

فصلنامه رویکردهای پژوهشی نو در علوم مدیریت
Journal of New Research Approaches in Management Science
سال اول. شماره سوم. بهار ۱۳۹۷، صص ۲۸۹-۳۰۸ Vol 1. No 3. 2018, p 289-308
شماره شاپا (۲۵۸۸-۵۵۶۱) ISSN: (2588-5561)

**تأثیر استراتژی‌های سرمایه در گردش بر بازده سهام
در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران**

احمد صفری کندسری

کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی، گرایش مالی، واحد علوم و تحقیقات دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
Safari_ahmad66@yahoo.com

چکیده

پژوهش حاضر به بررسی تأثیر استراتژی‌های سرمایه در گردش بر روی بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. این تحقیق از نظر روش توصیفی و از لحاظ هدف کاربردی است. جامعه آماری تحقیق، شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند. دوره زمانی تحقیق، از سال ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۴ می‌باشد. که در کل تعداد ۹۱ شرکت به عنوان نمونه‌های تحقیق انتخاب شدند. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از آزمون‌های داده‌های ترکیبی و تحلیل براساس همبستگی ترکیبی توسط نرم افزار Eviews9 انجام شده است. یافته‌های تحقیق حاکی از این می‌باشد که بین سیاست سرمایه گذاری جسورانه و بازده سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، ولی بین سیاست تامین مالی جسورانه و بازده سهام رابطه معکوس و معنا داری وجود دارد. و همچنین بین چرخه تبدیل وجوه نقد و بازده سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: استراتژی‌های سرمایه در گردش، بازده سهام، چرخه تبدیل وجه نقد

۱- مقدمه

تحقیقات گسترده ای با موضوع مدیریت سرمایه در گردش در حوزه تحقیق های مالی تاکنون انجام یافته است. اما تحقیقات انجام شده در حوزه استراتژی های سرمایه در گردش اندک می باشد. امروزه در همه واحدهای تجاری سرمایه در گردش بخش عظیمی از سرمایه سازمان را به خود اختصاص می دهد و مدیریت آن نیز از اهمیت به سزایی برخوردار است. سرمایه در گردش برای موفقیت هر واحد تجاری یک عامل مهم است و نیازمند کنترل و مدیریت کافی می باشد. مدیریت سرمایه در گردش، به دنبال رسیدن به شرایطی است که شرکت با مازاد یا کمبود نقدینگی مواجه نشود. در صورتی که شرکت با کمبود نقدینگی مواجه گردد، باعث می شود آن شرکت در استفاده از فرصت های سرمایه گذاری کوتاه مدت موفق نباشد و برای تولید کالاها و رفع نیازهای مشتریان، به مواد اولیه مورد نیاز دسترسی به موقع نداشته باشد. هم چنین ممکن است واحد تجاری در ایفای به موقع تعهداتش با مشکل مواجه شده و بر اعتبار آن اثر سوء گذارد. چنین شرکتی به علت کمبود منابع قادر به بهره برداری از شرایط مطلوب بازار و پذیرش پروژه های سودآور نخواهد بود. این شرکت قادر به تهیه یک جای تجهیزات مورد نیاز خود و استفاده از تخفیفات نقدی نخواهد بود. ادامه این وضعیت ممکن است باعث سقوط (ریزش) قیمت سهام شرکت و نهایتاً با کاهش ارزش به خاتمه فعالیت واحد تجاری منجر شود [۴].

یکی از مسائل اساسی مدیریت مالی اداره انواع دارایی ها و بدهی های جاری است. اکثر کسانی که دست اندر کار صنایع کشور هستند پی به اهمیت موضوع برده اند ولی در مرحله چاره جویی بیش تر به دنبال راه حل های برون سازمانی و مقطعی برای حل آن هستند به عبارت دیگر، چاره را در گرو اعطای وام و تسهیلات ارزان و کافی به شرکت ها می دانند. علت اصلی کمبود نقدینگی، فاصله و شکاف بین جریان های ورودی و خروجی نقدی شرکت ها است و شرکت ها در همه سال با این کمبود مواجه نیستند بلکه تنها در دوره های معینی از سال که در شرکت های مختلف نیز با هم یکسان و مشابه نیست، با این امر مواجه اند. لذا تنها منبع تامین کمبود نقدینگی تسهیلات بانکی نیست و راه کارهای دیگری هم دارد. با توجه به ریسک و بازده مربوط به تعیین نوع و ترکیب مصارف شرکت (دارایی ها) و نیز نوع و ترکیب منابع شرکت (بدهی ها و حقوق صاحبان سهام)، تعیین ترکیب و حجم سرمایه در گردش ضروری می باشد. به طوری که، حدود ۶۰ درصد از وقت مدیران مالی صرف این مقوله می گردد. شرکت ها می توانند با به کارگیری استراتژی های گوناگون در رابطه با مدیریت سرمایه در گردش میزان نقدینگی شرکت را تحت تاثیر قرار دهند، به عبارتی این نوع استراتژی ها میزان ریسک و بازده آن ها را مشخص می کند [۱۰].

امروزه مدیریت سرمایه در گردش که همان مدیریت بر منابع و مصارف جاری جهت حداکثر سازی ثروت سهامداران است به عنوان بخشی از وظیفه مدیریت مالی دارای اهمیت ویژه می باشد، با توجه به این که

میزان سرمایه در گردش بر بازده دارایی ها، بازده حقوق صاحبان سهام و ریسک تأثیر دارد و از نظر سرمایه گذاران و سهامداران میزان ریسک و بازده معیار مهم در تصمیم گیری است [۷]. انجام تحقیقات در زمینه ارتباط این متغیر ها می تواند اطلاعات مفیدی را برای تصمیم گیری مدیران، سرمایه گذاران و سهامداران فراهم نماید. در این تحقیق سعی بر آن است تا با استفاده از مفاهیم و نظریه های مدیریت مالی و مطالعات انجام شده تأثیر استراتژی های سرمایه در گردش را بر بازده سهام مورد بررسی قرار گیرد.

۲- مبانی نظری پژوهش

مشکل مهمی که بازار سرمایه به عنوان نبض اقتصاد کشور از آن رنج می برد شرایط رکودی اقتصاد است که تأثیر مستقیم خود را بر سودآوری بنگاه ها و نیز معاملات بازار سهام گذاشته است. دنیای اقتصاد به سرعت در حال تغییر و تحول می باشد. تغییرات سریع فن آوری همگام با افزایش رقابت جهانی مسئولیت مدیران را در فعالیت هایشان سنگین تر می کند. یکی از فعالیت های مدیران، تصمیم گیری می باشد. مسئله تصمیم گیری در تمام زمینه های امور مالی به چشم می خورد و این قاعده از مدیریت سرمایه در گردش مستثنی نیست.

درک چگونگی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش در خلق ارزش برای واحد تجاری، از دسته مباحثی است که می تواند مورد توجه سرمایه گذاران و استانداردگذاران باشد. سرمایه گذاران علاقه مند هستند از طریق درک مدیریت بهینه سرمایه در گردش، به خرید سهامی اقدام کنند که ثروت شان را به حداکثر برساند [۴]. مدیریت کارای سرمایه در گردش به این معنی است که مدیر، دارایی ها و بدهی های جاری بنگاه را به گونه ای برنامه ریزی و مدیریت کند که هم زمان به تعهدهای کوتاه مدت بنگاه عمل شود و از سرمایه گذاری بیش از حد در دارایی های کوتاه مدت نیز جلوگیری به عمل آید. از این رو، سودآوری بنگاه را می توان از دو طریق بهبود داد؛ کارایی عملیات و مدیریت بهینه سرمایه در گردش [۹]. یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم گیری در بورس اوراق بهادار، بازده سهام می باشد، بازده سهام خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیش تر سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش بینی ها از آن استفاده می نمایند. بازده سهام میزان کارایی یک شرکت، در خلق سود خالص برای سهامداران را بیان می کند در واقع این نسبت بیان می کند که یک شرکت به ازای هر یک واحد سرمایه گذاری سهامداران به چه میزان سود خالص برای آن ها کسب می کند. بازده در فرآیند سرمایه گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می کند و پاداشی برای سرمایه گذاران محسوب می شود. بازده ناشی از سرمایه گذاری برای سرمایه گذران حائز اهمیت است، برای این که تمامی بازی سرمایه گذاری به منظور کسب بازده صورت می گیرد [۶].

در تمام شرکت ها چه بزرگ و چه کوچک، هدف اصلی از اقدامات حسابداری، کنترل بخش های حیاتی، کنترل عملکرد شرکت و هم چنین امید به پیشرفت عملکرد می باشد. یکی از بخش های اصلی که

نیاز به کنترل و مدیریت صحیح دارد، بخش دارایی‌ها و بدهی‌های جاری است. به طور کلی مدیریت سرمایه در گردش بیان‌گر سیاست‌ها و تصمیماتی است که در بخش سرمایه در گردش به منظور تغییر در انواع دارایی‌های جاری و منابع تأمین مالی کوتاه مدت اعمال می‌شود [۱].

در اداره امور سرمایه در گردش یک واحد تجاری استراتژی‌های گوناگونی وجود دارد که از تلفیق استراتژی دارایی‌های جاری و استراتژی بدهی‌های جاری حاصل می‌شود. مدیریت سرمایه در گردش واحد تجاری در شرایط مختلف باید استراتژی‌های مناسبی را برای شرکت انتخاب کند تا قادر باشد به نحو کارآمدی دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری را اداره نماید. به این طریق بازده شرکت افزایش و ثروت سهامداران حداکثر می‌گردد. از این دیدگاه ارزش زایی مدیریت سرمایه در گردش بسیار حائز اهمیت است [۵].

سیاست‌ها و رویه‌های که خط و مشی مدیریت مالی را به وجود می‌آورد مبتنی بر این فرض است که شرکت، برخی از تصمیم‌های اصلی را گرفته و آن‌ها را به اجرا در آورده است. این تصمیم‌ها شامل تعیین و انتخاب نوع کالا و خدماتی است که باید عرضه شود و نحوه تأمین مالی (برای تهیه دارایی‌های ثابت) شرکت است. این تصمیم‌ها در فرایند سودآوری شرکت (در بلند مدت) نقش اصلی و تعیین‌کننده را ایفا می‌کنند.

جهت مدیریت سرمایه در گردش با توجه به شرایط مختلف باید استراتژی‌های مناسب را برای شرکت به کار برد تا بتواند به نحو موثر دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری یک واحد تجاری را اداره کرده و نیازهای تأمین مالی واحد تجاری به درستی تأمین شود تا از این طریق بازده سهام شرکت را بالا برده و ثروت سهام‌داران حداکثر شود. با تلفیق دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری استراتژی‌های کلی مدیریت سرمایه در گردش به سه صورت تقسیم می‌شوند که عبارتند از [۳]:

(۱) استراتژی محافظه کارانه: در استراتژی محافظه کارانه، نسبت سرمایه در گردش خالص بالا خواهد بود و قدرت نقدینگی بیش از حد بالا است. و در این حالت مدیریت می‌کوشد تا نسبت نقدینگی (آنی) و نسبت جاری شرکت را به مقیاسی برساند که از مقادیر متعلق به متوسط صنعت بالاتر و هم‌زمان بدهی جاری آن پایین‌تر شود. در اجرای سیاست محافظه کارانه سعی می‌شود که ریسک ناشی از ناتوانی بازپرداخت بدهی‌های سررسید شده به پائین‌ترین حد برسد. مدیر در این نوع استراتژی می‌کوشد تا مقدار زیادی دارایی جاری (که نرخ بازده شان پائین است) نگه دارد، از این رو شرکت‌هایی که چنین استراتژی را داشته باشند، دارای ریسک نقدینگی و بازده اندک خواهند بود.

(۲) استراتژی جسورانه: در مقابل استراتژی جسورانه سعی می‌کند که با داشتن کم‌ترین میزان دارایی‌های جاری، بیش‌ترین استفاده را از بدهی‌های جاری ببرد. مدیر مالی شرکتی که سیاست جسورانه در پیش می‌گیرد می‌کوشد تا مقدار این نسبت‌ها را کاهش دهد، در صدد بر می‌آید تا نسبت

جاری و آنی را به مقداری برساند که متوسط صنعت کم تر و چه بسا سرمایه در گردش خالص شرکت را منفی کند و میزان بدهی جاری را افزایش دهد. در اجرای این استراتژی ریسک نقدینگی بسیار بالا خواهد بود و شرکتی که این استراتژی 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 پائین‌ترین حد می‌رسد، نرخ بازده سرمایه‌گذاری بسیار بالا می‌رود البته اگر شرکت ورشکست نشود. شرکت‌هایی که استراتژی جسورانه را در پیش می‌گیرند ریسک بالایی را می‌پذیرند و نرخ بازدهی‌شان بالا است.

(۳) استراتژی میانه رو: استراتژی میانه رو حد متعادل استفاده از دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری است و ریسک معقول را می‌پذیرد.

فیلیپ و همکاران (۲۰۰۷) با اشاره به کاهش قیمت سهام شرکت آمازون دات کام^۱ در سال ۲۰۰۰، مدیریت سرمایه در گردش کارا را کلیدی برای رسیدن به جریان نقدی سالم می‌دانند. هم چنین آن‌ها بر این عقیده‌اند شرکت‌هایی که راهبرد‌های مدیریت سرمایه در گردش ضعیفی دارند، به مرور زمان مزایای رقابتی و انعطاف پذیری خود را از دست می‌دهند [۱۳]. پژوهش‌های تجربی بسیاری تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد و سودآوری شرکت‌ها را تأیید کرده‌اند که از جمله آن‌ها میتوان به تحقیق شیشر (۲۰۰۸) [۲۲]، ترول و سولانو (۲۰۰۷) [۲۵]، پادچی (۲۰۰۶) [۲۴]، دلف (۲۰۰۳) [۱۲]، رحمان و نصر (۲۰۰۷) [۲۱]، کیشنیک و همکاران (۲۰۱۱) [۱۵]، اشاره نمود.

نظیر و افزا (۲۰۰۹) در مطالعه‌ای بر روی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس کراچی ارتباط بین سیاست‌های مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌ها را بررسی کردند و به این نتیجه دست یافتند که مدیران می‌توانند با اتخاذ رویکرد محافظه کارانه نسبت به سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش و تأمین مالی سرمایه در گردش نیز ارزش شرکت را تغییر دهند [۱۸]. ام‌والا (۲۰۱۲) نیز در مطالعه‌ای بر روی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس عمان تأثیر استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری و ارزش شرکت‌ها را بررسی کرد. نتایج تحقیق آنان حاکی از آن بود که اتخاذ سیاست محافظه کارانه تأثیر مثبتی بر سودآوری و ایجاد ارزش شرکت دارد و اتخاذ سیاست جسورانه تأثیر منفی بر سودآوری و ایجاد ارزش شرکت دارد [۱۷].

مان و جان در سال (۲۰۱۵) به بررسی رابطه بین سرمایه در گردش، نگهداری وجه نقد و سودآوری پرداختند. هدف اصلی این تحقیق بررسی تأثیرگذاری مدیریت مؤثر سرمایه در گردش برای فائق شدن بر وضعیت مالی بحرانی و ابهام‌های اقتصادی است. آن‌ها داده‌های ۲۹۸ شرکت ایالات متحده را طی سال‌های ۱۹۳۶ تا ۲۰۱۲ بررسی کردند. نتایج نشان داد رابطه منفی و قوی بین سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌ها وجود دارد که گویای سطح بهینه سرمایه در گردش برای بنگاه‌ها است [۱۶].

1. Amazon.com

اولو و موانجی در سال (۲۰۱۴) اثر سیاست های جسورانه تامین مالی را بر سودآوری شرکت های کنیایی مورد بررسی قرار دادند. جامعه آماری تحقیق آن ها مدیران مالی ۳۸ شرکت بودند. آنان در تحقیق خود از روش سرشماری استفاده کردند و داده های جمع آوری شده به وسیله نرم افزار **Spss** تجزیه و تحلیل شد. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که سیاست جسورانه تامین مالی بر سودآوری اثری مثبت دارد [۲۰].

باغیان در تحقیق خود در سال (۲۰۱۳) مدیریت سرمایه در گردش و مدیریت عملکرد را در شرکت های بورس ایران مورد بررسی قرار داد. که نتایج تحقیق او نشان می دهد که رابطه معنا دار بین متغیر های تحقیق وجود دارد و سیاست تامین مالی و سرمایه گذاری جسورانه در سرمایه در گردش به بهبود مدیریت شرکت منجر می شود [۱۱].

نیاب وانگا و همکاران در سال (۲۰۱۲) در تحقیقی اثر عملکرد سرمایه در گردش بر عملکرد مالی در شرکت های با مقیاس کوچک در کنیا را بررسی کردند. این مطالعه به این نتیجه رسید که عملکرد مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد مالی شرکت های در مقیاس کوچک اثرگذار است و نیاز است مدیران این شرکت ها شیوه های مدیریت سرمایه در گردش را به عنوان یک استراتژی عملکرد مالی خود بهبود بخشند [۱۹].

کالی در سال (۲۰۱۰) تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری را در شرکت های بازار بورس لندن مورد بررسی قرار داد. مطالعه وی از ۳۱ شرکت بازار بورس لندن در دوره ۲۰۰۶ تا ۲۰۰۸ انجام گرفت. و نتایج حاکی از یک ارتباط منفی قوی بین متغیرهای مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت ها بود و این به معنی آن است که، افزایش چرخه تبدیل وجه نقد منجر به کاهش سودآوری شرکت ها می گردد و هم چنین مدیران می توانند ارزشی مثبت برای سهام داران شرکت با کاهش چرخه تبدیل وجه نقد به پایین ترین سطح ممکن ایجاد نمایند [۱۴].

مشایخ و همکاران در سال (۱۳۹۵)، به بررسی تأثیر سطح وجه نقد نگهداری شده بر رابطه بین بازدهی و سرمایه در گردش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق آن ها از داده های ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۲ استفاده کردند. یافته های تحقیق نشان می دهد بین سرمایه در گردش و بازدهی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. این امر حاکی از توجه سرمایه گذاران به میزان سرمایه در گردش شرکت ها در هنگام اتخاذ تصمیم های شان است [۹].

تشکری جهرمی و همکاران در سال (۱۳۹۳) تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر ثروت سهامداران را در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱ بررسی کردند. اندازه گیری معیار های مدیریت سرمایه در گردش به کمک داده های سیستم حسابداری مانند دوره فروش کالا، دوره وصول

مطالبات و اقلام صورت های مالی انجام شد. و برای اندازه گیری متغیر ثروت سهامداران بازده تعدیل شده سهام به کار گرفته شد. نتایج تحلیل های رگرسیونی نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین اجزای سرمایه در گردش و معیار بهینگی مدیریت سرمایه در گردش با بازده تعدیل شده سهام وجود دارد [۲].

مرادی و نجار در سال (۱۳۹۲) به بررسی رابطه بین رابطه بین مازاد سرمایه در گردش و مازاد بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری تحقیق شامل ۶۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ می باشد. نتایج تحقیق بیان گر 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 هم چنین حاکی است، در شرکت های اهرمی نگه داشت وجه نقد در مقایسه با سرمایه گذاری مازاد در خالص سرمایه در گردش عملیاتی، ثروت سهام داران را افزایش می دهد [۸].

ایزدی نیا و تاکی در سال (۱۳۸۹) در مقاله خود ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ را بررسی کردند. نتایج رگرسیون آن ها نشان می دهد که چرخه تبدیل وجه نقد با سودآوری یک رابطه معکوس و معناداری دارد. و هم چنین سرمایه گذاری بالا در موجودی کالا و حساب های دریافتی منجر به سود دهی می شود [۱]. رهنمای رودپشتی و کیانی در سال (۱۳۸۷) به بررسی و تبیین استراتژی های مدیریت سرمایه در گردش در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق نشان می دهد که ارتباط ضعیفی بین بازدهی و استراتژی مدیریت سرمایه در گردش وجود دارد که از نظر آماری معنادار نیست، اما بین نقدینگی و استراتژی مدیریت سرمایه در گردش ارتباط معناداری وجود دارد. هم چنین بین توان پرداخت بدهی و استراتژی مدیریت سرمایه در گردش ارتباط معناداری وجود دارد [۵].

۳- فرضیه های تحقیق

فرضیه اول: هرچه سیاست سرمایه گذاری جسورانه بر اساس سرمایه در گردش بیش تر شود، میزان بازده سهام افزایش می یابد.

فرضیه دوم: هرچه سیاست تامین مالی جسورانه بر اساس سرمایه در گردش بیش تر شود، میزان بازده سهام افزایش می یابد.

۴- روش شناسی پژوهش

جامعه آماری پژوهش حاضر، تمام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از سال ۱۳۸۹ تا سال ۱۳۹۴ در فهرست شرکت های بورس اوراق بهادار قرار داشتند. و نمونه آماری براساس ضوابط زیرانتخاب شده است: سال مالی آن ها به اسفند ماه هر سال باشد و طی بازه زمانی پژوهش، سال

مالی را تغییر نداده باشند، قبل از سال ۱۳۸۹ در بورس پذیرفته شده باشند و اطلاعات مالی آن ها از سال ۱۳۸۹ به طور کامل و پیوسته در دسترس باشد، جزو شرکت های سرمایه گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک ها و بیمه ها نباشند. در نهایت پس از رعایت شرایط فوق و اعمال نمونه گیری از شرکت های موجود در بورس اوراق بهادار تعداد ۹۱ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند.

این تحقیق براساس هدف از نوع کاربردی است و از نظر روش گردآوری داده ها مطالعه توصیفی با تاکید بر همبستگی است که هدف آن تعیین وجود، میزان و نوع رابطه بین متغیرهای مورد آزمون است. در این پژوهش به منظور تجزیه و تحلیل داده ها از رویکرد حداقل مربعات معمولی (OLS) استفاده شده است. داده های مورد نیاز با استفاده از پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و بانک اطلاعاتی تدبیر پرداز (شامل اسناد و مدارک بایگانی شده)، جهت آزمون فرض استخراج و به منظور حصول اطمینان از صحت داده های بانک های اطلاعاتی فوق، این اطلاعات به صورت نمونه ای با یکدیگر و هم چنین با صورت های مالی منتشر شده شرکت ها، مقایسه و کنترل گردیده است و پس از مقایسه و رفع عدم هماهنگی های فراوان و انتقال به صفحه Excel، جهت تجزیه و تحلیل به نرم افزار Eviews9 انتقال یافته است.

۵- مدل های پژوهش

برای آزمون فرضیه های پژوهش از مدل های زیر استفاده شده است (سهیل و همکاران، ۲۰۱۶) [۲۳]:

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 AIP_{it} + \beta_2 CCC_{it} + \beta_3 AR_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 AFP_{it} + \beta_2 CCC_{it} + \beta_3 AR_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_i \quad (2)$$

۶- تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق

جدول شماره (۱) تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق

نام متغیر تعریف عملیاتی
سیاست سرمایه گذاری جسورانه ^۱ سرمایه در گردش (AIP)
کل دارایی / دارایی جاری = سیاست سرمایه گذاری جسورانه (AIP)
سیاست تامین مالی جسورانه ^۲ سرمایه در گردش (AFP)
کل دارایی / بدهی جاری = سیاست تامین مالی جسورانه (AFP)
دوره وصول مطالبات ^۳ (AR) × ۳۶۰ (فروش / میانگین های حساب دریافتی اول و پایان دوره) = دوره وصول مطالبات (AR)

1. Ordinary Least Squares
2. Aggressive Investment Policy
3. Aggressive Financing Policy

چرخه تبدیل وجوه نقد^۲ (CCC) دوره پرداخت بدهی - دوره تبدیل موجودی + دوره وصول مطالبات = چرخه تبدیل وجوه نقد (CCC)

بازده سهام^۳ (RET) مزایای سهام جایزه + مزایای حق تقدم + سود نقدی ناخالص هر سهم + تفاوت قیمتی سهم

= بازده کل

قیمت سهام در پایان (ابتدای) سال مالی

اهرم مالی^۴ (LEV) کل دارایی ها / کل بدهی ها = اهرم مالی شرکت (LEV)

اندازه شرکت (SIZE): تعیین کننده حجم و گستردگی فعالیت شرکت است. که به وسیله لگاریتم فروش شرکت اندازه گیری می شود.

۷- یافته های پژوهش

جدول شماره (۲) آماره های توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق شامل بازده سهام به عنوان متغیر وابسته و هم چنین متغیرهای مستقل شامل سیاست سرمایه گذاری جسورانه، سیاست تامین مالی جسورانه و چرخه تبدیل وجوه نقد، دوره وصول مطالبات و متغیرهای کنترلی شامل نسبت اهرم مالی و اندازه شرکت را نشان می دهد. اصلی ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده ها است. مقدار میانگین برای متغیر بازده سهام در شرکت ها برابر با (۵۷/۷۶۶۳) می باشد که نشان می دهد بیش تر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. میانه یکی دیگر از شاخص های مرکزی می باشد که وضعیت جامعه را نشان می دهد. همان طور که مشاهده می شود میانه متغیر بازده سهام در شرکت ها برابر (۲۴/۵۰۷۴) می باشد که نشان می دهد که نیمی از داده ها کم تر از این مقدار و نیمی دیگر بیش تر از این مقدار هستند.

1. Aging of Accounts Receivable
2. Cash Conversion Cycle
3. Return Stock
4. Leverage

جدول شماره (۲): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
RET	۵۷/۷۶۶۳	۲۴/۵۰۷۴	۸۵۹/۴۹۲۵	-۶۵/۷۲۹۷	۱۱۰/۰۴۱۴
AIP	۰/۶۴۶۱	۰/۷۰۱۱	۰/۹۴۷۸	۰/۰۱۷۴	۰/۱۹۶۶
AFP	۰/۵۳۷۹	۰/۵۳۸۰	۲/۷۶۴۵	۰/۰۰۵۵	۰/۲۵۸۷
CCC	۲۲۷/۹۲۴۹	۲۰۶/۷۶۲۳	۱۸۶۶/۳۷۱۰	-۳۲/۶۱۰۶	۱۰۲/۹۱۴۶
AR	۳۹/۹۹۴۶	۳۸/۹۰۵۹	۱۸۵/۸۰۸۲	۵/۰۲۴۶	۱۷/۷۹۶۲
LEV	۰/۶۴۴۶	۰/۶۳۴۶	۲/۷۷۳۳	۰/۰۸۹۱	۰/۲۷۴۷
SIZE	۵/۸۵۵۲	۵/۸۰۰۴	۸/۲۲۳۹	۳/۹۷۹۹	۰/۶۲۷۶

۷-۱- بررسی پایایی متغیرهای تحقیق

در این پژوهش جهت بررسی پایایی متغیرها از روش‌های آزمون لوین، لین و چو، آزمون ایم، پسران و شین، آزمون ریشه واحد فیشر - دیکی فولر تعمیم‌یافته و آزمون ریشه واحد فیشر - فلیپس پرون استفاده شد. نتایج این آزمون‌ها نشان می‌دهد متغیر بازده سهام بر اساس همه آزمون‌ها مانا است و متغیرهای سیاست سرمایه‌گذاری جسورانه، چرخه تبدیل وجوه نقد، مدت زمان وصول مطالبات و اهرم مالی شرکت مانا نبوده اند ($P(VALUE) > 0/05$). لذا به منظور بررسی پایایی بلندمدت این متغیرها از آزمون هم‌انباشتگی کائو استفاده شد.

جدول شماره (۳): نتایج آزمون هم‌انباشتگی کائو

نتایج آزمون کائو		متغیرهای نامانا در مدل فرضیه‌ها
احتمال	آماره	
۰/۰۲۸۷	۱/۸۹۹۹	متغیرهای نامانا در مدل اول
۰/۰۳۲۲	۱/۸۴۹۴	متغیرهای نامانا در مدل دوم

جدول شماره (۳) نتایج آزمون کائو برای متغیرهای نامانا در مدل فرضیه‌ها را نشان می‌دهد و از آنجایی که احتمال کمتر از ۵ درصد می‌باشد $P(VALUE) < 0/05$ می‌باشد، لذا مانایی بلندمدت متغیرهای سیاست سرمایه‌گذاری جسورانه، سیاست تامین مالی جسورانه، چرخه تبدیل وجوه نقد، مدت زمان وصول مطالبات، اهرم مالی شرکت و اندازه شرکت در مدل فرضیه‌های تحقیق تایید می‌گردد.

۲-۲-آزمون نرمال بودن جاکیو برا

برای آزمون نرمال بودن داده‌ها از آزمون جاکیو - برا استفاده شده است. فرض صفر حاکی از نرمال بودن توزیع خطاها است. چون احتمال آماره جاکیو - برا کمتر از ۵ درصد می‌باشد لذا فرضیه H_0 مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر رد می‌شود. بنابراین برای نرمال سازی متغیر وابسته یعنی بازده سهام از تبدیل جانسون استفاده شد. از آن جایی که احتمال آماره آزمون جاکیو برا بعد از نرمال سازی داده‌ها توسط تابع انتقال جانسون، بیش تر از ۵٪ شده است، از این رو می‌توان با قاطعیت گفت که متغیر وابسته این تحقیق از توزیع نرمال پیروی می‌کند.

جدول شماره (۴): نتایج آزمون نرمال بودن متغیر وابسته بعد از تابع انتقال جانسون

متغیر وابسته	آماره جاکیو برا	احتمال
بازده سهام	۱/۷۲۵۳۰۸	۰/۴۲۲۱

۲-۳-آزمون هم خطی بین متغیرها

در آمار، عامل تورم واریانس^۹ (VIF) شدت همخطی چندگانه را در تحلیل رگرسیون کم‌ترین مربعات معمولی ارزیابی می‌کند. در واقع این شاخص بیان می‌دارد که چه مقدار از تغییرات مربوط به ظرایب برآورد شده بابت همخطی افزایش یافته است. شدت همخطی چندگانه را با بررسی بزرگی مقدار VIF می‌توان تحلیل نمود. به عنوان یک قاعده تجربی اگر مقدار VIF بزرگتر از ۱۰ باشد همخطی چندگانه بالا می‌باشد. نتایج حاصل از بررسی مدل اول و دوم در جدول شماره (۵) آمده است. نتایج حاصل از این بررسی نشان دهنده عدم هم خطی میان متغیرهای مستقل و کنترلی است، چرا که همان طور مشاهده می‌گردد، آماره VIF برای تمامی متغیرها کم تر از ۱۰ می‌باشد که این موضوع حاکی از عدم هم خطی بین متغیرها است.

جدول شماره (۵): نتایج آزمون هم خطی متغیرهای مستقل و کنترلی مدل اول و دوم

مدل دوم			مدل اول		
VIF	نماد	متغیر	VIF	نماد	متغیر
۳/۲۶۸۱	AFP	سیاست تامین مالی جسورانه	۱/۷۹۷۰	AIP	سیاست سرمایه گذاری جسورانه
۱/۰۶۳	CCC	چرخه تبدیل وجوه نقد	۱/۰۹۸۹	CCC	چرخه تبدیل وجوه نقد
۶/۱۹۲۲	AR	مدت زمان وصول مطالبات	۸/۴۶۳۶	AR	مدت زمان وصول مطالبات
۲/۲۹۵۵	LEV	اهرم مالی شرکت	۴/۷۲۶۵	LEV	اهرم مالی شرکت
۸/۶۶۵۷	SIZE	اندازه شرکت	۸/۸۷۹۶	SIZE	اندازه شرکت

۷-۴- مرحله انتخاب مدل

برای تخمین مدل از روش داده های ترکیبی استفاده شده است. برای تعیین الگویی مناسب از بین الگویی تلفیقی^۱ و الگویی تابلویی^۲ از آزمون F لیمر استفاده شده است. در آزمون F لیمر فرضیه H_0 به معنای وجود داده های تلفیقی است که از روش حداقل مربعات معمولی برای تخمین مدل استفاده می شود و رد فرضیه H_1 به معنای وجود مدل اثر ثابت است که از روش حداقل مربعات معمولی با استفاده از متغیر مجازی استفاده می شود. با توجه به اینکه مقدار **p-value** به دست آمده در جدول (۶)، از آزمون چاو (F لیمر) در مدل اول تحقیق (۱/۰۰۰۰) و در مدل دوم تحقیق (۱/۰۰۰۰) می باشد، از این رو فرض صفر پذیرفته می شود ($p\text{-value} \geq 0.05$) و روش داده های تلفیقی پذیرفته می شود.

جدول (۶): نتایج آزمون F لیمر برای انتخاب مدل فرضیه ها

مدل ها	F لیمر		Cross - section
	F	P(VALUE)	
مدل اول	۰/۲۶۷۴	۱/۰۰۰۰	pooled
مدل دوم	۰/۲۷۷۴	۱/۰۰۰۰	pooled

1. Pooled Data
2. Panel Data

جدول شماره (۷): نتایج تخمین فرضیه اول

$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 AIP_{it} + \beta_2 CCC_{it} + \beta_3 AR_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر وابسته: بازده سهام		الگوی اثرات ثابت		
احتمال	آماره	ضریب	متغیرها	
۰/۰۴۲۹	-۲/۵۹۳۸	-۰/۰۹۰۴	عرض از مبدأ	
۰/۰۴۸۵	۱/۶۵۴۹	۰/۳۷۲۴	سیاست سرمایه گذاری جسورانه	
۰/۰۰۹۸	-۲/۵۹۲۷	-۰/۰۰۰۷	چرخه تبدیل وجوه نقد	
۰/۵۷۲۹	۰/۵۶۴۱	۰/۰۱۵۷	مدت زمان وصول مطالبات	
۰/۴۱۰۵	-۰/۸۳۳۶	-۱/۴۶۵۵	اهرم مالی شرکت	
۰/۴۵۸۳	۰/۷۴۲۱	۰/۱۵۱۸	اندازه شرکت	
F احتمال	F آماره	آماره دوربین واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین
۰/۰۱۸۴	۴/۰۲۲۶	۲/۴۱۵۶	۰/۴۱۱۱	۴۱۴۸/۰

همان طور که در جدول (۷) مشاهده می شود ضریب و آماره t به دست آمده برای عدد ثابت عرض از مبدأ (α) به ترتیب $-۰/۰۹۰۴$ و $-۲/۵۹۳۸$ می باشد و با توجه به سطوح معناداری به دست آمده، از لحاظ آماری معنی دار است ($p=0.0429$, Sig. <0.05). هم چنین ضریب و آماره t به دست آمده برای متغیر سیاست سرمایه گذاری جسورانه به ترتیب $۰/۳۷۲۴$ و $۱/۶۵۴۹$ می باشد. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین سیاست سرمایه گذاری جسورانه و بازده سهام شرکت ها رابطه مثبت و مستقیمی وجود دارد. و با توجه به سطوح معناداری به دست آمده، ارتباط بین آن ها معنادار می باشد ($p=0.0485$, Sig. <0.05). ضریب و آماره t به دست آمده برای متغیر چرخه تبدیل وجوه نقد به ترتیب $-۰/۰۰۰۷$ و $-۲/۵۹۲۷$ می باشد. نتایج نشان می دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین چرخه تبدیل وجوه نقد و بازده سهام شرکت ها رابطه منفی و معکوسی وجود دارد. و با توجه به سطوح معناداری به دست آمده، ارتباط بین آن ها معنادار می باشد ($p=0.0098$, Sig. <0.05).

همان طور که در جدول (۷) مشاهده می شود، احتمال محاسبه شده برای متغیرهای مدت زمان وصول مطالبات ($۰/۵۷۲۹$)؛ اهرم مالی شرکت ($۰/۴۱۰۵$)؛ اندازه شرکت ($۰/۴۵۸۳$) بزرگ تر از ۵ درصد است، در نتیجه می توان گفت که بین مدت زمان وصول مطالبات، اهرم مالی شرکت و اندازه شرکت با بازده سهام رابطه معناداری وجود ندارد. با توجه به تخمین صورت گرفته، مقدار آماره F مدل رگرسیون خطی برابر $۴/۰۲۲۶$ می باشد و با توجه به میزان احتمال آماره F که کم تر از $۰/۰۵$ است، کل مدل تخمین زده شده در سطح ۹۵ درصد تایید می گردد ($p=0.0184$, Sig. <0.05). هم چنین در مدل مورد بررسی مقدار ضریب تعیین برابر $۰/۴۱۴۸$ به دست آمده است که مؤید این موضوع است که حدود ۴۱ درصد از

تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی، تبیین شده است. افزون بر این با توجه به آماره دوربین واتسون به دست آمده که برابر ۲/۴۱۵۶ می باشد می توان بیان کرد که خود همبستگی مرتبه اول میان جملات باقی مانده الگو وجود ندارد.

در نتیجه با توجه به این که بین سیاست سرمایه گذاری جسورانه و بازده سهام شرکت ها رابطه مثبتی وجود دارد. به طوری که با افزایش سیاست سرمایه گذاری جسورانه، بازده سهام شرکت ها، افزایش می یابد. از این رو می توان گفت که، فرضیه اول تحقیق مبنی بر این که هرچه سیاست سرمایه گذاری جسورانه بر اساس سرمایه در گردش پیش تر شود، میزان بازده سهام افزایش می یابد، پذیرفته می شود.

جدول شماره (۸): نتایج تخمین فرضیه دوم

$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 AFP_{it} + \beta_2 CCC_{it} + \beta_3 AR_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$				
الگوی اثرات ثابت		بازده سهام متغیر وابسته:		
متغیرها	ضرایب	آماره T	احتمال	
عرض از مبدأ	۰/۳۰۱۵	۲/۶۰۹۸	۰/۰۰۹۳	
سیاست تامین مالی جسورانه	-۰/۳۳۱۴	-۱/۹۸۷۴	۰/۰۴۰۸	
چرخه تبدیل وجوه نقد	-۰/۰۰۰۶	-۲/۱۸۴۱	۰/۰۲۹۴	
مدت زمان وصول مطالبات	۰/۰۰۶۵	۰/۲۳۳۶	۰/۸۱۵۴	
اهرم مالی شرکت	-۰/۹۶۷۱	-۰/۵۴۶۹	۰/۵۸۴۷	
اندازه شرکت	۰/۰۸۰۹	۰/۳۹۹۱	۰/۶۹۰۰	
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین واتسون	F آماره	F احتمال
۰/۳۱۶۸	۰/۳۱۳۱	۲/۴۴۴۴	۴/۵۷۴۲	۰/۰۱۰۷

همان طور که در جدول (۸) مشاهده می شود ضریب و آماره t به دست آمده برای عدد ثابت عرض از مبدأ (α) به ترتیب ۰/۳۰۱۵ و ۲/۶۰۹۸ می باشد و با توجه به سطوح معناداری به دست آمده، از لحاظ آماری معنی دار است ($p=0.0093$, Sig. <0.05). ضریب و آماره t به دست آمده برای متغیر سیاست تامین مالی جسورانه به ترتیب -۰/۳۳۱۴ و -۱/۹۸۷۴ می باشد. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین سیاست تامین مالی جسورانه و بازده سهام شرکت ها رابطه منفی و معکوس وجود دارد. با توجه به سطوح معناداری به دست آمده، ارتباط بین آن ها معنادار می باشد ($p=0.0408$, Sig. <0.05).

(05).

همان طور که در جدول (۸) مشاهده می‌شود، احتمال محاسبه شده برای متغیرهای مدت زمان وصول مطالبات (۰/۸۱۵۴)؛ اهرم مالی شرکت (۰/۵۸۴۷)؛ اندازه شرکت (۰/۶۹۰۰) بزرگ تر از ۵ درصد است، در نتیجه می‌توان گفت که بین مدت زمان وصول مطالبات، اهرم مالی شرکت و اندازه شرکت با بازده سهام رابطه معناداری وجود ندارد.

ضریب و آماره t به دست آمده برای متغیر چرخه تبدیل وجوه نقد به ترتیب ۰/۰۰۰۶- و ۲/۱۸۴۱- می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین چرخه تبدیل وجوه نقد و بازده سهام شرکت‌ها رابطه منفی و معکوس وجود دارد. با توجه به سطوح معناداری به دست آمده، ارتباط بین آن‌ها معنادار می‌باشد ($p=0.0294$, $Sig. <0.05$). شایان ذکر است که با توجه به تخمین صورت گرفته، مقدار آماره F مدل رگرسیون خطی برابر ۴/۵۷۴۲ می‌باشد و با توجه به میزان احتمال آماره F که کم تر از ۰/۰۵ است، کل مدل تخمین زده شده در سطح ۹۵ درصد تایید می‌گردد ($p=0.0107$, $Sig. <0.05$). هم چنین در مدل مورد بررسی مقدار ضریب تعیین برابر ۰/۳۱۶۸ به دست آمده است که مؤید این موضوع است که حدود ۳۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی، تبیین شده است. افزون بر این با توجه به آماره دوربین واتسون به دست آمده که برابر ۲/۴۴۴۴ می‌باشد می‌توان بیان کرد که خود همبستگی مرتبه اول میان جملات باقی مانده الگو وجود ندارد.

در نتیجه با توجه به این که بین سیاست تامین مالی جسورانه و بازده سهام شرکت‌ها رابطه منفی وجود دارد. به طوری که با افزایش سیاست تامین مالی جسورانه، بازده سهام شرکت‌ها، کاهش می‌یابد. از این رو می‌توان گفت که، فرضیه دوم تحقیق مبنی بر این که هرچه سیاست تامین مالی جسورانه بر اساس سرمایه در گردش بیش تر شود، میزان بازده سهام افزایش می‌یابد، رد می‌شود.

۸- نتایج و پیشنهادات

مدیریت سرمایه در گردش یکی از حوزه های مهم در طراحی استراتژی‌های مالی و مدیریت سازمان ها به حساب می‌آید، زیرا به طور مستقیم نقدینگی و سودآوری شرکت ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد. یکی از مهم ترین مسائل پیش روی مدیران واحد تجاری مدیریت سرمایه در گردش است که در رشد و بقای واحد تجاری نقش مهمی دارد. این بخش شامل مدیریت دارایی‌های جاری واحد تجاری است. بحران مالی جهانی در سال های اخیر و رکود ناشی از آن موجب توجه و تمرکز بیش تر شرکت‌ها بر سرمایه گذاری در دارایی های کوتاه مدت و هم چنین استفاده از منابعی با سررسید کم تر از یک سال شده است. سرمایه در گردش به عنوان منبعی مهم برای بهبود عملکرد مالی به شمار می‌آید و می‌تواند به عنوان یک مزیت رقابتی برای شرکت‌ها محسوب شود. در همین راستا به کارگیری استراتژی مناسب سرمایه در گردش برای شرکت‌ها در طول دوره رکود اقتصادی، اساسی و ضروری است و می‌تواند به صورت استراتژیک موجب بهبود جایگاه رقابتی و سودآوری شرکت شود و علاوه بر این شرکت را در برابر اثرات

نوسانات اقتصادی به صورت قابل قبولی حفظ کند. شرکت ها لازم است با عوامل موثر بر سرمایه در گردش سیاست خود را از بین استراتژی های (محافظه کارانه، تهاجمی و متعادل) انتخاب کنند و با تاکتیک های عملیاتی مدیریت سرمایه در گردش را طبق اهدافی تعریف شده دنبال کنند. اینکه شرکت ها چگونه اقدام به تامین مالی کنند تا هم به سود برسند و هم بازده سهامداران را حداکثر کنند، عوامل متعددی، از جمله نوع استراتژی انتخاب شده، ماهیت فعالیت و دارایی ها و نوع صنعت بر تامین مالی شرکت تاثیر می گذارند.

پژوهش حاضر به بررسی تاثیر استراتژی های سرمایه در گردش بر روی بازده سهام در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتیجه فرضیه اول پژوهش نشان داد که بین سیاست سرمایه گذاری جسورانه سرمایه در گردش و بازده سهام رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. لذا با توجه به سطح معناداری به دست آمده فرضیه اول مبنی بر این که هرچه سیاست سرمایه گذاری جسورانه بر اساس سرمایه در گردش بیشتر شود، میزان بازده سهام افزایش می یابد پذیرفته شد. نتیجه فرضیه یاد شده با نتایج مشایخ و همکاران (۱۳۹۵) اولو و موانجی (۲۰۱۴)، باغیان (۲۰۱۳) تشکری جهرمی و همکاران (۱۳۹۳) مطابقت دارد و با نتایج ام والا (۲۰۱۲) مغایرت دارد. همان طور که مطالعات انجام شده نشان می دهد، مدیران جسور گرایش به حجم و ترکیبی از سرمایه در گردش دارند که بازده سهام را افزایش دهند و نتایج بررسی این فرضیه نشان می دهد اتخاذ استراتژی جسورانه میتواند منجر به کسب بازده بیشتر شود.

نتیجه فرضیه دوم پژوهش نشان داد که بین سیاست تامین مالی جسورانه سرمایه در گردش و بازده سهام رابطه منفی و معکوس و جو دارد. لذا با توجه به سطح معناداری به دست آمده، فرضیه دوم تحقیق مبنی بر این که هرچه سیاست تامین مالی جسورانه بر اساس سرمایه در گردش بیش تر شود بازده سهام افزایش می یابد، رد می شود. نتیجه فرضیه یاد شده با نتایج ام والا (۲۰۱۲) و افزا و نظیر (۲۰۰۹) مطابقت دارد و با نتایج اولو و موانجی (۲۰۱۴)، باغیان (۲۰۱۳) در تضاد است.

پیشنهاد می شود مبنی بر اینکه شرکت ها کدام یک از استراتژی های سرمایه در گردش (جسورانه یا محافظه کارانه) را انتخاب می کنند بستگی به خصلت ریسک گریزی مدیران شرکت دارد. مدیران محافظه کار گرایش به حجم و ترکیبی از سرمایه در گردش دارند که موجب کاهش ریسک شود و مدیران جسور حجم و ترکیبی را انتخاب می کنند که بازده سهام را افزایش دهد. لذا توصیه می شود که مدیران با توجه به وضعیت شرکت و اهداف مورد نظر استراتژی مورد نظر را انتخاب کنند و با اتخاذ آن استراتژی به اهداف مورد نظر برسند. همچنین از آن جا که انتظار می رفت اتخاذ سیاست های جسورانه (پر خطر)، منجر به کسب بازده بالا تری شوند و مطالعات خارجی نیز این نتایج را نشان داده اند. اما نتیجه فرضیه دوم تحقیق حاضر عکس مطلب بالا را بیان می کند. با توجه به اهمیت این مطلب، پیشنهاد می شود در این خصوص، مطالعات بیش تری به عمل آید تا دلیل اصلی چنین تفاوت هایی آشکار شود. همچنین به محققین آتی پیشنهاد

میشود: بررسی استراتژیهای سرمایه در گردش شرکت‌ها به وسیله توزیع پرسشنامه، بررسی عدم توجه کافی به مدیریت سرمایه در گردش، انجام تحقیقی مشابه تحقیق حاضر برای دوره‌های طولانی‌تر و مقایسه آن با نتایج تحقیق حاضر.

۹- محدودیت‌های تحقیق

هر پژوهش متأثر از محدودیت‌های است که قابل کنترل نیستند. بعضی از محدودیت‌های پژوهش ذاتی است و برخی از آن‌ها از شرایط محیطی و محدودیت‌های زمانی انجام پژوهش ناشی می‌شود. پژوهش حاضر مانند هر پژوهش دیگر تحت تأثیر محدودیت‌های غیر قابل کنترل قرار داشت که از جمله می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

۱. وجود سیستم‌ها و تجهیزات متفاوت در شرکت‌ها که می‌تواند بعضی از چرخه‌ها را کوتاه‌تر و یا طولانی‌کند و این منجر به اثرگذاری بر سرمایه در گردش می‌شود.
۲. عوامل سازمانی از قبیل تغییر در سیاست‌های پولی بانک‌ها که دریافت تسهیلات بانکی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، بر عملکرد سرمایه در گردش اثر می‌گذارد.
۳. با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و این که سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه است، تسری نتایج به سایر شرکت‌ها بایستی با احتیاط انجام گیرد.

فهرست منابع و مآخذ

- ۱- ایزدی نیا، ناصر؛ تاکی، عبدالله، ۱۳۸۹، بررسی تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر قابلیت سوددهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. حسابداری مالی، شماره ۴(۵). صص ۱۲۰-۱۳۹.
- ۲- تشکری جهرمی، محمد، احدی سرکانی، یوسف، تالانه، عبدالرضا، ۱۳۹۳، مدیریت بهینه سرمایه در گردش و ثروت سهامداران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۲، تابستان ۹۳، صص ۱۵۰-۱۲۷.
- ۳- جهانخانی، علی؛ پارسائیان، علی، ۱۳۸۰، مدیریت مالی جلد دوم، ترجمه و اقتباس از کتاب ریموند پی نوو، انتشارات سمت.
- ۴- دیانتی دیلمی، زهرا، لطفی، محسن، آزادبخش، کسری. ۱۳۹۱. تاثیر مدیریت سرمایه در گردش مبتنی بر چرخه تبدیل نقدی گیتمان بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام. فصلنامه علمی و پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. شماره ۴. زمستان ۱۳۹۱، صص ۶۴-۵۵.
- ۵- رهنمای رودپشتی، فریدون، علی کیانی، ۱۳۸۷، بررسی و تبیین استراتژی های مدیریت سرمایه در گردش در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش و پژوهش حسابداری، شماره ۱۳.
- ۶- قائمی، محمد حسین، طوسی، سعید، ۱۳۸۵، بررسی عوامل مؤثر بر بازده سهام عادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیام مدیریت شماره ۱۷ و ۱۸ زمستان ۸۴ و بهار ۸۵، صص ۱۷۵-۱۵۹.
- ۷- محمد زاده، امیر، نوفرستی، لیلا، ۱۳۸۸، بررسی تاثیر سیاست های سرمایه در گردش بر بازده سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنایع غذایی و مواد آشامیدنی، مجله پژوهش های مدیریت، شماره ۸۱، تابستان ۸۸، صص ۱۵۷-۱۳۶.
- ۸- مرادی، محمد علی؛ نجار، مصطفی، ۱۳۹۲، بررسی رابطه بین مازاد سرمایه در گردش و مازاد بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " بررسی های حسابرسی و حسابداری شماره ۲، تابستان ۹۲ صص ۱۰۹-۱۳۲.
- ۹- مشایخ، شهناز، نوروزی، سونا، قشقایی، فاطمه، ۱۳۹۵، تأثیر سطح وجه نقد نگهداری شده بر رابطه بین بازدهی و سرمایه در گردش، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۳، شماره ۱، بهار، ۱۳۹۵، صص ۵۴-۳۹.

۱۰- واعظ، سید علی، قلمبر، محمد حسین، شاکری، فاطمه، ۱۳۹۲، عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت های بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/سال پنجم/شماره ۱۹، پاییز ۹۲، صص ۶۸-۴۶.

- 11-Baghiyan, Fatemeh, 2013, "The Impact Of Working capital management of management performance", journal of behavioraleconomics, finance, accounting and transport, vol. 1, no. 1, 13.
- 12- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 573-588.
- 13- Filbeck, G. , Krueger, T. and Preece, D. (2007). Working Capital Survey Do Selected Firms Work for Shareholders, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 46 (2): 3-22.
- 14- Kally, M. (2010), "Working Capital Management and Company Profitability": Case of English, Electronic copy available at: <http://ssrn.com>, P. 10.
- 15- Kiedchnick, R. L and Laplante, M and Moussawi. R. (2011). "Working Capital Management and Shareholder Wealth". <http://ssrn.com/abstract=1431165>.
- 16- Mun, S. G. & Jan, S. (2015). Working capital, cash holding, and profitability of restaurant firms. *International Journal of Hospitality Management*, 48 (14); 1-11.
- 17- Mwalla, M. A. (2012). "The Impact of Working Capital Management Policies on Firm's Profitability and Value: The Case of Jordan" *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 85.
- 18- Nazir, M. S. , & Afza, T. (2009a). Impact of aggressive working capital management policy on firms' profitability IUP *Journal of Applied Finance*, 15(8), 19.
- 19-Nyabwanga Robert Nyamao, Ojera Patrick , Lumumba Martin1, Alphonse J. Oondo and Otieno Simeyo. (2012). "Effect of working capital management practices on financial performance: A study of small scale enterprises in Kisii South District, Kenya ", *African Journal of Business Management* Vol. 6(18), pp. 5807-5817, 9 May.
- 20- Oloo , magadi s, mwangi. muturi w, (2014), effect of aggressive financing policy on profitability of listed companies at the Nairobi securities exchange, kenya, *international journal of science and research(ijsr)*.
- 21- Raheman and Nasr, 2007, "Working Capital Management And Profitability-Case Of Pakistan Firms" *International Review of Business Research Papers* ,Vol. 3, Pp. 279 – 300.

- 22- Shishir Pandey Jr , " Impact of Working Capital Management in the Profitability of Hindalco Industries Limited " The Icfai University Journal of Financial Economics, Vol. 6, No. 4 , December 2008, pp. 62-72.
- 23- Sundas Sohail, Farhat Rasul, Ummara Fatima,(2016)," Effect of Aggressive & Conservative Working Capital Management Policy on Performance of Scheduled Commercial Banks of Pakistan", European Journal of Business and Management, ISSN 2222-1905 (Paper) ISSN 2222-2839 (Online), Vol. 8, No. 10.
- 24- Padachi, K. (2006). "Trends in Working Capital Management and its impact on firm,s performance; An analysis of Mauritan small manufacturing firms" *International Review of Business Research Papers*, Vol. 2, pp:45-56.
- 25- Teruel, Pedro Juan García and Pedro Martínez Solano" _ Effects of working capital management on SME profitability". *International Journal of Managerial Finance*. Bradford, Vol. 3, Iss. 2, 2007 , p. 164 -177.