

بررسی تأثیر وجه نقد نگهداری شده و مدیریت سرمایه در گردش بر مازاد بازده سهام شرکت‌ها

دکتر حسین فخاری*

قاسم روحی**

چکیده

تصمیمات کوتاه‌مدت، مثل میزان وجه نقد نگهداری شده و سرمایه در گردش، می‌تواند بر ارزش شرکت در بلندمدت تأثیرگذار باشد. بر این اساس، هدف پژوهش است که به مدیران در شناسایی اهمیت میزان نگهداشت وجه نقد و مدیریت سرمایه در گردش در خلق ارزش اضافی برای سهامداران کمک کند. همچنین، سرمایه‌گذاران بتوانند با درک روابط بین وجه نقد نگهداری شده و مدیریت سرمایه در گردش با مازاد بازده، در انتخاب بهینه مصارف وجوه، تصمیم‌گیری کنند. با توجه به هدف فوق، پژوهش حاضر به دنبال بررسی تأثیر وجه نقد نگهداری شده و مدیریت سرمایه در گردش بر مازاد بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای این منظور، تعداد 84 شرکت طی دوره زمانی 1386 تا 1390 از طریق تحلیل داده‌های ترکیبی به روش تابلویی مورد بررسی قرار گرفته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که بین وجه نقد نگهداری شده و سرمایه در گردش با مازاد بازده سهام، با در نظر گرفتن اثرات متقابل وجه نقد و سرمایه در گردش سال جاری با سال قبل و همچنین، اثرات اهرم بر آن‌ها، رابطه معناداری وجود

* استادیار گروه حسابداری دانشگاه مازندران

** دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه مازندران

* نویسنده مسئول مقاله: قاسم روحی (Email: g_rohi@yahoo.com)

تاریخ دریافت: 91/12/8 تاریخ پذیرش: 92/5/1

دارد. این یافته‌ها، بیانگر اهمیت تأثیر تصمیمات کوتاه مدت بر مازاد بازده سهام می‌باشد و بیان می‌کند که به دلیل محدودیت منابع مالی، نگهداشت وجه نقد و سرمایه در گردش با مازاد بازده سهام رابطه مستقیم دارند.

واژه‌های کلیدی: وجه نقد نگهداری شده، سرمایه در گردش، مازاد بازده سهام، ارزش شرکت.

مقدمه

نگهداشت وجه نقد و مدیریت سرمایه در گردش به عنوان بخشی از تصمیمات مالی با اثر کوتاه مدت، می‌تواند سبب انعطاف پذیری مالی بیشتر شده و همچنین، امکان به کارگیری منابع توسط مدیریت را فراهم کنند. تصمیماتی که در نهایت، منجر به حداکثر سازی ثروت سهامداران و افزایش بازده سرمایه گذاری آن‌ها می‌شود.

در یک بازار کامل، ساختار سرمایه به تنهایی نمی‌تواند بر ارزش شرکت با فرض وجود جریان‌های نقدی کافی برای باز پرداخت تعهدات، تأثیر داشته باشد (مودیلیانی و میلر، 1958). اما بازار کامل به ندرت وجود دارد و اصولاً بازارها به صورت ناقص فعالیت می‌کنند. در بازارهای ناقص، دسترسی به وجه نقد با محدودیت‌هایی همراه است. لذا مدیریت نیازمند اتخاذ سیاست خاص مدیریت وجه نقد و میزان نگهداشت وجه نقد برای دسترسی به منابع و تأمین مالی است (فخاری و تقوی، 1388). بر همین مبنا، کشف ساختار بهینه سرمایه، موضوع مهمی برای مطالعه تلقی می‌شود. اما اینکه آیا حد بهینه‌ای برای بدهی‌های کوتاه مدت وجود دارد و آیا مدیریت سرمایه در گردش می‌تواند بر خلق مازاد بازده سهام تأثیرگذار باشد، موضوعی است که در سال‌های اخیر پژوهش‌های زیادی را به دنبال داشته است (طالبی، 1377؛ عطارد، 1385؛ محمدی، 1388؛ سالاری، 1389؛ چاترجی، 2010؛ کشنیک و همکاران، 2009).

در مورد اهمیت موضوع سرمایه در گردش، برخی از مطالعات نشان می‌دهد که حجم زیادی از دارایی شرکت‌ها در سرمایه در گردش سرمایه گذاری شده است. به گونه‌ای که ارنست و یانگ در پژوهش خود در مورد میزان سرمایه در گردش 2000 شرکت برتر آمریکا نشان دادند که میزان سرمایه در گردش، حدود 1 تریلیون دلار بوده است که این

موضوع علاوه بر بیان حجم زیاد سرمایه در گردش به عنوان بخشی از دارایی شرکت‌ها، نشان‌دهنده اهمیت سرمایه در گردش در ایجاد نقدینگی شرکت‌هاست (ارنست و یانگ¹، 2009).

از سویی دیگر، دانپانی در پژوهش خود نشان داد که دارایی جاری شرکت‌های اروپایی و آسیایی حدود 40% از جمع دارایی‌ها را به خود اختصاص داده است و مدیران این شرکت‌ها در حدود 80% زمان در دسترس خود را برای مدیریت این دارایی‌ها صرف می‌کنند (دانپانی و همکاران، 1995).

در بازار کامل تنها سود بیانگر ارزش شرکت است، ولی در بازارهای ناقص متغیرهای زیادی بر ارزش شرکت تاثیر دارند که مهمترین آن‌ها ارقام سرمایه در گردش هستند. یکی از مهمترین الگوها برای تعیین ارزش شرکت، الگوی ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی است.

$$pv = \sum \frac{fcf}{(1+wacc)^p} + \frac{tv}{(1+wacc)^n}$$

طبق این الگوی ارزش شرکت تابعی از ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی و ارزش نهایی شرکت در زمان تصفیه است. در این الگو جریان‌های نقدی آزاد² تابعی از تغییرات در سرمایه در گردش است. یعنی ارزش شرکت تابعی از سرمایه در گردش و نحوه به کارگیری آن‌ها در آینده است. به گونه‌ای که مدیریت سرمایه در گردش می‌تواند بر جریان‌های نقدی آزاد و همچنین، هزینه سرمایه تاثیر بگذارد. اگرچه الگوهای موجود بیشتر برای ارزیابی بلند مدت تأکید دارند، ولی دارایی جاری و سرمایه در گردش و نحوه به کارگیری آن‌ها به تنهایی می‌تواند موجب ارزش شرکت باشد (مگنی، 2006).

در مورد اهمیت نگهداشت وجه نقد و مازاد بازده سهام، می‌توان گفت که وجه نقد علاوه بر افزایش قدرت نقدینگی، نیاز به تأمین مالی خارجی پرهزینه را کاهش می‌دهد. نیازی که موجب ایجاد هزینه معاملات و هزینه تحصیل اطلاعات می‌شود و از سویی دیگر،

احتمال وقوع هزینه‌های ناشی از عدم کفایت نقدینگی و هزینه‌های گزینش نادرست را کاهش می‌دهد و به این ترتیب، موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود (ازکان و ازکان³، 2004؛ پینکوویتز و همکاران⁴، 2006). بر اساس تئوری سلسله مراتبی، انتظار می‌رود که در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه مستقیم وجود دارد و نگهداشت وجه نقد موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود (عدیلی، 1391). از طرفی، وجود نقدینگی مازاد و راکد، بازده کمی دارد و در پروژه‌های غیر سودآور سرمایه گذاری می‌گردد و می‌تواند منجر به وقوع هزینه‌های نمایندگی برای سهامداران و پیامدهای اقتصادی منفی برای شرکت گردد که موجب کاهش کارآیی و در نتیجه، کاهش ارزش شرکت بر اساس تئوری جریان‌های نقدی آزاد می‌گردد. لذا شرکت‌ها دائماً درگیر تصمیم‌گیری در ارتباط با سطح بهینه نگهداشت وجه نقد بر اساس دو تئوری سلسله مراتبی و جریان نقدی آزاد هستند (اوتوکایت و مولای⁵، 2010؛ پینکوویتز و همکاران، 2006؛ چانگ و همکاران، 2005).

هدف‌های معاملاتی و انگیزه‌های احتیاطی دلایلی جهت نگهداشت وجه نقد می‌باشد. انگیزه معاملاتی ناشی از این است که شرکت، وجه نقد را برای انجام معاملات روزانه نگهداری می‌کند و این مقدار به نوع فعالیت‌ها، پیچیدگی فناوری و هزینه فرصت شرکت بستگی دارد. انگیزه احتیاطی مؤید این مطلب است. زمانی که تأمین مالی خارجی گران‌تر است، شرکت از وجه نقد نگهداری شده برای ادامه فعالیت‌های خود در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت، سرمایه گذاری می‌کند که در نهایت، منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شوند. بنابراین، میزان وجه نقد نگهداری شده برای سرمایه گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت در شرکت‌هایی که با محدودیت مالی مواجه هستند، بسیار موثر خواهد بود (پلر و همکاران⁶، 1999).

دیتمار و ماهر اسمیت⁷ (2007) معتقدند که نگهداری وجه نقد به تنهایی کافی نیست، بلکه چگونگی استفاده از آن در شرکت مهم است. در پاسخگویی به این سؤال که آیا ساختار مالکیت شرکت منجر به کاهش هزینه نمایندگی می‌شود؛ یافته‌های آنان نشان

داد که بین حاکمیت شرکتی و مانده وجه نقد، رابطه معناداری وجود دارد؛ به طوری که حاکمیت شرکتی مناسب، ارزش شرکت را از طریق استفاده بهتر از وجه نقد افزایش می‌دهد و در شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف، سرمایه‌گذاران ارزش کمتری را برای وجه نقد قایل هستند.

مایرز و ماجلوف⁸، (1984) بر مبنای تئوری عدم تقارن اطلاعاتی، دلایل نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها را جلوگیری از کم سرمایه‌گذاری مطرح کردند. زیرا به سبب عدم تقارن اطلاعاتی، تأمین منابع مالی مشکل‌تر و هزینه تأمین مالی خارجی بیشتر شده و منجر به کم سرمایه‌گذاری می‌شود. جنسن⁹، (1986). معتقد است که نگهداری وجه نقد اضافی بر اساس تئوری نمایندگی ممکن است منجر به بیش سرمایه‌گذاری شود.

موضوع مهم دیگر در مقوله سرمایه در گردش و وجه نقد در خلق ارزش و مازاد بازده سهام این است که اگرچه سرمایه در گردش معمولاً به اختلاف بین دارایی جاری و بدهی جاری اطلاق می‌شود، اما وجه نقد موجود در سرمایه در گردش، وجه نقد محدود شده تلقی می‌شود و نمی‌تواند برای بازده سرمایه‌گذاری‌ها به کار گرفته شود (اوتوکایت و مولای، 2010). یکی از دلایل نگهداری سرمایه در گردش در شرکت‌ها، رفع نگرانی‌هایی است که مدیریت نسبت به ریسک نکول بدهی دارد. مدیریت سرمایه در گردش منجر به ایفای به موقع تعهدات می‌شود. البته این به معنای بالا بودن بازده دارایی نخواهد بود، بلکه انتخاب سطح بهینه سرمایه در گردش و مدیریت مناسب آن می‌تواند ریسک تعهدات را کم کرده و عملکرد کلی شرکت را بهبود بخشد (میچالسکی¹⁰، 2005).

ادبیات مالی مملو از روش‌هایی برای تعیین نحوه مدیریت سرمایه در گردش توسط مدیریت شرکت‌ها است. اما ارتباط مستقیم بین مدیریت سرمایه در گردش و مازاد بازده سهام و نهایتاً ارزش شرکت، کمتر در ادبیات مالی و حسابداری بحث شده است و به این سوال که آیا سرمایه در گردش به تنهایی می‌تواند بر ارزش شرکت مؤثر باشد، پاسخی قطعی داده نشده است. همچنین، در بازارهای نو ظهور ایران به موضوع مدیریت سرمایه در گردش و نگهداشت وجه نقد و تأثیر آن بر خلق مازاد بازده سهام، کمتر توجه شده است و

بسیاری از شرکت‌ها از ضعف در مدیریت سرمایه در گردش رنج می‌برند (محمدی، 1388). با توجه به موارد فوق، پژوهش مذکور در تلاش است تا علاوه بر تست تئوری‌های مالی مربوط به نگهداشت وجه نقد و مدیریت سرمایه در گردش در بازار نوظهور ایران، به بررسی ارتباط بین تصمیمات کوتاه مدت، یعنی نگهداشت وجه نقد و سرمایه در گردش، با مازاد بازده سهام شرکت پردازد که حاکی از نو بودن موضوع در این حوزه می‌باشد. یافته‌های این پژوهش می‌تواند برای دو طیف عمده مفید باشد. گروه اول؛ مدیران هستند که از این طریق به اهمیت نگهداشت وجه نقد و مدیریت سرمایه در گردش پی می‌برند و گروه دوم؛ سرمایه‌گذاران هستند که می‌توانند با کشف روابط بین آن‌ها، به مدیریت در انتخاب سطح بهینه نگهداشت وجه نقد و سرمایه در گردش کمک کنند تا از این طریق بازده سرمایه‌گذاری خود را بیشینه کنند. مطمئناً مرور پیشینه پژوهش‌های مربوط در سایر کشورها و ایران می‌تواند در انتخاب شیوه مناسب الگوی پژوهش مفید باشد.

پیشینه پژوهش

اوتوکایت و مولای (2010) به بررسی تأثیر وجه نقد نگهداری شده و مدیریت سرمایه در گردش بر ارزش شرکت در بورس فرانسه پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که اگرچه شرکت‌ها هر روز برای برنامه‌های کوتاه مدت تصمیم‌گیری می‌کنند، اما موضوع ارزش شرکت مقوله‌ای است که در زمره برنامه‌های بلند مدت شرکت‌ها مطرح می‌شود. آن‌ها در مطالعه خود که در مورد شرکت‌های بورسی فرانسه صورت گرفته بود، برای بررسی تصمیمات مهم کوتاه مدت برای ارزیابی شرکت فرضیه زیر را آزمایش کردند: «ارزش یک یورو سرمایه‌گذاری شده در وجه نقد و یا سرمایه در گردش به کمتر از یک یورو ارزیابی می‌گردد.» بر اساس تجزیه و تحلیل ترکیبی داده‌ها، شواهد اثبات کرد که سهامداران، وجه نقد نگهداری شده و سرمایه در گردش را کمتر از واقعیت ارزیابی کرده‌اند. هارفورد¹¹، (1999) نشان داد که نگهداری وجه نقد توسط شرکت سبب ارزش‌گذاری کمتر شرکت در فرآیند تحصیل تجاری می‌شود. وی همچنین، نشان داد که

حاکمیت شرکتی ضعیف، با ارزش شرکت رابطه معکوسی دارد و این رابطه معکوس، با افزایش مانده وجه نقد برجسته تر می شود.

مطالعات دیگری نیز نشان دادند که بین میزان نگهداشت وجه نقد و هزینه های تلویحی و غیرتلویحی شرکت رابطه معناداری وجود دارد. برای مثال، هارفورد (1999) و اپلر و همکاران (1999) نشان دادند که بین نگهداشت وجه نقد، فرصت های رشد و جریان های نقدی بیشتر برای شرکت هایی که دارای محدودیت تأمین مالی هستند، ارتباط معناداری وجود دارد. میکلسن و پارچ (2003) نشان دادند که بین عملکرد شرکت و وجه نقد رابطه معناداری وجود دارد. همچنین، پینکوویتز و ویلیامسن¹² (2004) نشان دادند که سرمایه گذاران ارزش بیشتری را برای شرکت هایی با وجه نقد بیشتر و فرصت های رشد قایل اند. فالکندر و وانگ (2006) در پژوهش خود نشان دادند که وجه نقد چگونه می تواند منجر به ارزش گذاری شرکت توسط سهامداران شود. آنان به این نتیجه رسیدند که یک دلار نگهداشت وجه نقد به میزان 0/79 دلار توسط سهامداران ارزیابی می شود. به عبارتی دیگر، نگهداشت یک دلار وجه نقد، موجب ارزش گذاری کمتر از یک دلار می شود. آنان برای بررسی بیشتر، اثر اهرم و میزان وجه نقد سال قبل را برای تعیین ارزش نهایی وجه نقد در الگوی خود وارد کردند و نشان دادند که در شرکت های بدون اهرم و وجه نقد از سال قبل، اثر نهایی وجه نقد 1.52 دلار است. یعنی سرمایه گذاران ارزش بیشتری برای یک دلار وجه نقد قایل هستند. آن ها دلایل زیر را برای یافته های خود ارائه کردند:

- 1- شرکت هایی که دارای وجه نقد کافی هستند، به احتمال زیاد اقدام به توزیع وجه نقد اضافی بین سهامداران از طریق تقسیم سود یا بازخرید سهام می کنند و از آنجایی که بخشی از این وجوه مشمول مالیات می شود، اثر نهایی یک دلار به کمتر از یک دلار ارزیابی می شود.
- 2- در مقابل، آن دسته از شرکت هایی که دارای نقدینگی کمی هستند و به وجه نقد از بازارهای خارجی نیاز دارند، هزینه نهایی یک دلار، بزرگتر از یک می باشد؛ زیرا نمی توانند از هزینه های معاملاتی به دلیل تامین مالی خارجی، اجتناب کنند.

3- ارزش یک دلار اضافی در وجه نقد نگهداری شده در شرایطی که شرکت‌ها با محدودیت مالی مواجه هستند، به بیشتر از یک دلار ارزیابی می‌گردد؛ زیرا شرکت برای تأمین مالی به وجوه خارجی نیازی نداشته و شرکت متحمل هزینه‌هایی که در ارتباط با تأمین مالی خارجی وجود دارند، نمی‌شود (فالکندر و وانگ¹³، 2006).

شین و سونن¹⁴، (1998) در پژوهش خود نشان دادند که مهمترین دلیل ورشکستگی بسیاری از شرکت‌ها از جمله کی مارت¹⁵ به دلیل ضعف در مدیریت سرمایه در گردش بوده است. آن‌ها همچنین، نشان دادند که بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری ارتباط منفی وجود دارد. نوبانی و همکاران¹⁶، (2009) نشان دادند که چرخه تبدیل وجه نقد یکی از مؤثرترین روش‌ها برای سنجش کارآمدی مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌هاست.

نوبانی و الهجر¹⁷، (2006) رابطه میان مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری 2123 شرکت غیرمالی در بورس اوراق بهادار توکیو را برای دوره مالی 1990-2004 بررسی کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که مدیران می‌توانند سودآوری شرکت‌ها را با کاهش چرخه تبدیل وجه نقد، دوره وصول مطالبات و دوره گردش موجودی‌ها افزایش دهند. همچنین، مدیران می‌توانند سودآوری شرکت‌ها را با پرداخت دیرتر حساب‌های پرداختی افزایش دهند. البته مدیران باید احتیاط کنند که طولانی کردن دوره پرداخت بدهی‌ها ممکن است به اعتبار و شهرت شرکت آسیب برساند و سرانجام، سودآوری شرکت تحت تأثیر قرار گیرد.

چاترجی¹⁸، (2010) در پژوهش خود، اثر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری 30 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار لندن را در دوره زمانی 2006-2008 بررسی کرده است. نتایج وی نشان داد که میان متغیرهای مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری ارتباط منفی معناداری وجود دارد. به این معنی که افزایش چرخه تبدیل وجه نقد

سودآوری شرکت‌ها را کاهش خواهد داد و مدیریت می‌تواند با کاهش چرخه تبدیل وجه نقد تا جایی که امکان دارد (حداقل ممکن) ارزش شرکت را افزایش دهد.

علی‌رغم پژوهش‌های انجام شده فوق؛ کشنیک، لاپلانت و موسوی¹⁹ (2009) و اوتوکایت و مولای (2010) با مبنا قرار دادن الگوی فالکندر و وانگ و اضافه کردن متغیرهای کنترلی بیشتر، مستقیماً به بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش شرکت و مازاد بازده سهام پرداختند. مطالعه آن‌ها با نتایج زیر همراه بود:

1- به طور متوسط یک دلار سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش، به کمتر از یک دلار نگهداری شده به صورت نقدی ارزیابی می‌شود.

2- به طور متوسط یک دلار سرمایه‌گذاری اضافی در سرمایه در گردش، باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود.

3- یک دلار سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش در سال جاری، به کمتر از یک دلار اولیه ارزش‌گذاری می‌گردد.

4- یک دلار سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش در شرکت‌هایی که به بازارهای سرمایه عمومی دسترسی دارند، از کاهش ارزش کمتری نسبت به شرکت‌های دیگر برخوردارند (کشنیک و همکاران، 2009).

با مرور پژوهش‌های گذشته و مرتبط با نگهداشت وجه نقد و مدیریت سرمایه در گردش و ارتباط آن‌ها با ارزش شرکت، در می‌یابیم که سرمایه‌گذاران به حجم و میزان وجه نقد و سرمایه در گردش اهمیت داده و مدیریت شرکت‌ها نیز توجهی خاص به وجه نقد و سرمایه در گردش دارند. اگرچه ضریب تأثیر آن‌ها در پژوهش‌های مختلف متفاوت بوده است.

بر همین اساس با توجه به ضرورت‌های اقتصادی کشورمان از جهت چگونگی مدیریت وجه نقد و سرمایه در گردش و همچنین، نوپایی صنایع کشور، در این پژوهش درصد دیم تا به بررسی چگونگی ارزش‌گذاری سهامداران ایرانی به وجه نقد و سرمایه در گردش در بازار نوظهور ایران پردازیم. هدف این پژوهش اندازه‌گیری ارزش‌گذاری سرمایه‌گذاران

ایرانی نسبت به وجه نقد و سرمایه در گردش در تصمیمات سرمایه گذاری شان می باشد تا از این طریق، تأثیر آن را بر مازاد بازده سهام و یا ارزش شرکت بسنجیم. همچنین مدیران بتوانند با درک روشن از روابط بین سرمایه در گردش و میزان نگهداشت وجه نقد و مازاد بازده سهامداران، به شناخت دقیق از ارزش گذاری سرمایه گذاران به مدیریت سرمایه در گردش و وجه نقد رسیده و سطح بهینه نگهداشت وجه نقد و سرمایه در گردش را مشخص کنند تا پاسخگوی نیازهای ذی نفعان در جهت حداکثرسازی منافع ذی نفعان باشند.

فرضیه پژوهش

- سؤال اصلی این پژوهش این است که آیا رابطه معناداری بین وجه نقد نگهداری شده، سرمایه در گردش و مازاد بازده سهام وجود دارد؟
- برای بررسی این سوال فرضیه هایی به شکل زیر مطرح شده است :
- فرضیه 1: بین میزان وجه نقد نگهداری شده دوره جاری و مازاد بازده سهام، رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه 2: بین اثرات متقابل وجه نقد نگهداری شده دوره جاری و دوره قبل با مازاد بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه 3: اهرم مالی بر رابطه بین میزان وجه نقد نگهداری شده و مازاد بازده سهام تاثیر معناداری دارد.
- فرضیه 4: بین میزان خالص سرمایه در گردش دوره جاری و مازاد بازده سهام، رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه 5: بین اثرات متقابل خالص سرمایه در گردش دوره جاری و دوره قبل با مازاد بازده سهام، رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه 6: اهرم مالی بر رابطه بین میزان خالص سرمایه در گردش و مازاد بازده سهام تاثیر معناداری دارد.

روش پژوهش

این تحقیق از نظر استدلال، قیاسی - استقرایی و از لحاظ روش گردآوری داده‌ها، تحقیقی توصیفی رگرسیونی مبتنی بر اطلاعات واقعی مندرج در صورت‌های مالی شرکت‌ها می‌باشد. همچنین، از نظر هدف، تحقیقی توسعه‌ای قلمداد می‌شود. متغیرهای مستقل برای شرکت‌های انتخابی در پایان دوره مالی محاسبه و در الگوی رگرسیون چند متغیره برای آزمون فرضیه‌ها مورد استفاده قرار گرفت. به منظور تعیین معنادار بودن رابطه متغیرهای مستقل با متغیر وابسته از آزمون t در سطح خطای 5 درصد (سطح اطمینان 95 درصد) استفاده شد. همچنین، برای تعیین درجه همبستگی متغیرهای مستقل با متغیرهای وابسته از ضریب تعیین R^2 استفاده شد. برای تعیین هم خطی از درجه همبستگی بین متغیرهای پژوهش استفاده شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که ضریب همبستگی بین متغیرها در سطح بالایی نبوده و همبستگی موجود سبب خطای تصریح الگو نخواهد شد. همچنین، آزمون استقلال باقیمانده‌ها با استفاده از آماره دورین واتسون مورد ارزیابی قرار گرفته است. ترکیب داده‌ها نشان از همسانی واریانس بین داده‌ها دارد. لذا، برای بررسی فرضیه‌های پژوهش از الگوی رگرسیونی چند متغیره بر مبنای روش تحلیل ترکیبی که ترکیب داده‌های مقطعی و سری زمانی است، استفاده شده است. اطلاعات مورد نیاز در این تحقیق از لوح فشرده شرکت تدبیر پرداز و نیز گزارش‌های انتشار یافته توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوهای زیر استفاده شده است:

$$r_{i,t} - R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta C_{i,t} + \beta_2 \Delta C_{i,t-1} + \beta_3 \Delta E_{i,t} + \beta_4 \Delta NA_{i,t} + \beta_5 \Delta I_{i,t} + \beta_6 \Delta D_{i,t} + \beta_7 L_{i,t} + \beta_8 \Delta NF_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$r_{i,t} - R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta C_{i,t} + \beta_2 \Delta C_{i,t-1} + \beta_3 \Delta E_{i,t} + \beta_4 \Delta NA_{i,t} + \beta_5 \Delta I_{i,t} + \beta_6 \Delta D_{i,t} + \beta_7 L_{i,t} + \beta_8 \Delta NF_{i,t} + \beta_9 \Delta C_{i,t} * C_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$r_{i,t} - R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta C_{i,t} + \beta_2 \Delta C_{i,t-1} + \beta_3 \Delta E_{i,t} + \beta_4 \Delta NNA_{i,t} + \beta_5 \Delta I_{i,t} + \beta_6 \Delta D_{i,t} + \beta_7 L_{i,t} + \beta_8 \Delta NF_{i,t} + \beta_9 \Delta C_{i,t} * L_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$r_{i,t} - R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta C_{i,t} + \beta_2 \Delta C_{i,t-1} + \beta_3 \Delta E_{i,t} + \beta_4 \Delta NNA_{i,t} + \beta_5 \Delta I_{i,t} + \beta_6 \Delta D_{i,t} + \beta_7 L_{i,t} + \beta_8 \Delta NF_{i,t} + \beta_9 \Delta NWC_{i,t} + \beta_{10} \Delta NWC_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$r_{i,t} - R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta C_{i,t} + \beta_2 \Delta C_{i,t-1} + \beta_3 \Delta E_{i,t} + \beta_4 \Delta NNA_{i,t} + \beta_5 \Delta I_{i,t} + \beta_6 \Delta D_{i,t} + \beta_7 L_{i,t} + \beta_8 \Delta NF_{i,t} + \beta_9 \Delta NWC_{i,t} + \beta_{10} \Delta NWC_{i,t-1} + \beta_{11} \Delta NWC_{i,t} * NWC_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$r_{i,t} - R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta C_{i,t} + \beta_2 \Delta C_{i,t-1} + \beta_3 \Delta E_{i,t} + \beta_4 \Delta NNA_{i,t} + \beta_5 \Delta I_{i,t} + \beta_6 \Delta D_{i,t} + \beta_7 L_{i,t} + \beta_8 \Delta NF_{i,t} + \beta_9 \Delta NWC_{i,t} + \beta_{10} \Delta NWC_{i,t-1} + \beta_{11} \Delta NWC_{i,t} * L_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

که در آن‌ها، $r_{i,t}$ ، بازده واقعی شرکت و $R_{i,t}$ ، بازده پرتفوی بازار است. اختلاف بین این دو متغیر بیانگر مازاد بازده سهام بوده و واکنش فردی سرمایه‌گذاران را نسبت به وجه نقد و سرمایه در گردش نشان می‌دهد. در این الگوها بازده واقعی شرکت ($r_{i,t}$) برابر است با تغییرات قیمت سهام و مزایای نقدی، سود سهمی و حق تقدم سهام تقسیم بر قیمت سهام در ابتدای دوره که به صورت زیر می‌باشد:

$$R_t = \frac{D_t + P_t(1 + \alpha + \beta) - (P_{t-1} + C * \alpha)}{P_{t-1} + C * \alpha} \quad (7)$$

که در آن، D ، سود نقدی هر سهم در ابتدای سال؛ P ، قیمت سهام در بازار؛ α ، درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی؛ β ، درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته و C ، مبلغ پرداخت شده توسط سرمایه‌گذار بابت افزایش سرمایه از آورده نقدی و مطالبات است (حقیقت و پناهی، 1390). C ، وجه نقد شرکت؛ E ، سود قبل از بهره و مالیات می‌باشد. NA ، جمع دارایی‌های شرکت و NNA ، جمع دارایی‌های شرکت منهای وجه نقد نگهداری شده و خالص سرمایه در گردش عملیاتی؛ I ، هزینه بهره؛ D ، سود سهام پرداختنی و L ، اهرم بازار (کل بدهی تقسیم بر کل بدهی بعلاوه ارزش بازار سرمایه شرکت) می‌باشد. NF ، خالص تامین مالی (کل سهام منتشر شده بعلاوه بدهی منتشر شده منهای بازپرداخت

بدهی‌ها) و NWC، حساب‌های دریافتی بعلاوه موجودی کالا منهای حساب‌های پرداختی می‌باشد. به منظور همگن سازی متغیرهای نمونه مورد بررسی، کلیه مقادیر متغیرها بر جمع دارایی هر شرکت تقسیم شده است. متغیرهای E، NA، NNA، D، L و NF متغیر کنترلی هستند.

جامعه، نمونه آماری و دلایل انتخاب آن

جامعه آماری در این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و برای انتخاب نمونه فیلترهای زیر اعمال شده است: الف) تا قبل از سال 1386 در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند. ب) پایان سال مالی آن‌ها 29 اسفند ماه باشد. ج) در دوره مورد بررسی، تغییر یا توقف در دوره مالی نداشته باشند. د) حضور فعال در بورس بین سال‌های 1386 الی 1390 داشته باشند و سهام آن‌ها بیش از 80 روز در سال معامله شده باشد. ه) جزء بانک‌ها و موسسات مالی نباشند. زیرا ساختار مالی این شرکت‌ها متفاوت است. در نهایت، پس از اعمال محدودیت‌های فوق، 84 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره مورد بررسی به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند.

تجزیه و تحلیل یافته‌ها

همان‌طور که در جدول شماره 1 مشخص است، میانه و میانگین متغیر وابسته به ترتیب 0/068 و 0/001- می‌باشد. کمترین میزان متغیر وابسته مربوط به شرکت ریخته‌گری ایران در سال 1389 به میزان 1/403- می‌باشد. بیشترین میزان متغیر وابسته مربوط به شرکت کالسمین در سال 1388 به میزان 3/946 می‌باشد. همچنین، انحراف استاندارد متغیر وابسته 0/685 می‌باشد که بیانگر پراکندگی در بین متغیرهای پژوهش است و نشان دهنده کم بودن انسجام در نمونه و تفاوت در صنایع مختلف می‌باشد. میانگین نگهداشت وجه نقد در دوره مورد بررسی حدود 3% کل دارایی‌ها است که این مقدار در کشورهای اروپایی 6% و در امریکا 7% است. میانگین سرمایه در گردش در دوره مورد بررسی حدود 32% کل

دارایی‌ها است که این مقدار در کشورهای اروپایی 42% و در آمریکا 59% است که نشان دهنده کوچک بودن نسبت وجه نقد و سرمایه در گردش شرکت‌های ایرانی است.

جدول شماره 1. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

انحراف استاندارد	میان	میانگین	حداکثر	حداقل	مشاهده	نماد متغیر
0/685	-0/001	0/068	3/946	-1/403	420	$r_{i,t}-R_{i,t}$
0/028	0/001	0/003	0/109	-0/108	420	$\Delta C_{i,t}$
0/026	0/023	0/030	0/148	0/000	420	$\Delta C_{i,t-1}$
0/077	0/013	0/014	0/391	-0/361	420	ΔE
0/137	0/095	0/094	0/623	-0/495	420	ΔNA
0/117	0/050	0/062	2/128	-1/104	420	ΔNNA
0/079	0/003	-0/005	0/136	-0/661	420	ΔI
0/078	-0/002	-0/006	0/660	-0/568	420	ΔD
0/271	0/637	0/623	1/71	0/27	420	L
0/336	0/018	0/047	6/525	-0/432	420	NF
0/140	0/037	0/036	0/686	-1/931	420	$\Delta NWC_{i,t}$
0/001	1/09	-0/000	0/004	-0/013	420	$\Delta C_{i,T} * C_{i,t-1}$
0/108	0/002	0/007	1/027	-0/653	420	$\Delta C_{i,T} * L$
0/356	0/359	0/323	1/362	-4/167	420	$\Delta NWC_{i,t-1}$
0/180	0/008	-0/004	0/151	-2/631	420	$\Delta NWC_{i,T} * \Delta NWC_{i,t-1}$
0/346	0/049	0/081	2/120	-2/096	420	$\Delta NWC_{i,t} * L$

نتایج آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش از آزمون F تعمیم یافته (چاو) جهت تعیین استفاده از الگوی داده‌های تلفیقی یا الگوی اثرات ثابت استفاده شده است (اگر سطح معناداری بزرگتر از 5% باشد، الگوی اثر ثابت و در غیر این صورت، الگوی داده‌های تلفیقی مورد تأیید است). از آزمون ضریب لاگرانژ جهت تعیین استفاده از الگوی داده‌های تلفیقی یا الگوی اثرات تصادفی

بهره برده‌ایم (اگر سطح معناداری بزرگتر از 5% باشد، الگوی اثر تصادفی و در غیر این صورت، الگوی داده‌های تلفیقی مورد تأیید است). سرانجام، با توجه به سطح معناداری هر کدام از متغیرها در مورد پذیرش یا رد فرضیه‌ها تصمیم‌گیری می‌شود؛ بدین صورت که اگر سطح معنی‌داری بزرگتر از 5% باشد، متغیر دارای اثر معنادار خواهد بود و در نتیجه، فرض H_0 رد خواهد شد (گجراتی، 1385).

در این پژوهش، آزمون چاو نشان می‌دهد که در تمامی فرضیه‌ها سطح معناداری بزرگتر از 5% است که نشان‌دهنده تأکید کاربرد PLS در مقابل FE می‌باشد. همچنین، آزمون لاگرانژ نشان می‌دهد که در تمام فرضیه‌ها سطح معناداری بزرگتر از 5% است که نشان‌دهنده تأکید کاربرد PLS در مقابل RE می‌باشد. لذا، در این پژوهش از روش داده‌های تلفیقی PLS استفاده شده است.

در زیر جدول‌های شماره 2 و 3 نتایج مربوط به آزمون داده‌های ترکیبی برای فرضیات یک تا شش آورده شده است. ضریب تعیین تعدیل شده در فرضیات حدود 0.30 می‌باشد و این بدان معناست که حدود 0.30 از تغییرات در مازاد بازده سهام توسط متغیرهای مستقل بیان می‌شود. آماره F برای فرضیات در حدود 20 است که نشان از تأیید الگو به طور کلی در سطح معناداری 99% است. مقدار آماره دوربین واتسون نیز به میزان حدود 1.9 نشان از نبود خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها دارد. همچنین، آزمون همبستگی بین داده‌ها، بیانگر عدم وجود هم‌خطی بین متغیرها می‌باشد که با توجه به روش تحلیل داده‌های ترکیبی، تاثیری بر تصریح الگوی نهایی پژوهش نخواهد داشت.

جدول شماره 2. تأثیر متغیر مستقل بر مازاد بازده سهام (فرضیه 1 و 2 و 3)

متغیر مستقل	فرضیه 1			فرضیه 2			فرضیه 3		
	ضریب	آماره t	سطح معنادار	ضریب	آماره t	سطح معناداری	ضریب	آماره t	سطح معناداری
$\Delta C_{i,t}$	2/101	7/600	0/000	3/488	3/612	0/000	3/318	5/027	0/000
$\Delta C_{i,t-1}$	0/656	3/036	0/002	2/316	2/382	0/016	2/455	2/282	0/023
ΔE	2/870	6/491	0/000	6/986	2/367	0/000	2/378	7/059	0/000
ΔNA				6/423	0/917	0/000	0/910	6/243	0/000
ΔNNA	0/451	5/233	0/000						
ΔI	-0/455	-3.16	0/001	-2/446	-0/526	0/008	-0.51	-2/52	0/011
ΔD	0/545	3/007	0/002	2/504	0/567	0/002	0.530	2/582	0/010
L	-0/016	-8/30	0/000	-9/154	-0/01	0/000	-0.01	-8/93	0/000
NF	-0/012	-0/75	0/450	-2/767	-0/06	0/005	-0.06	-2/72	0/006
$\Delta C_{i,t} * C_{i,t-1}$				-1/315	-17/5	0/006			
$\Delta C_{i,t} * L$	3/685	2/895	0/004						
ϵ	-0/062	-1/03	0/300	-2/347	-0/15	0/0178	-0.15	-2/32	0/020
ADJ R ²		0/305		0/311				0/314	
آماره F		21/439		22/074				25/037	
آماره دورین واتسن		1/919		1/980				1/974	
سطح معناداری آزمون		0/000		0/000				000/0	
نتیجه آزمون	پذیرش فرضیه	پذیرش فرضیه	پذیرش فرضیه	پذیرش فرضیه	پذیرش فرضیه	پذیرش فرضیه	پذیرش فرضیه	پذیرش فرضیه	پذیرش فرضیه

طبق نتایج، در فرضیه اول، تغییرات وجه نقد $\Delta C_{i,t}$ با مازاد بازده سهام دارای رابطه مثبت و معناداری است و ضریب آن 3/31 می باشد، یعنی هر یک ریال وجه نقد به 3/31 ریال ارزیابی می گردد. وجه نقد سال گذشته $\Delta C_{i,t-1}$ نیز دارای رابطه مثبت و معناداری با ارزش شرکت می باشد و ضریب آن 2/45 است. لذا چون مقدار احتمال آماره F برابر صفر است، پس می توان گفت که رگرسیون در سطح اطمینان 95% معنادار می باشد. همچنین، نتایج ما با نتایج مطالعه فالكندر و وانگ و اتوکات و مولای مطابقت دارد و نشان می دهد که سرمایه گذاران ایرانی به ازای یک ریال نگهداشت وجه نقد 3/3 ریال به ثروت سهامداران یا ارزش شرکت می افزایند. اتوکایت و مولای نشان دادند که یک دلار وجه نقد به 0/79

دلار ارزیابی می‌گردد؛ اما در شرکت‌های ایرانی ضریب آن 3/31 است که این موضوع، بیانگر اهمیت نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های ایرانی است. کمبود وجه نقد و نسبت پایین آن‌ها در شرکت‌های ایرانی نسبت به شرکت‌های خارجی مؤید این موضوع است.

در فرضیه دوم، اثرات متقابل تغییرات وجه نقد سال جاری و وجه نقد سال $\Delta C_{i,t} * C_{i,t-1}$ مورد بررسی قرار گرفت که نشان دهنده رابطه منفی و معناداری با مازاد بازده سهام است و ضریب آن 1/32- است. لذا چون مقدار احتمال آماره F برابر صفر است، پس می‌توان گفت که رگرسیون در سطح اطمینان 95% معنادار می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نیز با مطالعات فالکندر و وانگ (2006) مطابقت دارد. این یافته‌ها نشان دهنده اثرات متقابل وجه نقد سال قبل و تغییرات سال جاری بر ثروت سهامداران و مازاد بازده سهام به صورت معکوس می‌باشد و بیانگر این موضوع است که انباشت وجه نقد در شرکت‌های ایرانی، اگرچه به میزان کم، اثر منفی بر مازاد بازده سهام و نهایتاً ارزش شرکت دارد که این یافته‌ها با نتایج پژوهش‌های سایر کشورها مطابقت دارد. نتایج با فرضیه یک همسو می‌باشد و مؤید نسبت پایین نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های ایرانی است. همچنین، می‌توان گفت که بازار برای نگهداشت وجه نقد ارزش گذاری زیادی می‌کند. تغییرات وجه نقد به شکل منفی در نمونه‌های مورد بررسی و یا نگهداشت سطح پایین وجه نقد توسط شرکت‌های ایرانی باعث شده تا سهامداران ارزش شرکت را کمتر ارزیابی کنند.

در فرضیه سوم اثرات متقابل تغییرات وجه نقد سال جاری و اهرم $\Delta C_{i,t} * L$ بررسی شد و نتایج بیانگر رابطه مثبت و معناداری است و ضریب آن 3.68 است. لذا چون مقدار احتمال آماره F برابر صفر است، پس می‌توان گفت که رگرسیون در سطح اطمینان 95% معنادار می‌باشد. در پژوهش فالکندر و وانگ (2006)، $\Delta C_{i,t} * L$ دارای رابطه منفی و معنادار می‌باشد که برخلاف پژوهش ما بوده است. اما، اوتوکایت و مولای نشان دادند که $\Delta C_{i,t} * L$ دارای رابطه مثبت و معناداری بود که با نتایج پژوهش ما همخوانی دارد. این یافته‌ها بیانگر این است که نگهداری وجه نقد اضافی در شرکت‌هایی با بدهی بیشتر موجب

ارزش است و سهامداران انباشت وجه نقد را ارزش گذاری می کنند و به دلیل محدودیت عرضه منابع مالی توسط بانکها به شرکت های ایرانی، این موضوع قابل اثبات می باشد.

جدول شماره 3. تأثیر متغیر مستقل بر مازاد بازده سهام (فرضیه 4 و 5 و 6)

متغیر مستقل	فرضیه 1		فرضیه 2		فرضیه 3	
	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
$\Delta C_{i,t}$	5/316	3/719	0/000	3/484	5/158	3/404
$\Delta C_{i,t-1}$	2/641	0/031	2/555	2/161	2/131	2/337
ΔE	7/614	2/268	0/000	2/087	6/744	2/216
ΔNA	4/864	0/768	0/000	0/894	4/816	0/837
ΔNNA	-2/109	0/022	-2/28	-0/53	0/014	-0/54
ΔI	3/245	0/606	2/930	0/607	2/674	0/547
ΔD	-8/427	0/000	-10/1	-0/02	-9/23	-0/01
L	-2/534	0/002	-3/07	-0/07	-3/02	-0/07
NF	8/250	0/815	7/412	1/631	9/408	1/297
$\Delta C_{i,t} * C_{i,t-1}$	3/737	0/142	1.835	0.067	2.264	0.088
$\Delta C_{i,t} * L$		0.000	-3.67	-0.42		
ϵ	2/313	0/212				0.021
ADJ R ²		0/340		0/355		0/332
آماره F		20/701		22/024		21/83
آماره دوربین واتسن		1/997		2/010		1/999
سطح معناداری آزمون		0/000		0/000		0/000
نتیجه آزمون	پذیرش فرضیه	پذیرش فرضیه	پذیرش فرضیه	پذیرش فرضیه	پذیرش فرضیه	پذیرش فرضیه

نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم نشان می دهد که تغییرات در سرمایه در گردش $\Delta NWC_{i,t}$ دارای رابطه مثبت و معناداری با مازاد بازده سهام می باشد و ضریب آن $1/29$ است. یعنی هر یک ریال سرمایه در گردش به $1/29$ ریال ارزیابی می گردد. همچنین، $NWC_{i,t-1}$ دارای رابطه مثبت و معنادار بوده و ضریب آن $0/08$ می باشد. یعنی هر یک ریال سرمایه در گردش سال قبل در سال جاری به میزان $0/08$ ریال ارزش ایجاد می کند. لذا چون مقدار احتمال آماره F برابر صفر است، پس می توان گفت که رگرسیون در سطح اطمینان 95% معنادار می باشد. این یافته ها بیانگر این موضوع است که افزایش در سرمایه در گردش موجب ارزش برای سهامداران است. اگرچه از لحاظ تئوری اثبات وجه نقد به عنوان

یک جزء از سرمایه در گردش نمی‌تواند موجب ارزش اضافی شود و انتظار می‌رود که ضریب افزایش ارزش کمتر از یک باشد، اما در نمونه مورد بررسی، این ضریب $1/29$ می‌باشد که بیانگر اضافه ارزش تخصیصی توسط سهامداران است. دلیل دیگر در توجیه ضریب بیشتر از یک، ممکن است به سایر اجزای سرمایه در گردش مربوط باشد. البته با توجه به درصد نگهداشت وجه نقد در جدول آمار توصیفی متغیرها، این دیدگاه که افزایش سرمایه در گردش به خاطر سایر عوامل می‌باشد، معتبرتر است. یافته‌ها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران ایرانی به نگهداشت وجه نقد و سرمایه در گردش ارزش می‌دهند و این امر شاید به دلیل کمبود این دارایی‌ها و منابع عرضه‌کننده آن‌ها باشد.

در فرضیه پنجم اثرات متقابل تغییرات سرمایه در گردش سال جاری و دوره قبل $\Delta NWC_{i,t} * \Delta NWC_{i,t-1}$ بر مازاد بازده سهام بررسی شد و نتایج نشان می‌دهد که رابطه منفی معناداری بین آن‌ها با مازاد بازده سهام وجود دارد و ضریب آن $-0/42$ است. لذا، چون مقدار احتمال آماره F برابر صفر است، پس می‌توان گفت که رگرسیون در سطح اطمینان 95% معنادار می‌باشد. این یافته‌ها بیانگر اثر منفی انباشت سرمایه در گردش اضافی بر مازاد بازده سهام می‌باشد که با نتایج فرضیه دوم همسو است.

در فرضیه ششم اثرات متقابل تغییرات سرمایه در گردش و اهرم $\Delta NWC_{i,t} * L$ بررسی شد. نتایج حاکی از وجود رابطه مثبت و معناداری بین آن‌ها و مازاد بازده سهام است و ضریب آن 0.21 می‌باشد. لذا چون مقدار احتمال آماره F برابر صفر است، پس می‌توان گفت که رگرسیون در سطح اطمینان 95% معنادار می‌باشد. این یافته‌ها بیانگر اهمیت سرمایه در گردش در شرکت‌هایی با بدهی بیشتر می‌باشد و به طور کلی، سهامداران این شرکت‌ها ارزش بیشتری را برای سرمایه در گردش، از جهت کاهش ریسک قایل هستند.

نتیجه‌گیری

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بازار سرمایه ایران به عنوان یک بازار نوظهور ارزش زیادی برای وجه نقد و سرمایه در گردش قایل است. درجه ارزش‌گذاری وجه نقد توسط

سهامداران در شرکت‌های ایرانی بیانگر کمبود منابع عرضه و اهمیت زیاد آن می‌باشد. همچنین، میزان نگهداشت وجه نقد شرکت‌های مورد بررسی نشان می‌دهد که نسبت آن در مقایسه با سایر شرکت‌ها در سطح جهانی در سطح پایین تری قرار دارد. اثرات متقابل نگهداشت وجه نقد نشان می‌دهد که در نمونه مورد بررسی، وجه نقد از تغییرات مناسبی برخوردار نبوده و با توجه به نسبت پایین آن در شرکت‌ها، سبب کاهش ارزش شرکت‌ها و بازده حاصله برای سهامداران شده است. سرمایه در گردش اگرچه رابطه مثبتی را با ارزش شرکت و ایجاد مازاد بازده نشان می‌دهد، ولی اثرات متقابل آن، همچنان، به دلیل اهمیت بخش نقدی سرمایه در گردش، رابطه منفی با مازاد بازده سهامداران را نشان می‌دهد که می‌توان تحلیل مشابه با اثر متقابل نگهداشت وجه نقد برای آن ارائه کرد. عدم وجود بازارهای پولی و مالی گسترده برای شرکت‌های ایرانی سبب می‌شود تا اهرم و اثرات متقابل آن با وجه نقد و سرمایه در گردش، رابطه مثبتی را با ارزش شرکت و مازاد بازده داشته باشد. در مورد قابلیت تعمیم یافته‌ها به سایر شرکت‌ها، از آنجایی که روش غربالگری و نمونه‌گیری سیستماتیک در پژوهش حاضر موجود نبوده است، لذا در رابطه با تعمیم یافته‌ها باید جانب احتیاط به عمل آید. به طور کلی، یافته‌ها نشان دهنده توجه سرمایه گذاران ایرانی به وجه نقد و سرمایه در گردش به عنوان یک عامل موجد ارزش می‌باشد. لذا بر مبنای نتایج به دست آمده از پژوهش، پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود:

* به عموم استفاده کنندگان از اطلاعات مالی پیشنهاد می‌شود در تصمیمات خود به میزان وجه نقد نگهداری شده و سرمایه در گردش به عنوان عوامل تأثیرگذار بر مازاد بازده سهام و نهایتاً ارزش شرکت توجه کنند.

* استانداردها و حسابداری و سیاست گذاران بورس، شرکت‌ها را به ارائه اطلاعات داوطلبانه بیشتری نسبت به وجه نقد و سرمایه در گردش به صورت جداگانه در یادداشت‌های همراه به عنوان اطلاعات تکمیلی، تشویق کنند.

* به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود که قبل از اتخاذ هرگونه تصمیمی مبنی بر اینکه در چه شرکتی سرمایه گذاری کنند، به میزان وجه نقد نگهداری شده و سرمایه در گردش که در این پژوهش مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت، توجه کنند.

همچنین، می توان پیشنهادهای زیر را برای انجام پژوهش های آینده ارائه کرد:

* بررسی ارتباط بین وجه نقد نگهداری شده و مدیریت سرمایه در گردش بر مازاد بازده سهام و ارزش شرکت ها در شرکت های فرابورس.

* دخیل کردن متغیرهای دیگری مثل نرخ تورم، فرصت های رشد، نرخ هزینه سرمایه، عمر شرکت، شرایط محدودیت تأمین مالی و ... و بررسی تأثیر آن ها بر مازاد بازده سهام و ارزش شرکت.

یادداشت ها

- 1- Ernst and Young
2. $FCF = EBIT \times (1 - \text{Taxes}) + \text{Depreciation and Amortization} - \text{Increase in NWC} - \text{Capital expenditure}$
3. Ozkan and Ozkan
4. Pinkowitz, Stulz and Williamson
5. Autukaite and Molay
6. Opler
7. Dittmar and Mahrt-Smith
8. Myers and Majluf
9. Jensen
10. Michalski
11. Harford
12. Pinkowitz and Williamson
13. Faulkender and Wang
14. Shin and Soenen
15. Kmart
16. Nobanee
17. Nobanee, and Al Hajjar
18. Saswata
19. Kieschnick, LaPlante, and Moussawi

منابع و مأخذ

- حقیقت، مهدی و پناهی، مهدی، (1390)، بررسی رابطه کیفیت سود و بازده آینده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *دانش حسابداری*، 2 (5): 31-50.
- سالاری، سجاد، (1389)، ارتباط میان کارایی مدیریت سرمایه در گردش و بازده کل دارایی‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری*، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران.
- گجراتی، دامور، (1385)، *مبانی اقتصاد سنجی*. [ابریشمی]، تهران. انتشارات دانشگاه تهران، چ چهارم، ص 907-963.
- طالبی، محمد، (1377)، ارزیابی وضعیت موجود مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های ایرانی. *پایان نامه دکتری*، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران.
- عطارد، حسن، (1385)، بررسی ارتباط بین اقلام مالی و ارزش شرکت. *پایان نامه کارشناسی ارشد*، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.
- فخاری، حسین و تقوی، سید روح الله، (1388)، کیفیت اقلام تعهدی و مانده وجه نقد. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، 16 (57): 69-84.
- قربانی، سعید و عدیلی، مجتبی، (1391)، نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی. *دانش حسابداری*، 3 (8): 131-149.
- محمدی، محمد. (1388). تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌ها در جامعه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه مدیریت*، 6 (14): 80-91.
- Autukaite, R. and Molay, N. (2010). Cash holdings, working capital and firm value: Evidance from france. <http://ssrn.com>.
- Chung, R., Firth, M., and Kim, J. (2005). Erning management, surplus free cash flow, and external monitoring. *Journal of Business Research*, 58: 766-776.
- Dandapani, K., Chang, C., and Prakash, A. (1995). Current asset policies of european and asian corporations: a critical examination. *Management International Review*, special Issue, 2: 105-117.
- Dittmar, A., and Mahrt, S.J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83: 599-634.
- Faulkender, M. W. and Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *the Journal of Finance*, 61 (4): 1957-1990.
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance*, 54: 1969-1997.

- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow: corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76: 323-329.
- Magni, C.A. (2006). An alternative approach to firms' evaluation: expert systems and fuzzy logic. *International Journal of Information Technology & Decision Making*, 5 (1): 195-225.
- Mikkelsen, W., and Partch, M. (2003). Do persistent large cash reserves hinder performance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38: 275-294.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48: 261-297.
- Myers, S.C., Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R. (1999). The determinants and implications of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52: 3-46.
- Ozkan, A. and Ozkan, N. (2004), Corporate cash holdings: an empirical investigation of UK companies, *Journal of Banking & Finance*, 28: 2103-2134
- Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis, *Journal of Finance*, 61: 2725-2751.
- Shin, H., and Soenen, L. (1998). Efficiency of working capital management and corporate profitability. *Financial Practice and Education*, 8: 37-45.



- 1_
- 2_
- 3_
- 4_
- 5_
- 6_
- 7_
- 8_
- 9_
- 10_
- 11_
- 12_
- 13_
- 14_
- 15_
- 16_
- 17_
- 18_
- 19_

