

## تاثیر سیاست سرمایه در گردش میانه رو بر انعطاف پذیری مالی با توجه به ساختار مالکیت

فرزین خوشکار<sup>۱</sup>

مسعود خانمحمدی گللو\*<sup>۲</sup>

جواد فتوح<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۱۰/۲۷ تاریخ چاپ: ۱۳۹۸/۱۰/۳۰

### چکیده

افزایش ارزش شرکت یا افزایش ثروت تنها در نتیجه عملکرد مناسب و مطلوب حاصل می‌شود و حداکثر کردن ارزش شرکت زمانی تحقق می‌یابد که شرکت از سلامت مالی برخوردار باشد. در این تحقیق اطلاعات ۱۱۰ شرکت که در طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ در بورس حضور داشتند مورد آزمون قرار گرفت. تجزیه و تحلیل داده‌های این پژوهش و آزمون فرضیات آن توسط نرم‌افزار ۱۶ Spss و ۱۹ Eviews انجام شده است. این پژوهش از جنبه روش استنتاج توصیفی - تحلیلی و از نوع رگرسیون و همبستگی می‌باشد و از نظر زمانی و نوع طرح پژوهش، پس‌رویدادی است. همچنین داده‌ها در این پژوهش مبتنی بر داده‌های کمی و در چارچوب استدلال‌ات قیاسی - استقرایی می‌باشد در این تحقیق ۳ فرضیه تدوین شده است که با توجه به تجزیه و تحلیل داده‌ها این تحقیق نشان می‌دهد که تاثیر سیاست سرمایه در گردش میانه‌رو بر انعطاف‌پذیری مالی در شرکت‌ها با مالکیت‌های مدیریتی، خصوصی و نهادی، رابطه معناداری وجود ندارد.

### واژگان کلیدی

سرمایه در گردش، انعطاف‌پذیری مالی، ساختار مالکیت، سیاست سرمایه، سرمایه در گردش میانه رو

<sup>۱</sup> مدرس گروه حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران ([f.khoshkar@hnhk.ac.ir](mailto:f.khoshkar@hnhk.ac.ir))

<sup>۲</sup> دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران (\* نویسنده مسئول:

[Khanmohammadi.m@hnhk.ac.ir](mailto:Khanmohammadi.m@hnhk.ac.ir))

<sup>۳</sup> دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران ([Fotouh.j@hnhk.ac.ir](mailto:Fotouh.j@hnhk.ac.ir))

## مقدمه

یکی از معیارهای جامع مدیریت سرمایه در گردش، چرخه تبدیل به نقد است که همه جریان‌های مالی وابسته به موجودی کالا، دریافتی‌ها و پرداختی‌ها را لحاظ می‌کند. پیوند سنتی بین چرخه تبدیل به نقد با سودآوری و ارزش شرکت این است که کاهش چرخه تبدیل به نقد، با کاهش مدت زمانی که وجوه نقد در سرمایه در گردش حبس می‌شود، ارزش بازار و سودآوری شرکت را افزایش می‌دهد. این امر می‌تواند با کوتاه شدن دوره تبدیل موجودی‌ها، به وسیله فروش کالاها به مشتریان و کوتاه شدن دوره وصول مطالبات، با تسریع در وصول و با طولانی شدن دوره تعویق پرداختی‌ها به وسیله تأخیر در پرداخت به تأمین کنندگان تحقق یابد. از سوی دیگر، کوتاه بودن چرخه تبدیل به نقد می‌تواند به سودآوری شرکت آسیب وارد کند. کاهش دوره تبدیل موجودی‌ها می‌تواند هزینه‌های کمبود را افزایش دهد، کوتاه شدن دوره وصول دریافتی‌ها باعث می‌شود شرکت مشتریان معتبرش را از دست دهد و طولانی شدن دوره تعویق پرداختی‌ها می‌تواند به شهرت اعتباری شرکت آسیب وارد کند؛ بنابراین، دستیابی به سطوح مطلوب موجودی‌ها، دریافتی‌ها و پرداختی‌ها، هزینه‌های نگهداری و فرصت آنها را کمینه می‌کند و منجر به یک چرخه تبدیل به نقد بهینه می‌شود (رن، ۲۰۱۶).<sup>۱</sup>

همچنین باتوجه به جایگاه و اهمیت سرمایه در فرایندهای سازمانی، مدیریت آن از اهمیت خاصی برخوردار می‌باشد. در این میان سرمایه در گردش<sup>۲</sup> به طور کلی در همه‌ی سازمان‌ها بخش عظیمی از سرمایه سازمان را به خود اختصاص می‌دهد. مدیریت سرمایه در گردش عبارت است از ترکیب بهینه‌ی اقلام سرمایه در گردش به گونه‌ای که ثروت سهامداران را حداکثر کند. مدیران واحدهای انتفاعی در شرایط مختلف با توجه به عوامل بیرونی و درونی واحد انتفاعی و با توجه به ریسک و بازده باید استراتژی‌های مناسبی را برای اداره و مدیریت سرمایه در گردش واحد خود انتخاب کند. با این اوصاف هدف مدیریت سرمایه در گردش فعال برقراری یک تعادل حساس بین حفظ نقدینگی برای پشتیبانی از عملیات روزانه و حداکثرسازی فرصت‌های سرمایه‌گذاری کوتاه مدت می‌باشد. (هاوتیس، ۲۰۱۳).<sup>۳</sup>

از طرفی دیگر انعطاف‌پذیری مالی، توان شرکت‌ها در تأمین مالی جهت عکس العمل مناسب در برابر رویدادها و موارد پیش‌بینی شده برای حداکثر کردن ارزش شرکت را در برمی‌گیرد (بایون، ۲۰۱۲).<sup>۴</sup> انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها را از درماندگی در برابر شوک‌های بزرگ مالی و عملیاتی و حل و فصل آنها مساعدت نموده و در توانمندسازی شرکت‌ها جهت پذیرش فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی و افزایش ارزش شرکت نیز بسیار حائز اهمیت است (مارچیکا و همکاران، ۲۰۱۲).<sup>۵</sup>

از این رو در این پژوهش قصد داشتیم تاثیر سیاست سرمایه در گردش میانه رو بر انعطاف‌پذیری مالی با توجه به ساختار مالکیت را مورد بررسی قرار دهیم.

1. Rehn

2. working capital management

3. Havoutis,

4. Byoun

5. Marchica

## مبانی نظری پژوهش

سرمایه در گردش یک شرکت مجموعه مبالغی است که در دارایی‌های جاری سرمایه‌گذاری می‌شود. اگر بدهی‌های جاری از دارایی‌های جاری یک شرکت کسر گردد سرمایه در گردش خالص بدست می‌آید. مدیریت سرمایه در گردش عبارت است از تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش به نحوی که ثروت سهامداران افزایش یابد. یکی از مرتبط‌ترین ریسک‌ها به سرمایه در گردش سازمان، ریسک نقدینگی می‌باشد. ریسک نبود وجه نقد برای بازپرداخت تعهدات است. در این شرایط مدیریت ریسک به عنوان عامل مؤثر برای حل مشکل نقدینگی شرکت‌ها در نظر گرفته می‌شود. گاندولی بحث می‌کند که مدیریت ریسک بخش مهمی از فرایند جریان نقدی می‌باشد و شرکت‌ها می‌توانند با انجام اقداماتی همچون سیاست‌های اعتباری مناسب، هزینه‌های بدهی را کاهش داده و ریسک اعتباری خود را بهتر مدیریت کنند (گاندولی، ۲۰۱۶).<sup>۶</sup>

سرمایه در گردش به عنوان عاملی حیاتی برای فعالیت یک بنگاه اقتصادی در نظر گرفته می‌شود و مدیریت اثربخش سرمایه در گردش، یکی از پیش شرط‌های اساسی برای موفقیت بنگاه است. مدیریت سرمایه در گردش، به دنبال برقراری تعادل حساس بین حفظ نقدینگی برای پشتیبانی از عملیات روزانه و حداکثرسازی فرصت‌های سرمایه‌گذاری کوتاه مدت است (مرادی و نجار، ۱۳۹۲).

در پژوهشی که توسط راپاپورت (۱۹۹۸)<sup>۷</sup> بر روی محرک‌های مؤثر بر ارزش سهام انجام شد، از هفت محرک مؤثر بر ارزش سهام شناسایی شده، بهبود اثربخشی و کارایی استفاده از سرمایه در گردش به عنوان ساده‌ترین راه قابل اجرا جهت افزایش ارزش سهام شناسایی شدند. سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش، تنها سرمایه‌گذاری است که بنگاه انتظار بازده محدود و تعریف شده از آن ندارد (وازیوزمن، ۲۰۱۸).<sup>۸</sup> در ایران برخی از موسسه‌ها و سازمان‌ها بعنوان سهامداران نهادی در ترکیب مالکیت برخی از شرکت‌ها دیده می‌شوند. از این قبیل سازمان و موسسه‌ها می‌توان به موسسه‌های بیمه اعم از شرکت‌های بیمه بازرگانی سازمان‌های تامین اجتماعی و صندوق‌های بازنشستگی، بنیاد شهید و امور ایثارگران، بنیاد پانزده خرداد، سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران و هلال احمر اشاره کرد. بدین ترتیب ملاحظه می‌شود که شرکت‌ها با تغییراتی در بافت و ترکیب سهامداران و به عبارتی در ساختار مالکیت خود مواجه هستند (فروغی و همکاران، ۱۳۸۸)

دارایی‌های جاری را می‌توان بعنوان دارایی‌هایی که معمولاً طی دوره جاری حسابداری یا طی یک سال در جریان عادی عملیات تجاری به نقد تبدیل می‌شوند، تعریف نمود؛ بنابراین این دارایی‌ها منابع نقد یا شبه نقد می‌باشند ارزشی که بوسیله این دارایی‌ها نشان داده می‌شود در میان چندین حساب در ترازنامه در گردش می‌باشد. وجوه نقد برای خرید مواد خام و پرداخت دستمزد و هزینه‌های تولیدی دیگر، جهت تولید کالا مورد استفاده قرار می‌گیرد و سپس به عنوان موجودی کالا

6. Gundavelli

7. Rappaport

8. Wasiuzzaman

نشان داده می‌شود. زمانی که موجودی‌های کالا به فروش می‌رسند حساب‌های دریافتی بوجود می‌آیند. وصول مطالبات، وجوه نقد را به داخل مؤسسه می‌آورد و این فرآیند مجدداً آغاز می‌گردد.

#### الف- سرمایه در گردش دائمی

سرمایه در گردش دائمی، دارایی‌هایی هستند که بطور مداوم در طول تمامی سال مورد نیاز می‌باشند. سرمایه در گردش دائمی بیانگر مبالغ نقد، دریافتی‌ها و موجودی‌ها می‌باشد که به عنوان یک حداقلی جهت عملیات در هر زمانی نگهداری می‌شود.

#### ب- سرمایه در گردش غیردائمی

سرمایه در گردش غیردائمی بیان‌کننده دارایی‌های اضافی است که در مواقع خاص در طی سال مورد نیاز می‌باشند. برای دوره‌هایی که فروش افزایش می‌یابد (به حداکثر می‌رسد) مقداری موجودی اضافی بایستی نگهداری شود. بعد از دوره‌ای که فروش افزایش می‌یابد، دریافتی‌ها افزایش خواهند یافت و می‌بایستی که تأمین مالی شوند. برای پرداخت هزینه ملزومات اضافی که لازمه فعالیت زیاد می‌باشد، وجه نقد اضافی مورد نیاز است.

یک هدف مدیریت سرمایه در گردش، مربوط به کسب سود برای مؤسسه می‌باشد. در این زمینه سطوح نرخ بهره بر مقدار سرمایه در گردش که یک مؤسسه نگهداری می‌کند، تأثیر می‌گذارد. هنگامی که نرخ بهره بالا باشد مؤسسه به کاهش نقد، مطالبات و موجودی‌ها ترغیب می‌شود. این کار هزینه‌های تأمین مالی برای سرمایه در گردش را به حداقل خواهد رسانید و این امکان را برای مؤسسه بوجود خواهد آورد که وجوه نقد خود را با سود نسبتاً بالایی سرمایه‌گذاری کند. از سوی دیگر کاهش در نرخ‌های بهره ممکن است منجر به سیاست‌های کاهش در سرمایه در گردش شود. با هزینه‌های پایین بهره مؤسسه ممکن است مایل به نگهداری سطوح بالاتری از سرمایه در گردش باشد. نرخ بهره در هر سطحی باشد مؤسسه باید به میزان کافی سرمایه در گردش نگهداری کند تا بطور مؤثر کسب و کارش را اداره کند. سرمایه در گردش ناکافی ریسک بزرگی از مشکلات نقدینگی به وجود می‌آورد. در عین حال میزان ناکافی سرمایه در گردش نیاز قابل توجهی به وقت و توجه مدیریت دارد. این امر باعث انحراف توجه از عملیات مؤسسه می‌شود و معمولاً کاهش در سود بوجود می‌آورد. با نگهداری وجوه کافی مؤسسه بطور مناسبی مساعی خود را جهت رسیدن به یک بازده بدون قبول ریسک‌های غیر ضروری تعدیل می‌کند (کردی، ۱۳۸۸).

#### پیشینه پژوهش

#### پیشینه خارجی

وازیوزمن (۲۰۱۸) در بورس اوراق بهادار مالزی نیز نشان داد که رابطه بین سرمایه در گردش و ارزش بنگاه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مالزی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار نمی‌باشد. فراندو و همکاران (۲۰۱۷) تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر توانایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های اروپایی در بحران سال ۲۰۰۷ را مورد بررسی قرار دادند و نشان دادند شرکت‌هایی با انعطاف‌پذیری مالی بالاتر، تأثیرات شوک‌های نقدینگی بر توانایی سرمایه‌گذاری را کاهش داده‌اند.

یونگ و همکاران (۲۰۱۵)<sup>۹</sup> آنها در پژوهشی به عنوان ارزشیابی انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها در کشورهای نوظهور با استفاده از نمونه ۳۳ تایی از کشورهای نوظهور به ارزیابی انعطاف‌پذیری مالی پرداخته و دریافته‌اند که انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها، توانایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را افزایش داده و حساسیت سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. علاوه بر این انعطاف‌پذیری مالی هزینه حقوق صاحبان سهام را کاهش داده و باعث افزایش دارایی‌های نقدی می‌گردد و در بحران مالی طی در سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ بر توانایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد. همچنین نتایج آنها نشان داد که انعطاف‌پذیری مالی بر ارزش شرکت، به‌ویژه در طول بحران مالی تأثیر مثبت دارد.

راپا (۲۰۱۳)<sup>۱۰</sup> پژوهشی در مورد ارزشیابی انعطاف‌پذیری مالی و سیاست مالی شرکت‌ها انجام داد. ایشان شیوه‌ای نوین را برای اندازه‌گیری ارزش سهامداران به انعطاف‌پذیری مالی اختصاص دادند، او دریافت شرکت‌هایی که در نظر سهامداران از انعطاف‌پذیری بالایی برخوردارند، سود تقسیمی کمتری دارند و بازخرید سهام را به سود تقسیمی ترجیح می‌دهند و نسبت بدهی کمتری دارند. علاوه بر این، این شرکت‌ها علاقه به تجمع پول نقد دارند.

کلارک (۲۰۱۰)<sup>۱۱</sup> این پژوهش به بررسی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات ساختار سرمایه می‌پردازد. کلارک در این پژوهش از داده‌های شرکت‌های آمریکایی طی دوره ۱۹۷۱ الی ۲۰۰۶ استفاده می‌نماید. ایشان در این پژوهش به دنبال این موضوع است که آیا انعطاف‌پذیری یکی از متغیرهایی است که هنگام تصمیم‌گیری در مورد انتشار بدهی یا افزایش سرمایه مورد نظر قرار می‌گیرد و میزان تأثیر انعطاف‌پذیری بر این تصمیمات چقدر است. کلارک در این پژوهش از ارزش نهایی وجه نقد به عنوان معیاری برای ارزش نهایی انعطاف‌پذیری استفاده می‌نماید. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد زمانی که ارزش نهایی انعطاف‌پذیری در ارتباط با تصمیمات ساختار سرمایه مورد بررسی قرار می‌گیرد سایر متغیرهای تأثیرگذار بر ساختار سرمایه اهمیت خود را به مقدار زیادی از دست می‌دهند و به عبارتی بهتر انعطاف‌پذیری مهم‌ترین عامل تأثیرگذار بر ساختار سرمایه می‌شود. همچنین کلارک نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که دارای ارزش نهایی انعطاف‌پذیری بالاتری هستند تمایل بیشتری برای ذخیره ظرفیت بدهی خود برای سال‌های آتی هستند.

### پیشینه داخلی

حجازی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش با توجه به محدودیت تأمین مالی شرکت‌ها بر ارزش بازار شرکت پرداختند. نتایج یافته‌های پژوهش نشان داد که رابطه معناداری بین «سرمایه در گردش» و «ارزش بنگاه» با توجه به محدودیت تأمین مالی شرکت‌ها، در شرکت‌های مورد بررسی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد. ارضاء و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر کارایی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که دوره وصول مطالبات دارای تأثیر معنی‌دار و منفی بر کارایی است و رشد فروش و نسبت جاری نیز دارای تأثیر معنی‌دار بر کارایی هستند، ضمن اینکه این

<sup>9</sup>. Yung

<sup>10</sup>. Rappa

<sup>11</sup>. Clark

تأثیر مثبت است. ملکی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی رابطه انعطاف پذیری مالی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج بیانگر این است که برای شرکت‌های بالای اهرم بهینه، انعطاف پذیری مالی عامل تعیین کننده‌ای برای سرعت تعدیل اهرم این نوع شرکت‌ها نمی‌باشد اما برای شرکت‌هایی که زیر اهرم بهینه هستند، رابطه مثبت و معناداری با سرعت تعدیل اهرم بدست آمده است. خدایی و له زاقرد و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی تاثیر انعطاف پذیری مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق از ارقام تعهدی اختیاری با استفاده از مدل مارچیکا و مورا به عنوان شاخصی برای تعیین انعطاف پذیری در شرکت‌ها استفاده گردیده است. بدین منظور اطلاعات ۱۷۱ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۶ به کار گرفته شده است. نتایج حاصل از این پژوهش نشان دهنده عدم وجود تاثیر انعطاف پذیری مالی بر هزینه‌های سرمایه گذاری و همچنین عدم رابطه بین گردش وجوه نقد و هزینه‌های سرمایه‌ای در شرکت‌های مورد بررسی بورس تهران می‌باشد. حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) طی مطالعه‌ای بر روی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران در فاصله زمانی سالهای ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۳، رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت را مورد آزمون قرار دادند. یافته‌های تحقیق مبین ارتباط مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت می‌باشد. ایشان نتایج تحقیق را این گونه تفسیر نمودند که سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به انگیزه‌های که برای بهبود عملکرد شرکت‌های سرمایه‌پذیر دارند نظارتی مؤثر بر آنها اعمال نموده و مدیران این شرکت‌ها را با اتخاذ تصمیمات بهینه و در نتیجه بهبود عملکرد شرت ترغیب می‌کنند.

## روش شناسی

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش، توصیفی - همبستگی محسوب می‌شود. همچنین این پژوهش از نوع مطالعه‌ای کتابخانه‌ای و تحلیلی - علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) نیز می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش، دربرگیرنده ۱۱۰ شرکت منتخبی است که طی سالهای ۱۳۹۰ تا پایان ۱۳۹۷ در بورس اوراق بهادار فعالیت داشته‌اند؛ در این پژوهش برای این که نمونه آماری یک نماینده مناسب از جامعه آماری مورد نظر باشد، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. برای این منظور ۴ معیار زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که شرکتی کلیه معیارها را احراز کرده باشد به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده و مابقی حذف می‌شوند.

۱- در دوره زمانی پژوهش در بازار بورس اوراق بهادار فعال باشند.

۲- وقفه معاملاتی بیش از چهار ماه نداشته باشند.

۳- شرکت، جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها نباشد.

۴- شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند ماه بود.

داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از طریق مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و از بانک اطلاعاتی «رهاورد نوین»، شبکه کدال و سیستم‌های جامع اطلاع‌رسانی ناشران گردآوری شده و برای مطالعه مبانی نظری و بررسی پیشینه پژوهش، از روش کتابخانه‌ای با بهره‌گیری از کتاب‌ها و

مقالات تخصصی فارسی و لاتین استفاده شد. از آمار توصیفی که شامل جدول توزیع فراوانی، میانگین، میانه، انحراف معیار، ضریب چولگی و ضریب کشیدگی است، برای توصیف و طبقه بندی متغیرهای مدل و تجزیه و تحلیل اطلاعات گردآوری شده از آزمون های آمار استنباطی و نیز رسم جداول استفاده شده است که به این منظور، از نرم افزارهای SPSS و Eviews8 استفاده شد.

### فرضیه‌ها و مدل پژوهش

با توجه به هدف مطرح شده در این پژوهش که تأثیر سیاست سرمایه در گردش میانه رو بر انعطاف پذیری مالی با توجه به ساختار مالکیت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار می‌دهد لذا فرضیه‌های تحقیق به صورت زیر تبیین شد.

✓ بین سیاست سرمایه در گردش میانه‌رو و انعطاف‌پذیری مالی در شرکت‌ها با مالکیت مدیریتی رابطه معناداری وجود دارد.

✓ بین سیاست سرمایه در گردش میانه‌رو و انعطاف‌پذیری مالی در شرکت‌ها با مالکیت خصوصی رابطه معناداری وجود دارد.

✓ بین سیاست سرمایه در گردش میانه‌رو و انعطاف‌پذیری مالی در شرکت‌ها با مالکیت نهادی رابطه معناداری وجود دارد.

به منظور بررسی فرضیه‌های پژوهش مدل آماری زیر در نظر گرفته می‌شود:  
رابطه اول:

$$Lev = \beta_0 + \beta_1 W_{m.s} + \beta_2 R.s + \beta_3 P.M + \beta_4 P.P + \beta_5 P.O + \beta_6 size + \beta_7 sysRISK + e_i$$

که در آن:

Lev: انعطاف‌پذیری مالی

$W_{m.s}$ : سیاست سرمایه در گردش میانه‌رو

PM: مالکیت مدیریتی

PP: مالکیت خصوصی

PO: مالکیت نهادی

Size: اندازه شرکت

sysRISK: ریسک سیستماتیک

$\beta$ : ارتباط ارزشی بین متغیرها

$e$ : جمله‌ی خطای رگرسیونی

## تجزیه و تحلیل اطلاعات

## آمار توصیفی

مقدار چولگی و کشیدگی برای متغیر وابسته LEV به ترتیب برابر با  $3/80$  و  $14/56$  است که نشانگر این است که توزیع آن از توزیع نرمال فاصله زیادی دارد در حالی که برای لگاریتم این متغیر مقدار چولگی و کشیدگی به ترتیب برابر با  $0/39$  و  $0/27$  است که بدان معنی است توزیع لگاریتم آن نرمال شده است.

به منظور نرمال سازی متغیر وابسته پژوهش از تابع لگاریتم طبیعی استفاده شده است که آمار توصیفی مربوط به آن در جدول ۱ مشاهده می شود. همچنین، بنابر آزمون کولموگروف - اسمیرنوف (K-S)، متغیر انعطاف پذیری مالی ابتدا دارای توزیع نرمال نبوده و پس از لگاریتم گیری به توزیع نرمال تبدیل شده است، بنابراین از لگاریتم این متغیر برای مدل پژوهش استفاده شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی برای متغیرهای پژوهش

متغیرها	تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	حد اقل	حد اکثر
انعطاف پذیری مالی	۸۸۰	۱۴۲۴۹۲,۲	۲۱۱۸۳,۵	۳۷۶۵۵۷,۰	۳,۸۰	۱۴,۵۶	۳۰۰,۰۰	۲۴۷۷۵۷۴,۰
لگاریتم انعطاف پذیری	۸۸۰	۱۰,۱۰	۹,۹۶	۱,۷۹	۰,۳۹	۰,۲۷	۵,۷۰	۱۴,۷۲
اندازه شرکت	۸۸۰	۱۳,۶۳	۱۳,۵۴	۱,۴۵	۰,۶۶	۰,۷۴	۱۰,۰۹	۱۸,۵۵
ریسک سیستماتیک	۸۸۰	۰,۶۳	۰,۶۰	۰,۷۷	۰,۲۳	-۰,۳۷	-۱,۲۴	۲,۵۸
مالکیت مدیریتی	۸۸۰	۶۶,۹۸	۷۲,۰۲	۲۱,۱۵	-۰,۷۵	-۰,۲۷	۱۱,۱۶	۱۰۰,۰۰
مالکیت نهادی	۸۸۰	۶۷,۸۴	۷۹,۸۷	۲۹,۵۳	-۱,۱۱	-۰,۱۰	۰,۰۰	۱۰۰,۰۰
مالکیت خصوصی	۸۸۰	۵۷,۶۶	۵۶,۲۳	۳۲,۲۴	-۰,۰۷	-۱,۴۳	۰,۹۰	۱۰۰,۰۰



### انتخاب مدل مناسب

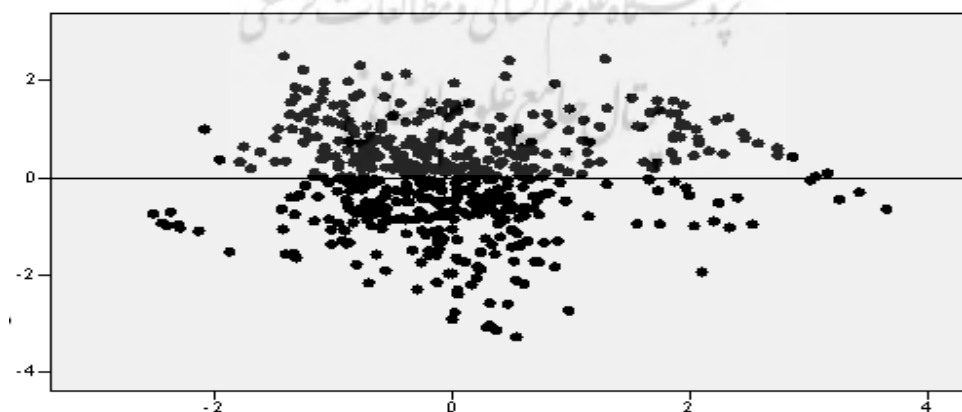
ابتدا مدل مناسب را از میان مدل‌های، ادغام شده، مدل با اثرات ثابت و یا مدل با اثرات تصادفی انتخاب می‌گردد. نتایج آزمون چاو و هاسمن برای تشخیص مدل مناسب در جدول ۲ ارائه شده است: مقادیر احتمال آزمون چاو در این مدل کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین مدل مورد استفاده دارای اثرات جداگانه‌ای برای شرکت‌ها هست. مقدار احتمال برای آزمون هاسمن در این مدل کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین مدل‌های مورد استفاده برای مدل سوم، مدل با اثرات ثابت است.

جدول ۲: نتایج آزمون چاو برای تشخیص مدل مناسب

نتیجه	آزمون هاسمن			آزمون چاو یا لیمر			
	مقدار احتمال	درجه آزادی	مقدار کای - دو	مقدار احتمال	درجه آزادی	مقدار	آزمون اثرات
مدل با اثرات ثابت	۰,۰۰۵	۴	۱۴,۸۷	۰,۰۰۰	(۱۰۹,۴۲۶)	۶,۶۱۰	مقدار F
				۰,۰۰۰	۱۰۹	۵۳۶,۵۰۶	مقدار کای - دو

### تشخیص همسانی واریانس

نمودارهای باقیمانده در مقابل مقادیر برآورد شده حاوی اطلاعات بسیار مهمی است از جمله این که نداشتن الگوی منظم در پراکندگی این نقاط می‌تواند موید همسانی واریانس که یکی از پیش فرض‌های مدل‌بندی رگرسیونی است، می‌باشد. در نمودار زیر به این نکته توجه شده است و تقریباً پراکندگی در این نمودار تصادفی بوده و الگو مند نیست.



نمودار ۱: نمودار پراکندگی - متغیر وابسته: لگاریتم انعطاف پذیری مالی

## برازش مدل

در جدول ۳ مشاهده می‌شود که مقدار آماره  $t$  برای سود جامع برابر با ۴,۲۰ (معنادار و مثبت) است. مقدار آماره  $t$  برای عرض از مبدا برابر با ۲۲۶/۵۶ است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد در ناحیه رد فرض صفر قرار دارد یعنی عرض از مبدا معنادار است.

جدول ۳: برازش و برآورد پارامترهای مدل پژوهش

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار $t$	مقدار احتمال	نتیجه	VIF
مقدار ثابت	۳,۶۱۸	۲,۲۹۲	۰,۰۲۲	معنادار و مثبت	-----
سیاست سرمایه در گردش میان‌رو	۰,۰۸۱	۰,۶۱۲	۰,۵۴۱	معنادار و مثبت	۱,۰۱
مالکیت مدیریتی	-۰,۰۰۳	-۲,۱۱	۰,۳۵۹	معنادار و منفی	۱,۰۱
مالکیت خصوصی	۰,۰۰۹	۲,۵۲۱	۰,۰۱۲	معنادار و مثبت	۱,۰۶
مالکیت نهادی	-۰,۰۰۹	-۲,۲۸۹	۰,۰۲۳	معنا دار و منفی	۱,۰۸
اندازه شرکت	۰,۴۸۶	۴,۲۹۰	۰,۰۰۰	معنادار و مثبت	۱,۰۸
ریسک سیستماتیک	۰,۱۱۲	۱,۹۶۶	۰,۰۵۰	بی معنی	۱,۰۸
مقدار F		۱۹,۳۸	مقدار احتمال F		۰,۰۰۰
ضریب تعیین		۰,۸۳	دوربین واتسون		۱,۸۴

**معنی داری مدل:** در جدول ۴ مدل با اثرات ثابت برآورد شده است مقدار احتمال معنی داری F برابر با ۰/۰۰۰ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد.

**ضریب تعیین:** میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۸۳ است یعنی در حدود ۸۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل بیان می‌گردد میزان ضریب تعیین بسیار بالاست و این مساله نشان دهنده ارتباط قوی بین متغیرهای مستقل با متغیر وابسته است.

**دوربین-واتسون:** با توجه به جدول ۴ مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱,۸۴ است و از آنجا که اگر این آماره برای مدلی در اطراف ۲ برآورد گردد نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی در مدل می‌باشد. پس استقلال باقیمانده‌های این مدل نیز تایید می‌گردد.

**هم خطی:** مقادیر VIF (عامل افزایش واریانس) شاخصی برای بررسی همخطی بین متغیرهای مستقل است در صورتی که مقدار آن بالاتر از ۱۰ باشد احتمال وجود همخطی بین متغیرهای مستقل وجود دارد. میزان شاخص VIF در حدود یک است. پس بین متغیرهای مستقل همخطی وجود ندارد.

## بحث و نتیجه گیری

نحوه داوری به این صورت است که اگر مقدار  $t$  در ناحیه رد قرار گیرد فرض صفر رد می شود. در جدول بالا رابطه بین متغیرهای مستقل با متغیر وابسته مشخص شده است رابطه مثبت و معنادار به این مفهوم است که با افزایش متغیر مستقل، متغیر وابسته نیز افزایش می یابد در حالی که در ارتباط منفی معنادار با افزایش متغیر مستقل، متغیر وابسته کاهش می یابد در ارتباط بی معنی هم رابطه ای بین متغیر مستقل و وابسته وجود ندارد.

مقدار آماره  $t$  برای متغیر مستقل سرمایه در گردش میانه رو برابر با ۰,۶۱ می باشد. این مقدار در ناحیه عدم رد فرض صفر قرار گرفته است. بین سیاست سرمایه در گردش میانه رو و انعطاف پذیری مالی در مالکیت مدیریتی رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین، بین سیاست سرمایه در گردش میانه رو و انعطاف پذیری مالی در مالکیت خصوصی و نهادی نیز رابطه معناداری وجود ندارد. این نتایج، با پژوهش های هان و ساک (۱۹۹۸) و بنسون (۲۰۰۹) و مظلومی (۱۳۸۲) و کرمانی (۱۳۸۷) منطبق نمی باشد.

از آنجا که مدیریت سرمایه در گردش نیز عبارت است از تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش به نحوی که ثروت سهامداران افزایش یابد؛ و ریسک پایین تر و یک بازدهی پایین تر یک راهبرد معتدل نامیده می شود و دیگر آن که انعطاف پذیری مالی به عنوان درجه ای از ظرفیت یک شرکت است که می تواند منابع مالی خود را در جهت فعالیت های واکنشی تجهیز کند تا ارزش شرکت را به حداکثر برساند (بایون، ۲۰۰۷).

لذا بنابر نتیجه فرضیه های پژوهش می توان نتیجه گرفت که هیچ رابطه ای در شرکت های با سیاست سرمایه در گردش میانه رو، با توانایی واکنش آنها در قبال رویدادها و فرصت های غیرمنتظره وجود ندارد؛ و اما این نکته حائز اهمیت است که با توجه به نتایج هر سه فرضیه، نوع مالکیت اعم از مدیریتی و خصوصی و نهادی در نتیجه آزمون تأثیری ندارد؛ یعنی در هر سه نوع مالکیت سرمایه در گردش میانه رو رابطه ای با انعطاف پذیری مالی ندارد.

## پیشنهادها

### پیشنادهای کاربردی

با عنایت به نتیجه فرضیه پژوهش مبنی بر اینکه بین سیاست سرمایه در گردش میانه رو و انعطاف پذیری مالی اعم از مالکیت مدیریتی و خصوصی و نهادی، رابطه معناداری وجود ندارد. لذا به سرمایه گذارانی که در جستجوی انعطاف پذیری مالی می باشند پیشنهاد می گردد که به شرکت هایی با سرمایه در گردش میانه رو در رابطه با انعطاف پذیری مالی نمی توانند اعتماد کنند.

### پیشنهاد برای پژوهش های آتی

- ۱ بررسی ارزش نهایی انعطاف پذیری و سیاست تقسیم سود.
- ۲ بررسی ارزش نهایی انعطاف پذیری و سودآوری شرکت ها.

۳ پیشنهاد می‌شود تحقیق حاضر در هر صنعت به طور جداگانه مورد بررسی قرار بگیرد و نتایج به دست آمده در صنایع مختلف مقایسه گردد.

۴ پیشنهاد می‌گردد هر یک از روشهای تامین مالی به تنهایی تاثیرش بر انعطاف پذیری مالی مورد آزمون قرار بگیرد.

### منابع و مآخذ

۱. ارضاء، امیرحسین، صیفی، فرناز (۱۳۹۷) "تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر کارایی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران"، راهبرد مدیریت مالی، سال ششم، شماره بیست و سوم، صفحه ۱۵۶ تا صفحه ۱۳۱.
۲. حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد و هدی اسکندر (۱۳۸۷) "بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت." بررسیهای حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۲، صص ۱۰۲-۱۰۷.
۳. حجازی، رضوان، سونا، نوروزی، فاطمه، قشقایی (۱۳۹۸) "تأثیر سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش بر ارزش بازار شرکت با توجه به محدودیت تأمین مالی شرکت‌ها" پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۷۴، صفحه ۷۴ تا صفحه ۴۷.
۴. خدایی وله زافرد، محمد، زارع تیموری، مهدی. (۱۳۸۹) "تأثیر انعطاف پذیری مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری"، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار (مدیریت پرتفوی)، دوره ۱، شماره ۳، از صفحه ۱۵۵ تا صفحه ۱۷۳.
۵. کردی، فیروز (۱۳۸۸)، "مدیریت سرمایه در گردش و وجوه نقد" مباحثی در مدیریت مالی،
۶. مرادی، محمد علی و مصطفی نجار، (۱۳۹۲)، "بررسی رابطه بین مازاد سرمایه در گردش و مازاد بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۲، صص ۱۳۲-۱۰۹.
۷. محسنی ملکی، بهرام، قاسم بولو، صابر شعری آناقیز (۱۳۹۴)، "انعطاف پذیری مالی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه"، مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی، دوره دوم، شماره ۲.
8. Byoun,S., (2012). "Financial Flexibility and Capital Structure Decision".www.SSRN.com, Hankamer School of Business, Baylor University.
9. Clark, B. (2010). The impact of financial flexibility on capital structure decisions: Some empirical evidence, SSRN Working Paper.
10. Ferrando,A. Marchica,M.and Mura,R. (2017) "Financial Flexibility and Investment Ability Across the Euro Area and the UK". European Financial
11. Gundavelli, V(2016), "7 Steps to Elevating Working Capital Performance", Financial Executive, Vol.22, No.4, pp.5254, 2007.
12. Havoutis,N(2013) "Profitability in the balance", AFP Exchange, Vol.23, No.6, pp.3438
13. Mura,R. Marchica, T. (2012). " Financial Flexibility, Investment Ability and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity".Financial Management, 39 (4), PP1339- 1365.
14. Rappaport, A. (1998), "Creating Shareholder Value", The Free Press, New York,NY.
15. Rappa, M. (2013). Evaluation of the flexibility of the financial policy and financial companies, journal of multinational financial management, Vol 8, pp. 64-69.

16. Wasiuzzaman, s. (2015), “Working Capital and Firm Value in an Emerging Market”, International Journal of Managerial Finance, Vol. 11, No. 1, PP. 60 – 79.
17. Yung, k., Li, D., & Jian, Y. (2015). The value of corporate financial flexibility in emerging countries, journal of multinational financial management, Vol 17, pp. 15-26.



# The Impact of Moderate Capital Policy on Financial Flexibility with Ownership Structure

Farzin Khoshkar<sup>1</sup>

Masoud Khanmohammadi Gallo<sup>\*2</sup>

Javad Fotouh<sup>3</sup>

Date of Receipt: 2020/01/07 Date of Issue: 2020/01/14

## Abstract

Affects the structure of capital and also the company's value, and, on the other hand, the increase in the value of the company or the increase in wealth only results from the proper and desirable performance and maximization. The value of the company is realized when the company is financially sound. In this research, 110 companies that were present at the stock exchange during the years 2011 to 2017 were tested. To collect information about the theoretical foundations and literature of the subject, library resources, articles, books, and also the World Wide Web have been used. Data analysis and testing of its hypotheses by SPSS 16 software and EVIEWS 19. This research is a descriptive-analytic inference method with regression and correlation. In terms of time and type of research project, it is post-marketing. Also, the data in this research is based on quantitative data in the framework of the deductive-inductive reasoning. In this research, three hypotheses have been developed. According to data analysis, this research shows that the effect of capital policy on intermediate There is no significant relationship between financial flexibility in companies with management, private and institutional ownership.

## Keyword

Working Capital, Financial Flexibility, Ownership Structure, Capital Policy, Average Turnover Capital

1. Nasser Khosro Institute of Higher Nonprofit Education, Saveh, Iran ([f.khoshkar@hnhk.ac.ir](mailto:f.khoshkar@hnhk.ac.ir)).

2. Nasser Khosro Institute of Higher Nonprofit Education, Saveh, Iran (\*Corresponding Author: [Khanmohammadi.m@hnhk.ac.ir](mailto:Khanmohammadi.m@hnhk.ac.ir)).

3. Nasser Khosro Institute of Higher Nonprofit Education, Saveh, Iran ([Fotouh.j@hnhk.ac.ir](mailto:Fotouh.j@hnhk.ac.ir)).