

تأثیر مدیریت اجزای سرمایه در گردش بر سودآوری و ارزش‌گذاری شرکت‌ها در بازار (مورد مطالعه شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران)

میرعسکری اکبری[†]
محدثه سلطان‌تویه[§]

امیر رسائیان^{*}
مینا احمدی[‡]

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۰۶/۰۵

تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۰۲/۱۸

چکیده

طرح و توسعه کامل مدیریت سرمایه در گردش می‌تواند سهم مؤثری در به وجود آمدن سودآوری و ارزش شرکت‌ها در بازار داشته باشد. هدف این مقاله بررسی تجربی اثر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری و ارزش‌گذاری بازار در شرکت‌های ایرانی بوده است. داده‌های این پژوهش از صورت‌های مالی ۹۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ گرفته شده است. در این پژوهش از متغیر بازده کل دارایی‌ها و نسبت بازده به سرمایه‌گذاری شده به عنوان معیار سودآوری شرکت‌ها و از کیو توبین (Tobin's Q) به عنوان متغیر ارزش بازار و از متغیرهای چرخه تبدیل وجه نقد، نسبت دارایی جاری به بدهی جاری، نسبت دارایی جاری به کل دارایی‌ها، نسبت بدهی جاری به کل دارایی‌ها و نسبت بدهی به کل دارایی‌ها به عنوان معیارهای مدیریت سرمایه در گردش استفاده شده است. نتایج نشان داد که بین اجزای سرمایه در گردش و عملکرد مالی رابطه معنی‌داری وجود دارد. همچنین نتایج به دست آمده بین اجزای سرمایه در گردش و ارزش‌گذاری بازار رابطه معناداری وجود دارد.

کلیدواژه‌ها: چرخه تبدیل وجه نقد، کیو توبین، بازدهی
طبقه‌بندی JEL: E22, D40, A10

* کارشناس ارشد سازمان امور مالیاتی، rasaiian@gmail.com

† کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی بابل، m.akbari1983@gmail.com

‡ کارشناس ارشد مدیریت MBA، دانشگاه آزاد اسلامی فیروزکوه، m_ahmadi91@yahoo.com

§ کارشناس ارشد اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی فیروزکوه، m.soltantooye@yahoo.com

۱ مقدمه

اهمیت روزافزون مدیریت سرمایه در گردش باعث شده است که این موضوع به صورت یک رشته تخصصی مدیریت مالی درآید. طرح و توسعه کامل مدیریت سرمایه در گردش، می‌تواند سهم مؤثری در به وجود آمدن سودآوری و ارزش شرکت‌ها در بازار داشته باشد. شیوه مدیریت سرمایه در گردش تأثیر مهمی بر گردش وجه نقد و عملکرد شرکت دارد. کوتاه کردن چرخه تبدیل نقدی موجب بهبود سوددهی شرکت می‌شود؛ زیرا طولانی شدن چرخه تبدیل وجه نقد مستلزم صرف مبالغ مالی پرهزینه خارجی است. بنابراین با کاهش مدت زمان درگیری وجه نقدی با سرمایه در گردش، شرکت می‌تواند عملکرد مطلوب‌تری داشته باشد. چرخه تبدیل وجه نقد با کاهش مدت زمان تبدیل موجودی از طریق فرآوری و فروش سریع‌تر کالاها، یا با کاهش مدت زمان جمع‌آوری حساب‌های دریافتی از طریق تسریع عملیات جمع‌آوری، یا با افزایش مدت زمان سررسید حساب‌های پرداختی از طریق کندکردن روند پرداخت به فروشندگان، کوتاه‌تر خواهد شد. از سوی دیگر، کوتاه کردن چرخه تبدیل نقدی می‌تواند به عملکرد شرکت آسیب رسانده و موجب کاهش سودآوری و گردش وجه نقد شود. هنگامی که اقدام به کاهش مدت زمان تبدیل موجودی می‌شود، شرکت باید نسبت به اجتناب از کمبود موجودی کاملاً هوشیار باشد، زیرا این امر باعث جذب مشتریان از سوی رقبا خواهد شد؛ به هنگام کاهش مدت زمان جمع‌آوری حساب‌های دریافتی باید دقت کند که مشتریان اعتباری خوب خود را از دست ندهد و در صورت افزایش مدت زمان سررسید حساب‌های پرداختی نیز مراقب شهرت و اعتبار خود باشد. بسیاری از پژوهش‌ها بر این موضوع تأکید می‌کنند که مدیران، زمان قابل توجهی را صرف مسائل روزمره می‌نمایند و یکی

بین است که دارایی‌های نقدی، حساب‌های دریافتی، حساب‌های پرداختی، موجودی بانک، و سایر حساب‌های جاری و پس‌انداز را در نظر بگیرد. همچنین باید به تغییرات در ارزش این حساب‌ها توجه داشته باشد. به عنوان مثال، اگر ارزش حساب‌های دریافتی کاهش یابد، این امر به معنای افزایش ریسک نقدشوندگی است. در نتیجه، مدیران باید به‌طور منظم این حساب‌ها را بررسی کنند و در صورت لزوم اقدامات اصلاحی را اتخاذ کنند.

¹ Samiloglue and Demirnes (2008)

۲ مبانی نظری و پیشینه پژوهش

دارایی‌های مالی در صورتی که دارای ارزش نامی باشند، می‌توانند به عنوان دارایی‌های مالی در نظر گرفته شوند. این دارایی‌ها می‌توانند به صورت نقدی یا غیرنقدی باشند. دارایی‌های غیرنقدی می‌توانند به صورت اوراق بهادار، سهام، املاک و غیره باشند. دارایی‌های نقدی می‌توانند به صورت پول نقد، حساب‌های جاری و پس‌انداز و غیره باشند. دارایی‌های مالی می‌توانند به صورت دارایی‌های جاری و غیرجاری باشند. دارایی‌های جاری می‌توانند به صورت پول نقد، حساب‌های جاری و پس‌انداز و غیره باشند. دارایی‌های غیرجاری می‌توانند به صورت اوراق بهادار، سهام، املاک و غیره باشند. دارایی‌های مالی می‌توانند به صورت دارایی‌های جاری و غیرجاری باشند. دارایی‌های جاری می‌توانند به صورت پول نقد، حساب‌های جاری و پس‌انداز و غیره باشند. دارایی‌های غیرجاری می‌توانند به صورت اوراق بهادار، سهام، املاک و غیره باشند.

مبیین‌های () اکرم () اشاره کرد. آنها در پژوهشی به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری گذاری بازار در شرکت‌های پاکستانی پرداخته‌اند. نتایج حاصل از یافته‌ها نشان داد که سودآوری شرکت

حق، سهیل، زمان و آلم () در پژوهش خود به بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سوددهی پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد که سودآوری متوسط در صنعت سی در پاکستان رابطه‌ی داری () می‌باشد. نتایج این پژوهش نشان داد که سودآوری شرکت تأثیر مثبتی بر سوددهی دارد. نتایج این پژوهش نشان داد که سودآوری شرکت تأثیر مثبتی بر سوددهی دارد.

¹ Padachi (2006)

² Mobin Alam, Ali, Abdul Rahman and Akram

³ Haq, Sohail, Zaman, Alam

⁴ Samilogue and Demirnes

$$ROA_{it} = \alpha + \alpha CCC_{it} + \alpha CACLR_{it} + \alpha CATAR_{it} + \alpha CLTAR_{it} + \alpha DTAR_{it} + \varepsilon \quad ()$$

$$ROIC_{it} = \alpha + \alpha CCC_{it} + \alpha CACLR_{it} + \alpha CATAR_{it} + \alpha CLTAR_{it} + \alpha DTAR_{it} + \varepsilon \quad ()$$

$$TQ_{it} = \alpha + \alpha CCC_{it} + \alpha CACLR_{it} + \alpha CATAR_{it} + \alpha CLTAR_{it} + \alpha DTAR_{it} + \varepsilon \quad ()$$

متغیرهای مدل به شرح زیر تعریف شده است:

متغیرهای وابسته

TQ : برابر است با (ارزش بازار سهام + بدهی کل) / مجموع دارایی

ROA : برابر است با نسبت بازده بر روی کل دارایی

$ROIC$: برابر است با نسبت بازده به سرمایه‌گذاری

متغیرهای مستقل

CCC : برابر است با چرخه تبدیل وجه نقد

$CACLR$: برابر است با نسبت جاری

$CATAR$: برابر است با نسبت دارایی جاری به کل دارایی

$CLTAR$: برابر است با نسبت بدهی جاری به کل دارایی

$DTAR$: ی

۶ روش پژوهش و جامعه آماری

این پژوهش بر اساس اهداف پژوهش در دسته پژوهش‌های کاربردی و بر اساس نوع بررسی متغیرها از نوع علی و از لحاظ روش نحوه گردآوری داده‌ها و طرح پژوهش آن از نوع نیمه تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی (از طریق (

توصیفی بوده است. نظر به اینکه پژوهش حاضر رابطه بین متغیرهای مورد مطالعه را در یک مقطع زمانی تعریف شده مورد بررسی قرار می‌دهد، ماهیت آن از نوع پژوهش‌های همبستگی

شرکت‌های پذیرفته شده در

ی (تشکیل می ی

شرکت ا توجه به شرایطی که در ادامه می‌آید

در قلمرو زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ در بورس فعال باشند و معامله سهام آنها دارای وقفه زمانی طولانی مدت نباشند.

پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد.

طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداده باشند.

به دارایی کل اثر مثبت و معناداری بر بازده دارایی‌ها دارد. نسبت بدهی کل به دارایی کل اثر منفی و معناداری بر بازده دارایی‌ها دارد. ضریب تعیین نشانگر این امر است که متغیرهای مستقل به میزان بالا، قدرت توضیح‌دهندگی متغیر وابسته را دارند. این ضریب نشان می‌دهد که درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل ذکر شده، توضیح داده می‌شود. آماده دوربین واتسون است، که برای تقویت این ضریب در هنگام تخمین از گزینه PCSE Eviews برای قدرتمند کردن مدل و از بین بردن خود همبستگی استفاده شده است. F معنادار بودن مدل در سطح اطمینان درصد دارد. به طور کلی نتایج به دست آمده از این مدل، فرضیه فرعی شماره یک (الف) را تأیید می‌کند.

() Eviews

بوده و در نتیجه روش تخمین داده‌های بکپارچه رد می‌شود. نتایج نشان می‌دهد که مقدار β ، بنابراین روش تخمین اثرهای β برای مدل گزینه مناسب‌تری است.

چرخه تبدیل وجه نقد اثر منفی و معناداری بر بازده سرمایه سرمایه‌گذاری مورد متغیرهای نسبت جاری و نسبت دارایی جاری شواهدی مبنی بر معنادار بودن آنها یافت نشد. نسبت دارایی جاری به دارایی کل اثر منفی و معناداری بر بازده سرمایه‌گذاری شده دارد. نسبت بدهی جاری به دارایی کل اثر مثبت و معناداری بر بازده سرمایه‌گذاری شده دارد. نسبت بدهی کل به دارایی کل اثر منفی و معناداری بر بازده سرمایه‌گذاری شده دارد. ضریب تعیین آماده دوربین

، که برای تقویت این ضریب در هنگام تخمین از گزینه PCSE

Eviews برای قدرتمند کردن مدل و از بین بردن خودهمبستگی استفاده شده است. F نشان از معنادار بودن مدل در سطح اطمینان درصد دارد. به طور کلی نتایج به دست آمده از این مدل، فرضیه فرعی شماره یک (ب) را تأیید و در کل فرضیه اصلی شماره یک را تأیید می‌کند.

¹ cross-section weights (PCSE) standard errors and covariance (d.f. Corrected)

جدول ۵ نتایج آزمون اثر ()

		F
		آماره کای

منبع: یافته‌های محقق

جدول ۶ نتایج آزمون اثر تصادفی (آزمون هاسمن)

		χ^2

منبع: یافته‌های محقق

جدول ۷ نتایج برآورد مدل بازده سرمایه گذاری شده ()

متغیر	ضریب برآوردی	t
CCC	-	-
CACLR		
CATAR	-	-
CLTAR		
DTAR	-	-
ضریب تعیین	-	-
ضریب تعیین تعدیل	-	-
آماره دوربین واتسون	-	-
F	-	-

منبع: یافته‌های محقق

نمودن روش مناسب تخمین برای این مدل از آزمون‌های تشخیص

ی نماییم. در محاسبات انجام شده Eviews

آماره چاو (اثر ثابت) صفر بوده و در نتیجه روش تخمین داده‌های یکپارچه رد

ی . نتایج نشان می‌دهد که مقدار آماره هاسمن نزدیک به صفر

بنابراین روش تخمین اثرهای ثابت برای مدل گزینه مناسب‌تری است.

جدول ۸ نتایج آزمون اثر ثابت (آزمون چاو)

		F
		آماره کای

منبع: یافته‌های محقق

جدول ۹ نتایج آزمون اثر تصادفی (آزمون هاسمن)

		χ^2

منبع: یافته‌های محقق

جدول ۱۰ نتایج برآورد مدل کیوتوبین ()

متغیر	ضریب برآوردی	t
CCC	-	
CACLR		
CATAR	-	-
CLTAR		
DTAR		
ضریب تعیین	-	-
ضریب تعیین تعدیل	-	-
آماره دوربین واتسون	-	-
F	-	-

منبع: یافته‌های محقق

شواهدی برای معناداری اثر متغیر چرخه تبدیل وجه نقد بر متغیر وابسته یعنی کیوتوبین یافت نشد. نسبت جاری اثر مثبت و معناداری بر کیوتوبین دارد و همچون شواهد کافی مبنی بر معنادار بودن نسبت دارایی جاری به دارایی کل یافت نشد. نسبت بدهی جاری به دارایی کل اثر مثبت و معناداری بر کیوتوبین دارد. نسبت بدهی کل به دارایی کل اثر مثبت و ی بر کیوتوبین دارد. ضریب تعیین

، که برای تقویت این ضریب در هنگام تخمین از گزینه PCSE Eviews برای قدرتمند کردن مدل و از بین بردن خودهمبستگی استفاده شده است. F

شرکت‌ها رویه‌هایی را در پیش‌گیرند که بتواند دوره تبدیل وجه نقد را کاهش دهد، زیرا این کاهش از یک طرف برابر است با افزایش بازده دارایی‌ها و از طرف دیگر، معیاری جهت سنجیدن عملکرد مدیر در پیاده‌کردن تصمیمات خود مربوط به میزان سرمایه در گردش و نقدینگی.

شرکت‌ها گروهی را جهت بررسی این موضوع و اتخاذ تصمیمات اقتصادی به منظور رعایت حد مطلوب میزان سرمایه در گردش تشکیل دهند، زیرا توجه به سرمایه در گردش (تفاوت دارایی‌های جاری منهای بدهی‌های جاری) از اهمیت بالایی به خصوص در شرکت‌های کوچک برخوردار است.

برای پژوهش‌های آینده موارد زیر پیش‌بینی می‌شود:

- ی ی ی ی ی ی ی ی ی ی
- ی تأثیر ی ی ی ی ی ی ی ی ی ی
- ی ی ی ی ی ی ی ی ی ی
- ی ی ی ی ی ی ی ی ی ی

فهرست منابع

ایزدی‌نیا، ن.، و تاکلی، ع. (). بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر قابلیت سوددهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران فصلنامه حسابداری مالی () -

و حیدریان، ج. (). تأثیر مدیریت سرمایه در سودآوری شرکت‌های تحقیقات حسابداری () -

محمدی، م. (). تأثیر مدیریت سرمایه در سودآوری شرکت‌های فصلنامه مدیریت () -

و کیعی، . (). تأثیر مدیریت سرمایه در سودآوری شرکت‌های فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی

Garcia-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2007). Effects of Working Capital Management on SME Profitability, *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164-177.

Haq, I. u., Sohail, M., Zaman, K., Alam, Z. (2011). The Relationship between Working Capital Management and Profitability: A Case Study of Cement

- Industry in Pakistan. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 2(2):, 365-372.
- Mobeen Alam, H., Ali, L., Abdul Rehman, Ch., & Akram, M. (2011). Impact of Working Capital Management on Profitability and Market Valuation of Pakistani Firms. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 32, 48-54.
- Padachi, K. (2006). Trends in Working Capital Management and its Impact on Firms Performance: an Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firm, *international review of business research papers*, 2(2), 45-58.
- Raheman, A., & Nasr, M. (2007). Working Capital Management And Profitability-Case Of Pakistan Firms, *International Review of Business Research Papers*, 3, 279-300.
- Samiloglue, F., & Demirnes, K. (2008). The Effect Of Working Capital Management On Firm Profitability: Evidence From Turkey, *The Internation Journal of Applied Economics and Finance*, 2, 44-50.