌شود.

مدل (۱)

$$R_{it} - R_{it}^B = \beta_0 + \beta_1 \Delta C_{it} + \beta_2 C_{i,t-1} + \beta_3 \Delta E_{it} + \beta_4 \Delta NNA_{it} + \beta_5 \Delta I_{it} + \beta_6 \Delta D_{it} + \beta_7 L_{it} + \beta_8 NF_{it} + \beta_9 \Delta NWC_{it} + \beta_{10} NWC_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

$R_{it}$ : بازده سهام عادی شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$R_{it}^B$ : بازده انتظاری پرتفوی الگو شرکت  $i$  در دوره  $t$

$\Delta C_{it}$ : تغییر در وجه نقد شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$\Delta E_{it}$ : تغییر در سود عملیاتی شرکت  $i$  در دوره  $t$ .  
 $\Delta NNA_{it}$ : تغییر در دارایی‌ها بدون شمول وجه نقد

شرکت  $i$  در دوره  $t$ .  
 $\Delta I_{it}$ : تغییر در هزینه تأمین مالی شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$\Delta D_{it}$ : تغییر در سود تقسیمی شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$L_{it}$ : اهرم مالی بازار شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$NF_{it}$ : تأمین مالی خالص شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$\Delta NNA_{it}$ : تغییر در دارایی‌ها بدون شمول سرمایه

در گردش خالص شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$\varepsilon_{it}$ : پسماند یا جزء اخلاص.

برای آزمون فرضیه دوم مدل (۲) برازش می‌شود:

مدل (۲)

مدل (۲) برازش می‌شود:

مدل (۲)

### یافته‌های پژوهش

در ادامه به شرح نتایج حاصل از برازش مدل‌ها پرداخته می‌شود. نتایج آزمون فرضیه اول به شرح نگاره (۲) است:

$$R_{it} - R_{it}^B = \beta_0 + \beta_1 \Delta C_{it} + \beta_2 C_{i,t-1} + \beta_3 \Delta E_{it} + \beta_4 \Delta NNA_{it} + \beta_5 \Delta I_{it} + \beta_6 \Delta D_{it} + \beta_7 L_{it} + \beta_8 NF_{it} + \beta_9 \Delta NWC_{it} + \beta_{10} NWC_{i,t-1} + \beta_{11} \Delta NWC_{it} * NWC_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

نگاره ۲. نتیجه آزمون مدل (۱)

متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره آزمون $t$	احتمال آزمون $t$
$\beta_0$	-۱۳/۳۳۰۹۰	۲/۵۶۰۴۸۶	-۵/۲۰۶۳۹۵	۰/۰۰۰۰
$\Delta C_{it}$	۱/۸۲۵۶۰۵	۸/۰۶۳۴۰۶	۲/۲۵۷۷۵۳	۰/۰۲۴۶
$C_{i,t-1}$	۱/۵۸۸۹۰۵	۱/۵۳۵۶۰۶	۱۰/۳۰۹۶۳	۰/۰۰۰۰
$\Delta E_{it}$	-۱/۰۰۴۵۰۵	۱/۸۴۲۳۰۶	-۵/۴۳۹۰۹۳	۰/۰۰۰۰
$\Delta NNA_{it}$	۱/۳۷۲۳۰۶	۴/۸۸۵۴۰۷	۲/۸۰۵۶۶۰	۰/۰۰۵۳
$\Delta I_{it}$	۴/۶۳۴۵۰۵	۳/۷۷۷۸۰۵	۱/۲۲۷۳۶۶	۰/۲۲۰۶
$\Delta D_{it}$	۳/۶۱۷۸۰۶	۱/۶۵۵۶۰۶	۲/۱۸۷۱۱۶	۰/۰۲۹۵
$L_{it}$	-۲۷/۰۹۲۷۳	۹/۷۴۴۵۶۹	-۲/۷۷۸۸۹۲	۰/۰۰۵۸
$d(NF_{it})$	۱/۰۱۴۵۰۵	۷/۶۶۸۷۰۶	۱/۳۱۲۳۷۵	۰/۱۹۰۳
$\Delta NWC_{it}$	۲/۸۶۲۳۰۶	۱/۰۶۳۴۰۶	۲/۶۹۷۴۱۷	۰/۰۰۷۴
$NWC_{i,t-1}$	-۱/۵۷۶۷۰۶	۱/۰۶۳۲۰۶	-۱/۴۷۸۳۷۶	۰/۱۴۰۳
ضریب تعیین	۰/۱۹۶۶۹۵	آماره F	۷/۰۱۱۸۲۷	دوربین واتسون
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۶۸۶۴۳	احتمال F	۰/۰۰۰۰۰۰	۲/۰۰۴۹۴۵

ضریب متغیر  $\Delta NWC_{it}$  نشان می‌دهد که سهام‌داران برای هر ریال سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش، ارزشی بیشتر از یک ریال قائلند که این نتیجه ناسازگار با فرضیه تدوین شده است. بنابراین

فرضیه اول، رد می‌شود. ضریب تعیین مدل ۱۹٪ است که گویای قدرت توضیح‌دهندگی مدل است و این توضیح‌دهندگی به دلیل کمتر بودن احتمال  $F$  از ۵٪، معنی‌دار است. دوربین واتسون به دلیل قرار گرفتن در

نگاره ۳. نتیجه آزمون مدل (۲)

متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره آزمون $F$	احتمال آزمون $F$
$\beta_0$	-۱۲,۳۹۱۸۹	۲,۹۸۸۱۰۳	-۴/۱۴۷۰۷۵	۰/۰۰۰۰
$\Delta C_{it}$	-۲,۶۰۶۵۰۰	۳,۰۶۶۵۰۰	-۰/۸۵۱۵۷۶	۰/۳۹۵۱
$C_{i,t-1}$	-۵,۷۶۷۸۰۶	۷,۲۳۷۸۰۶	۰/۷۹۶۱۰۴	۰/۴۲۶۶
$\Delta E_{it}$	-۱,۵۷۹۸۰۵	۲,۸۲۹۸۰۶	-۵/۵۵۲۳۳۲	۰/۰۰۰۰
$\Delta NNA_{it}$	۳,۹۱۳۴۰۶	۱,۴۴۷۶۰۶	۲/۷۱۴۸۰۵	۰/۰۰۷۰
$\Delta I_{it}$	۴,۸۳۲۳۰۵	۳,۱۲۵۴۰۵	۱/۵۴۵۴۱۶	۰/۱۲۳۳
$\Delta D_{it}$	۱,۲۹۴۳۰۵	۳,۵۳۲۳۰۶	۳/۶۶۵۵۸۰	۰/۰۰۰۳
$L_{it}$	-۲۶,۱۹۱۹۰	۸,۸۱۱۴۶۹	-۲/۹۷۲۴۷۹	۰/۰۰۳۲
$d(NF_{it})$	۳,۵۴۵۴۰۶	۹,۱۳۵۴۰۶	۰/۳۸۱۴۸	۰/۶۹۸۲
$\Delta NWC_{it}$	۴/۵۰۶۵۰۶	۲,۲۲۷۶۰۶	۲/۰۲۴۸۴۷	۰/۰۴۳۷۰
$NWC_{i,t-1}$	۲,۷۱۲۳۰۶	۳,۷۲۸۷۰۶	۰/۷۲۶۹۶۵	۰/۴۶۷۸
$\Delta NWC_{it} * NWC_{i,t-1}$	-۶,۹۰۶۵۱۳	۳,۳۸۹۸۱۳	-۲/۰۴۰۴۸۱	۰/۰۴۲۱
ضریب تعیین	۰/۲۱۸۶۳۱	آماره F	۷/۲۱۱۵۶۵	دوربین واتسون
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۸۸۷۷۰	احتمال F	۰/۰۰۰۰۰۰	۱/۹۹۳۵۷۴

بنابراین فرضیه دوم تأیید می‌شود. ضریب تعیین نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل قادرند به میزان ۲۱٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. با توجه به توضیحات مطرح شده در خصوص دوربین واتسون، مقدار دوربین واتسون مدل نشان دهنده نبود خود همبستگی در مدل است. نتایج آزمون مدل (۳) به شرح نگاره (۴) در زیر آمده است.

ضریب برآوردی متغیر  $\Delta NWC_{it} * NWC_{i,t-1}$  مقداری منفی است که بیانگر وجود ارتباط منفی با متغیر بازده غیرعادی است. از آنجا که ضریب فوق کوچک‌تر از یک است بدین معناست که اگر شرکت با وجود سرمایه در گردش اولیه دوباره اقدام به افزایش سرمایه در گردش کند، سهام‌داران به هر ریال سرمایه‌گذاری بیشتر در سرمایه در گردش، ارزشی کمتر از یک ریال می‌دهند.

## نگاره ۴. نتیجه آزمون مدل (۳)

متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره آزمون $t$	احتمال آزمون $t$
$\beta_0$	-۱۱/۳۸۱۹۹	۲/۴۹۹۹۲۹	-۴/۵۵۲۹۲۶	۰/۰۰۰۰
$\Delta C_{it}$	۳/۹۶۵۶۰۵	۱/۲۶۵۴۰۵	۳/۱۳۷۲۳۵	۰/۰۰۱۹
$C_{i,t-1}$	۲/۸۵۶۷۰۵	۶/۸۷۷۰۶	۴/۱۴۳۹۲۵	۰/۰۰۰۰
$\Delta E_{it}$	-۱/۱۶۸۷۰۵	۱/۶۶۸۷۰۶	-۶/۹۶۷۷۳۶	۰/۰۰۰۰
$\Delta NNA_{it}$	۲/۴۲۸۹۰۷	۴/۱۱۶۵۰۷	۰/۵۸۷۷۵۱	۰/۵۵۷۱
$\Delta I_{it}$	۳/۸۱۴۵۰۵	۳/۸۹۳۲۰۵	۰/۹۷۷۷۹۱	۰/۳۲۸۹
$\Delta D_{it}$	۱/۴۵۲۳۰۵	۵/۸۱۴۵۰۶	۲/۴۸۶۵۱۳	۰/۰۱۳۴
$L_{it}$	-۳۰/۰۰۳۷۰	۷/۲۰۹۸۲۶	-۴/۱۶۱۵۰۱	۰/۰۰۰۰
$d(NF_{it})$	۱/۱۰۶۵۰۵	۸/۳۱۷۶۰۶	۱/۳۲۲۵۶۴	۰/۱۸۶۹
$\Delta NWC_{it}$	۱/۷۶۴۵۰۵	۸/۳۴۵۴۰۶	۲/۱۱۲۷۱۴	۰/۰۳۵۴
$NWC_{i,t-1}$	۳/۲۸۶۵۰۶	۲/۳۲۳۴۰۶	۱/۴۱۴۹۶۴	۰/۱۵۸۱
$\Delta NWC_{it} * L_{i,t}$	-۱/۹۰۷۶۰۵	۹/۵۹۲۳۰۶	-۱/۹۷۹۷۲۸	۰/۰۴۸۶
ضریب تعیین	۰/۲۱۲۸۸۶	آماره F	۷/۰۷۷۱۳۳	دوربین واتسون
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۸۲۸۰۵	احتمال F	۰/۰۰۰۰۰۰	۱/۹۸۳۴۶۵

## نتیجه

فرضیه اول بیان می‌کند که سرمایه‌گذاری اضافی در سرمایه در گردش خالص ارتباط منفی با ارزش شرکت دارد. چنانچه در نگاره (۲) مشاهده شد فرضیه مزبور بر مبنای مدل‌های پژوهش فاکندر و وانگ [۸] و پژوهش کیسچنیک و همکاران [۱۵] آزمون شده است. نتایج فرضیه اول نشان می‌دهد که بر خلاف پژوهش فاکندر و وانگ و پژوهش کیسچنیک و همکاران، سهام‌داران به هر واحد سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش خالص، ارزشی بیشتر از یک واحد می‌دهند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که برای سهام‌داران بورس اوراق بهادار تهران، سرمایه در گردش خالص از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. سرمایه در گردش نگهداری شده در انتهای دوره قبل نیز رابطه‌ای منفی با بازده غیر عادی سهام دارد که این خود گویای حساسیت سهام‌داران به سرمایه‌گذاری مازاد در سرمایه در گردش است. فرضیه دوم بیان می‌کند که سرمایه‌گذاری اضافی در سرمایه

نتایج نشان می‌دهد که ضریب برآوردی متغیر  $\Delta NWC_{it} * L_{i,t}$ ، مقداری منفی است که حاکی از وجود ارتباط منفی و معنی‌دار با بازده غیرعادی است. ضریب فوق، اثر تعاملی اهرم مالی و افزایش سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش بر ارزش شرکت را نشان می‌دهد و بدین معناست که سهام‌داران برای هر ریال سرمایه‌گذاری بیشتر در سرمایه در گردش در شرکت‌های با اهرم مالی بالا نسبت به شرکت‌های با اهرم مالی پایین، ارزشی کمتر از یک ریال قائلند که این توضیح موافق با فرضیه سوم است، لذا با اطمینان ۹۵٪ فرضیه سوم تأیید می‌شود. ضریب برآوردی متغیر  $L_{it}$  به طور قابل ملاحظه‌ای منفی و معنی‌دار است. ضریب تعیین نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل قادرند به میزان ۲۱٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند که این توضیح دهندگی بر اساس آزمون F معنی‌دار است. مقدار دوربین واتسون عدم وجود خود همبستگی در مدل را نشان می‌دهد.

[۱۵] اثر تعاملی سرمایه در گردش خالص و اهرم مالی با یکدیگر منفی است و نشان دهنده ارتباط معکوس آنها با بازده غیر عادی سهام است. نتایج نشان می‌دهند که هر واحد سرمایه‌گذاری اضافی در سرمایه در گردش خالص در شرکت‌های با اهرم مالی بالا نسبت به شرکت‌های با اهرم مالی پایین، توسط سهام‌داران کمتر از یک واحد ارزش‌گذاری می‌شود. این موضوع نشان می‌دهد که سرمایه در گردش خالص به درصد بدهی ساختار سرمایه شرکت‌ها بسیار حساس است.

به طور کلی می‌توان نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش را به شرح نگاره (۵) خلاصه کرد:

نگاره ۵. نتایج آزمون فرضیه‌ها

رد	تأیید	فرضیه
•		اول
	•	دوم
	•	سوم

#### ارائه پیشنهادها

با توجه به مبانی نظری و نتایج به دست آمده پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود:

۱- با توجه به نتایج پژوهش و پیشرفت سریع بازارهای مالی، پیشنهاد می‌شود هیأت مدیره و مدیران عامل شرکت‌ها با تقویت راهبری شرکتی و با توجه بیشتر به نسبت‌های مالی، به تناسب سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش خالص بیشتر توجه کنند و شفافیت گزارشگری را ارتقاء دهند.

۲- به سرمایه‌گذاران و حساب‌رسان پیشنهاد می‌شود جهت ارزیابی تداوم فعالیت شرکت‌ها، علاوه بر اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی اساسی، اقلامی

در گردش خالص با وجود سرمایه در گردش خالص فعلی شرکت، ارتباط منفی با ارزش شرکت دارد. همان‌طور که در نگاره (۳) مشاهده شد، فرضیه مزبور بر مبنای مدل‌های پژوهش فاکندر و وانگ [۸] و پژوهش کیسچنیک و همکاران [۱۵] آزمون شده است. نتایج آزمون فرضیه دوم گویای توجه خاص سهام‌داران در بورس اوراق بهادار تهران، به مقدار سرمایه در گردش خالص است؛ به این معنا که اگر با وجود سرمایه در گردش در انتهای دوره قبل، شرکت اقدام به سرمایه‌گذاری اضافی در سرمایه در گردش کند، هر واحد سرمایه‌گذاری اضافی در سرمایه در گردش خالص الزاماً ایجاد ارزش مازاد نمی‌کند. عکس‌العمل سهام‌داران به این سرمایه‌گذاری اضافی بسیار شدید است و ضریب منفی اثر تعاملی سرمایه در گردش خالص دوره جاری با سرمایه در گردش دوره قبل، گویای ارتباط منفی آنها با بازده غیر عادی سهام است. نتایج به دست آمده از این آزمون هماهنگ با نتایج کسب شده در پژوهش لورانس و همکاران [۱۶]، فاکندر و وانگ [۸] و پژوهش کیسچنیک و همکاران [۱۵] است. فرضیه سوم بیان می‌کند که سرمایه‌گذاری اضافی در سرمایه در گردش خالص، در شرکت‌های با اهرم مالی بالا در مقایسه با شرکت‌هایی که از اهرم مالی بازار پایین برخوردارند، با ارزش شرکت، ارتباط منفی دارد. چنانچه در نگاره (۴) مشاهده شد، فرضیه مزبور بر مبنای مدل‌های پژوهش فاکندر و وانگ [۸] و پژوهش کیسچنیک و همکاران [۱۵] آزمون شده است. به منظور بررسی اینکه اهرم مالی چگونه بر سرمایه در گردش و ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد، فرضیه سوم آزمون شد. هماهنگ با یافته‌های پژوهش فاکندر و وانگ [۸] و پژوهش کیسچنیک و همکاران

- 7- Dittmar, A. and Mahrt-Smith, J. (2007). "Corporate governance and the value of cash holdings", *Journal of Financial Economics* 83, 599-634.
- 8- Faulkender, M. W. and Wang, R. (2006). "Corporate Financial Policy and the Value of Cash". *The Journal of Finance* Vol.61 (4), 1957-1990.
- 9- Francis, J., R. LaFond, P. M. Olsson, and K. Schipper, (2005). "The market pricing of accruals quality", *Journal of Accounting and Economics* 39, 295-327.
- 10- Gitman, L. J., (1974). "Estimating Corporate Liquidity Requirements: a Simplified Approach", *The Financial Review*, Vol. 9, pp. 79-88.
- 11- Harford, J. (1999). "Corporate cash reserves and acquisitions", *Journal of Finance* 54, 1969-1997.
- 12- Hendrikson, Eldon S. Mickael F. Van Berda. (1992). *Accounting theory*. Vol. 43, pp. 1127-41.
- 13- Jensen, M. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers". *American Economic Review*, 76, 323-329.
- 14- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- 15- Kieschnick, R.L., Laplante, M. and Moussawi, R. (2009). "Working Capital Management, Access to Financing, and Firm Value". Working Paper, *SSRN Electronic Library*, SSRN-ID: 1431165.
- 16- Lawrance, Gitman. D. Keith Forrester and John, R. Forrester. (1976). "Maximizing cash Disbursement Floot". *Financial management* Vol.1, No.1, pp.25-39.
- 17- Michalski, G.M. (2005). "Net Working Capital Management Strategies as Factor Shaping Small Firm Value". Working Paper, *SSRN Electronic Library*, SSRN-ID: 1000770.
- 18- Ng C. K., J. K. Smith and R. L. Smith (1999). "Evidence on the Determinants of Credit Terms Used in Inter firm Trade", *Journal of Finance*, 54, pp. 1109-1129.
- مانند اهرم مالی، بهره و سود سهام دریافتی و سرمایه در گردش خالص را نیز مد نظر قرار دهند.
- همچنین در راستای تحقیق حاضر، محورهای زیر برای انجام تحقیقات بیشتر پیشنهاد می‌شود:
- ۱- بررسی ارتباط ارزشی سرمایه در گردش غیر نقد خالص در شرکت‌های موجود در صنعت تأمین مالی و لیزینگ در مقایسه با دیگر صنایع.
- ۲- بررسی ارتباط ارزشی سرمایه در گردش غیر نقد خالص با در نظر داشتن مشخصه راهبری شرکتی.
- ۳- بررسی ارتباط ارزشی سرمایه در گردش غیر نقد خالص با در نظر داشتن اقلامی مانند مالیات پرداختی، بهره و سود سهام دریافتی.

#### منابع

- ۱- طرقة، سهیلا. (۱۳۸۷). *بررسی آثار مدیریت سرمایه در گردش بر شرکت‌های کوچک و متوسط ایرانی*. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء.
- 2- Autokaite, R., and molay, E. (2011). "Cash Holdings, Working Capital and Firm Value: Evidence From France". *Working Paper, SSRN Electronic Library*, SSRN-ID: 1836900.
- 3-Blinder, A. S. and L. J. Maccini, (1991). "The Resurgence of Inventory Research: What have we Learned?" *Journal of Economic Survey*, Vol. 5, pp. 291-328
- 4-Block, s., and t Gallagher. (1986). "The use of interest rate Futures and Option by Corporate". *Finantial Management Aut.*
- 5-Brennan M., V. Maksimovic and J. Zechner, (1988). "Vendor Financing", *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 1127-41.
- 6- Chatterjee S. (2010). "The Impact of Working Capital Management on the Profitability of the Listed Companies in the London Stock Exchange" *Working Paper, SSRN Electronic Library*, SSRN-ID: 1587249.

- 19- Nobanee, H., and Al Hajjar, M. (2009). "A Note on Working Capital Management and Corporate Profitability of Japanese Firms". *Working Paper, SSRN Electronic Library*, SSRN-ID: 1433243.
- 20- Nobanee, H., AlShattarat, W.K., and Haddad, A.E. (2009). "Optimizing Working Capital Management," *SSRN Electronic Library*. SSRN-ID: 1528894.
- 21- Pinkowitz, L., and Williamson, R.(2007). "What is the Market Value of a Dollar of Corporate Cash"? *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 19 No. 3, 74 – 81.
- 22- Shin, H. H. and L. Soenen, (1998). "Efficiency of Working Capital and Corporate Profitability", *Financial Practice and Education*, Vol. 8, pp. 37-45.
- 23- Shu, wayne R.Guay,s . p.kothari, Susan shu (2003) Properties of implied cost of capital using analysis for costs February
- 24- Solano Martinez and Teruel Garcia. (2006). "Effects of working capital"-  
[www.ebi.ir](http://www.ebi.ir)
- 25- Wang, Y. J. (2002). "Liquidity Management, Operating Performance, and Corporate Value: Evidence from Japan and Taiwan", *Journal ofMultinational Financial Management*, Vol. 12: 159-69.
- 26- Wilner, B. S. (2000), "The Exploitation of Relationships in Financial Distress: the Case of Trade Credit",*Journal of Finance*, Vol. 55: 153-78.





## **The Value Relevance of Non-cash Net Working Capital of Listed Companies in Tehran Stock Exchange**

**M. Azemi Yancheshmeh**

Assistant Professor of Accounting, Islamic Azad University Mobarakeh Branch (IAU), Iran

**M. Sabagh\***

Master of Accounting, Islamic Azad University Mobarakeh Branch (IAU), Iran

### **Abstracts:**

Considering the elements of financial policy (strategy), such as company's financial leverage and amount of current working capital that company needs to do its operations, helps managers for expansion of a particular financial program and to succeed and survive in today marketplace. This paper tries to survey value relevance of non-cash net working capital. This study is a fundamental experimental research and in nature is a correlation research. The type of regression model used in this study is a regression model with pooled data. To test the research hypotheses a sample of 118 listed companies in Tehran stock exchange, is selected by using systematic elimination method of sample selection, for a period of 2006-2010. The results of the research indicate that there is no negative relationship between the net working capital investment and firm's value. Moreover findings show extra investment in net working capital considering the current level of firm's net working capital have negative relationship with firm's value. Also, stockholders give an especial attention to the level of debt and capital structure of company in levered companies.

**Keywords:** Value Relevance, Non-Cash Net Working Capital, portfolio expected rate of return, Financial Leverage.

---

\* Monireh.sabagh@yahoo.com