

## ارتباط استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش با ارزش افزوده بازار شرکت‌ها

محسن مرادی\*، مرتضی شفیعی سردشت\*\*، مهسا معمارپور یزدی\*\*\*

تاریخ دریافت: ۱۳/۰۹/۹۱

تاریخ پذیرش: ۰۷/۰۲/۹۲

### چکیده

در اقتصاد پرچالش امروزی، سرمایه در گردش بنگاه‌های اقتصادی از اهمیت زیادی برخوردار است و مدیران باید استراتژی مناسبی را برای اداره و مدیریت سرمایه در گردش واحد خود انتخاب نمایند تا نهایتاً ثروت سهامداران و ارزش شرکت حداکثر گردد. هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر استراتژی‌های مختلف سرمایه در گردش بر ارزش افزوده بازار به عنوان معیار ارزیابی ارزش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه‌ای از ۸۳ شرکت از ۱۴ صنعت مختلف انتخاب شد.

نتایج تحقیق نشان‌داد بین میانگین ارزش افزوده بازار در استراتژی‌های مختلف سرمایه در گردش تفاوت معنی‌داری وجود دارد. همچنین همین نتایج حاکی از آن است که استراتژی جسورانه بیشترین ارزش افزوده بازار را در بین سایر استراتژی‌ها در کل صنایع دارد. نتیجه‌گیری کلی تحقیق نشان‌دهنده تأثیر سیاست‌های مدیریت در اتخاذ رویکردهای متفاوت سرمایه در گردش در راستای بیشینه کردن ثروت سهامداران و ارزش شرکت می‌باشد.

**واژه‌های کلیدی:** استراتژی، مدیریت سرمایه در گردش، ارزش افزوده بازار.

**طبقه‌بندی موضوعی:** G39, G33

\* استادیار گروه مدیریت مالی دانشگاه بین‌المللی امام رضا (ع)، (نویسنده مسئول)، (Momoradi2010@Yahoo. Com)

\*\* دانش‌آموخته کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مشهد، (Acc. shafiee@gmail. com)

\*\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور، (memarpour63@yahoo. com)

## ۱. مقدمه

هدف نهایی هر بنگاه اقتصادی حداکثر کردن ارزش ذاتی برای سهامداران در طول یک زمان متمادی به معنای ارزش آفرینی پایدار است. بنابراین استراتژی‌های سازمانی، تخصیص منابع و سیستم‌های ارزیابی عملکرد، باید همگی بر تحقق این امر متمرکز شوند. در راستای همین هدف، نگهداری سطح مطلوب وجه نقد برای پرداخت بدهی‌های سررسید شده، استفاده از فرصت‌های ناگهانی مناسب جهت سرمایه‌گذاری که نشانه‌ای از انعطاف پذیری واحد تجاری می‌باشد و دسترسی به مواد اولیه برای تولید به طوری که شرکت بتواند به موقع جواب‌گوی تقاضای مشتریان باشد از جمله دلایل اهمیت مفهوم سرمایه‌در گردش می‌باشد. لذا هرگونه تصمیمی که در این بخش توسط مدیران واحد تجاری اتخاذ می‌شود اثرات شدیدی بر روی بازدهی عملیاتی واحد تجاری می‌گذارد که در نهایت موجبات تغییر ارزش شرکت و ثروت سهامداران را به دنبال خواهد داشت (رهنمای رودپشتی و کیانی، ۱۳۸۷).

هدف مدیریت سرمایه‌در گردش برقراری یک تعادل حساس بین حفظ نقدینگی برای پشتیبانی از عملیات روزانه و حداکثرسازی فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد (فتحی و توکلی، ۱۳۸۸). از طرفی دیگر سرمایه‌گذاران همواره تمایل دارند تا از میزان موفقیت مدیران در بکارگیری از سرمایه‌ی آنها و ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلندمدت آگاهی یابند. برای نیل به این هدف سیستم‌های ارزیابی عملکرد ابزارهایی مفید برای ارزیابی عملکرد مدیران ارائه می‌دهند. از جمله مناسبترین روش‌های ارزیابی عملکرد مدیریت بکارگیری معیارهای اقتصادی و نه حسابداری است. بهترین راه برای بیشینه کردن ارزش افزوده شرکت، افزایش در ارزش افزوده اقتصادی آن (که بیانگر توان شرکت در کسب بازدهی بیشتر از هزینه سرمایه آن می‌باشد) است. در گذشته معیارهای حسابداری همچون سود، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان معیارهای ارزیابی عملکرد مطرح بوده‌اند که منجر به افزایش ثروت سهامداران می‌شدند این در حالی است که امروزه ارزش افزوده اقتصادی و سایر معیارهای اقتصادی به عنوان معیارهای مناسب ارزیابی عملکرد مطرح می‌باشند (اربار، ۱۹۹۸). در این بین ارزش افزوده بازار در میان معیارهای اقتصادی، به دلیل ارائه ارزش فعلی ارزش‌های افزوده اقتصادی آتی و در نتیجه ایجاد درک بازار از ارزش آتی شرکت، به عنوان معیاری قدرتمند در ارزیابی عملکرد مطرح شده است. با توجه به این مقدمه،

به نظر می‌رسد با بررسی و تحلیل تاثیرات و رابطه احتمالی سیاست‌های سرمایه‌در گردش و عملکرد مبتنی بر معیارهای اقتصادی، قادر خواهیم بود اهمیت رفتارهای مالی شرکت نسبت به منابع و مصارف سرمایه‌در گردش را درک کرده و در پرتو این ادراک امکان تولید ثروت برای سهامداران را افزایش دهیم. لذا از این دیدگاه، هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی نقش هر یک از استراتژی‌ها و رویکردهای مدیریت سرمایه‌در گردش بر روی ارزش افزوده بازار به عنوان معیار ارزیابی عملکرد در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

## ۲. مبانی نظری

### ۲-۱. مدیریت سرمایه‌در گردش

در تمام شرکت‌ها چه بزرگ و چه کوچک، هدف اصلی از اقدامات حسابداری، کنترل بخش‌های حیاتی، کنترل عملکرد شرکت و همچنین امید به پیشرفت عملکرد می‌باشد. یکی از بخش‌های اصلی که نیاز به کنترل و مدیریت صحیح دارد، بخش دارایی‌ها و بدهی‌های جاری است. به طور کلی مدیریت سرمایه‌در گردش بیانگر سیاست‌ها و تصمیماتی است که در بخش سرمایه‌در گردش به منظور تغییر در انواع دارایی‌های جاری و منابع تأمین مالی کوتاه مدت اعمال می‌شود (ایزدی نیا و تاکی، ۱۳۸۹). در اداره امور سرمایه‌در گردش یک واحد تجاری استراتژی‌های گوناگونی وجود دارد که از تلفیق استراتژی دارایی‌های جاری و استراتژی بدهی‌های جاری حاصل می‌شود. مدیریت سرمایه‌در 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. بدین طریق بازده شرکت افزایش و ثروت سهامداران حداکثر می‌گردد. از این دیدگاه ارزش زایی مدیریت سرمایه‌در گردش بسیار حائز اهمیت است (رهنمای رودپشتی و کیائی، ۱۳۸۷). به طور کلی استراتژی‌های مدیریت سرمایه‌در گردش به سه دسته تقسیم می‌شود: ۱. استراتژی محافظه کارانه ۲. استراتژی جسورانه و ۳. استراتژی میانه رو. در استراتژی محافظه کارانه، نسبت سرمایه‌در گردش خالص بالا خواهد بود و قدرت نقدینگی بیش از حد بالاست. 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 پایین تر شود. در مقابل استراتژی جسورانه

سعی می‌کند که با داشتن کمترین میزان دارایی‌های جاری، بیشترین استفاده را از بدهی‌های جاری ببرد. مدیر مالی شرکتی که سیاستی 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 از متوسط صنعت کمتر و چه بسا سرمایه در گردش خالص شرکت را منفی کند و میزان بدهی جاری را افزایش دهد (شر، فردریک، ۱۹۹۸). استراتژی میانه رو حد متعادل استفاده از دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری است و ریسک معقول را می‌پذیرد. مدیر مالی شرکتی که سیاست میانه رو در پیش می‌گیرد:

۱. اگر دارایی‌های جاری را در حوزه سیاست محافظه کارانه و بدهی‌های جاری را هم سیاست جسورانه در پیش بگیرد، ریسک و بازده متعادل می‌شود. یعنی دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری را به یک نسبت متعارف در حداکثر ممکن نگهداری کند.

۲. اگر در مورد دارایی‌های جاری سیاست جسورانه در پیش بگیرد و همزمان بدهی‌های جاری سیاست محافظه کارانه باشند ریسک و بازده متعادل می‌شود. یعنی دارایی‌های جاری را در حداقل ممکن نگهداری کند و بدهی‌های جاری را نیز در حداقل ممکن نگهداری کند (رهنمای رودپشتی، کیانی، ۱۳۸۷). نگاره (۱) به طور عینی حالات مختلف ترکیب هر یک از این سیاست‌ها را با توجه به دارایی جاری و تامین مالی دارایی جاری در داخل یک سیاست کلی سرمایه در گردش نشان می‌دهد. برای مثال سیاست سرمایه در گردش کاملاً جسورانه از ترکیب یک خط مشی جسورانه دارایی جاری و یک خط مشی جسورانه تامین مالی دارایی جاری تشکیل می‌شود. بدین معنی که مدیر مالی در این استراتژی میزان دارایی جاری شرکت را کاهش داده (کاهش نسبت‌های آنی و جاری در مقایسه با متوسط صنعت) و از طرفی دیگر میزان بدهی جاری را افزایش می‌دهد. با همین رویکرد و با توجه به نگاره زیر استراتژی‌های میانه رو و محافظه کارانه نیز قابل تبیین می‌باشد.

**تکراه (۱): سیاست‌های مختلف سرمایه در گردش**

سیاست تامین مالی دارایی جاری	جسورانه	سیاست سرمایه در گردش کاملاً میانه رو	سیاست سرمایه در گردش کاملاً جسورانه
	محافظه کارانه	سیاست سرمایه در گردش کاملاً محافظه کارانه	سیاست سرمایه در گردش کاملاً میانه رو

محافظه کارانه	جسورانه
سیاست دارایی جاری	

منبع (افشاری، ۱۳۸۷)

برای بسیاری از شرکت‌ها، مدیریت سرمایه در گردش، مدیران را قادر می‌سازد با در نظر گرفتن سطحی بهینه از سرمایه در گردش، ارزش شرکت‌شان را افزایش دهند (دلوف، ۲۰۰۳). با توجه به این واقعیت که میزان و ترکیب سرمایه در گردش شرکت موجب نوسان ریسک شده (بردیا، ۱۹۹۸) و ترکیب بهینه آن نهایتاً ثروت را افزایش می‌دهد (جهانخانی و پار سایان، ۱۳۸۰). این سؤال مطرح خواهد شد که آیا رفتارهای مالی در حوزه مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌های جاری توانایی تاثیرگذاری بر ارزش واقعی شرکت که بوسیله معیارهای دیگری جز معیارهای حسابداری اندازه گیری شده اند را دارد؟ رویکرد تحقیقات مالی در سال‌های اخیر به منظور ارزیابی عملکرد شرکت‌ها از معیارهای حسابداری به معیارهای اقتصادی تغییر جهت داده است. ارزش افزوده بازار یکی از این معیارهای اقتصادی محسوب می‌شود.

**۲-۲. ارزش افزوده بازار**

جهت ارزیابی عملکرد واحدهای تجاری تاکنون معیارهای مختلفی ارائه شده است. یکی از جدیدترین این معیارها ارزش افزوده اقتصادی می‌باشد. به عقیده استوارت ارزش افزوده اقتصادی به دلیل ارتباطی که با تغییرات ایجاد شده در ثروت سهامداران دارد معیار مناسب‌تری جهت ارزیابی عملکرد شرکت در مقایسه با معیارهای اقتصادی می‌باشد. تفاوت بین ارزش افزوده اقتصادی و سایر معیارهای ارزیابی عملکرد در این است که در تعیین آن، تلاش می‌شود تا هزینه کلیه منابع تأمین مالی در نظر گرفته شود (رسایان و اصغری، ۱۳۸۶). یکی دیگر از معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد، ارزش افزوده بازار است که حاصل تفاوت بین ارزش بازار شرکت و سرمایه به کار گرفته شده در شرکت می‌باشد. در واقع این معیار را می‌توان

حاصل ارزش فعلی طرح‌های گذشته و فرصت‌های سودآور آتی شرکت دانست که نشان می‌دهد چگونه شرکت به طور موفقیت‌آمیزی سرمایه‌اش را به کار گرفته و فرصت‌های سودآور آینده را پیش‌بینی و برای دستیابی به آن‌ها برنامه‌ریزی نموده است. از نظر تئوری و نحوه ارتباط آن با ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده بازار یک شرکت برابر است با ارزش فعلی همه ارزش‌های افزوده اقتصادی شرکت یا سود باقی‌مانده‌ای که انتظار می‌رود در آینده ایجاد شود. بنابراین اگر چه ارزش افزوده اقتصادی یک معیار داخلی برای اندازه‌گیری عملکرد است ولی همین معیار داخلی منجر به ایجاد یک معیار خارجی مهم می‌شود که ارزش شرکت را در بازار تعیین می‌کند. بدین ترتیب ارزش افزوده بازار نشان‌دهنده ارزیابی جامعه سرمایه‌گذار از فعالیت شرکت بوده و متأثر از عملکرد یک سال شرکت نمی‌باشد بلکه متأثر از عملکرد سال‌های آتی شرکت است. شرکتی که بازدهی کمتر از هزینه سرمایه‌اش تحصیل کند (ارزش افزوده اقتصادی منفی داشته باشد) انتظار می‌رود که ارزش بازارش کمتر از سرمایه به کار گرفته شده‌اش باشد، لذا ارزش افزوده بازار منفی می‌گردد در مقابل شرکتی که بازدهی آن بیشتر از هزینه سرمایه‌اش باشد دارای ارزش افزوده اقتصادی مثبت خواهد بود در نتیجه از بازار سرمایه صرف (پاداش) دریافت کرده و دارای ارزش افزوده بازار مثبت خواهد بود. از این رو هدف هر شرکتی باید حداکثر ساختن ثروت سهامدارانش باشد (رسایان و کاشانی پور، ۱۳۸۸).

### ۳. پیشینه تحقیق

تحقیقات گسترده‌ای با موضوع مدیریت سرمایه‌در گردش و ارزیابی عملکرد در حوزه پژوهش‌های مالی تاکنون انجام یافته است. لیکن بر اساس بررسی‌های انجام شده تحقیقی که با رویکرد پژوهش حاضر به بررسی ارتباط استراتژی‌های سرمایه‌در گردش و ارزیابی عملکرد شرکت‌های بورسی پرداخته باشد، تاکنون انجام نشده است. در هر حال در زیر به برخی از تحقیقات مهم خارجی و داخلی که در این زمینه انجام شده است و مفاهیمی مشترک با تحقیق حاضر دارد، اشاره شده است. تزییر و افزا (۲۰۰۹) در پژوهشی با عنوان سرمایه در گردش و عوامل آن در پاکستان به این نتیجه رسیدند که وقتی سرمایه در گردش به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته می‌شود، عوامل مالی و اقتصادی از قبیل چرخه تجاری، سطح فعالیت اقتصادی، اهرم مالی، رشد شرکت، گردش وجه نقد عملیاتی، اندازه شرکت، نوع صنعت، نسبت بازده

دارایی‌ها و نسبت Q توبین به عنوان متغیرهای مستقل موثر باید در نظر گرفته شود. کیشینگ و موسوی (۲۰۰۹) نیز در پژوهشی با عنوان مدیریت سرمایه در گردش، دسترسی به منابع مالی و ارزش شرکت، در بازه زمانی ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۴ میلادی به این نتیجه رسیدند که نه تنها مدیریت سرمایه در گردش بر ارزش شرکت اثر مهمی دارد، بلکه تامین مالی سرمایه در گردش نیز عاملی تعیین کننده در ارزشیابی شرکت محسوب می شود. نوبانی و الهاجر (۲۰۰۹) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش، عملکرد شرکت و فعال سازی گردش نقدی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که مدیران با کاهش دوره تبدیل پول نقد و دوره وصول حساب‌های دریافتی می‌توانند سودآوری (بازده فروش) و گردش وجه نقد شرکت خود را افزایش دهند. همچنین کاهش دوره تبدیل موجودی و طولانی کردن دوره سررسید حساب‌های پرداختی موجب کاهش سود دهی و گردش نقدی شرکت می شود. یوار (۲۰۰۹) در پژوهشی به بررسی ارتباط دوره تبدیل وجه نقد با سودآوری و اندازه شرکت پرداخت و دریافت که دوره تبدیل وجه نقد با نسبت بازده دارایی‌ها همبستگی منفی معناداری دارد اما با نسبت بازده حقوق صاحبان سهام همبستگی ندارد. همچنین شرکت‌های با دوره تبدیل وجه نقد کوتاه در مقایسه با شرکت‌های با دوره وجه نقد طولانی، سودآوری بیشتری دارند. همچنین شارما و کومار در سال ۲۰۱۱ با بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری به این نتیجه رسیدند که ارتباط معناداری بین دوره تبدیل وجه نقد و سودآوری (بازده دارایی‌ها) وجود ندارد.

در حوزه تحقیقات داخلی نیز رستگار مقدم (۱۳۸۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین ارزش افزوده نقدی و ارزش افزوده اقتصادی با بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که بین ارزش افزوده نقدی با بازده سهام رابطه معنی داری وجود ندارد اما بین معیار ارزش افزوده اقتصادی با بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد. علی پور (۱۳۸۶) پژوهشی با عنوان ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار انجام داد. هدف این پژوهش بررسی و شناسایی انواع استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش و ارتباط آن‌ها با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بوده است. رهنمای رودپشتی و کیانی (۱۳۸۷) نیز تحقیقی با عنوان بررسی و تبیین استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش در

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. نتایج تحقیق رابطه معنی‌داری بین استراتژی‌های مدیریت سرمایه‌در گردش با توان نقدینگی و توان پرداخت بدهی را نشان داد اما در همین حال نتایج حاکی از عدم وجود رابطه معنی‌دار بین بازدهی و استراتژی‌های مدیریت سرمایه‌در گردش نیز بود. رضوی راد و ودیعی (۱۳۸۷) نیز در تحقیقی به بررسی اثر سرمایه بر ارزش افزوده بازار پرداختند. از طرفی دیگر حسن‌پور (۱۳۸۸) به بررسی تأثیر استراتژی‌های سرمایه‌در گردش بر بازده سهام پرداخته و به این نتیجه رسید که مدیران جسور گرایش به انتخاب حجم و ترکیبی از سرمایه‌در گردش را دارند که بازده را افزایش داده و اتخاذ استراتژی جسورانه در میان سایر استراتژی‌ها بیشترین بازده را ایجاد می‌کند. رضا زاده و حیدریان (۱۳۸۹) نیز در پژوهشی با عنوان تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های ایرانی دریافتند کوتاه‌تر ساختن چرخه تبدیل به نقد هم موجب بهبود سودآوری شرکت‌ها می‌شود. رستمی (۱۳۹۰) در بررسی ارتباط بین نسبت‌های نوین نقدینگی با سودآوری و ارزش شرکت نتیجه‌گیری کرد که رابطه معنی‌دار بین نسبت‌های نوین نقدینگی و سودآوری وجود دارد.

#### ۴. سوال و فرضیه‌ها

هدف اصلی این تحقیق بررسی ارتباط استراتژی‌های سرمایه‌در گردش بر ارزش افزوده بازار شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای نیل به این هدف، دو سوال اساسی قابل طرح عبارتند از:

۱- آیا میانگین ارزش افزوده بازار در صنایع مختلف با یکدیگر تفاوت معنی‌دار دارد؟

۲- آیا بین استراتژی‌های مدیریت سرمایه‌در گردش و ارزش افزوده بازار شرکت‌ها، ارتباطی وجود دارد؟ بدین معنی که آیا مدیران می‌توانند با اتخاذ استراتژی‌های مختلف مدیریت سرمایه‌در گردش، ارزش افزوده بازار شرکت‌شان را افزایش دهند؟ بر اساس سوال‌ها مطروحه فوق فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: میانگین ارزش افزوده بازار در صنایع مختلف با یکدیگر تفاوت معنی‌داری دارد.

فرضیه دوم: میانگین ارزش افزوده بازار در استراتژی‌های مختلف سرمایه‌در گردش با یکدیگر تفاوت معنی‌داری دارد.



فرضیه‌های فرعی تحقیق مبتنی بر فرضیه دوم به شرح ذیل تدوین شده است:

فرضیه فرعی اول: بین استراتژی محافظه‌کارانه سرمایه‌در گردش و ارزش افزوده بازار رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین استراتژی جسورانه سرمایه‌در گردش و ارزش افزوده بازار رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین استراتژی میانه رو سرمایه‌در گردش و ارزش افزوده بازار رابطه معنی‌داری وجود دارد.

## ۵. روش تحقیق

تحقیق حاضر در طبقه بندی تحقیقات بر حسب هدف، از نوع تحقیقات کاربردی به‌شمار می‌آید. دوره زمانی انجام پژوهش از سال ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۸۸ و مکان پژوهش بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

### ۵-۱. جامعه آماری و نمونه

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار طی بازه زمانی شش ساله ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۸ است. در این پژوهش به جهت تعمیم نتایج از نمونه‌گیری تصادفی ساده استفاده و شرکت‌های مورد بررسی پس از در نظر گرفتن شرایط زیر به عنوان جامعه آماری تحقیق انتخاب شده‌اند:

شرکت جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و بانک‌ها نباشد. زیرا این شرکت‌ها از نوع شرکت‌های تولیدی نبوده به طوری که نوع خاص فعالیت و ساختار مالی آن‌ها موجب کاهش همگونی و انحراف احتمالی نتایج می‌شود.

شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۸۳ در بورس پذیرفته شده باشند.

جهت قابلیت مقایسه و برای جلوگیری از ناهمگونی، سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه بوده و نباید در فاصله سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۸۸ تغییر سال مالی داشته باشند.

۴- به منظور انتخاب شرکت‌های فعال، معاملات این شرکت‌ها در طول سالهای ۱۳۸۳-۱۳۸۸ در بورس، دچار وقفه نشده باشد. به عبارت دیگر، سهام این شرکت‌ها باید در طول سالهای مذکور در بورس، فعال باشد و طول وقفه، نباید بیشتر از سه ماه باشد. به این ترتیب بر اساس معیارهای فوق، نهایتاً تعداد ۸۳ شرکت نمونه از میان ۱۴ صنعت مختلف انتخاب گردید.

## ۲-۵. روش گردآوری داده‌ها

این تحقیق به روش کتابخانه‌ای و با بررسی صورت‌های مالی شرکت‌های مورد تحقیق انجام شده است. همچنین از آنجایی که داده‌های کمی و کیفی مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌های تحقیق با مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌های سازمان بورس و اوراق بهادار و یادداشت‌های توضیحی شرکت‌های پذیرفته‌شده تهیه شده است لذا روش اسنادی نیز از جمله روش‌های گردآوری داده‌های این تحقیق می‌باشد. این داده‌ها شامل اقلام دارایی‌های جاری، کل دارایی‌ها و کل بدهی‌ها جهت محاسبه نسبت جاری، نسبت آنی و نسبت بدهی بوده و نیز برای محاسبه ارزش افزوده بازار از سایر اقلام ترازنامه استفاده شده است. به منظور گردآوری و محاسبه متغیرهای تحقیق از نرم افزار صفحه گسترده اکسل و همچنین برای تجزیه و تحلیل آزمون فرضیه‌ها از نرم افزار آماری اسپاس پی‌اس اس نسخه ۱۹ استفاده شده است.

## ۳-۵. متغیرهای تحقیق

**استراتژی‌های سرمایه در گردش:** متغیر مستقل تحقیق حاضر هر یک از استراتژی‌های سه‌گانه مدیریت سرمایه در گردش می‌باشد. این متغیرها از نوع کیفی بوده که به منظور بررسی و تحلیل در قالب نسبت جاری، نسبت آنی و نسبت بدهی تبدیل به متغیرهای کمی شده‌اند. بدین ترتیب که در نتیجه مقایسه هر یک از نسبت‌های فوق با متوسط صنعت، نتایج بیانگر نوع استراتژی‌های بکار رفته شامل استراتژی محافظه کارانه، جسورانه و میانه رو بوده است. منطق تعیین نوع استراتژی‌ها به شرح زیر است:

۱- اگر نسبت جاری و نسبت آنی هر دو بالاتر از متوسط صنعت باشند: الف- نسبت بدهی بالاتر از متوسط صنعت مورد انتظار است و نشان دهنده انتخاب استراتژی میانه رو است. ب- نسبت بدهی در حدود متوسط صنعت و یا کمتر از آن، نشان دهنده انتخاب استراتژی محافظه کارانه است.

۲- اگر نسبت آبی و نسبت جاری هر دو کمتر از متوسط صنعت باشند: الف- نسبت بدهی پایین‌تر از متوسط صنعت مورد انتظار است و نشان‌دهنده انتخاب استراتژی میانه‌رو است. ب- نسبت بدهی در حدود متوسط صنعت و یا بیشتر از آن، نشان‌دهنده انتخاب استراتژی جسورانه است.

۳- اگر یکی از دو نسبت آبی یا جاری در حدود متوسط صنعت باشد و نسبت دیگر بالاتر از متوسط صنعت باشد: الف- نسبت بدهی بالاتر متوسط صنعت، نشان‌دهنده انتخاب استراتژی میانه‌رو است. ب- نسبت بدهی کمتر از متوسط صنعت، نشان‌دهنده انتخاب استراتژی محافظه‌کارانه است.

۴- اگر یکی از دو نسبت آبی یا جاری در حدود متوسط صنعت باشد و نسبت دیگر پایین‌تر از متوسط صنعت باشد: الف- نسبت بدهی کمتر یا در حدود متوسط صنعت، نشان‌دهنده انتخاب استراتژی میانه‌رو است. ب- نسبت بدهی بیشتر از متوسط صنعت، نشان‌دهنده انتخاب استراتژی جسورانه است.

۵- اگر یکی از دو نسبت آبی یا جاری بالاتر از متوسط صنعت باشد و نسبت دیگر پایین‌تر از متوسط صنعت باشد: نسبت بدهی در حدود متوسط صنعت، نشان‌دهنده انتخاب استراتژی میانه‌رو است. همچنین در شرایطی که تعیین نوع استراتژی به شرح فوق ممکن نبوده است، استراتژی مورد نظر نامشخص نامیده شده است.

**نوع صنعت:** متغیر مستقل دیگر این تحقیق "نوع صنعت" می‌باشد. این متغیر به منظور ارزیابی و سنجش اثر نوع صنعت بر استراتژی و ارزش افزوده بازار شرکت‌ها استفاده شده است. در دسته‌بندی صنایع در بورس اوراق بهادار تهران شرکت‌ها در ۳۴ صنعت مختلف طبقه‌بندی شده‌اند، که از این تعداد ۱۴ صنعت واجد شرایط انتخاب بر اساس معیارهای تحقیق شدند. قابل ذکر است بدلیل قابلیت مقایسه صنایع وجود حداقل ۲ شرکت در هر صنعت الزامی بوده است.

**ارزش افزوده بازار:** متغیر وابسته تحقیق ارزش افزوده بازار می‌باشد که از تفاوت بین ارزش بازار شرکت و سرمایه به کار گرفته شده در شرکت بدست می‌آید. این متغیر نشان

می‌دهد چگونه شرکت به طور موفقیت آمیزی سرمایه‌اش را به کار گرفته است. مدل محاسباتی ارزش افزوده بازار برابر است با: (دیوت، هال، ۲۰۰۴)

$$(\text{حقوق صاحبان سهام}) - (\text{قیمت سهام}) \times (\text{تعداد سهام}) = \text{ارزش افزوده بازار (۱)}$$

## ۶. روش‌های آماری و نتایج آزمون فرضیه

به منظور استنباط آماری، اطلاعات جمع‌آوری و پردازش شده توسط نرم افزار صفحه گسترده به کمک روش‌های آماری مناسب و نرم‌افزار اسپاس مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. در بخش‌های زیر به تفصیل به توضیح نتایج تحقیق پرداخته شده است.

### ۶-۱. آمار توصیفی

نگاره (۲) شاخص‌های آمار توصیفی (میانگین، میانه، انحراف معیار، مینیمم و ماکزیمم) مربوط به متغیرهای تحقیق برای توصیف خصوصیات داده‌ها می‌باشد. با توجه به نگاره، مشخص می‌شود که صنعت استخراج کانی‌های فلزی بیشترین ارزش افزوده بازار و صنعت سایر ماشین‌آلات و دستگاه‌های برقی کمترین میزان ارزش افزوده بازار را در بین دیگر صنایع دارا می‌باشد.

## تگاره (۲): آمار توصیفی ارزش افزوده به تفکیک صنایع (ارقام به میلیون ریال است).

شماره	صنایع	میانگین	انحراف معیار	مینیمم	ماکزیمم
۱	صنعت ماشین آلات و تجهیزات	۴۳۳۶۵/۰۳	۳۴۳۷۷/۵۱	۵۵۸۱/۶۷	۹۶۱۸۱/۱۷
۲	صنعت سایر محصولات کانی غیر فلزی	۶۲۹۳/۲۹	۵۸۱۳۵/۷۷	-۱۳۸۵۵۴	۷۲۸۷۵/۶۷
۳	صنعت سیمان، آهک و گچ	۱۲۲۲۹۷۱/۶۵	۹۰۴۱۳۲/۹۲	۴۶۸۹۰۴/۲	۳۵۵۱۳۰۶
۴	صنعت مواد و محصولات دارویی	۲۷۷۵۹۳/۹	۲۳۹۸۵۰/۹۲	۷۱۷۹۳/۸۳	۹۰۷۵۸۶/۳
۵	صنعت کاشی و سرامیک	۷۶۱۴۳/۷۲	۸۲۱۶۸/۲۱	-۴۹۹۹۶	۲۰۰۲۹۷
۶	صنعت محصولات غذایی و آشامیدنی به جز قند و شکر	۱۰۲۱۶۲/۵۶	۸۹۹۱۵/۶۶	۸۸۱۴/۵	۲۰۶۴۸۷
۷	صنعت خودرو و ساخت قطعات	۱۱۳۹۹۵/۹	۲۲۸۷۶۵/۳۷	-۱۰۹۱۹۲	۵۵۰۱۶۳/۳
۸	صنعت استخراج کانی‌های فلزی	۲۵۶۹۴۲/۰۵	۴۳۷۷۰۱۲/۲۳	۱۸۶۳۲/۱۷	۷۶۲۳۴۸۴
۹	صنعت محصولات شیمیایی	۱۳۶۵۶/۳۸	۱۸۴۲۲/۵۳	-۹۶۷/۳۳	۳۴۳۴۷/۳۳
۱۰	صنعت ساخت محصولات فلزی	۱۲۱۰۷۶/۶۶	۱۱۶۵۱۳/۷۸	۱۲۷۰۰/۵۰	۲۴۴۳۰۴
۱۱	محصولات کاغذی	۵۳۷۰۸/۸۹	۴۶۰۲۰/۹۱	۲۷۲۵	۹۲۱۷۸
۱۲	صنعت فلزات اساسی	۵۳۰۶۰۸/۹۵	۶۴۱۲۵۶/۶۱	۱۰۶۷۹۵/۳	۱۹۳۴۸۰۳
۱۳	صنعت قند و شکر	۵۱۱۱۷/۹۸	۲۷۷۹۷/۰۹	۳۱۴۶۲/۴۷	۷۰۷۷۳/۵۰
۱۴	صنعت سایر ماشین آلات و دستگاه‌های برقی	۲۸۹۸/۸۸	۱۱۱۳۰/۹۵	-۹۸۷۶/۵۰	۱۰۵۰۷/۳۳

**نگاره (۳): آمار توصیفی ارزش افزوده به تفکیک استراتژی (ارقام به میلیون ریال است)**

استراتژی	میانگین	انحراف معیار	مینیم	ماکزیمم
محافظه کارانه	۱۴۱۱۳۳/۳۵	۳۷۴۶۹۴/۶۶	-۱۳۸۵۵۴	۱،۲۴۳،۹۲۲
میانه رو	۱۳۱۰۴۸/۴۱	۳۹۹۷۵۳/۵۸	-۱۰۹۱۹۲	۱،۷۹۵،۴۴۱
جسورانه	۱۲۰۵۶۳۳/۳۲	۲۲۶۸۳۴۷/۳۱	-۹۶۷/۳۳	۷،۶۲۳،۴۸۴
نامشخص	۲۵۰۲۰۴/۶۶	۲۶۰۷۱۸/۷۱	۷۵۸۹/۱۷	۵۸۶،۹۰۷/۳

طبق نتایج به دست آمده از نگاره (۳) نیز استراتژی جسورانه بالاترین ارزش افزوده و استراتژی میانه‌رو پایین‌ترین ارزش افزوده بازار را برای شرکت‌ها ایجاد کرده است.

**۵-۱. یافته‌های آزمون فرضیه اول**

فرضیه اول: میانگین ارزش افزوده بازار در صنایع مختلف با یکدیگر تفاوتی معنی دار دارد. برای آزمون این فرضیه از تجزیه و تحلیل واریانس یک عاملی به شرح نگاره (۴) استفاده می‌شود:

**نگاره (۴): مقایسه چندگانه میانگین (آنالیز واریانس یک طرفه) فرضیه اول**

تغییرات	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره F	سطح معنی داری
بین گروه‌ها	۲۶۹۴۴۰۳۸	۱۳	۲۰۷۲۶۱۸/۳	۲/۹۳۱	۰/۰۰۲
درون گروه‌ها	۴۹۴۹۳۵۵۱/۸	۷۰	۷۰۷۰۵۰/۷۳		
کل	۷۶۴۳۷۵۸۸/۸	۸۳			

یکی از اولین مفروضات مهم در تحلیل واریانس یک عاملی فرض هم‌ارز بودن واریانس گروه‌ها می‌باشد. نتایج آزمون لون برای فرض صفر برابری واریانس گروه‌ها، معادل ۰.۰۲۸۱ بوده و این به معنای تایید تساوی واریانس گروه‌ها می‌باشد. همچنین با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون (مقدار - احتمال)، ۰/۰۰۲، کوچکتر از ۰/۰۱ شده است لذا با ۹۹ درصد اطمینان می‌توان نتیجه گرفت ارزش افزوده بازار در صنایع مختلف تفاوت معنی داری با یکدیگر دارند. لذا فرضیه نخست تحقیق، پذیرفته خواهد شد. از طرفی دیگر برای تعیین

صنایعی که بین میانگین‌های آن‌ها تفاوت معنی‌داری وجود دارد از آزمون تکمیلی حداقل تفاوت معناداری استفاده گردید. نتایج این آزمون برای صنعت ماشین‌آلات و تجهیزات به شرح نگاره (۵) می‌باشد:

**نگاره (۵): نتایج آزمون مقایسه بین میانگین‌ها برای صنعت ماشین‌آلات**

صنعت (j)	تفاضل میانگین (i-j)	سطح معنی‌داری	صنعت (j)	تفاضل میانگین (i-j)	سطح معنی‌داری
سایر محصولات کانی غیر فلزی	۳۷۰۷۱/۷۳	۰/۹۳۷	محصولات شیمیایی	۲۹۷۰۸/۶۴	۰/۹۶۲
سیمان، آهک و گچ	-۱۱۷۹۶۰۶/۶۱	* ۰/۰۱۳	ساخت محصولات فلزی	-۷۷۷۱۱/۶۳	۰/۹
مواد و محصولات دارویی	-۲۳۴۲۲۸/۸۷	۰/۵۹۸	محصولات کاغذی	-۱۰۳۴۳/۸۵	۰/۹۸۷
کاشی و سرامیک	-۳۲۷۷۸/۶۸	۰/۹۴۹	فلزات اساسی	۴۸۷۲۴۳/۹۱	۰/۳۲۶
محصولات غذایی	-۵۸۷۹۷/۴۷	۰/۹۰۸	قند و شکر	-۷۷۵۲/۹۵	۰/۹۹۱
خودرو و ساخت قطعات	-۷۰۶۳۰/۹۲	۰/۸۷۷	سایر ماشین‌آلات و دستگاه‌های برقی	۴۰۴۶۶/۱۴	۰/۹۴۸
استخراج کانی‌های فلزی	-۲۵۲۶۰۵۵/۰۲	* ۰			

چنانچه سطح معنی‌داری (مقدار - احتمال) آزمون مقایسه دو به دو میانگین‌ها از ۰/۰۵ کوچکتر باشد، فرض برابری میانگین صنایع رد می‌شود، به عبارت دیگر تفاوت معناداری بین میانگین‌ها وجود دارد. بنابراین مطابق نگاره فوق بین میانگین صنعت ماشین‌آلات و تجهیزات و صنعت سیمان، آهک و گچ و همچنین صنعت استخراج کانی‌های فلزی تفاوت معناداری در سطح ۵٪ وجود دارد. به همین ترتیب تفاوت معنادار بین میانگین سایر صنایع نیز به شرح نگاره (۶) قابل گزارش می‌باشد:

## نگاره (۶): نتایج آزمون مقایسه بین میانگین‌ها برای همه صنایع

میانگین صنایع		میانگین صنایع	
تفاوت معنادار با صنعت:	صنعت	تفاوت معنادار با صنعت:	صنعت
استخراج کانی‌های فلزی	صنعت کاشی و سرامیک	سیمان، آهک و گچ	سایر محصولات کانی غیر فلزی
استخراج کانی‌های فلزی	محصولات غذایی و آشامیدنی به جز قند و شکر	استخراج کانی‌های فلزی	
استخراج کانی‌های فلزی	خودرو و ساخت قطعات	استخراج کانی‌های فلزی	سیمان، آهک و گچ
ساخت محصولات فلزی	محصولات شیمیایی	کاشی و سرامیک	مواد و محصولات دارویی
محصولات کاغذی		محصولات غذایی و آشامیدنی به جز قند و شکر	
فلزات اساسی		خودرو و ساخت قطعات	
قند و شکر		استخراج کانی‌های فلزی	
سایر ماشین‌آلات و دستگاه‌های برقی		محصولات شیمیایی	
		ساخت محصولات فلزی	
		محصولات کاغذی	
		سایر ماشین‌آلات و دستگاه‌های برقی	

## ۲-۵. یافته‌های آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم: میانگین ارزش افزوده بازار در استراتژی‌های مختلف سرمایه در گردش با یکدیگر تفاوت معناداری دارد. برای آزمون این فرضیه نیز از روش تجزیه و تحلیل واریانس یک عاملی استفاده شده است. نگاره (۷) نتایج آزمون را نمایش می‌دهد.



### نگاره (۷): مقایسه چندگانه میانگین (آنالیز واریانس یک طرفه) فرضیه دوم

تغییرات	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره F	سطح معنی داری
بین گروه‌ها	۲۱۰۰۱۸۶۵/۶	۳	۷۰۰۰۶۲۱/۸۷	۳۵/۹۴۱	۰/۰۰۰
درون گروه‌ها	۵۸۲۳۴۴،۱۵	۸۰	۱۹۴۷۷۹/۳		
کل	۳۶۵۸۴۲۰۹/۶	۸۳			

با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون (سطح معناداری=۰/۰۰۰) کوچکتر از ۰/۰۵ شده است، با ۹۵ درصد اطمینان می‌توان نتیجه گرفت فرض یکسان بودن میانگین ارزش افزوده در همه استراتژی‌ها رد می‌شود، به عبارت دیگر میانگین ارزش افزوده بازار در استراتژی‌های مختلف با یکدیگر تفاوت معنی دار دارد. لذا بدین ترتیب فرضیه دوم نیز تأیید می‌شود. همچنین با رویکردی مشابه فرضیه نخست، برای تعیین استراتژی‌هایی که بین میانگین‌های ارزش بازار آنها تفاوت معنی داری وجود دارد از آزمون تکمیلی حداقل تفاوت معناداری استفاده گردید. نگاره (۸) استراتژی‌های مختلف را در صنایع متفاوت نشان می‌دهد.

### نگاره (۸): آزمون مقایسه چندگانه بین میانگین ارزش افزوده در انواع استراتژی‌ها

سطح معنی داری	تفاضل میانگین (i-j)	استراتژی (i) استراتژی (j)
۰/۹۸۲	۱۰۰۸۴	محافظه کارانه میانه رو
۰/۰۱۱*	-۱۰۶۴۴۹۹	جسورانه
۰/۸۲۵	-۱۰۹۰۷۱	نامشخص
۰/۹۸۲	-۱۰۰۸۴	میانه رو محافظه کارانه
۰/۰۰۸*	-۱۰۷۴۵۸۴	جسورانه
۰/۸۰۵	-۱۱۹۱۵۶	نامشخص
۰/۰۱۱*	۱۰۶۴۴۹۹	جسورانه محافظه کارانه
۰/۰۰۸*	۱۰۷۴۵۸۴	میانه رو
۰/۰۳۸*	۹۵۵۴۲۸	نامشخص
۰/۸۲۵	۱۰۹۰۷۱	نامشخص محافظه کارانه
۰/۸۰۵	۱۱۹۱۵۶	میانه رو
۰/۰۳۸*	-۹۵۵۴۲۸	جسورانه

\* تفاوت میانگین‌ها در سطح ۰/۰۵ معنادار است.

با توجه به نگاره، بین میانگین ارزش افزوده استراتژی جسورانه و میانگین ارزش افزوده استراتژی میانه رو و محافظه کارانه تفاوت معناداری وجود دارد. بیشترین میانگین ارزش افزوده مربوط به استراتژی جسورانه بوده و کمترین مربوط به استراتژی میانه رو می‌باشد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت انتخاب استراتژی جسورانه باعث بالا رفتن ارزش افزوده و انتخاب استراتژی میانه رو و محافظه کارانه باعث کاهش ارزش افزوده شده می‌شود.

### ۱-۲-۵. فرضیه فرعی اول: بین استراتژی محافظه کارانه سرمایه‌در گردش و ارزش افزوده بازار رابطه معنی‌داری وجود دارد.

برای آزمون وجود ارتباط بین استراتژی محافظه کارانه سرمایه‌در گردش و ارزش افزوده بازار از ضریب همبستگی رتبه‌ای اسپیرمن استفاده می‌شود. این آماره آزمون می‌تواند رابطه مرتبه‌ای بین دو متغیر کمی و رتبه‌ای را نیز اندازه‌گیری کند (افشانی و همکاران، ۱۳۸۸). با توجه به نگاره ضریب همبستگی، مقدار احتمال ضریب همبستگی بین استراتژی محافظه کارانه سرمایه‌در گردش با ارزش افزوده از ۰/۰۵۰ کوچک‌تر است. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ وجود ارتباط معنی‌داری بین استراتژی محافظه کارانه سرمایه‌در گردش با ارزش افزوده مورد تأیید قرار می‌گیرد و این به معنی تایید فرضیه فرعی یک می‌باشد. همچنین با توجه به اینکه ضریب همبستگی بین استراتژی محافظه کارانه سرمایه‌در گردش با ارزش افزوده، منفی شده می‌توان نتیجه گرفت استراتژی محافظه کارانه سرمایه‌در گردش باعث کاهش ارزش افزوده می‌گردد. نتایج آزمون آماری در نگاره (۹) مشاهده می‌گردد.

#### نگاره (۹): ارتباط بین استراتژی محافظه کارانه سرمایه‌در گردش با ارزش افزوده

استراتژی محافظه کارانه سرمایه‌در گردش			
ارزش افزوده	نوع آزمون	ضریب همبستگی (r)	مقدار احتمال (P-value)
بازار	اسپیرمن	* -۰/۱۹۸	۰/۰۳۴
			نتیجه گیری
			رد فرضیه صفر

### ۲-۵. فرضیه فرعی دوم: بین استراتژی جسورانه سرمایه‌در گردش و ارزش افزوده بازار رابطه معنی داری وجود دارد.

برای آزمون وجود ارتباط استراتژی جسورانه سرمایه‌در گردش و ارزش افزوده بازار از ضریب همبستگی رتبه‌ای اسپیرمن استفاده می‌شود. با توجه به نگاره ضریب همبستگی، مقدار احتمال ضریب همبستگی بین استراتژی جسورانه سرمایه‌در گردش با ارزش افزوده از ۰/۰۵۰ کوچک‌تر است. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ وجود ارتباط معنادار بین استراتژی جسورانه سرمایه‌در گردش با ارزش افزوده مورد تأیید قرار می‌گیرد. و این به معنی تأیید فرضیه فرعی شماره دو می‌باشد. همچنین با توجه به اینکه ضریب همبستگی بین استراتژی جسورانه سرمایه‌در گردش با ارزش افزوده مثبت شده است، می‌توان نتیجه گرفت استراتژی جسورانه سرمایه‌در گردش باعث افزایش ارزش افزوده می‌شود. نتایج آزمون آماری در نگاره (۱۰) مشاهده می‌گردد.

#### نگاره (۱۰): ارتباط بین استراتژی جسورانه سرمایه‌در گردش با ارزش افزوده

استراتژی جسورانه سرمایه‌در گردش			
ارزش افزوده بازار	نوع آزمون اسپیرمن	ضریب همبستگی (r)	مقدار احتمال (P-value)
		۰/۳۰۲ *	۰/۰۰۵
	نتیجه‌گیری	رد فرضیه صفر	

### ۳-۲-۵. فرضیه فرعی سوم: بین استراتژی میانه رو سرمایه‌در گردش و ارزش افزوده بازار رابطه معنی داری وجود دارد.

برای آزمون وجود ارتباط استراتژی میانه رو سرمایه‌در گردش و ارزش افزوده بازار نیز از ضریب همبستگی رتبه‌ای اسپیرمن استفاده می‌شود. با توجه به نگاره ضریب همبستگی، مقدار احتمال ضریب همبستگی بین استراتژی میانه رو سرمایه‌در گردش با ارزش افزوده از ۰/۰۵۰ کوچک‌تر است. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ وجود ارتباط معنادار بین استراتژی میانه رو سرمایه‌در گردش با ارزش افزوده مورد تأیید قرار می‌گیرد و این به معنی تأیید فرضیه فرعی سه می‌باشد. همچنین با توجه به اینکه ضریب همبستگی بین استراتژی میانه رو سرمایه‌در گردش با ارزش افزوده منفی شده می‌توان نتیجه گرفت استراتژی میانه رو سرمایه‌در گردش باعث کاهش ارزش افزوده می‌شود. نتایج آزمون آماری در نگاره (۱۱) مشاهده می‌گردد.

### نگاره (۱۱): ارتباط بین استراتژی میانه رو سرمایه در گردش با ارزش افزوده

استراتژی میانه رو سرمایه در گردش			
ارزش افزوده	نوع آزمون	ضریب همبستگی (r)	مقدار احتمال (P-value)
	اسپیرمن	* -۰/۱۸۷	۰/۰۲
	نتیجه گیری	رد فرضیه صفر	

### ۶. بحث و نتیجه گیری

بر اساس نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه اول، از آن جا که هدف اولیه از تعیین استراتژی برای دسترسی به بازده بهتر و ایجاد ارزش برای شرکت می باشد و نیز سرمایه گذاران به سوی سرمایه گذاری‌های با بازده بالاتر جذب می شوند، در ابتدا عملکرد گذشته شرکت‌ها و تغییرات ارزش افزوده بازار را طی ۶ سال بررسی می شود، اگر ارزش افزوده بازار صنایع با هم تفاوت داشته باشند، می توان فرض کرد که تفاوت ارزش افزوده بازار ممکن است ناشی از نوع استراتژی باشد و برای این منظور فرضیه دوم مورد بررسی قرار می گیرد. بررسی‌ها نشان داد که میانگین ارزش افزوده بازار در صنایع مختلف با یکدیگر تفاوت معنی دار دارد. همان طور که در ادبیات تحقیق بیان شد، بدلیل تفاوت در نیاز شرکت‌ها به نقدینگی در چرخه عمر محصولات، و نیز به دلیل تفاوت در تأمین مالی و سایر ساختارهای مالی هر شرکت سیاستی متفاوت با سایر شرکت‌ها در پیش می گیرد. در نتیجه همه از عواملی است که بر سود باقیمانده پس از کسر هزینه‌های سرمایه اثر داشته و موجب تفاوت ارزش افزوده صنایع مختلف می شود. نتایج آزمون فرضیه دوم نیز نشان می دهد، با توجه به بررسی‌های انجام شده آنالیز واریانس یک عاملی در کل صنایع، صرف نظر از این که شرکت‌ها در چه صنعتی فعالیت داشته باشند، میانگین ارزش افزوده بازار در استراتژی‌های مختلف با هم تفاوت معنی دار دارد. بیشترین ارزش افزوده بازار مربوط به استراتژی جسورانه و کمترین ارزش افزوده بازار مربوط به استراتژی میانه رو است. همان طور که در مطالعات انجام شده نشان می دهد، مدیران جسور گرایش به انتخاب حجم و ترکیبی از سرمایه در گردش را دارند که بازده را افزایش دهد و نتایج بررسی این فرضیه نشان می دهد که اتخاذ استراتژی جسورانه در میان سایر استراتژی‌ها بیشترین بازده و در نتیجه بیشترین ارزش افزوده بازار را ایجاد می کند.

## ۷. پیشنهاد

با توجه به نتایج تحقیق حاضر، از عواملی که با ارزش افزوده بازار شرکت‌ها رابطه دارد، نوع صنعتی است که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند. لذا پیشنهاد می‌شود که استانداردهای هر صنعت در رابطه با ساختار سرمایه در گردش و میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه در گردش شرکت‌ها تهیه شود تا مدیران، سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان بتوانند در بررسی میزان مطلوبیت نسبت‌های مالی شرکت‌ها از این استانداردها به عنوان معیار اندازه‌گیری استفاده کنند. همچنین با توجه به نتایج، اینکه چه سطحی از سرمایه در گردش یا چه ترکیبی از آن انتخاب می‌شود به خصلت ریسک‌گریزی مدیران شرکت بستگی دارد. معمولاً مدیران محافظه کار گرایش به انتخاب حجم و ترکیبی از سرمایه در گردش را دارند که موجب کاهش ریسک شود و مدیران جسور (متهور) حجم و ترکیبی را انتخاب می‌کنند که بازده سهام و ارزش شرکت را افزایش دهد. لذا توصیه می‌شود که مدیران با توجه به وضعیت شرکت و اهداف مورد نظر استراتژی مورد نظر خود را انتخاب کرده و با اتخاذ آن استراتژی به اهداف مورد نظر برسند. همچنین به منظور هدایت تحقیقات آتی توصیه می‌شود یک یا ترکیبی از پیشنهاد‌های ذیل جهت کاهش شکاف‌های تحقیقاتی ادامه یابد:

۱. بکارگیری سایر شاخص‌های ارزیابی عملکرد و سودآوری.
۲. تکرار این پژوهش با استفاده از شاخص‌های نقدینگی و مبتنی بر جریان وجه نقد.
۳. بررسی سیاست‌های مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها بوسیله توزیع پرسشنامه و مقایسه آن با شاخص‌های نقدینگی حاصله از صورت‌های مالی.

## منابع

- افشاری، اسدالله. (۱۳۷۸). مدیریت مالی در تئوری و عمل، تهران: انتشارات سروش.
- افشانی، علیرضا؛ نوریان، مرتضی؛ مهدوی، مهدی؛ نوریان، ابوذر. (۱۳۸۸). مرجع کاربردی SPSS 17. تهران: انتشارات بیشه.
- ایزدی نیا، ناصر؛ تاکی، عبدالله. (۱۳۸۹). بررسی تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر قابلیت سوددهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری مالی*، شماره ۲(۵)، ۱۲۰-۱۳۹.
- جهانخانی، علی؛ پارسائیان، علی. (۱۳۸۰). *مدیریت مالی*، جلد دوم، تهران: انتشارات سمت.
- حسن پور، شیوا. (۱۳۸۸). بررسی تاثیر استراتژی‌های سرمایه در گردش بر بازده سهام. *حسابداری مالی*، (۱)، ۱-۱۹.
- رسائیان، امیر؛ اصغری، جعفر. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد و ارزش افزوده اقتصادی (EVA) در بورس اوراق بهادار تهران. *نامه مفید*، ۱۳(۶۰)، ۶۱-۸۸.
- رسائیان، امیر؛ کاشانی پور، محمد. (۱۳۸۸). بررسی رابطه ی بازده سهام و معیارهای ارزیابی عملکرد. *پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی*، ۷(۲۵)، ۱۲۱-۱۳۸.
- رستگار مقدم اعتمادی، علی. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ارزش افزوده نقدی و ارزش افزوده اقتصادی با بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مشهد*.
- رستمی، علی. (۱۳۹۰). رابطه بین شاخص‌های گوناگون سودآوری، نقدینگی و ارزش شرکت. *پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه فردوسی*.
- رضازاده، جواد؛ حیدریان، جعفر. (۱۳۸۹). تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های ایرانی. *تحقیقات حسابداری*، ۲(۷)، ۲۰-۳۳.
- رضوی راد، محمود؛ ودیعی، محمد حسین. (۱۳۸۷). بررسی اثر افزایش سرمایه به ارزش افزوده بازار در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله دانش و توسعه*، ۱۵(۲۳)، ۱۷۱-۱۹۱.
- رهنمای رودپشتی؛ فریدون. کیانی، علی. (۱۳۸۷). بررسی تبیین استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته شده. *فصلنامه دانش و پژوهش حسابداری*، ۴(۱۳)، ۶-۱۸.
- علی پور، محمد. (۱۳۸۶). ارتباط مدیریت سرمایه در گردش با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. *پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات*.
- فتحی، سعید؛ توکلی، یاسین. (۱۳۸۸). بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی بنگاه‌های اقتصادی. *فصلنامه بررسی‌های بازرگانی*، ۷(۳۶)، ۱۱۶-۱۰۴.

- Bardia, S. C. (1988). Working Capital Management. Pointer Pub.
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 573-588.
- Dewet, J. H. Hall (2004). A Strategic Approach in Managing Shareholder wealth for companies listed on the securities Exchange south Africa. *Doctoral thesis University of Pretoria, Pretoria.*
- EhrbarT A. L. (1998). EVA ° The Real Key to Creating Wealth. *John Wiley. New York.*
- Kieschnick, R., Laplante, M., & Moussawi, R. (2009). Working capital management, access to financing, and firm value. Working Paper. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1431165>.
- Nazir, M. S., & Afza, T. (2009). Working Capital Requirements and the Determining Factors in Pakistan. *IUP Journal of Applied Finance*, 15(4), 28-38.
- Nobanee, H. and M. A. Hajjar (2009). Working Capital management, Operating Cash Flow and Corporate Performance. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1471236>.
- Scherr, C. Fredrick. (1998). Modern Working Capital Management, *Prentice-Hall International Editions pp,11-23.*
- Sharma, A. K., & Kumar, S. (2011). Effect of Working Capital Management on Firm Profitability Empirical Evidence from India. *Global Business Review*, 12(1), 159-173.
- Uyar, A. (2009). The relationship of cash conversion cycle with firm size and profitability: an empirical investigation in Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 24(2), 186-193.