

## بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش در دوره‌های رونق و رکود

عباس قدرتی زوارم<sup>۱</sup>، محمد نوروزی<sup>۲</sup>، زهرا اکبری<sup>۳</sup>، خلیل دهقان<sup>۴</sup>

۱ گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه فنی و حرفه‌ای، شیروان، ایران

Email: Abbas.ghodratizoeram@gmail.com

۲ گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی و تربیت‌بدنی، مدرس دانشگاه گنبدکاووس، گنبدکاووس، ایران

Email: Mohammad\_n488@yahoo.com

۳ دانشجوی کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده علوم انسانی، موسسه آموزش عالی اشراق، بجنورد، ایران

Email: za1402427@gmail.com

۴ کارشناسی ارشد حسابداری، حسابرس دیوان محاسبات

Email: Khdehgan@gmail.com

نویسنده مسئول: Email: Abbas.ghodratizoeram@gmail.com

### چکیده

این تحقیق به بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش در دوره‌های رونق و رکود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. بدین منظور تعداد ۱۶۷ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۹۹ انتخاب گردید. در این تحقیق اثر متغیرهایی مثل رونق و رکود اقتصادی را بر نوع سیاست‌های سرمایه در گردش اتخاذی مدیران همچون سیاست‌های متهورانه و سیاست‌های محافظه‌کارانه مورد مطالعه قرار می‌دهیم. اندازه شرکت، مالکیت هیات مدیره، مالکیت نهادی، سن شرکت به‌عنوان متغیرهای کنترلی مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج تحقیق حاضر نشان می‌دهد که مدیران در دوران رکود اقتصادی سیاست‌های محافظه‌کارانه و در دوران تورم سیاست‌های متهورانه مدیریت سرمایه در گردش را پیش می‌گیرند.

**واژه‌های کلیدی:** مدیریت سرمایه در گردش، دوره‌های رونق و رکود، سیاست‌های متهورانه و سیاست‌های محافظه‌کارانه

## مقدمه

نقدینگی شریان حیات مالی شرکت است و مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها از ضرورت‌های بقای شرکت می‌باشد، در واقع مشکل نقدینگی به‌اندازه‌ای مهم است که چنانچه با ضعف مدیریت و برخورد منفعلانه با موضوع نقدینگی همراه شود حیات مالی شرکت یعنی مسئله بقا و تداوم فعالیت آن را به‌طور جدی با مخاطره مواجه می‌کند (محمد زاده و نو فرستی، ۱۳۸۸).

از طرفی بانک‌ها و سایر اعتباردهندگان نیز برای اعطای تسهیلات به شرکت‌ها، نسبت‌های نقدینگی آن‌ها و توان بازپرداخت بدهی‌های جاری را مدنظر قرار می‌دهند. بنابراین وجود استراتژی قوی در زمینه سرمایه در گردش و کنترل میزان نقدینگی شرکت بسیار ضروری به نظر می‌رسد (نیکو مرام و همکاران، ۱۳۸۵).

مدیریت سرمایه در گردش در دوره‌های رونق و رکود شرکت‌ها که مدیریت بر منابع و مصارف جاری می‌باشد، برای حداکثر سازی ثروت سهامداران به‌عنوان بخشی از وظایف مدیران مالی، دارای اهمیت به‌سزایی می‌باشد. به‌طور کلی، سرمایه در گردش به سرمایه‌گذاری شرکت در دارایی‌های کوتاه‌مدت از قبیل وجه نقد، اوراق بهادار کوتاه‌مدت، حساب‌های دریافتنی و موجودی‌های کالا اطلاق می‌شود و خالص سرمایه در گردش عبارت است از دارایی جاری منهای بدهی جاری (محمدی، ۱۳۸۸).

میزان دارایی‌ها و بدهی‌های جاری باید به‌طور دائم کنترل شوند تا:

۱. اطمینان حاصل گردد که میزان اقلام تشکیل‌دهنده سرمایه در گردش به سطوح موردنظر و مطلوب رسیده‌اند.
  ۲. مشتریان بالقوه شرکت از دست نروند.
  ۳. قدرت نقدینگی شرکت حفظ گردد و شرکت ورشکست نشود (پی نوو، ۱۳۸۸).
- مدیریت سرمایه در گردش ازجمله مهم‌ترین مسائل ساختار مدیریتی است. اهمیت این موضوع به دلیل عوامل زیر بیشتر می‌شود:

۱. بیشتر شرکت‌های ایرانی به دلیل موقعیت تومی و کاهش قدرت خرید پول، ترجیح می‌دهند تا وجه نقد را به دارایی‌های دیگر تبدیل کنند و این امر موجب می‌شود که شرکت‌ها در سررسید بدهی‌ها دچار کمبود نقدینگی شوند و به اعتبار سازمان لطمه وارد شود.
۲. از طرفی کمبود سرمایه در گردش در اغلب شرکت‌هایی که با پریشانی مالی مواجه شده و درنهایت سرنوشت برخی از آن‌ها به ورشکستگی کشیده می‌شود یکی از دلایل عمده اهمیت سرمایه در گردش است.
۳. سرمایه‌گذاران به دنبال سرمایه‌گذاری‌هایی هستند که بیشترین بازده سهام را داشته باشد و در این موارد سرمایه‌گذاران باید از وضعیت موجود مطمئن باشند و این اطمینان با مشاوره و برنامه‌ریزی حاصل می‌شود تا زوایای تاریک مسیر سرمایه‌گذاری روشن شود (حسن‌پور، ۱۳۸۸).

به دلیل نبود برنامه‌ریزی مناسب برای میزان سرمایه در گردش موردنیاز، بیشتر شرکت‌ها دارای مازاد یا کسری سرمایه در گردش هستند. برای یک شرکت میزان بهینه سرمایه در گردش که باید نگهداری کند تا به بیشترین سودآوری برسد، از اهمیت زیادی برخوردار است. اگر سرمایه در گردش بیش‌ازحد نیاز نگهداری شود؛ آنگاه شرکت بیش‌ازحد در دارایی‌های جاری سرمایه‌گذاری کرده است و در نتیجه یک نوع هزینه فرصت از دست‌رفته به وجود می‌آید. همچنین اگر شرکت کمتر از مقدار موردنیاز سرمایه در گردش نگهداری کند، ممکن است قادر به انجام تعهداتش نباشد مدیریت کارای نقدینگی شامل برنامه‌ریزی و کنترل دارایی‌ها و بدهی‌های جاری به‌گونه‌ای است که خطر عدم توانایی برآوردن تعهدات کوتاه‌مدت را از بین برده و از سرمایه‌گذاری اضافی در این دارایی‌ها جلوگیری به عمل آورد (راماچاندران و جاناکیرامان، ۲۰۰۹).

اسمیت معتقد است مدیریت سرمایه در گردش به خاطر تأثیری که بر روی ریسک و سودآوری شرکت و در نتیجه در ارزش شرکت دارد از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. چراکه سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش مبادله بین سودآوری و ریسک را شامل می‌شود و تصمیماتی که به افزایش سودآوری گرایش دارد منجر به افزایش ریسک نیز می‌شود و برعکس، تصمیماتی که بر روی کاهش ریسک متمرکز است به کاهش سودآوری بالقوه منجر می‌شود (فتحی و توکلی، ۱۳۸۸).

سرمایه‌گذار با توجه به ارزش شرکت، اولویت خود در سرمایه‌گذاری را مشخص می‌کند. تعیین ارزش شرکت از جمله عوامل مهم در فرآیند سرمایه‌گذاری است.

سؤالی که در این تحقیق قصد پاسخ دادن به آن را داریم عبارت است از اینکه آیا بین مدیریت سرمایه در گردش در دوره‌های رونق و رکود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟

### پیشینه تجربی پژوهش

دلاف (۲۰۰۳)، در تحقیقی که توسط دلاف در راستای تحقیق شین و سوینین (۱۹۹۸) انجام شده بود، تعداد ۱۶۳۷ شرکت بین سال‌های ۱۹۹۱ تا ۱۹۹۵ در بلژیک مورد بررسی قرارداد. در این تحقیق از چرخه تبدیل وجه نقد، دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی و دوره واریز بستانکاران به‌عنوان معیارهای مدیریت سرمایه در گردش، و از نسبت سود ناخالص به جمع دارائی‌ها به‌عنوان معیار سودآوری شرکت و همچنین از رشد فروش، اندازه شرکت، نسبت دارائی‌های مالی به کل دارائی‌ها و نسبت بدهی‌های مالی به کل دارائی‌ها به‌عنوان متغیرهای کنترل استفاده شده بود. نتایج این تحقیق که بر اساس ضریب همبستگی پیرسون و تحلیل رگرسیون انجام شده بود حاکی از این بود که رابطه معکوس معناداری بین چرخه نقدینگی و اجزاء آن شامل، دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی و دوره پرداخت بدهی با سودآوری شرکت‌ها وجود دارد.

بوش و همکاران (۲۰۰۳) در تحقیقی با عنوان «آیا سود باقی‌مانده مبتنی بر ارزش بازار در مقایسه با سود باقی‌مانده مبتنی بر ارزش دفتری، معیار بهتری برای اندازه‌گیری عملکرد است؟» که در کنگره حسابداری اروپا ارائه کردند؛ به مطالعه سود باقی‌مانده مبتنی بر ارزش بازار و مقایسه آن با سود باقی‌مانده مبتنی بر ارزش دفتری پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که ارزش‌افزوده اقتصادی پالایش‌شده می‌تواند منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی (NPV) مثبت یا سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی (NPV) منفی گردد. آن‌ها تأکید کردند که در یک افق زمانی نامحدود اهداف و نتایج حاصل از به‌کارگیری ارزش‌افزوده اقتصادی، ارزش‌افزوده بازار (MVA) و ارزش‌افزوده اقتصادی پالایش‌شده یکسان است.

پاداچی (۲۰۰۴)، در این تحقیق (Kesseven Padachi) کیسون پاداچی شرکت‌های تولیدی کوچک در پنج صنعت، محصولات غذایی و آشامیدنی، میلمان و ائاثیه، پوشاک، محصولات پیش‌ساخته و محصولات کاغذی بین سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۳ مورد بررسی قرارداد. در این تحقیق ۵۸ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شدند. نتایج تحقیق حاکی از این بود که سرمایه‌گذاری بیش از اندازه در موجودی‌ها و حساب‌های دریافتی سودآوری شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. همچنین با تحلیل نقدینگی، سودآوری و کارایی عملیاتی پنج صنعت ذکر شده، دریافتند که در صنعت چاپ و انتشار و کاغذسازی تغییرات عمده‌ای در مدیریت سرمایه در گردش رخ داده است و انتخاب روش‌های مختلف می‌تواند تاثیر بااهمیتی بر سودآوری شرکت‌ها داشته باشد.

قوش و همکاران (۲۰۰۵)، در تحقیق خود تلاش کردند نشان دهند شرکت‌هایی که در گزارشگری خود افزایش‌های ناشی از نگهداری در سود و درآمد را افشا می‌کنند در مقایسه با شرکت‌هایی که فقط افزایش‌های ناشی از نگهداری در سود را به‌تنهایی گزارش می‌کنند، دارای کیفیت سود بالاتر و ضریب واکنش سود بزرگ‌تر هستند. نتایج تحقیق آن‌ها منطبق بر فرضیات تحقیق بود.

حیدر پور و مستوفی (۱۳۸۸) به بررسی همبستگی بین نسبت کیو توپین و ارزش‌افزوده اقتصادی پالایش‌شده برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۳ پرداختند. هدف آنان این بود که در صورت اثبات همبستگی بین دو معیار فوق با توجه به سهولت محاسبه کیو توپین سرمایه‌گذاران می‌توانند از این معیار به‌جای معیار ارزش‌افزوده اقتصادی پالایش‌شده استفاده کنند. برای بررسی این موضوع نمونه‌ای تصادفی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب و از ضریب همبستگی اسپیرمن برای بررسی همبستگی بین دو متغیر استفاده شد. نتایج تحقیق بیانگر آن است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان ادعا نمود که بین نسبت کیو توپین و ارزش‌افزوده اقتصادی پالایش‌شده رابطه معنی‌داری وجود دارد.

محمدی (۱۳۸۸)، در این تحقیق، تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌ها در جامعه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مورد بررسی قرار گرفته است. نمونه آماری این تحقیق شامل ۹۲ شرکت می‌باشد که بین سال‌های ۱۳۷۵ تا ۱۳۸۴ مورد بررسی قرار گرفته‌اند. در این تحقیق از متغیر نسبت سود ناخالص به جمع دارایی‌ها به عنوان معیار سودآوری شرکت‌ها و از متغیرهای، دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی‌ها، دوره واریز بستانکاران و چرخه تبدیل وجه نقد به عنوان معیارهای مدیریت سرمایه در گردش و از متغیرهای، اندازه شرکت، رشد فروش، نسبت دارایی‌های مالی به کل دارایی‌ها و نسبت بدهی‌های مالی به کل دارایی‌ها به عنوان متغیرهای کنترل استفاده شده است. نتایج این تحقیق حاکی از این بود که بین سودآوری شرکت‌ها با دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی‌ها، دوره واریز بستانکاران و چرخه تبدیل وجه نقد، رابطه معکوس معناداری وجود دارد. به عبارتی مدیران می‌توانند با کاهش دوره وصول مطالبات و دوره گردش موجودی‌ها در حد معقول سودآوری شرکتشان را افزایش دهند. همچنین نتایج این تحقیق در رابطه با دوره واریز بستانکاران می‌تواند بیانگر این امر باشد که شرکت‌هایی که سودآور می‌باشند دوره واریز بستانکاران کوتاه‌تری دارند.

یعقوب نژاد و دیگران (۱۳۸۹) این تحقیق به بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. به این منظور تعداد ۸۶ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۸۱-۱۳۸۶ انتخاب گردید. در این تحقیق اثر متغیرهای مختلف مدیریت سرمایه در گردش شامل متوسط دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی کالا، متوسط دوره پرداخت بدهی و چرخه تبدیل وجه نقد را بر سود خالص عملیاتی شرکت‌ها مورد مطالعه قرار گرفت. نسبت جاری، نسبت بدهی و اندازه شرکت (که با لگاریتم طبیعی فروش اندازه‌گیری شده است) به عنوان متغیرهای کنترلی مورد استفاده قرار گرفته است. برای تجزیه و تحلیل از همبستگی پیرسون و رگرسیون استفاده شده است.

احدیان پور (۱۳۹۰) به بررسی ارتباط شاخص‌های ارزیابی دوره‌های رونق و رکود در ارتباط با ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی با توجه به اندازه شرکت‌ها در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۸ در شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده فعال در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نتایج آزمون فرضیه‌ها بیانگر این امر بود که در شرکت‌های رشدی، ارزش افزوده اقتصادی پلایش شده ۶۶ درصد و در شرکت‌های ارزشی، ارزش افزوده بازار ۳۸ درصد دارای بیشترین توان توضیح دهندگی تغییرات ارزش ایجاد شده سهامداران می‌باشند. همچنین با بررسی معیارهای ارزیابی عملکرد در سطح اندازه شرکت‌ها می‌توان به این نتیجه رسید که در سطح شرکت‌های رشدی متوسط ارزش افزوده بازار ۱۶ درصد، بزرگ ارزش افزوده اقتصادی پلایش شده ۶۶ درصد و در سطح شرکت‌های ارزشی کوچک ارزش افزوده بازار ۲۲ درصد و متوسط ارزش افزوده بازار ۳۲ درصد قادر به توضیح دهندگی ارزش ایجاد شده سهامداران می‌باشند و در سطح شرکت‌های رشدی کوچک و ارزشی بزرگ هیچ‌یک از معیارهای مورد بررسی قادر به توضیح ارزش ایجاد شده سهامداران نمی‌باشند.

### فرضیه پژوهش

فرضیه اول: شرکت‌ها برای مدیریت سرمایه در گردش خود در دوران رونق سیاست‌های متهورانه اتخاذ می‌کنند.

فرضیه دوم: شرکت‌ها برای مدیریت سرمایه در گردش خود در دوران رکود سیاست‌های محافظه کارانه اتخاذ می‌کنند.

### روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده‌ها از نوع تحقیقات نیمه تجربی پس‌رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است، یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته انجام گرفته است. از نظر روش تحلیل داده‌ها نیز تحقیق همبستگی است، زیرا پژوهش حاضر در پی یافتن رابطه بین متغیرهای پژوهش در یک جامعه آماری است. داده‌های پژوهش از لوح‌های فشرده آرشو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری گردید. در نهایت، با توجه به حجم نمونه‌ها، از نرم‌افزار ایویوز نسخه یازدهم و استاتا برای تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده شد. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ است. نمونه انتخابی پژوهش در نگاره (۱) خلاصه شده است.

پس از اعمال محدودیت‌های اعمال‌شده تعداد ۱۶۷ شرکت و ۱۱۶۹ مشاهده (سال-شرکت) به‌عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند.

نگاره (۱): پراکندگی شرکت‌ها بر اساس صنعت

پراکندگی شرکت‌ها بر اساس نوع صنعت		
۱	پتروشیمی، فرآورده‌های نفتی، شیمیایی، لاستیک و پلاستیک	۴۰
۲	مواد و محصولات دارویی	۲۳
۳	فلزات اساسی و محصولات فلزی	۲۰
۴	سیمان، آهک و گچ	۲۰
۵	خودرو و ساخت قطعات	۱۶
۶	محصولات کانی، غیرفلزی و سایر معادن	۹
۷	زراعت و خدمات وابسته	۸
۸	کاشی و سرامیک	۶
۹	مواد غذایی (شامل قند و شکر)	۵
۱۰	ماشین‌آلات، تجهیزات و دستگاه‌های برقی	۵
۱۱	حمل‌ونقل، انبارداری و ارتباطات	۵
۱۲	محصولات کاغذی	۴
۱۳	رایانه	۲
۱۴	سایر	۴
	جمع	۱۶۷

### الگوی رگرسیونی و نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

متغیر مستقل

متغیرهای مستقل در این تحقیق شامل رکود و رونق می‌باشد که برای اندازه‌گیری آن از نرخ رشد تولید ناخالص داخلی استفاده شده است اگر تولید ناخالص داخلی دارای رشد مثبت باشد به معنی رونق اقتصادی و اگر دارای رشد منفی باشد دارای رکود اقتصادی می‌باشد.

متغیر وابسته

متغیر وابسته در این تحقیق مدیریت سرمایه در گردش متهورانه یا محافظه‌کارانه می‌باشد، استراتژی‌های سرمایه در گردش به‌صورت متغیرهای کیفی هستند و برای بررسی و تحلیل آن‌ها را به‌صورت متغیر کمی کرده و در قالب نسبت جاری، نسبت آبی و نسبت بدهی با متوسط صنعت مقایسه کرده و همان‌طور که بیان شد، در حالت‌های مختلف بیانگر استراتژی‌های مختلف است. منطق تعیین نوع استراتژی‌ها عبارت است از:

۱. اگر نسبت جاری و نسبت آبی هر دو بالاتر از متوسط صنعت باشند:

نسبت بدهی در حدود متوسط صنعت و یا کمتر از آن نشان‌دهنده انتخاب استراتژی محافظه‌کارانه است.

۲) اگر نسبت آبی و نسبت جاری هر دو کمتر از متوسط صنعت باشند:

نسبت بدهی در حدود متوسط صنعت و یا بیشتر از آن نشان‌دهنده انتخاب استراتژی جسورانه است. (حسن‌پور، ۱۳۸۸).

متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی در این پژوهش عبارتند از:

اندازه شرکت (FSize): در این تحقیق منظور از اندازه، لگاریتم طبیعی دارایی در پایان سال مالی شرکت است. نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری: برابر است با ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام مالکیت هیات مدیره: برابر است با تعداد سهام در اختیار اعضای هیات مدیره تقسیم بر تعداد کل اعضای هیات مدیره مالکیت نهادی: برابر است با تعداد سهام سرمایه‌گذاران نهادی تقسیم بر تعداد کل اعضای هیات مدیره نرخ بازده دارایی‌ها: برابر است با سود خالص تقسیم بر مجموع دارایی‌ها سن شرکت: برابر است با سن شرکت از زمان ورود به بورس اوراق بهادار تهران

### آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. آمار توصیفی به محاسبه پارامترهای جامعه می‌پردازد و شامل شاخص‌های مرکزی و پراکندگی جامعه و ... می‌باشد. در جدول شماره (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه، بیشینه، کمینه، انحراف معیار آورده شده است. نتایج نشان می‌دهد ۱۳ درصد از کل مشاهدات دارای سیاست‌های محافظه‌کارانه و حدود ۲۵ درصد از کل مشاهدات نیز دارای سیاست‌های متهورانه برای مدیریت سرمایه در گردش خود هستند. رونق اقتصادی که با رشد مثبت تولید ناخالص داخلی نشان داده می‌شود در دوره زمانی ۶۰ درصد یا به عبارتی سه سال تولید ناخالص داخلی دارای رشد مثبت بوده است و این مقدار برای رکورد اقتصادی ۴۰ درصد می‌باشد.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرها

شرح	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
سیاست محافظه‌کارانه	۰/۱۳۵	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۳۴۲
سیاست متهورانه	۰/۲۴۸	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۳۲
رونق اقتصادی	۰/۶۰۰	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۹۰
رکود اقتصادی	۰/۴۰۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۹۰
اندازه شرکت	۱۴/۰۸۱	۱۳/۹۱۳	۱۹/۰۶۶	۱۰/۴۹۱	۱/۴۰۸
نسبت بازار به دفتری	۲/۴۳۵	۲/۰۶۸	۴۰/۴۲۱	-۳۳/۷۶۵	۳/۸۱۷
مالکیت هیات مدیره	۰/۶۶۵	۰/۷۰۶	۰/۹۹۴	۰/۰۰۰	۰/۲۱۶
مالکیت نهادی	۰/۵۶۵	۰/۶۷۸	۰/۹۹۴	۰/۰۰۰	۰/۳۳۳
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۰۹۸	۰/۰۸۶	۰/۶۳۱	-۱/۰۳۸	۰/۱۵۳
سن شرکت	۱۸/۸۳۷	۱۷/۰۰۰	۴۹/۰۰۰	۵/۰۰۰	۸/۷۶۱
تعداد مشاهدات	۷۹۰	۷۹۰	۷۹۰	۷۹۰	۷۹۰

### ماتریس همبستگی پیرسون

جدول (۲) ماتریس همبستگی بین متغیرهای تحقیق را نشان می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد که بین رکود اقتصادی و سیاست‌های متهورانه مدیریت سرمایه در گردش همبستگی ۲ درصد معنادار می‌باشد. همچنین بین رونق اقتصادی و سیاست‌های محافظه‌کارانه مدیریت سرمایه در گردش همبستگی ۷ درصد معنادار می‌باشد.

<sup>1</sup> Firm Size

## جدول ۲. ضریب همبستگی بین متغیرها

سن شرکت	نرخ بازده دارایی‌ها	مالکیت نهادی	مالکیت هیات مدیره	نسبت بازار به دفتری	اندازه شرکت	رکود اقتصادی	رونق اقتصادی	سیاست متهورانه	سیاست محافظه کارانه	شرح
									۱	سیاست محافظه کارانه
								۱	*-/۰۲۷	سیاست متهورانه
							۱	*-/۰۹۸	*-/۰۷۷	رونق اقتصادی
						۱	*-/۰۸۹	*-/۰۲۵	*-/۰۲۳	رکود اقتصادی
					۱	*-/۴۷۲	*-/۱۲۸	*-/۰۶۹	*-/۰۹۱	اندازه شرکت
				۱	/۰۱۲	*-/۲۴۴	/۰۲۳	/۰۰۴	-/۰۱۹	نسبت بازار به دفتری
			۱	/۰۲۲	/۱۲۰	*-/۱۱۸	-/۰۵۳	/۰۵۸	*-/۱۱۸	مالکیت هیات مدیره
		۱	*-/۴۶۴	/۰۴۴	/۱۵۴	*-/۵۶۱	-/۰۶۲	/۰۶۱	*-/۱۴۸	مالکیت نهادی
	۱	/۰۲۸	*-/۰۸۸	/۰۶۴	/۰۴۹	-/۰۰۴	*-/۲۳۲	/۰۱۰	*-/۱۱۶	نرخ بازده دارایی‌ها
۱	/۰۰۵	-/۰۰۱	*-/۱۱۵	/۰۳۱	/۰۰۵	/۰۵۱	*-/۱۳۹	-/۰۲۱	-/۰۲۳	سن شرکت

### آزمون ناهمسانی واریانس

به منظور بررسی ناهمسانی واریانس در این تحقیق از آزمون نسبت درستنمایی (LR) استفاده شده است. بنابر نتایج حاصل از این آزمون<sup>۳</sup> که در جدول شماره ۳ آورده شده است، در مدل‌های پژوهش مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد (زیرا احتمال یا **p-value** محاسبه شده کمتر از ۰,۰۵ است). به منظور رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS) استفاده شد.

### جدول ۳. آزمون ناهمسانی واریانس

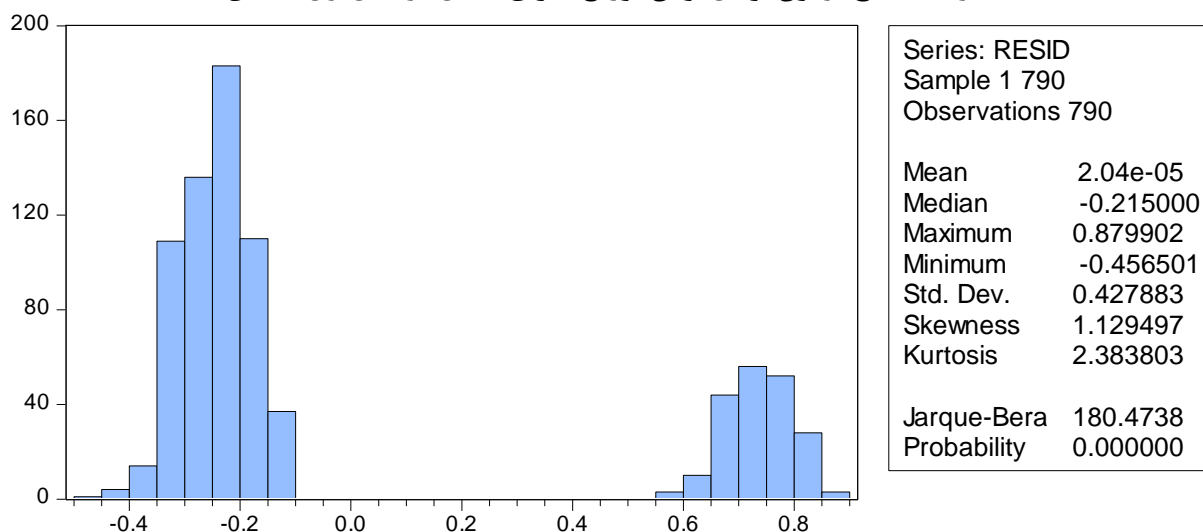
مدل	فرضیه صفر ( $H_0$ )	آماره خی دو	p-value	نتیجه آزمون
مدل اول	واریانس‌ها همسانند	۲/۲۹۸	۰,۰۲۵۳	$H_0$ رد می‌شود (همسانی واریانس وجود ندارد)
مدل دوم	واریانس‌ها همسانند	۶/۲۷۳	۰,۰۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود (همسانی واریانس وجود ندارد)

### آزمون نرمال بودن توزیع اجزای اخلاص مدل‌ها

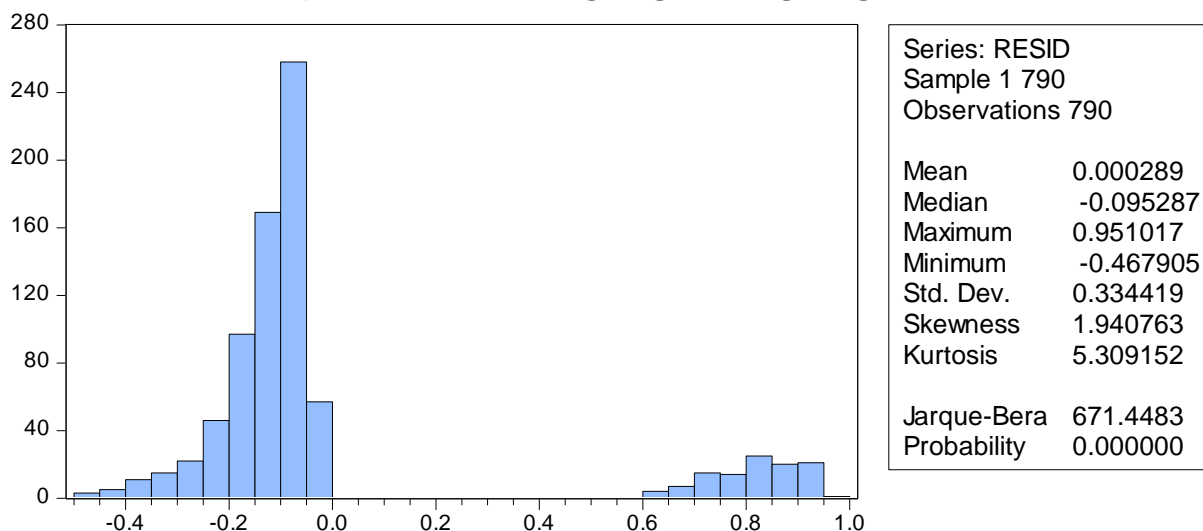
فرض بر این است که جمله اخلاص به نحوی است که پراکندگی آن در مجاورت میانگین حداکثر است و هرچه از میانگین دورتر شویم پراکندگی در سمت راست و چپ آن به یک نسبت کاهش می‌یابد. این فرض به خصوص وقتی که حجم نمونه بزرگ باشد، معقول است. در صورت نقض این فرض، آزمون فرضیه و ساختن فاصله اطمینان در مورد پارامترهای رگرسیون به شیوه متداول از درجه اعتبار ساقط است. تعیین نرمالیتی توزیع اجزای اخلاص مدل با استفاده از شیوه‌های متعددی امکان پذیر است. در این مطالعه از آزمون جارک-برا استفاده شده که فرضیه صفر این آزمون، بر نرمال بودن توزیع خطاها دلالت دارد. همان گونه که در نگاره (۱) ملاحظه می‌شود، از آنجاکه مقدار احتمال آماره مزبور برای مدل تحقیق (۰/۰۰۰) کمتر از ۵ درصد است، لذا فرضیه صفر مبنی بر نرمال بودن توزیع جزء اخلاص رد شده و می‌توان بیان نمود که اجزای اخلاص مدل از توزیع نرمال پیروی نمی‌کند. با این وجود، بر اساس قضیه حد مرکزی زمانی که اندازه نمونه به میزان کافی بزرگ باشد (بیشتر از ۳۰ مشاهده)، انحراف از فرض

نرمال بودن بی‌اهمیت و پیامدهای آن ناچیز بوده و آماره‌های آزمون از توزیع مناسبی پیروی خواهند نمود (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۸۹).

نگاره ۲- نتایج آزمون نرمال بودن توزیع اجزای اخلاص در مدل اول تحقیق



نگاره ۳- نتایج آزمون نرمال بودن توزیع اجزای اخلاص در مدل دوم تحقیق



آزمون فرضیه اول پژوهش



جدول ۴- خلاصه نتایج آماری آزمون فرضیه اول پژوهش

VIF	سطح معناداری	آزمون زد	ضریب	متغیر
-	۰/۰۰۱۴	-۳/۱۸۷	-۱/۶۵۱	عرض از مبدأ
۱/۱۱۲	۰/۰۰۳۴	۲/۹۳۱	۰/۳۱۴	رونق اقتصادی
۱/۰۵۴	۰/۰۰۰۰	۱۰/۸۲۲	۰/۰۸۸	اندازه شرکت
۱/۰۰۸	۰/۰۰۰۰	۸/۳۲۸	۰/۰۱۶	نسبت بازار به دفتری
۱/۳۱۱	۰/۰۰۰۰	-۸/۲۱۱	-۰/۳۲۴	مالکیت هیات مدیره
۱/۳۰۵	۰/۰۰۰۰	۱۷/۳۵۳	۰/۰۹۷	مالکیت نهادی
۱/۰۷۸	۰/۰۰۰۰	-۲۰/۲۶۶	-۰/۰۶۴	نرخ بازده دارایی‌ها
۱/۰۴۰	۰/۰۰۱۰	۳/۳۰۷	۰/۱۹۲	سن شرکت
۰/۳۲۶	ضریب مک فادن	۴۸۷/۲۲۹		آماره LR
		۰/۰۰۰۰		سطح معناداری LR

### آزمون فروض رگرسیون

آماره LR و سطح معناداری آن میزان (۰/۰۰۰۰) می‌توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. با توجه به ضرایب مک فادن مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۳۲ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. با توجه به ستون آخر مقدار VIF برای کلیه متغیرهای مستقل کمتر از ۵ ( $VIF > 5$ ) می‌باشد؛ بنابراین بین متغیرهای مستقل هم‌خطی وجود ندارد؛ بنابراین مدل برازش شده دارای اعتبار می‌باشد.

### نتیجه آزمون فرضیه اول تحقیق

شرکت‌ها برای مدیریت سرمایه در گردش خود در دوران رونق اقتصادی سیاست‌های متهورانه اتخاذ می‌کنند.  
 H0: شرکت‌ها برای مدیریت سرمایه در گردش خود در دوران رونق اقتصادی سیاست‌های متهورانه اتخاذ نمی‌کنند.  
 H1: شرکت‌ها برای مدیریت سرمایه در گردش خود در دوران رونق اقتصادی سیاست‌های متهورانه اتخاذ می‌کنند.  
 ضریب برآوردی متغیر رونق اقتصادی در جدول نشان‌دهنده وجود ارتباط معنادار با سیاست‌های متهورانه مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار در سطح خطای ۰،۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه‌شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰،۰۵ به دست آمده است. بنابراین می‌توان گفت شرکت‌ها برای مدیریت سرمایه در گردش خود در دوران رونق اقتصادی سیاست‌های متهورانه اتخاذ می‌کنند. در نتیجه فرضیه اول تحقیق در سطح خطای ۵ درصد تأیید می‌شود.

### نتیجه آزمون متغیرهای کنترلی

ضریب برآوردی متغیر اندازه شرکت در جدول نشان‌دهنده وجود ارتباط معنادار با سیاست‌های متهورانه مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار در سطح خطای ۰،۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه‌شده برای ضریب این متغیر تحقیق، کمتر از ۰،۰۵ به دست آمده است.

ضریب برآوردی متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در جدول نشان‌دهنده وجود ارتباط معنادار باسیاست‌های متهورانه مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار در سطح خطای ۰،۰۰۵ است. زیرا میزان  $p$ -value محاسبه‌شده برای ضریب این متغیر تحقیق، کمتر از ۰،۰۰۵ به‌دست‌آمده است.

ضریب برآوردی متغیر مالکیت هیات مدیره در جدول نشان‌دهنده وجود ارتباط معنادار باسیاست‌های متهورانه مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار در سطح خطای ۰،۰۰۵ است. زیرا میزان  $p$ -value محاسبه‌شده برای ضریب این متغیر تحقیق، کمتر از ۰،۰۰۵ به‌دست‌آمده است.

ضریب برآوردی متغیر مالکیت نهادی در جدول نشان‌دهنده وجود ارتباط معنادار باسیاست‌های متهورانه مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار در سطح خطای ۰،۰۰۵ است. زیرا میزان  $p$ -value محاسبه‌شده برای ضریب این متغیر تحقیق، کمتر از ۰،۰۰۵ به‌دست‌آمده است.

ضریب برآوردی متغیر نرخ بازده دارایی‌ها در جدول نشان‌دهنده وجود ارتباط معنادار باسیاست‌های متهورانه مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار در سطح خطای ۰،۰۰۵ است. زیرا میزان  $p$ -value محاسبه‌شده برای ضریب این متغیر تحقیق، کمتر از ۰،۰۰۵ به‌دست‌آمده است. زیرا میزان  $p$ -value محاسبه‌شده برای ضریب این متغیر تحقیق، کمتر از ۰،۰۰۵ به‌دست‌آمده است.

#### آزمون فرضیه دوم پژوهش

#### جدول ۵. خلاصه نتایج آماری آزمون فرضیه دوم پژوهش

#### جدول ۵. خلاصه نتایج آماری آزمون فرضیه دوم پژوهش

متغیر	ضریب	آزمون زد	سطح معناداری	VIF
عرض از مبدأ	۱/۵۴۷	۱/۸۴۱	۱/۳۹۹۸	-
رکود اقتصادی	۱/۰۸۸	۱۰/۸۲۲	۱/۰۰۰۰	۱/۱۱۲
اندازه شرکت	-۱/۵۲۳	-۴/۴۹۱	۱/۰۰۰۰	۱/۰۵۴
نسبت بازار به دفتری	-۱/۱۸۷	-۵/۶۶۹	۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۸
مالکیت هیات مدیره	۴/۵۷۰	۱۳/۸۲۲	۱/۰۰۰۰	۱/۳۱۱
مالکیت نهادی	-۱/۰۳۳	۱/۲۹۳	۱/۷۶۹۰	۱/۳۰۵
نرخ بازده دارایی‌ها	۱/۳۰۱	۶/۲۴۸	۱/۰۰۰۰	۱/۰۷۸
سن شرکت	-۱/۰۰۴	-۱/۷۲۲	۱/۴۷۰۰	۱/۰۴۰
آماره LR	۵۳۷/۳۷۵		ضریب مک فادن	۱/۳۶۰
سطح معناداری LR	۱/۰۰۰۰			

#### آزمون فروض رگرسیون

آماره LR و سطح معناداری آن میزان (۰،۰۰۰۰) می‌توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. با توجه به ضرایب مک فادن مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۳۶ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. با توجه به ستون آخر مقدار VIF برای کلیه متغیرهای مستقل کمتر از ۵ ( $VIF > 5$  می‌باشد؛ بنابراین بین متغیرهای مستقل هم-خطی وجود ندارد؛ بنابراین مدل برازش شده دارای اعتبار می‌باشد.

#### نتیجه آزمون فرضیه دوم تحقیق

شرکت‌ها برای مدیریت سرمایه در گردش خود در دوران رونق اقتصادی سیاست‌های محافظه‌کارانه اتخاذ می‌کنند. H0: شرکت‌ها برای مدیریت سرمایه در گردش خود در دوران رونق اقتصادی سیاست‌های محافظه‌کارانه اتخاذ نمی‌کنند. H1: شرکت‌ها برای مدیریت سرمایه در گردش خود در دوران رونق اقتصادی سیاست‌های محافظه‌کارانه اتخاذ می‌کنند.

ضریب برآوردی متغیر رکود اقتصادی در جدول نشان دهنده وجود ارتباط معنادار با سیاست‌های محافظه‌کارانه مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار در سطح خطای ۰.۰۵ است. زیرا میزان  $p$ -value محاسبه‌شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰.۰۵ به دست آمده است. بنابراین می‌توان گفت شرکت‌ها برای مدیریت سرمایه در گردش خود در دوران رونق اقتصادی سیاست‌های محافظه‌کارانه اتخاذ می‌کنند. در نتیجه فرضیه دوم تحقیق در سطح خطای ۵ درصد تأیید می‌شود.

### نتیجه آزمون متغیرهای کنترلی

ضریب برآوردی متغیر اندازه شرکت در جدول نشان‌دهنده وجود ارتباط معنادار با سیاست‌های محافظه‌کارانه مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار در سطح خطای ۰.۰۵ است. زیرا میزان  $p$ -value محاسبه‌شده برای ضریب این متغیر تحقیق، کمتر از ۰.۰۵ به دست آمده است.

ضریب برآوردی متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در جدول نشان‌دهنده وجود ارتباط معنادار با سیاست‌های محافظه‌کارانه مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار در سطح خطای ۰.۰۵ است. زیرا میزان  $p$ -value محاسبه‌شده برای ضریب این متغیر تحقیق، کمتر از ۰.۰۵ به دست آمده است.

ضریب برآوردی متغیر مالکیت هیات مدیره در جدول نشان‌دهنده وجود ارتباط معنادار با سیاست‌های محافظه‌کارانه مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار در سطح خطای ۰.۰۵ است. زیرا میزان  $p$ -value محاسبه‌شده برای ضریب این متغیر تحقیق، کمتر از ۰.۰۵ به دست آمده است.

ضریب برآوردی متغیر مالکیت نهادی در جدول نشان‌دهنده عدم وجود ارتباط معنادار با سیاست‌های محافظه‌کارانه مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار در سطح خطای ۰.۰۵ است. زیرا میزان  $p$ -value محاسبه‌شده برای ضریب این متغیر تحقیق، بیشتر از ۰.۰۵ به دست آمده است.

ضریب برآوردی متغیر نرخ بازده دارایی‌ها در جدول نشان‌دهنده وجود ارتباط معنادار با سیاست‌های محافظه‌کارانه مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار در سطح خطای ۰.۰۵ است. زیرا میزان  $p$ -value محاسبه‌شده برای ضریب این متغیر تحقیق، کمتر از ۰.۰۵ به دست آمده است.

ضریب برآوردی متغیر سن شرکت در جدول نشان‌دهنده عدم وجود ارتباط معنادار با سیاست‌های محافظه‌کارانه مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار در سطح خطای ۰.۰۵ است. زیرا میزان  $p$ -value محاسبه‌شده برای ضریب این متغیر تحقیق، بیشتر از ۰.۰۵ به دست آمده است.

### نتیجه‌گیری پژوهش

در این بخش بر اساس مبانی نظری پژوهش و تحقیقات پیشین و همچنین مدل‌ها و متغیرهای به کار گرفته‌شده در این تحقیق، به تفسیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها پرداخته می‌شود:

مدیریت سرمایه در گردش در زمره مهم‌ترین تصمیماتی است که همواره مدیران را در موازنه بهینه دارایی‌ها و بدهی‌های جاری به چالش می‌کشد. اهمیت مدیریت سرمایه در گردش به سبب استمرار آن در فعالیت‌های روزمره کسب‌وکار است. از این رو، یکی از عوامل مهم تعیین‌کننده ارزش شرکت محسوب می‌شود. آغاز فعالیت و تداوم هر کسب‌وکار مستلزم سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش است. مدیریت بهینه سرمایه در گردش ضامن ارائه محصولات رقابت‌پذیر و متعاقباً عملکرد مطلوب شرکت از یک سو و کاهش هزینه سرمایه از سوی دیگر است. برخی شواهد تجربی نظیر گرازی و همکاران (۲۰۰۵) حاکی از آن است که سرمایه‌گذاری (اعم از دارایی ثابت و سرمایه در گردش) منجر به افزایش ارزش شرکت می‌گردد. مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) نشان می‌دهند تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی مستقل از یکدیگر است اما برخی شواهد تجربی نشان می‌دهد اگر بازارهای مالی کامل نباشد، تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی به یکدیگر مرتبط است. به‌طور کلی، می‌توان ادعا کرد سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش تحت سیطره دو دیدگاه رقیب است. در دیدگاه نخست، سرمایه در گردش بالاتر به شرکت اجازه می‌دهد فروش خود را افزایش داده و لذا بتواند از تخفیف‌های بیشتری بابت پرداخت

های زودتر از موعد برخوردار شده و به این ترتیب، ارزش شرکت افزایش یابد. در دیدگاه دوم، سرمایه در گردش بالاتر نیازمند تأمین منابع مالی بیشتری بوده و در نتیجه، شرکت با هزینه‌های تأمین مالی اضافی مواجه می‌شود که این امر احتمال ورشکستگی آن را افزایش می‌دهد. بدیهی است سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش به محدودیت‌های تأمین مالی شرکت‌ها بستگی دارد و شرکت‌هایی که دارای ظرفیت تأمین مالی داخلی بالاتری بوده و به بازار سرمایه دسترسی دارند، از سرمایه در گردش بالاتری برخوردارند. سرمایه در گردش می‌تواند به عنوان ذخیره نقدینگی احتیاطی عمل کرده و کمبود آتی وجه نقد را تضمین نماید. با این حال، اثرات احتمالی زیان‌بار ناشی از افزایش سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش می‌تواند موجب تأثیر منفی بر عملکرد شرکت شود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد شرکت‌ها برای مدیریت سرمایه در گردش خود در دوران رونق اقتصادی سیاست‌های متهورانه اتخاذ می‌کنند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داد شرکت‌ها برای مدیریت سرمایه در گردش خود در دوران رکود اقتصادی سیاست‌های محافظه‌کارانه اتخاذ می‌کنند. در خصوص نتایج به دست آمده می‌توان بیان داشت شرکت‌ها با در نظر گرفتن و پیش‌بینی دولتمردان از نرخ رشد تولید ناخالص داخلی اقدام به اجرای سیاست‌های مدیریت سرمایه در گردش می‌کنند. این عامل نشان می‌دهد در دوران رکود اقتصادی شرکت‌ها بخش عظیمی از منابع خود را در دارایی‌های جاری، مخصوصاً موجودی کالا سرمایه‌گذاری می‌کنند که این امر منجر به عدم استفاده از منابع مالی شرکت جهت سرمایه‌گذاری شده و سعی در کاهش میزان بدهی‌های جاری جهت حفظ توان شرکت در پرداخت بدهی‌ها می‌کنند و در دوران رونق اقتصادی علی‌رغم سرمایه‌گذاری در دارایی‌های جاری و موجودی کالا که منجر به افزایش میزان فروش شرکت‌ها شده و با در نظر گرفتن افزایش موجودی کالا در نتیجه افزایش تولید، اقدام به اجرای سیاست‌های فروش متنوع فروش می‌کنند و سعی در کاهش چرخه نقدینگی می‌کنند تا بتوانند از شرایط ایجاد شده اقدام به افزایش ثروت و منافع سهامداران کنند. که این موضوع سبب کاهش میزان حساب‌های دریافتی شده که منجر به کاهش نسبت جاری و نسبت آبی نسبت به متوسط صنعت می‌شود. همچنین با توجه به افزایش ظرفیت شرکت‌ها در نتیجه افزایش تولید و فروش میزان بدهی‌های شرکت‌ها که منتج از افزایش توان شرکت‌ها در پرداخت بدهی‌ها می‌باشد، اقدام به اجرای دریافت تسهیلات به منظور افزایش تولید کرده که سبب افزایش میزان بدهی‌ها می‌شود. این عوامل سبب شکل‌گیری مدیریت سرمایه در گردش متهورانه می‌شود. در واقع افزایش نرخ رشد تولید ناخالص داخلی به شرکت‌ها این جرات را می‌دهد تا با افزایش توان شرکت جهت تولید کالا و افزایش سهم بازار خود در نتیجه اجرای سیاست‌های فروش نسبی، میزان منابع مالی خود را افزایش دهند.

### پیشنهاد‌های کاربردی

با توجه به یافته‌ها و نتایج حاصل از این پژوهش و همچنین مبانی نظری تشریح شده در ادبیات این پژوهش، پیشنهاد می‌شود. با توجه به اینکه شرکت‌ها در دوران رونق اقتصادی سیاست‌های متهورانه و در دوران رکود اقتصادی سیاست‌های محافظه‌کارانه اتخاذ می‌کنند، به سرمایه‌گذاران بالفعل شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود ضمن بررسی میزان سیاست‌های متهورانه و محافظه‌کارانه شرکت‌ها و مقایسه آن با متوسط صنعتی که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند از بالا بودن (پایین بودن) آن نسبت به متوسط صنعت اطلاع پیدا کنند. در صورت بالا بودن نشان‌دهنده بالا بودن ریسک سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها می‌باشد و با در نظر گرفتن نرخ بازده مورد انتظار خود نسبت به بازده شرکت اقدام به نگهداری یا فروش سرمایه‌گذاری کنند. همچنین به سایر سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود ضمن ارزیابی عوامل فوق اقدام به خرید سهام شرکت داشته باشند. همچنین به حساب‌برسان مستقل شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود در برنامه‌ریزی حسابرسی خود به رونق و رکود اقتصادی سال مورد حسابرسی توجه داشته باشند و با توجه به اعمال سیاست‌های متهورانه و یا محافظه‌کارانه روش‌های حسابرسی ویژه‌ای برای این منظور اجرا کنند. همچنین به بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها را با توجه به نسبت جاری، نسبت آبی و نسبت بدهی‌ها از لحاظ اجرای سیاست‌های مدیریت سرمایه در گردش رتبه‌بندی کرده و اطلاعات آن را در اختیار استفاده‌کنندگان قرار دهد.

## منابع

- اسماعیل پور، حسن، (۱۳۸۱) مدیریت بازاریابی بین‌المللی. نگاه دانش.
- افلاطونی، عباس، نیک‌بخت، لیلی، (۱۳۸۹)، کاربرد اقتصادسنجی در تحقیقات حسابداری، مدیریت مالی و علوم اقتصادی، انتشارات ترمه.
- پی ریموند، نوو، ترجمه علی جهانخانی و پارساییان، (۱۳۸۶). مدیریت مالی، انتشارات سمت.
- جمشیدی، سعید، اثباتی فاطمه (۱۳۸۲). حسابداری بانکی تهیه صورت‌های مالی. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، پژوهشکده پولی و بانکی.
- تهرانی، رضا، طباطبایی، سید جلال، (۱۳۸۶) "بررسی ثبات شاخص ریسک سیستماتیک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" تحقیقات مالی، دوره ۹، شماره ۲۳.
- جهانخانی، علی و عبده تبریزی، حسین. (۱۳۷۳) " نظریه بازار کارای سرمایه " مجله تحقیقات مالی شماره اول، دانشگاه تهران.
- جونر چارلز پی. (۱۳۸۸). مدیریت سرمایه‌گذاری؛ ترجمه؛ تهرانی رضا، نوربخش عسگر. انتشارات نگاه دانش، چاپ پنجم.
- حساس یگانه، یحیی و مرادی، محمد، (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۵۲، ص ۱۰۷ تا ۱۲۲.
- دلاور، علی (۱۳۹۱). رو تحقیق در روانشناسی و علوم تربیتی. انتشارات ویرایش.
- راعی، رضا و تلنگی، احمد (۱۳۸۷). مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته. سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
- رهنمای رود پستی، فریدون، کیانی، علی، (۱۳۸۷). بررسی تبیین استراتژی های مدیریت سرمایه در گردش در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه دانش و پژوهش حسابداری، شماره ۱۳.
- رضازاده، جواد، حیدریان، جعفر (۱۳۹۱). تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های ایرانی. مجله تحقیقات حسابداری.
- ساروخانی، باقر، (۱۳۸۱)، روش‌های تحقیق در علوم اجتماعی: اصول و مبانی، پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی.
- شباهنگ رضا (۱۳۸۷)، مدیریت مالی، انتشارات سازمان حسابرسی، جلد اول و دوم.
- فتحی، سعید، توکلی، سید یاسین (۱۳۸۸). بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی بنگاه‌های اقتصادی، مجله بررسی‌های بازرگانی، شماره ۳۶.
- فدایی نژاد، محمد اسماعیل (۱۳۸۳). اصول بودجه بندی سرمایه ای، بررسی پروژه های سرمایه گذاری. سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
- فعلی، مریم (۱۳۸۷)، بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- نمازی، محمد و کرمانی احسان، (۱۳۸۷)، تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۴۲، ص ۹۷ تا ۱۲۴.
- نیکو مرام هاشم، فریدون رهنمای رود پستی و فرشاد هیبتی (۱۳۸۹)، مبانی مدیریت مالی، جلد اول و دوم، انتشارات ترمه.
- عربصالحی، مهدی، رهروی، علیرضا (۱۳۹۰)، تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سطح نگهداشت وجه نقد، فصلنامه علمی دانشجویان ارشد حسابداری و مدیریت مالی.
- هومن، حیدر علی (۱۳۸۴)، مدل یابی معادلات ساختاری با کاربرد نرم‌افزار لیزرل، انتشارات سمت.
- یعقوب نژاد، احمد و دیگران (۱۳۸۹). ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، شماره دوم.

- Abdul Raheman and Mohamed Nasr, (2007). Working Capital Management and Profitability – Case of Pakistani Firms, *International Review of Business Research Papers*, Vol.3 (2), pp.275–296
- Abdul Rahman, R. and Mohamed Ali, F. (2006), “Board, audit committee, culture and earnings management: Malaysian evidence”, *Managerial Auditing Journal*, Vol. 21 No. 7, pp. 783-804.
- Abel Maxim, (2008). the Impact of Working Capital Management on Cash Holding, Mid Sweden University, Department Of Social Science.
- Alfayoumi, N. and Abuzayed, B. (2009), “Ownership structure and corporate financing”, *Applied Financial Economics*, Vol. 19 No. 24, pp. 1975-86.
- Ali Uyar, (2009). The Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability: An Empirical Investigation in Turkey, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 24.
- Altman, E. (1968), “Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy”, *Journal of Finance*, Vol. 23 No. 4, pp. 589-609.
- Bekaert, G., (2003), *Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets*, Columbia University.
- Berner, S.D.W., Schmhid, M and Zimmereman, H., (2004). An integrated framework of corporate governance and firm valuation evidence from Switzerland, *European corporate Governance Institute*, Working Paper series, n. 34.
- Bodie Z. and R. C. Merton, (2000). *Finance*, International Edition, Prentice-Hall, New Jersey.
- Butler, A. W., (2005). Stock Market Liquidity and The Cost of Issuing Equity, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2).
- Campbell, J. et al. (1999). Trading Volume and Serial Correlation in Stock Returns, *Journal of Economics*, 108(4).
- Chan, C. (1993), “The study on working capital management of manufacturing business”, unpublished master’s dissertation, Department of Management Science, Tam Kang University, Taiwan.
- Chiou, J.R. Cheng, L. “The Determinants of Working Capital Management”, *The Journal of American Academy of Business*, Cambridge, Vol. 10, No. 1, pp. 149-155, 2005.
- Chung, R., Firth, M and Kim, J., (2002). Institutional Monitoring and Opportunistic Earning Management, *Journal of Corporate Finance*, 8, 29-48.
- Copeland, T. And Galai, D., (1983). Information effects on the bid-ask spread. *The Journal of finance*, No. 38(5), pp: 1457-1469.
- Cute, Diego C., (2009). Market liquidity and ownership structure with weak protection for minority shareholders: evidence from Brazil and Chile, working paper. <http://ssrn.com>.
- Dalsenius, M., (2007). Effects of Stock Market Liquidity on Growth: Empirics and Theory, Working Paper, Uppsala University.
- Deloof, M. (2003). “Does working capital management affects profitability of Belgian firms?”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 30 No. 3, pp. 573-87.
- Diamond, D, S., Verrecchia R., (1991). Disclosure, liquidity and the cost of equity capital. *The journal of finance*, September, pp: 1335-1360.
- Eljelly, M. A, (2004). “Liquidity – Profitability Tradeoff: an Empirical Investigation in an Emerging Market”, *IJCM*, Vol. 14, No. 2, pp. 486-1.
- Ellul, A. & Pagano, M., (2004). IPO Underpricing and After-market Liquidity, *Review of Financial Studies*.
- Ferdinand A Gul, (1999). Government share ownership, investment opportunity set and corporate policy choices in China, *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 7, Issue 2, Pages 157-172
- Frank Stephen H., Backhaus Jurgen G., (2003). Corporate governance and mass privatization: A theoretical investigation of transformation in legal and economic relationships. *Journal of Economic Studies*.
- Giannetti, M., Simonov, A., (2006). “Which Investors Fear Expropriation? Evidence from Investors’ Portfolio Choices”, *The Journal of Finance*, 61, 3, pp: 1507-1547.
- Ginglinger E and Hamon, (2010). Ownership, control and market liquidity, *Financial international meeting AFFI*.

- Gjerde, T. and Mahenthiran, S, (2011). Ownership concentration, ownership structure, and liquidity-Evidence from chili. Working paper. <http://ssrn.com>.
- Glosten, L. and Milgrom, P., (1985). Bid-Ask spread and transactions prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of financial economics*, No. 14(1), pp: 70-100.
- Glosten, L. and P. Milgrom, (1985). Bid-Ask spread and transection prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of financial economics*, No. 14(1), PP: 70-100.
- Goss, B., (2008). *A Debt, Risk and Liquidity in Futures Markets*, Routledge, NewYork.
- Hasbrouck, J., (2003). *Trading Costs and Returns for US Equities: The Evidence from Daily Data*, Working Paper, New York University.
- Havoutis, N, (2003). "Profitability in the balance", *AFP Exchange* , Vol.23 ,No.6, pp .3438 .
- Ho, T. and Stoll, H. R., (1981). Optimal dealer pricing under transactions and return uncertainly. *Journal of financial economics*, No. 9(1), pp: 47-73.
- Jensen, M. and Meckling, W., (1976). the theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, pp: 305-360.
- Johnson, R, Soenen, L.(2003). "Indicators of Successful Companies", *European Management Journal*, Vol.21, NO. 3, pp.36.
- Jose M. L., C. Lancaster, and J. L. (1996). Stevens, *Corporate Returns and Cash Conversion Cycles*, *Journal of Economics and Finance*. 20(1), pp. 33-46.
- Jun, S. G. et al., (2003). *Liquidity and Stock Returns in Emerging Equity Markets*, *Emerging Markets Review* 4.
- Keown A. J., J. D. Martin, J. W. Petty, and D. F. Scott, (2003). *Foundations of Finance*, 4th Ed.
- Kim, C., Mauer, D. and Sherman, A. (1998), "The determinants of corporate liquidity: theory and evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 33 No. 3, pp. 335-59.
- Kini O, Mian S (1995). Bid-ask spread and ownership structure. *Journal of Financial Research*, Vol. 18, pp: 401-414.
- Klapper L., (2002). *Small- and Medium-Size Enterprise Financing in Eastern Europe*, Development Research Group the World Bank.
- Lazaridis I. and D. (2006). Tryfonidis, *Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange*, *Journal of Financial Management and Analysis*, Vol.19 (1), pp. 26 – 35.
- Lhabitant, F. Serge & Gregoriou, G. N., 2008, *Stock Market Liquidity*, John Wiley & Sons.
- Lin, F.L., (2010). A Panel Threshold model of institutional ownership and firm value in Taiwan international research, *journal of finance and economics*, 42, pp: 1450-2887.
- Liu, W. C. & Hsu, C. M., (2006). The Role of Financial Development in Economic Growth: The Experiences of Taiwan, Korea and Japan, *Journal of Asian Economics* 17 (4).
- Long, M.S., Malitz, I. B. and Ravid, S. A. (1993)."Trade Credit, Quality Guarantees, and Product Marketability, *FinancialManagement*.
- Madhavan, A., (1992). Trading mechanisms in securtis Markets. *Journal of finance*, 47(2), pp: 607-641.
- Marcelo, J. L. M. & Quiros, M. M. M., (2007). The Role of an Illiquidity Risk Factor in Asset Pricing: Empirical Evidence From the Spanish Stock Market, Working Paper, University of Extremadura.
- Myers, S. (1984), "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 39 No. 3, pp. 575-92.