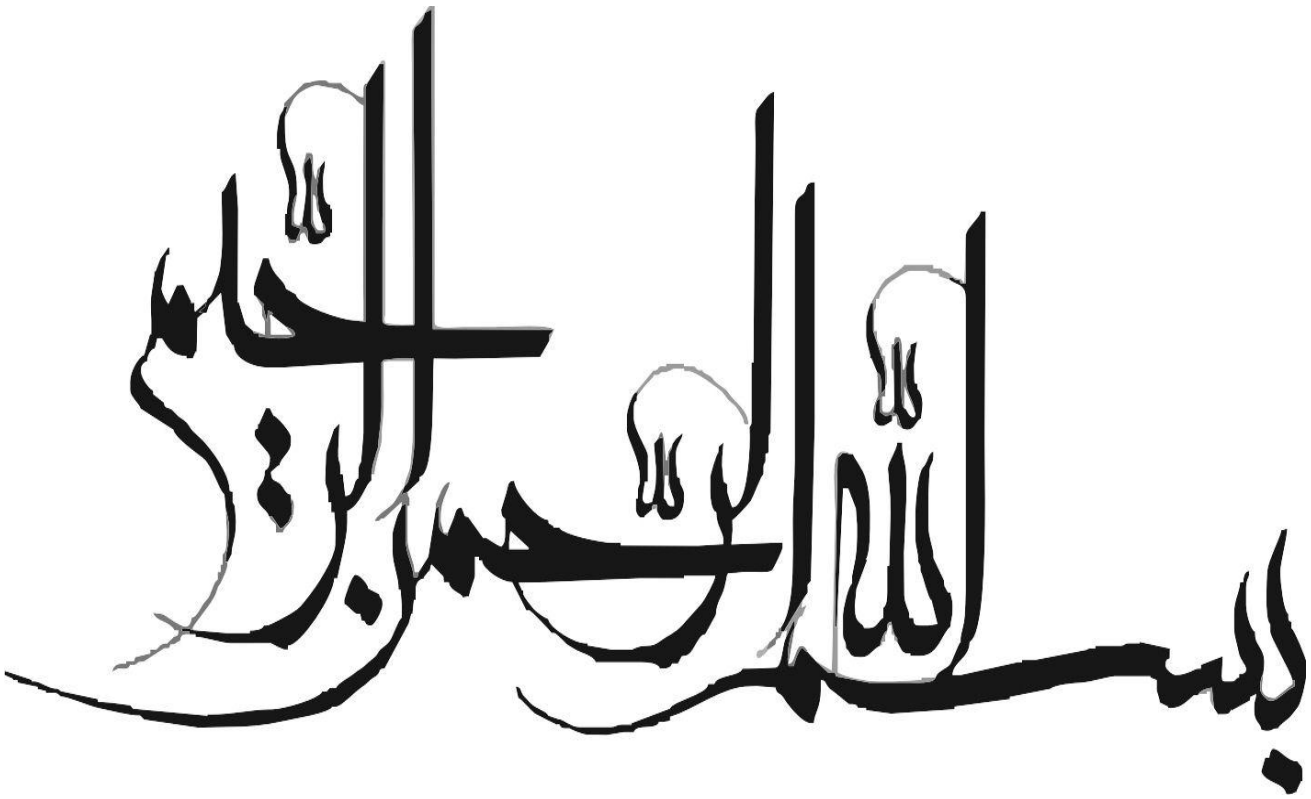
بسم الله الرحمن الرحيم

فهرست مطالب

عنوان صفحه

چکیده ۱

فصل اول :کلیات پژوهش

۱-۱- مقدمه ۳

۱-۲-بیان مساله ٤

۱-۳- اهمیت و ضرورت انجام پژوهش ٦

۱-٤ -اهداف پژوهش ٦

۱-٤-۱- اهداف علمی پژوهش ٦

۱-٤-۲- اهداف کاربردی پژوهش ۷

۱-۵- سوالات پژوهش ۷

۱-٦- فرضیه‌های تحقیق ۸

۱-۷-قلمرو پژوهش ۸

۱-۷-۱- قلمرو موضوعی پژوهش ۸

۱-۷-۲- قلمرو مکانی پژوهش ۸

۱-۷-۳- قلمرو زمانی پژوهش ۸

۱-۸- تعریف مفاهیم و واژگان اختصاصی ۹

۱-۹- خلاصه فصل اول ۹

۱-۱۰- ساختار پایان نامه ۱۰

فصل دوم :ادبیات پژوهش

۲-۱- مقدمه ۱۲

۲-۲-مبانی نظری پژوهش ۱۲

۲-۲-۱-مدیریت سرمایه در گردش ۱۲

۲-۲-۱-۱-سیاست های سرمایه در گردش ۱۳

۲-۲-۱-۲-سرمایهدرگردش خالص ۱٤
۲-۲-۱-۲-۱- سرمایه‌درگردش خالص مثبت ۱٤
۲-۲-۱-۲-۲- سرمایهدرگردش خالص منفی ۱٤
۲- ۲-۱-۳-استراتژیهای مدیریت سرمایهدرگردش ۱٤
۲-۲-۱-٤-شاخص های مدیریت سرمایه‌درگردش (معیارهای اندازهگیری مدیریت سرمایه‌درگردش) ۱۵
۲-۲-۱-٤-۱-چرخه تبدیل وجه نقد ۱۵
۲-۲-۱-٤-۲-دوره بازپرداخت بدهیها ۱٦
۲-۲-۱-٤-۳-دوره وصول مطالبات ۱۷
۲-۲-۱-٤-٤-دوره گردش موجودیها ۱۷
۲-۲-۱-۵-ابعاد مدیریت سرمایه در گردش ۱۸
۲-۲-۱-٦-کارایی مدیریت سرمایه در گردش ۱۹
۲-۲-۲-حساسیت سرمایه گذاری جریان وجوه نقد ۲۰
۲-۲-۲-۱-عدم تقارن حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد ۲۱
۲-۲-۳-محدودیتهای تامین‌مالی ۲۳
۲-۲-۳-۱-معیارهای محدودیت تامین مالی ۲٤
۲-۲-۳-۱-۱-اندازه شرکت ۲٤
۲-۲-۳-۱-۲-اهرم مالی ۲٤
۲-۲-۳-۱-٤-عمر شرکت ۲٤
۲-۲-۳-۱-۵-نسبت سود تقسیمی ۲۵
۲-۲-٤- مشکلات نمایندگی ۲۵
۲-۲-۵- عدم تقارن اطلاعاتی ۲۵
۲-۳- پیشینه پژوهش ۲٦
۲-۳-۱-پیشینه خارجی پژوهش ۲٦
۲-۳-۲- پیشینه داخلی پژوهش ۲۹
۲-٤- خلاصه فصل دوم ۳۱

فصل سوم :روش شناسی پژوهش

۳-۱- مقدمه ۳۳

۳-۲- روش پژوهش ۳۳
۳-۳-اهداف پژوهش ۳۳
۳-٤- سوالات پژوهش ۳٤
۳-۵- فرضیه‌های پژوهش ۳۵
۳-٦ -قلمرو پژوهش ۳۵
۳-٦-۱- قلمرو موضوعی پژوهش ۳۵
۳-٦-۲- قلمرو مکانی پژوهش ۳۵
۳-٦-۳ -قلمرو زمانی پژوهش ۳۵
۳-۷- جامعه و نمونه آماری ۳٦
۳-۸- متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه ۳٦
۳-۸-۱- متغیر مستقل ۳۷
۳-۸-۱-۱-مدیریت سرمایه‌درگردش: ۳۷
۳-۸-۱-۱- دوره وصول مطالبات ۳۷
۳-۸-۱-۲- دوره گردش موجودیها ۳۷
۳-۸-۱-۳- دوره بازپرداخت بدهیها ۳۷
۳-۸-۱-٤- چرخه تبدیل وجه نقد ۳۸
۳-۸-۲-متغیر وابسته ۳۸
۳-۸-۳- متغیر کنترل ۳۹
۳-۸-۳-۱- اندازه شرکت ۳۹
۳-۸-۳-۲-عمر شرکت ۳۹
۳-۸-۳-۳-نسبت سود تقسیمی ۳۹
۳-۸-۳-٤-اهرم مالی ۳۹
۳-۹- مدلهای مفهومی پژوهش ۳۹
۳-۱۰- روش جمعآوری اطلاعات ٤۱
۳-۱۱- روش تحلیل دادهها ٤۱
۳-۱۲- آزمونهای آماری ٤۱
۳-۱۳- خلاصه فصل سوم ٤٤

فصل چهارم :تجزیه وتحلیل‌داده‌ها

٤-١- مقدمه ٤٦
٤-٢- نتایج آمار توصیفی ٤٦
٤-٢-١-تجزیه و تحلیل مقایسهای ٤٦
٤-٢-٢-تجزیه و تحلیل علی ٤٦
٤-٢-٣-تجزیه و تحلیل توصیفی ٤٧
٤-٣-٢- آزمون فرضیه‌های پژوهش : یافته های پژوهش ٤٩
٤-٤- خلاصه فصل چهارم ٥٣

فصل پنجم :نتیجه‌گیری

٥-١- مقدمه ٥٥
٥-٢- خلاصه پژوهش ٥٥
٥-٣- نتایج حاصل از فرضیه‌های پژوهش ٥٥
٥-٤- پیشنهادات پژوهش ٥٩
٥-٤-١- پیشنهادهای مبتنی بر یافته‌های پژوهش ٥٩
٥-٤-٢ - پیشنهادات برای پژوهشهای آتی ٦٠
٥-٥ - محدودیتهای پژوهش ٦١
٥-٦- خلاصه فصل ٦٢
منابع و مآخذ ٦٣

فهرست جداول

عنوان | صفحه

جدول٤-١.آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش ٤٧
جدول ٤-٢. نتایج حاصل از برآورد مدل اصلی ٤٨
جدول ٤-٣. نتایج حاصل از برآورد مدل (١) ٤٩
جدول٤-٤. نتایج حاصل از برآورد مدل (٢) ٥٠
جدول٤-٥. نتایج حاصل از برآورد مدل (٣) ٥١
جدول ٤-٦. نتایج حاصل از برآورد مدل (٤) ٥٢

چکیده

در این پژوهش، بررسی وتشریح مدیریت سرمایه‌درگردش با توجه به محدودیت‌های تامین‌مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد مورد بررسی قرار گرفته است. برای انجام پژوهش ۷۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۰ به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده است. مدیریت سرمایه‌درگردش به عنوان متغیر مستقل در این پژوهش است که از چهار مولفه‌ی؛ دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی کالا، متوسط دوره بازپرداخت بدهی‌ها و چرخه تبدیل وجه‌نقدتشکیل شده است. حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه‌نقد به عنوان متغیر وابسته و محدودیت‌های تامین‌مالی که شامل معیارهای؛ اندازه شرکت، عمر شرکت، اهرم مالی و نسبت‌سود تقسیمی می‌باشند به عنوان متغیرهای کنترلی در این پژوهش نقش‌آفرینی می‌کنند. نتایج پژوهش حاکی از این مطلب است که،دوره وصول مطالبات و دوره‌باز پرداخت بدهی‌ها دارای تاثیر مثبت ومعنی‌دار بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد، اما دوره گردش موجودی‌ها وچرخه تبدیل وجه نقد برحساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد تاثیر ندارند.

واژگان کلیدی: مدیریت سرمایه‌درگردش، حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد، محدودیت‌های تامین‌مالی

فصل اول

کلیات پژوهش

۱-۱- مقدمه

تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری آمیخته‌ای است از علم وهنر. برای نیل به موفقیت در امر سرمایه‌گذاری باید تصور کنیم که چه چیزی امکان دارد رخ دهد. ما در خصوص وقایع گذشته آگاهی داریم ولی نمی‌توان گفت که گذشته دوباره تکرار خواهد شد. اگرچه آینده با عدم اطمینان همراه است اما این عدم اطمینان قابل مدیریت است وبا استفاده از فهم اساسی سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران می‌توانند هوشیاری لازم جهت عدم اطمینان راکسب کنند(تهرانی ونوربخش، ۱۳۹۱). در فضای اقتصاد چالشی که سازمان‌های بین المللی راه‌های جدیدی را برای رشد وبهبود عملکرد مالی و کاهش ریسک جستجو می‌کنند، سرمایه درگردش به عنوان منبعی مهم برای بهبود عملکرد مالی به شمار می‌آید. با این اوصاف مدیریت سرمایه درگردش فعال، یک نیاز اساسی توانایی سازمان در یک اقتصاد پر چالش است. هدف مدیریت سرمایه درگردش برقراری تعادل حساس بین حفظ نقدینگی برای پشتیبانی از عملیات روزانه و حداکثر کردن فرصت‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت است(فیلبک و همکاران[1]، ۲۰۰۷). یکی از مسائل مطرح شده در زمینه سرمایه‌گذاری‌ها مساله تامین مالی این پروژه‌های سرمایه‌گذاری است. انتظار می‌رود با توجه به مکانیسم اطلاعات نامتقارن در بازارهای سرمایه، هزینه تامین مالی با استفاده از منابع داخلی و خارجی متفاوت بوده، و وجود اطلاعات نامتقارن میان مدیران و اعتباردهندگان در خصوص جریان‌های نقدی، چشم انداز آتی و ارزش واقعی شرکت باعث شود هزینه تامین - مالی خارجی گران‌تر از تامین مالی داخلی گردد. در نتیجه مدیران مالی واحدهای تجاری برای تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود بیشتر بر جریان‌های نقد داخلی تکیه می‌کنند(ارسلان و همکاران[2]، ۲۰۰۶).

در این فصل به ارائه کلیات پژوهش پرداخته می‌شود و طرح کلی پژوهش ارائه می‌گردد. موارد ذکر شده در این فصل شامل مقدمه، بیان موضوع پژوهش، اهمیت پژوهش، اهداف پژوهش در غالب اهداف کاربردی و اهداف اساسی، سوالات و فرضیه‌ها، قلمرو پژوهش و تعاریفی از واژگان اختصاصی و در نهایت خلاصه فصل می- باشند.

1. Filbeck et.al
2.arsalan et.al

۱-۲-بیان مساله

یکی از مسائل اساسی مدیریت مالی اداره انواع دارایی‌ها و بدهی‌های جاری است. اکثر کسانی که دست اندرکار صنایع کشور هستند پی به اهمیت موضوع برده‌اند ولی در مرحله چاره‌جویی بیشتر به دنبال راه‌حل‌های برون سازمانی و مقطعی برای حل آن هستند به عبارت دیگر، چاره راه در گرو اعطای وام و تسهیلات ارزان و کافی به شرکت‌ها می‌دانند. علت اصلی کمبود نقدینگی، فاصله و شکاف بین جریان‌های ورودی و خروجی نقدی شرکت‌هاست و شرکت‌ها در همه سال با این کمبود مواجه نیستند بلکه در دوره‌های معینی از سال که در شرکت‌های مختلف نیز با هم یکسان و مشابه نیست، با این امر مواجهند. لذا تنها منبع تامین کمبود نقدینگی تسهیلات بانکی نیست و راهکارهای دیگری هم دارد. اهمیت وجوه نقد در یک واحد تجاری از اساسی ترین رویدادهایی است که اندازه‌گیری حسابداری بر اساس آن انجام می‌شود از جمله اهداف ارائه اطلاعات مربوط به وجه نقد، ارزیابی نقدینگی و توانایی واحد تجاری در پرداخت تعهداتش می‌باشد. مدیریت سرمایه‌درگردش[۳] یکی از راهکارهای تحقق نقدینگی مطلوب برای شرکت‌ها می‌باشد به گونه‌ای که نقدینگی مطلوب برای شرکت‌ها در حدی نگه‌داشته شود که با مازاد یا کمبود نقدینگی غیرطبیعی مواجه نباشند. سرمایه‌درگردش به عنوان یکی از منابع حیاتی برای بقا و رشد سازمان به شمار می‌رود و با توجه به اهمیت آن در فرایندهای سازمانی، مدیریت آن از اهمیت خاصی برخوردار است. در این میان، مدیریت کارای سرمایه‌درگردش یکی از وظایف اساسی و چالش برانگیز مدیران مالی تلقی می‌شود(واعظ و همکاران، ۱۳۹۳). تاکید مدیریت سرمایه-درگردش بر مدیریت دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری است. بخش عمده‌ای از برنامه‌ریزی مالی کوتاه مدت شرکت‌ها شامل مدیریت وجه‌نقد، موجودی و حساب‌های دریافتنی است. مدیریت سرمایه‌درگردش یکی از کارکردهای اصلی مدیریت مالی می‌باشد. امروزه مدیریت سرمایه‌درگردش که همان مدیریت بر منابع و مصارف جاری جهت حداکثرسازی ثروت سهامداران است، به عنوان بخشی از وظیفه مدیریت مالی دارای اهمیت خاصی می‌باشد(طالب و همکاران[٤]، ۲۰۱۰).

تامین منابع مالی برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت، بخش عمده‌ای از نگرانی‌های مدیران شرکت‌ها را تشکیل می‌دهد. طبق نظریه میلیر – مودگلیانی[٥] در شرایط وجود بازار سرمایه کامل، تفاوتی در هزینه تامین‌مالی از منابع داخلی یا خارجی شرکت وجود ندارد(مودگلیانی و میلیر، ۱۹۵۸). اما بازار سرمایه در عمل، نمی‌تواند به طور کامل کارا باشد. از طرفی، اداره شرکت‌ها در اختیار مدیرانی قرار دارد که مالک شرکت نبوده و منافع متفاوتی با صاحبان اصلی شرکت دارند(مساله نمایندگی). در چنین حالتی، سرمایه‌گذاران نسبت به مدیران شرکت اعتماد

[۳].working capital management
[٤].Taleb et al
[٥].Miler & m

لازم را نداشته، برای تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری نرخ بازده بیشتری را خواستار می‌شوند(لی لاند و پایلی[۶]، ۱۹۹۷). از طرف دیگر سرمایه‌گذاران اطلاعات کمتری در مورد شرایط اقتصادی شرکت‌ها دارند و در بسیاری موارد، ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها را بیشتر از میزان واقعی ارزیابی می‌کنند(ارسلان و همکاران[۷]، ۲۰۰۶). در نهایت تامین مالی از منابع خارج از شرکت دارای هزینه‌های زیادی است که باعث می‌شود شرکت‌ها به استفاده روزافزون از منابع داخلی برای تامین مالی سرمایه‌گذاری‌های خود متمایل شوند(هواکمین و هواکمین[۸]،۲۰۰۹).

میزان اتکای یک شرکت بر منابع داخلی نیز از طریق حساسیت سرمایه‌گذاری – جریان نقدی آن شرکت تعیین می‌شود (فازاری و همکاران[۹]، ۱۹۸۸). بنابراین شرکت‌های دچار محدویت‌مالی، از حساسیت سرمایه‌گذاری – جریان نقدی بیشتری برخوردارند و در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری بر جریان‌های نقدی داخلی، تاکید بالایی می‌کنند.حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی از طریق میزان تغییرات در مخارج سرمایه‌ای شرکت به ازای یک واحد تغییر در جریان نقدی تعریف می‌شود(فازاری و هوبارد[۱۰]، ۱۹۸۸). بر این اساس هر اندازه حساسیت مخارج سرمایه‌ای به جریان‌های نقدی شرکتی بالاتر باشد، میزان اتکای آن شرکت بر منابع داخلی خود بیشتر است و بنابراین از محدودیت تامین‌مالی برخوردار است(ارسلان و همکاران، ۲۰۰۶). شرکت‌ها زمانی در محدوده تامین مالی بوده که بین هزینه‌های داخلی و هزینه‌های خارجی وجوه تخصیص داده شده، با یک شکاف روبه‌رو باشند. شرکت‌هایی را واجد محدودیت‌های‌مالی می‌نامند که دارای دسترسی پایین و پرهزینه به منابع تامین مالی باشند(ازکان و ازکان[۱۱]، ۲۰۰۴).

با توجه به موارد مذکور سوال اصلی پژوهش به صورت زیر بیان می شود:

آیا مدیریت سرمایه‌درگردش با توجه به محدودیت‌های تامین‌مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد تاثیر دارد؟

---

۶. Leyland & p
۷. Arsalan et al
۸. Hovakimian& hovakimian
۹. Fazzary et al
۱۰. Fazzary & h
۱۱. Ozkan & ozkan

۱-۳- اهمیت و ضرورت انجام پژوهش

یکی از مباحث اصلی در ادبیات مالی، تصمیم‌گیری و انتخاب راه‌کارهای بهینه در خصوص سرمایه‌گذاری وجوه و ساختار سرمایه به منظور افزایش ارزش کلی واحد اقتصادی می‌باشد. در این زمینه موضوع تامین‌مالی به طور اعم و هزینه تامین‌مالی به طور اخص در کانون توجه قرار می‌گیرد. سرمایه مورد نیاز برای تامین‌مالی طرح‌های مختلف سرمایه‌گذاری شرکت به وسیله گروه‌های مختلفی از سرمایه‌گذاران تامین می‌شود که دارای ادعاهای مختلف نسبت به درآمدهای مورد انتظار آینده هستند. بنابراین هزینه تامین‌مالی هر شرکت عبارت است از، نرخ بازدهی که باید آن شرکت نسبت به سرمایه‌گذاری‌های خود به دست آورد تا بتواند انتظارات سرمایه‌گذارانی را تامین نماید که وجوه بلند مدت شرکت را فراهم آورده‌اند(جلالی، ۱۳۸٦). بدون اطلاع از هزینه تامین‌مالی، شرکت نمی‌تواند تصمیم بگیرد که از چه ابزاری برای گردآوری وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری‌های بلند مدت استفاده کند و به دلیل محدودیت در منابع، واحدهای اقتصادی باید ترکیبی از منابع‌مالی را انتخاب کنند که حداقل هزینه تامین‌مالی را در برداشته باشد. به منظور حداکثر کردن ارزش واحد اقتصادی لازم است سرمایه-گذاری‌هایی انجام گیرد که نرخ بازده آن‌ها بیش از نرخ هزینه تامین‌مالی آن‌ها باشد. هم‌چنین، آگاهی از هزینه تامین‌مالی شرکت، به مدیران مالی برای تعیین ساختار بهینه و مدیریت سرمایه‌درگردش کمک می‌کند که این ساختار بهینه می‌تواند بر ارزش شرکت و ثروت سهام‌داران اثر بگذارد(تهرانی، ۱۳۹۱). مطالعات نشان می‌دهد که بیشتر وقت مدیران مالی صرف عملیات داخلی روزانه شرکت می‌شود که تحت عنوان مدیریت سرمایه-درگردش بررسی می‌شود(پیشکاری، ۱۳۷۵). با توجه به تغییراتی که در دارائی‌های جاری رخ می‌دهد مدیران مجبورند در تصمیماتی که قبلا برای تامین مالی گرفته‌اند تجدید نظر کنند(محمدی، ۱۳۸٦).

۱-٤ -اهداف پژوهش

۱-٤-۱- اهداف علمی پژوهش

با توجه به موضوع پژوهش حاضر که،بررسی و تشریح مدیریت سرمایه‌درگردش بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه‌نقد با در نظر گرفتن محدودیت‌های تامین‌مالی می‌باشد، اهداف زیر مد نظر است:

۱- بررسی وتشریح دوره وصول مطالبات بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌وجه‌نقد(در شرکت‌های با محدودیت‌های تامین‌مالی)

۲- بررسی وتشریح دوره باز پرداخت بدهی‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌وجه نقد(در شرکت‌های با محدودیت‌های تامین‌مالی)

۳-بررسی و تشریح دوره گردش موجودی‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه‌نقد(در شرکت‌های با محدودیت‌های تامین‌مالی)

٤- بررسی و تشریح چرخه تبدیل وجه نقد بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه‌نقد(در شرکت‌های با محدودیت‌های تامین مالی)

۱-٤-۲- اهداف کاربردی پژوهش

۱-با در نظر گرفتن تئوری ذینفعان، احتمالا نتایج این پژوهش می‌تواند جهت کلیه ذینفعان بازار سرمایه از جمله سهام‌داران و سرمایه‌گذاران مفید فایده واقع شود و می‌تواند به ایشان در امر تصمیم‌گیری یاری رساند.

۲- نتایج این پژوهش می‌تواند مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را جهت تصمیم‌گیری در رابطه با تصمیمات سرمایه‌گذاری و تامین‌مالی یاری رساند.

۳-مدیران شرکت‌ها، را در مورد استراتژی های تامین مالی وفرآیند تصمیم‌گیری وبرنامه‌ریزی یاری نماید.

٤-کمک به تحلیل‌گران مالی بازار سرمایه.

۵-نتایج این پژوهش می‌تواند مورد استفاده اساتید، دانشجویان و سایر افراد علاقه مند به سرمایه‌گذاری در این زمینه قرار گیرد.

۱-۵- سوالات پژوهش

پرسش‌های مطرح شده در این پژوهش به شرح زیر می‌باشند.

سوال کلی پژوهش: آیا مدیریت سرمایه درگردش با توجه به محدودیت های تامین مالی بر حساسیت سرمایه-گذاری جریان وجه نقد تاثیر دارد؟

سوالات فرعی:

۱-آیا دوره وصول مطالبات بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد(در شرکت های با محدودیت‌مالی)تاثیر دارد؟

۲- آیا دوره باز پرداخت بدهی‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد(در شرکت‌های با محدودیت مالی) تاثیر دارد؟

۳- آیا دوره گردش موجودی‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد(در شرکت‌های با محدودیت مالی) تاثیر دارد؟

٤- آیا چرخه تبدیل وجه نقد بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد(در شرکت‌های با محدودیت مالی) تاثیر دارد؟

۱-٦- فرضیه‌های تحقیق

فرضیه‌های کلی پژوهش: مدیریت سرمایه‌درگردش با توجه به محدودیت‌های تامین‌مالی بر حساسیت سرمایه-گذاری جریان وجه نقدتاثیر دارد.

فرضیه‌های فرعی:

۱- دوره وصول مطالبات بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد(در شرکت‌های با محدودیت مالی)تاثیر دارد.

۲- دوره باز پرداخت بدهی‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد(در شرکت‌های با محدودیت مالی) تاثیر دارد.

۳- دوره گردش موجودی‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد(در شرکت‌های با محدودیت مالی) تاثیر دارد.

٤- چرخه تبدیل وجه نقد بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد(در شرکت‌های با محدودیت مالی) تاثیر دارد.

۱-۷-قلمرو پژوهش

۱-۷-۱- قلمرو موضوعی پژوهش

قلمرو موضوعی پژوهش حاضر، بررسی و تشریح مدیریت سرمایه‌درگردش با توجه به محدودیت‌های تامین مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد می‌باشد.

۱-۷-۲- قلمرو مکانی پژوهش

قلمرو مکانی این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

۱-۷-۳- قلمرو زمانی پژوهش

از لحاظ زمانی، پژوهش حاضر حد فاصل سال‌های ۱۳۸۵-۱۳۹۰ را دربرمی‌گیرد.

۱-۸- تعریف مفاهیم و واژگان اختصاصی

مدیریت سرمایه‌درگردش: مدیریت سرمایه‌درگردش شامل برنامه‌ریزی و کنترل دارائی‌ها وبدهی‌های جاری به گونه‌ای است که ریسک ناتوانی در برآورده کردن تعهدات کوتاه مدت از یک طرف و اجتناب از سرمایه‌گذاری بیش از حد در این دارائی‌ها را از طرف دیگر برطرف نماید(رحمان ونصر، ۲۰۰۷).در این پژوهش نیز برای اندازه‌گیری مدیریت سرمایه‌درگردش از معیار چرخه تبدیل وجه‌نقد و اجزای اصلی آن یعنی دوره بازپرداخت بدهی‌ها، دوره وصول حساب‌های‌دریافتنی و دوره گردش موجودی‌ها، استفاده شده است(شمس الدینی، ۱۳۹۱).

حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد: شرکت‌هایی که نارسایی‌های مربوط به بازار سرمایه در مورد آن‌ها از شدت بیشتری برخوردار می‌باشد، برای تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود، بیشتر بر منابع داخلی تکیه می‌کنند. فازاری و همکاران(۱۹۸۸)، بر مبنای چنین اندیشه‌ای، شاخصی به نام حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی را معرفی نمودند. این شاخص از طریق اندازه‌گیری میزان تغییرات در مخارج سرمایه‌ای شرکت به ازای یک واحد تغییر در جریان‌های نقدی تعریف می‌شود(عرب‌صالحی و اشرفی، ۱۳۹۰).

محدودیت تامین مالی: محدودیت‌های مالی به دو دسته، محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی قابل تقسیم می باشد. محدودیت‌های مالی داخلی محدودیت‌هایی هستند که در ارتباط با منابع (وجوه نقد) داخل واحد تجاری مطرح بوده و محدودیت‌های مالی خارجی محدودیت‌هایی هستند که در ارتباط با منابع مالی خارج از واحد تجاری بوده و از طریق انتشار اوراق قرضه و... حاصل می‌شوند (کریمی، صادقی، ۱۳۸۸).

۱-۹- خلاصه فصل اول

در این فصل به ارائه کلیات پژوهش پرداخته شد. موارد ذکر شده در این فصل شامل مقدمه، بیان موضوع پژوهش، اهمیت و ضرورت انجام پژوهش، اهداف پژوهش، سوالات و فرضیه‌ها، قلمرو پژوهش و در نهایت تعاریفی از واژگان اختصاصی می‌باشند.

۱-۱۰- ساختار پایان نامه

بیان مطالب در فصل‌های بعدی به این شرح است:

فصل دوم تحت عنوان ادبیات پژوهش است که به دو بخش کلی قابل تقسیم می‌باشد. در ابتدا مبانی نظری، ادبیات موضوع پژوهش بیان شده است. در بخش دوم، پژوهش‌های انجام شده داخلی و خارجی در ارتباط با پژوهش آورده شده است. فصل سوم با عنوان روش شناسی پژوهش شناخته می‌شود. در این فصل ابتدا روش انجام پژوهش و قلمرو پژوهش بیان شده است. سپس اهداف، سوالات و فرضیه‌های در ارتباط با موضوع پژوهش آورده شده است. از دیگر مباحثی که در این فصل بیان شده، جامعه و نمونه آماری، متغیرهای پژوهش، نحوه محاسبه آن‌ها و بیان مدل‌های مفهومی مورد استفاده در پژوهش است. در بخش انتهایی این فصل، روش جمع‌آوری داده‌ها و روش تحلیل داده‌ها بیان شده است. فصل چهارم با عنوان تجزیه و تحلیل داده‌ها است. در این فصل، تجزیه و تحلیل مدل‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش تشریح شده است. و در نهایت در فصل پنجم، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها و تجزیه و تحلیل داده‌ها بیان گردیده است و سپس پیشنهاداتی برای پژوهش-های آتی آورده شده است. در انتهای این فصل، محدودیت‌هایی که در راستای پژوهش، پژوهشگر با آن‌ها مواجه شده، بیان می‌شود.

فصل دوم

ادبیات پژوهش

۲-۱- مقدمه

در دنیای امروز با توجه به شرایط رقابت بازار، تعیین روش تامین‌مالی مناسب برای افزایش سودآوری و ادامه‌ی حیات شرکت‌ها، امری ضروری است. تعیین شیوه مناسب تامین‌مالی شرکت بستگی به هزینه تامین‌مالی آن‌ها دارد. در واقع هزینه تامین‌مالی یکی از فاکتورهای مهم در تصمیمات مدیریتی و مالی شرکت‌ها می‌باشد(ستایش و صادق‌نیا، ۱۳۹۱). از طرفی، هرچه بازارها توسعه یابند، ابزارهای جدیدتری برای پاسخ‌گویی به نیازهای سرمایه‌گذاران تعریف می‌شود. سرمایه‌گذاران در صورتی دارایی با ریسک بالاتر را می‌پذیرند که بازده بالاتری را عاید آن‌ها نماید.

این فصل در دو بخش ادبیات نظری پژوهش و پیشینه پژوهش تدوین گردیده است. در بخش ادبیات نظری در ابتدا، به تشریح مدیریت سرمایه در گردش و مبانی مرتبط با آن به عنوان متغیر مستقل پرداخته می‌شود. سپس در بخش انتهایی ادبیات نظری به تشریح متغیر وابسته تحت عنوان حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه‌نقد و محدودیت تامین‌مالی به عنوان متغیر کنترلی پرداخته می‌شود. در بخش مرور پیشینه پژوهش مجموع پژوهش-های مشابه داخلی و خارجی و در ارتباط با موضوع پژوهش ارائه می‌شود.

۲-۲-مبانی نظری پژوهش

۲-۲-۱-مدیریت سرمایه در گردش

شالوده مباحث مدیریت مالی را سرمایه تشکیل می دهد و می‌توان ادعا کرد که تقریبا همه فعالیت‌های تجاری نیازمند سرمایه‌اند (پی نو و ریموند[۱۲]، ۱۳۸٦). سرمایه به عنوان یکی از منابع حیاتی برای بقا و رشد سازمان به شمار می رود و با توجه به اهمیت آن در فرآیندهای سازمانی، مدیریت آن نیز از اهمیت خاصی برخورداراست. در این میان، مدیریت کارای سرمایه‌درگردش یکی از وظایف اساسی و چالش برانگیز مدیران مالی تلقی می شود، زیرا سرمایه‌درگردش شامل اقلام جاری، نظیر: دریافتنی‌ها، موجودی کالا، پرداختنی‌ها و وجه نقد مصرف شده در عملیات روزانه بوده، اعمال مدیریت بر دارایی‌های جاری در مقایسه با اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات توجه بیشتری را می‌طلبد. همچنین، میزان سرمایه‌گذاری در هر یک از انواع دارایی‌های جاری به طور روزانه تغییر می کند و مدیران باید به طور مستمر و پویا سطح این سرمایه‌گذاری‌ها را بررسی کنند و از مطلوب بودن آن مطمئن شوند. بنابراین، با توجه به اینکه مبلغ سرمایه‌گذاری در دارایی‌های جاری ممکن است سریعا تغییر کند، الزامات تامین مالی مربوط به آن نیز متغیر است. از این رو، سوء مدیریت در اداره دارایی‌های جاری، احتمال دارد هزینه‌های چشمگیری دربرداشته باشد. از این رو، مدیریت صحیح منابع کوتاه‌مدت تاثیر بسزایی در

12.Pey no & rymond

تداوم فعالیت‌های اقتصادی بنگاه‌های تجاری دارد، زیرا فعالیت‌های عملیاتی در دوره‌های عادی به سرمایه-درگردش کافی و مدیریت مطلوب آن بستگی دارد، به گونه‌ای که نتایج مورد انتظار تحقق یابد و امکان تداوم فعالیت در درازمدت نیز فراهم شود. بنابراین، در صورت نبود سرمایه‌درگردش کافی، شرکت به سختی قادر به ادامه فعالیت خود بوده، این امر یکی از علل اصلی ورشکستگی واحدهای تجاری کوچک در بسیاری از کشورهای در حال توسعه و پیشرفته قلمداد می‌شود.

با اینکه بیشترین تمرکز در حوزه مالی یک سازمان را تصمیم‌گیری‌های بلندمدت مالی، همچون: بودجه‌بندی سرمایه‌ای، ساختار سرمایه و مسائل مربوط به سیاست تقسیم سود به خود اختصاص می‌دهد، اما تاکید بر مدیریت سرمایه‌درگردش در دو دهه اخیر توجه زیادی از دانشگاهیان و مدیران مالی شرکت‌ها را به خود جلب نموده است(واعظ و همکاران،۱۳۹۳).

۲-۲-۱-۱-سیاست های سرمایه در گردش

یکی از معیارهای مهم در تعیین سیاست سرمایه در گردش،مدیریت نقدینگی می باشد.مدیریت نقدینگی به توانایی شرکت در ایجاد وجه نقد مورد نیاز اشاره دارد.نسبت های جاری، آنی و نسبت های نقدینگی،شاخص های مفید و سنتی نقدینگی هستند اما نمی توانند اطلاعاتی کاملی درباره کارایی مدیریت سرمایه در گردش ارائه دهنده، چون مبتنی بر ترازنامه‌اند و برای محاسبه این شاخص ها فقط وجه نقد و دارائی های عملیاتی در نظر گرفته می شود.در صورتیکه در نظر گرفتن دارائی های عملیاتی نظیر حساب های دریافتی و موجودی کالا با وجه نقد،از نظر مبانی اساسی مدیریت وجه نقد،غیرمنطقی است.با توجه به محدودیت های نسبت های سنتی نقدینگی،در تحقیقات به عمل آمده پیشنهاد شده است که از مقیاس نقدینگی مستمر برای مدیریت سرمایه در گردش استفاده شود.مقیاس نقدینگی مستمر به جریان های نقدی ورودی و خروجی ایجاد شده در شرکت اشاره دارد که ناشی از تحصیل مواد خام،تولید،فروش،پرداخت ها و فرآیند گردآوری مطالبات است.

همانگونه که مقیاس نقدینگی مستمر تابعی از چرخه تبدیل وجه نقد می باشد،صحیح تر است که به جای نسبت های سنتی،از مقیاس چرخه تبدیل وجه نقد برای ارزیابی اثر بخشی مدیریت سرمایه در گردش استفاده می شود(حسن پور،۱۳۸۸).

واژه سرمایه‌درگردش به سرمایه‌گذاری بنگاه در دارایی‌های جاری، بدهی‌های جاری، وجوه نقد، اوراق بهادارکوتاه مدت، حساب‌های دریافتنی و موجودی‌کالا مربوط می‌شود(اسکیلینگ،۱۹۹۶) که در این میان، تصمیم‌گیری درباره میزان سرمایه‌گذاری در حساب‌های دریافتنی و موجودی‌کالا و همچنین، میزان تامین اعتبار، مولفه‌های اصلی مدیریت سرمایه‌درگردش را تشکیل می‌دهد.

۲-۲-۱-۲-سرمایه‌درگردش خالص

سرمایه‌درگردش خالص مابه‌التفاوت دارائی‌های‌جاری و بدهی‌های‌جاری می‌باشد برای به دست آوردن خالص سرمایه‌درگردش باید مجموع اقلام دارائی‌های جاری از قبیل صندوق، اوراق بهادار قابل فروش، حساب‌های دریافتنی و موجودی‌کالا را از مجموع اقلام بدهی‌های جاری از قبیل مالیات پرداختنی، حساب‌های پرداختنی و هزینه‌های پرداختنی کسر کرد.

۲-۲-۱-۲-۱- سرمایه‌درگردش خالص مثبت

هنگامی که میزان دارائی‌های‌جاری از میزان بدهی‌های‌جاری بیشتر باشد مقدار سرمایه‌درگردش خالص مثبت می‌شود.

۲-۲-۱-۲-۲- سرمایه‌درگردش خالص منفی

هنگامی که میزان بدهی‌های جاری از میزان دارائی‌های جاری بیشتر باشد مقدار سرمایه‌درگردش خالص منفی می‌شود (قهدریجانی، ۱۳۸۵).

۲- ۲-۱-۳-استراتژی‌های مدیریت سرمایه‌درگردش

در مورد مدیریت سرمایه‌درگردش، استراتژی‌های گوناگونی وجود دارد که از تلفیق استراتژی دارائی‌های‌جاری وبدهی‌های‌جاری حاصل می‌شود. در مدیریت سرمایه‌درگردش با توجه به شرایط مختلف باید استراتژی‌های مناسب را برای شرکت انتخاب نمود. از این طریق می‌توان به نحو موثر دارائی‌ها و بدهی–های‌جاری یک واحد تجاری را اداره نمود و نیازهای تامین مالی واحد تجاری را به درستی تامین کرد. بنابراین، می‌توان بدین وسیله بازده سهام شرکت را بالا برد و ثروت سهامداران را حداکثر کرد. باتلفیق دارائی‌ها وبدهی‌های‌جاری استراتژی کلی مدیریت سرمایه‌درگردش به سه دسته تقسیم می‌شود:الف- استراتژی محافظه کارانه ب- استراتژی جسورانه ج- استراتژی میانه رو.

الف- استراتژی محافظه‌کارانه

در استراتژی محافظه‌کارانه در مدیریت سرمایه‌درگردش، نسبت سرمایه‌درگردش خالص بالا خواهد بود و قدرت نقدینگی بیش از حد بالا است. 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 هم زمان بدهی‌جاری آن پایین‌تر است.

ب- استراتژی جسورانه

استراتژی جسورانه سعی می‌کند که با داشتن کم‌ترین میزان دارائی‌های‌جاری، بیشترین استفاده را از بدهی‌های-جاری ببرد. مدیر مالی شرکتی که سیاست جسورانه در پیش می‌گیرد می‌کوشد تا مقدار این نسبت‌ها را کاهش دهد، درصدد برمی‌آید تا نسبت جاری و آنی را به مقادیری برساند که از متوسط صنعت کم‌تر و چه بسا سرمایه‌درگردش خالص شرکت را منفی کند و میزان بدهی‌های‌جاری را افزایش دهد.

ج- استراتژی میانه‌رو

استراتژی میانه‌رو حد متعادل استفاده از دارائی‌های‌جاری و بدهی‌های‌جاری است و ریسک معقول را می‌پذیرد. مدیر مالی شرکتی که سیاست میانه‌رو در پیش می‌گیرد، ۱- اگر دارائی‌های‌جاری را سیاست محافظه‌کارانه و بدهی‌های‌جاری را سیاست جسورانه در پیش بگیرد، ریسک و بازده متعادل می‌شود. یعنی دارائی‌های‌جاری و بدهی‌های‌جاری را به یک نسبت متعارف در حداکثر ممکن نگهداری کند. ۲- اگر در مورد دارائی‌های‌جاری سیاست جسورانه در پیش بگیرد و هم‌زمان بدهی‌های‌جاری سیاست محافظه‌کارانه باشند ریسک و بازده متعادل می‌شود. یعنی دارائی‌های‌جاری را در حداقل ممکن نگهداری کند و بدهی‌های‌جاری را نیز در حداقل ممکن نگهداری کند (حسن پور، ۱۳۸۸).

۲-۲-۱-٤-شاخص های مدیریت سرمایه‌درگردش (معیارهای اندازه‌گیری مدیریت سرمایه‌درگردش)

۲-۲-۱-٤-۱-چرخه تبدیل وجه نقد

برای اندازه‌گیری مدیریت سرمایه‌درگردش معمولا از معیار چرخه تبدیل وجه نقد استفاده می‌شود. معمولا، چرخه تبدیل وجه نقد به عنوان معیار جامعی از مدیریت سرمایه‌درگردش، در اکثر تحقیقات انجام شده قبلی استفاده شده است. چرخه تبدیل وجه نقد به مدت زمان لازم بین خرید مواد اولیه و جمع‌آوری وجوه حاصل از فروش کالای تکمیل شده، اشاره می‌کند. هر اندازه این مدت طولانی‌تر باشد، سرمایه‌گذاری بیشتری در سرمایه-درگردش مورد نیاز می‌باشد. چرخه تبدیل وجه نقد طولانی‌تر ممکن است سودآوری شرکت را از طریق افزایش فروش افزایش دهد. با وجود این اگر هزینه سرمایه‌گذاری در سرمایه‌درگردش بیشتر از منافع حاصل از سرمایه‌گذاری در موجودی یا اعطای بیشتر اعتبار تجاری باشد، سودآوری شرکت ممکن است کاهش یابد (انکوئیست و همکاران، ۲۰۱۱). هر اندازه دوره تبدیل وجه نقد کمتر باشد نشان دهنده این است که شرکت وضعیت نقدینگی بهتری دارد. هنگام استفاده از این معیار به نکات زیر توجه شود:

۱- برای محاسبه چرخه تبدیل وجه نقد تاخیر در پرداخت حساب‌های پرداختنی از دوره عملیات کسر می‌شود. لذا هرچه دوره تاخیر در حساب‌های پرداختنی بیشتر باشد، چرخه تبدیل وجه نقد کوتاه‌تر می‌شود و ظاهرا کوتاه‌تر بودن چرخه تبدیل وجه نقد نشان دهنده وضعیت مناسب‌تر نقدینگی است در حالی که تاخیر در پرداخت حساب‌های پرداختنی می‌تواند دلیل نامناسب بودن وضعیت نقدینگی باشد. هر چه این تاخیر بیشتر باشد وضعیت نامطلوب‌تر است ولی هنگامی که این رقم در محاسبه چرخه تبدیل وجه نقد استفاده شود، نتیجه-ای متفاوت حاصل می‌شود. یعنی تاخیرهای طولانی‌تر موجب کمتر شدن چرخه تبدیل وجه نقد و نشان دهنده نقدینگی مناسب است. بنابراین تناقص احتمالی مذکور می‌بایست به گونه‌ای مرتفع شود.

۲-در معیار چرخه تبدیل وجه نقد به مانده وجه نقد شرکت توجهی نمی‌شود. لذا علاوه بر وجه نقد مورد نیاز شرکت مازاد برحد مطلوب وجه نقد شرکت می‌بایست مورد توجه قرار گیرد.

۳-در معیار چرخه تبدیل وجه نقد صرفا طول دوره وصول مطالبات و دوره پرداخت، مد نظر قرار می‌گیرد و به مقدار آن توجهی نمی‌شود. اگر دو شرکت را در نظر بگیریم که دوره تبدیل وجه نقدآن‌ها دو ماه است ولی حساب‌های پرداختنی شرکت اول ۹۰٪ مجموع مطالبات و موجودی کالا باشد و برای شرکت دوم این نسبت ۵۰٪ باشد، بدیهی است که شرکت اول حجم تعهدات بیشتری نسبت به حجم دارایی‌های جاری قابل تبدیل به نقد دارد در مقایسه با شرکت دوم که این نسبت کمتر است، وضعیت نقدینگی نامناسبی دارد که در شاخص چرخه تبدیل وجه نقد به آن اشاره‌ای نمی‌شود (شمس الدینی، ۱۳۹۱).

۲-۲-۱-٤-۲-دوره بازپرداخت بدهی‌ها

یکی از اجزای مدیریت سرمایه‌درگردش دوره بازپرداخت حساب‌های پرداختنی می‌باشد. تاخیر در پرداخت به فروشندگان مواد و کالا این اجازه را به شرکت می‌دهد که کیفیت محصول خریداری شده خود را انتخاب کنند. همچنین این امر یک منبع تامین مالی ارزان و قابل انعطاف شرکت محسوب می‌شود. از طرف دیگر، تاخیر در پرداخت صورت حساب در صورتی که پرداخت زودتر صورت حساب‌ها شامل تخفیف باشد ممکن است برای شرکت هزینه‌آور باشد (انکوئیست و همکاران، ۲۰۱۱). به طور کلی، دوره واریز بستانکاران مدت زمانی را که طول می‌کشد تا حساب‌های پرداختنی تسویه شوند را بیان می‌کند. معمولا دوره واریز بستانکاران را برای دو منظور مورد استفاده قرار می‌دهند: یکی برنامه‌ریزی پرداخت‌ها و تهیه بودجه نقدی و دیگری مقایسه آن با مهلت‌هایی که فروشندگان مواد اولیه و کالا برای دریافت مطالبات خود تعیین می‌کنند. نتایج تحقیقات انجام شده در زمینه مدیریت سرمایه‌درگردش نشان دهنده این است که بین دوره واریز بستانکاران و سودآوری شرکت‌ها رابطه معکوس و معناداری وجود دارد (رحمان و نصر،۲۰۰۷ و محمدی، ۱۳۸۸). از طرف دیگر این

نتیجه می‌تواند بیان‌گر این نکته باشد که شرکت‌هایی که سودآور می‌باشند، دوره واریز بستانکاران کوتاه‌تری دارند.

۲-۲-۱-٤-۳-دوره وصول مطالبات

یکی از اجزاء مدیریت سرمایه‌درگردش دوره وصول مطالبات می‌باشد. به طور کلی هدف اصلی مدیران شرکت ها، افزایش ارزش شرکت شان می باشد. در این رابطه مدیریت حساب‌های دریافتنی در تحقق این امر موثر باشد. بسیاری از مدل‌های مدیریت دارائی‌های‌جاری که در ادبیات مدیریت مالی گنجانده شده است فرض می کنند که افزایش سود دفتری هدف اصلی تامین مالی می‌باشد، که این مدل، افزایش سود دفتری، بایستی با سایر اهداف مرتبط شود (مثل افزایش ارزش شرکت) راهکارهای افزایش ارزش شرکت همواره با ریسک و عدم اطمینان همراه است. یک افزایش در حساب‌های دریافتنی در یک شرکت هم باعث افزایش سرمایه‌درگردش و هم باعث افزایش هزینه نگهداری و مدیریت حساب‌های دریافتنی می‌شود. که این هزینه‌ها ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. اما یک سیاست درست در مدیریت پرتفوی حساب‌های دریافتنی می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد (میچاسیکی، ۲۰۰۷).

به طور کلی دوره وصول مطالبات، معیاری برای سنجش مدت زمان لازم برای وصول نقدی مطالبات حاصل از فروش مشتریان محسوب می‌شود. دوره وصول مطالبات کارآیی واحد انتفاعی را در وصول وجه نقد مرتبط با فروش‌های نسیه نشان می‌دهد. علاوه بر این، نسبت مورد بحث می‌تواند سیاست‌های اعتباری واحد انتفاعی را نیز منعکس کند. چنانچه مدت زمان بیشتری به مشتریان فرصت داده شود تا بدهی خود را بپردازند، دوره وصول مطالبات نیز بیشتر خواهد بود. طولانی بودن نسبی دوره وصول مطالبات الزاما پدیده منفی محسوب نمی‌شود؛ زیرا سخت‌گیری بیش از حد در مورد وصول سریع مطالبات می‌تواند به کاهش فروش منجر گردد. نتایج تحقیقات انجام شده در زمینه مدیریت سرمایه‌درگردش نشان دهنده این است که بین دوره وصول مطالبات و سودآوری شرکت‌ها رابطه معکوس و معناداری وجود دارد (دیلوف، ۲۰۰۳ ؛ رحمان ونصر، ۲۰۰۷ و محمدی، ۱۳۸۸). در واقع مدیران شرکت‌ها می‌توانند با کاهش دوره وصول مطالبات در حد مطلوب سودآوری شرکت را افزایش دهند.

۲-۲-۱-٤-٤-دوره گردش موجودی‌ها

در حال حاضر اقتصاد جدید به طور قابل ملاحظه ای صنعتی شده است. مشکلات تامین مالی و ملاحظات سرمایه‌درگردش باعث شده است که شرکت‌ها از طریق اعمال کنترل‌های مناسب دیدگاه جدیدی نسبت به

موجودی‌های خود داشته باشند. گزارش‌ها و تحلیل‌های آماری به روشنی بیانگر این است که داشتن سطحی بهینه از موجودی‌ها و اعمال کنترل مناسب بر موجودی‌ها از طریق، کاهش هزینه سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها و همچنین کاهش هزینه نگهداری موجودی‌ها امکان پذیر می‌باشد. از این رو عرضه و تحویل به موقع کالاها به مشتریان و همچنین کاهش هزینه نگهداری و سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها یکی از چالش‌های مهم مدیران می-باشد. که این امر از طریق اقدامات مناسب می‌تواند مرتفع شود (کوماردوتا، ۲۰۰۷). به طور کلی، دوره گردش موجودی‌ها بیانگر مدت زمانی است که طول می‌کشد تا کالا فروخته شود. معمولا کالا را مترادف موجودی جنسی به کار می‌بریم و به این تعبیر شامل مواداولیه، کالای‌درجریان‌ساخت و کالای ساخته شده می‌شود و ملزومات تولید را هم دربر می‌گیرد. از طرف دیگر، نگهداری موجودی کالا معمولا به منظور جبران نوسانات تحویل کالا و جلوگیری از اتمام بی‌موقع آن انجام می‌گردد. دفعات گردش پایین کالا، به معنای سرمایه‌گذاری نسبتا زیاد در موجودی کالا است (در مقایسه با مبلغ فروش). نگهداری کالا بیش از سطح لازم، باعث حبس منابع مالی در موارد غیر مولد خواهد شد. از طرف دیگر، چنانچه دفعات گردش کالا خیلی زیاد باشد، به معنای آن است که موجودی کالا در سطحی نسبتا کم و غیر کافی نگهداشته می‌شود و می‌تواند به طور مکرر موجب اتمام موجودی و از دست دادن مشتریان شود. هدف واحد انتفاعی قاعدتا باید این باشد که سطح موجودی کالا را در حدی مطلوب نگه‌دارد که نه باعث به کارگیری منابع مالی در موارد غیر مولد و نه باعث از دست دادن مشتریان شود. همچنین نتایج تحقیقات انجام شده در زمینه مدیریت سرمایه‌درگردش نشان دهنده این است که بین دوره گردش موجودی‌ها و سودآوری شرکت‌ها رابطه معکوس و معناداری وجود دارد (دیلوف، ۲۰۰۳ ؛ رحمان ونصر، ۲۰۰۷ و محمدی، ۱۳۸۸). در واقع مدیران شرکت‌ها می‌توانند با کاهش دوره گردش موجودی‌ها در حد مطلوب سودآوری شرکت را افزایش دهند.

۲-۲-۱-۵-ابعاد مدیریت سرمایه در گردش

مدیریت سرمایه‌درگردش از دو بعد متفاوت قابل بررسی است: بعدی که میزان نقدینگی را در مقطعی از زمان اندازه‌گیری می‌کند، با عنوان "جنبه ثابت یا ایستای مدیریت سرمایه‌درگردش" نام‌گذاری شده که عموما با استفاده از نسبت‌های سنتی نقدینگی مانند نسبت‌های جاری و آنی محاسبه می‌شود، و بعد دیگری که از آن با عنوان "جنبه‌های پویای مدیریت سرمایه‌درگردش" یاد شده، که میزان نقدینگی را در طول زمان اندازه‌گیری می نماید. چرخه تبدیل وجه نقد معیاری پویا برای اندازه‌گیری فاصله زمانی بین وجه نقد پرداختی بابت خرید مواداولیه و وصول وجه نقد ناشی از مطالبات است که اولین بار توسط هاگر(۱۹۷۶) برای اندازه‌گیری نقدینگی پویا معرفی و بعدها به منظور ارزیابی میزان کارایی مدیریت سرمایه‌درگردش توسط ریچارد و لافلین(۱۹۸۰)

توصیه شد(کاماس، ۱۹۸۹). از طرفی، تصمیم‌گیری درباره میزان سرمایه‌گذاری در حساب‌های دریافتنی، موجودی‌ها و میزان اعتبار دریافتی از تامین‌کنندگان در چرخه تبدیل وجه نقد شرکت انعکاس می‌یابد(تروول و همکاران،۲۰۰۷). براین اساس، هرچه طول چرخه تبدیل وجه نقد کوتاهتر باشد، این به معنی آن است که سرمایه شرکت به مدت کمی در فرآیند کسب و کار درگیر بوده و شرکت سریع‌تر می‌تواند وجه نقد مورد نیاز خود را از محل فروش تامین نماید، که نتیجه آن کاهش هزینه فرصت از دست رفته، بهبود کارایی در مدیریت سرمایه‌درگردش و همچنین گردش وجه نقد و متعاقب آن، بهبود فرایند مالی و عملیاتی شرکت خواهد بود(بانومیانگ ، ۲۰۰۵). کوتاه بودن چرخه تبدیل وجه نقد به طور غیرمستقیم ارزش شرکت را افزایش می‌دهد، زیرا حاکی از آن است که شرکت در وصول مطالبات و همچنین، در به تاخیر انداختن پرداختنی‌ها موفق عمل کرده است و خالص ارزش جریان‌های نقدی خود را افزایش داده و در نتیجه ارزش شرکت بیشتر شده است. در حالتی هم که مدت زمان چرخه تبدیل وجه نقد طولانی باشد، شرکت با مشکل نقدینگی مواجه است، زیرا قادر به پوشش وجه نقد مورد نیاز خود از محل فروش نیست (جنتری و همکاران، ۱۹۹۰).

۲-۲-۱-٦-کارایی مدیریت سرمایه در گردش

در راستای کارایی مدیریت سرمایه‌درگردش، این اعتقاد وجود دارد که مدیریت سازمان به اتفاق هیات مدیره، وظیفه ابلاغ و اجرای سیاستهای مربوط به چگونگی مدیریت سرمایه‌درگردش، یکی از اساسی‌ترین و در عین-حال، حساس‌ترین استراتژی‌های کلی سازمان برای ایجاد ارزش در ثروت سهامداران است. سیاستی که مدیریت شرکت برای مدیریت سرمایه‌درگردش اتخاذ می‌نماید، مجموعه‌ای از سیاست‌های مدیریت دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری است، برای مثال اگر شرکت در خصوص دارایی‌های جاری از سیاست محافظه‌کارانه و در خصوص بدهی‌های جاری از سیاست جسورانه استفاده کند، سیاستی معتدل خواهد بود و بین ریسک و بازده نوعی تعادل و توازن برقرار می‌شود. به عبارت دیگر، هیات مدیره و مدیریت در قبال سیاست‌های دستوری مربوط به مدیریت وجه نقد، حساب‌های دریافتنی، خرید و نگهداری موجودی‌کالا، حساب‌های پرداختنی و سایر سیاست‌های سازمان مسئول هستند، چرا که سیاست‌های نادرست مربوط به حساب‌های دریافتنی، حساب-های پرداختنی و موجودی‌کالا اثر منفی بر چرخه تبدیل وجه نقد دارد، برای مثال نگهداری میزان بالایی از وجه نقد که ممکن است انعکاسی از ریسک‌گریزی مدیریت باشد، می‌تواند به بروز مشکلات نمایندگی بینجامد، زیرا ممکن است این میزان از وجه نقد راکد با هدف حداکثرسازی ثروت سهامداران مغایر باشد. بنابراین، اندازه هیات مدیره و دوگانگی مسئولیت مدیرعامل در سمت رئیس هیات‌مدیره نقش با اهمیتی در سازمان ایفا کرده و می‌تواند میزان وجه‌نقد، حساب‌های دریافتنی و پرداختنی و در نتیجه سرعت چرخه تبدیل وجه‌نقد را هدایت

کنند.در همین راستا، یرماک [٤] (١٩٩٦) و لیپتون و لورسچ [٥] (١٩٩٢) معتقدند که یک هیات مدیره با اندازه کوچک در مقایسه با هیات مدیره‌ای با اندازه بزرگ، در فرایند تصمیم‌گیری موثرتر عمل می‌کند. براین اساس، انتظار می‌رود که تعداد زیاد اعضای هیات مدیره نقش نظارتی آنها را کاهش داده و این اهمال و سستی از سوی مدیران رده‌بالای شرکت از طریق افزایش چرخه عملیاتی شرکت (دوره وصول مطالبات و دوره تبدیل موجودی) باعث طولانی شدن طول چرخه تبدیل وجه نقد و در نتیجه ناکارایی آن خواهد شد.در مورد استقلال هیات مدیره نیز این ادعا وجود داردکه افزایش استقلال هیات مدیره از طریق حضور درصد بالایی از مدیران غیرموظف می‌تواند نقش نظارتی هیات‌مدیره را بهبود بخشیده، از این طریق با افزایش بهره‌وری فرایند کسب و کار شرکت، عملکرد و کارایی بالای سرمایه‌درگردش را دنبال داشته باشد.

بنابراین، برنامه‌های حاکمیت شرکتی از طریق سیاست‌های دستوری دقیق، نقش با اهمیتی در کنترل و مدیریت سرمایه‌درگردش داشته، این موضوع نیازمند توجه و نظارت دقیقی از سوی عوامل نظارتی درون سازمانی است. البته، شایان ذکر است که وقتی مدیران بخش قابل توجهی از سرمایه یا ثروت خود را در سهام یک شرکت سرمایه‌گذاری کنند، به طور معمول تصمیماتی در راستای بقای شرکت اتخاذ می نمایند. این تصمیمات می تواند مدیریت‌محافظه کارانه سرمایه‌درگردش را از طریق کاهش ریسک موجود ئدر عملیات کسب و کار در پی داشته باشد که برای مثال می توان به مواردی، از قبیل: دادن شرایط اعتباری با پرداخت کم ویا نگه داشت سطح بالایی از موجودی فراتر از نیاز چرخه تولید اشاره کرد. این امر اهمیت نظارت سهامداران بزرگ را در مدیریت سرمایه‌درگردش نشان می دهد، تا جاییکه حتی در شرکت‌هایی که منافع سهامداران به شدت محافظت می‌شود، باز هم سهامداران – به خصوص در شرکت‌هایی با نظارت کم سهامداران نهادی- نگران این موضوع هستند که مدیریت شرکت، منابع نقدی را هدر ندهند. بنابراین، انتظار می رود که سطح بالایی از تمرکز مالکیت در یک شرکت به علت افزایش درصد سهام نگهداری شده توسط سهامداران بزرگ، با بالا بردن سطح نظارت آنها به افزایش کارایی مدیریت سرمایه‌درگردش بینجامد(واعظ و همکاران،١٣٩٣).

٢-٢-٢-حساسیت سرمایه گذاری جریان وجوه نقد

طبق نظریه میلر و مودیگلیانی (١٩٥٨) در بازارهای کامل، تصمیمات سرمایه‌گذاری و تامین‌مالی شرکت‌ها، مستقل از یکدیگر هستند. به عبارت دیگر، شرکت‌ها می‌توانند همیشه تامین‌مالی خارجی را با هزینه‌ای معادل هزینه سرمایه‌ی خودشان، انجام دهند. لیکن فرض عدم نقص بازار، غیر واقع‌بینانه است. در صورت وجود نقص‌های بازار سرمایه، منابع وجوه داخلی و خارجی نمی‌توانند کاملا جایگزین یکدیگر باشند(ارسلان و همکاران، ٢٠٠٦).شرکت‌ها زمانی در محدوده تامین‌مالی بوده که بین هزینه‌های داخلی و هزینه‌های خارجی

وجوه تخصیص داده شده، با یک شکاف رو به رو باشند. از دلایل عمده وجود اختلاف بین هزینه تامین‌مالی داخلی و خارجی، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی را می‌توان نام برد. در حالت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران، اطلاعات چندانی در مورد وضعیت پروژه‌های سرمایه‌ای شرکت‌ها ندارند و بنابر این، برای سرمایه‌گذاری در چنین شرکت‌هایی، نرخ بازده بالاتری را طلب می‌کنند. مشکلات نمایندگی باعث بروز بی‌اعتمادی بین مدیران شرکت و سرمایه‌گذاران می‌شود. در این حالت سرمایه‌گذاران نرخ بازده بالاتری را برای تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت مطالبه می‌کنند. بر این اساس، می‌توان ادعا نمود که شرکت‌هایی که نارسایی‌های مربوط به بازار سرمایه در مورد آن‌ها از شدت بیشتری برخوردار است، برای تامین مالی پروژه‌های خود، بیشتر بر منابع داخلی تکیه می‌کنند. فازاری و همکاران (۱۹۸۸) بر مبنای چنین اندیشه‌ای، شاخصی به نام حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی را معرفی نمودند. این شاخص از طریق اندازه‌گیری میزان تغییرات در مخارج سرمایه‌ای شرکت به ازای یک واحد تغییر در جریان نقدی تعریف می‌شود. بر این اساس، هر اندازه حساسیت مخارج سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی شرکتی بالاتر باشد، میزان اتکای آن شرکت بر منابع داخلی خود بیشتر است و بنابر این، از محدودیت مالی بیشتری برخوردار خواهد بود(عرب‌صالحی و اشرفی، ۱۳۹۰).

۲-۲-۲-۱-عدم تقارن حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد

بر اساس نظر باو و همکاران (۲۰۱۲)، عدم تقارن حساسیت سرمایه گذاری جریان وجه نقد نسبت به جریان نقدی به سه دلیل می باشد که عبارتند از عقد قرارداد در پروژه ها، پنهان کردن اخبار بد و هزینه های نمایندگی. به هر حال ریدیک و وایتد به طور اختصار نشان دادند که شرکت های بزرگ و متوسط یک رابطه ی غیر خطی منفی در حساسیت جریان نقدی وجه نقد دارند. نگهداشت وجه نقد شرکت ها را قادر می سازد تا سرمایه گذاری ها و سایر تعهداتشان را جهت جلوگیری از هزینه های بالای تامین مالی مجدد استفاده نمایند. ریدیک و وایتد محاسبه کردند شرکت هایی که دارای افزایش جریان نقدی هستند تمایل به سرمایه گذاری وجه نقد نگهداری شده ی خود دارند به این دلیل که شوک جریان نقدی مثبت بیانگر بهره وری بالاتر دارایی های فیزیکی است، بنابراین شرکت وجه نقد نگهداری شده ی خود را صرف پروژه های با بهره وری بالا می کند. این نتیجه از تحقیقات ریدیک و وایتد[۱۳] (۲۰۰۹) گرفته می شود که هنگامی که جریان نقدی شرکت مثبت می باشد تغییرات در نگهداشت وجه نقد منفی است. در مقابل هنگامی که یک شرکت با جریان نقدی منفی مواجه می باشد بیانگر بهره وری پائین دارایی های فیزیکی موجود یا نشان دهنده ی این است که شرکت دارای پروژه

13 . Riddick and Whited

های با ارزش خالص فعلی منفی است. بنابراین بر اساس تحقیق ریدیک و وایتد ،یک شرکت وجوه نگهداری شده ی انباشته ی خود را صرف پروژه های با سود آوری کمتر خواهد کرد.

بر اساس نظر باو و همکاران(۲۰۱۲) شرکت ها هنگامی که با جریانات نقدی منفی مواجه اند به ۳ دلیل ممکن، نمی توانند بلافاصله تمامی پروژه های با ارزش خالص فعلی[۱۴] منفی نمایند:

نخست، برخی از پروژه های زیان ده دارای قراردادهای محکمی هستند که شرکت ها نمی توانند بلافاصله آنها را حذف نمایند. این فرضیه خصوصا زمانی که پروژه ها حاصل از عقد قرارداد هستند بیشتر نمود می یابند. هنگامی که یک شرکت قراردادی را منعقد نموده است حتی در صورت دارا بودن پروژه ای با جریان نقدی منفی نمی تواند از انجام قرارداد سر باز زند.

ثانیا، بر اساس نظر کوتاری و همکاران(۲۰۰۹) ، مدیران دارای انگیزه هایی برای خودداری کردن از انتشار اخبار بد دارند. اگر یک شرکت پروژه های زیان ده را حذف نماید ممکن است بازار، اینگونه برداشت نماید که مشکلی در شرکت رخ داده است. بنابراین برخی از مدیران ممکن است با حفظ پروژه های زیان ده سعی در حداقل سازی انتشار اخبار بد به بازار را داشته باشند. با پنهان کردن اخبار بد(نظیر حذف نکردن پروژه های زیان ده) مدیران امیدوارند تا با دریافت زمان بیشتر اخبار خوبی از راه برسد تا تاثیر اخبار بد را حذف نمایند. به همین خاطر شرکتی که با جریان نقدی منفی روبروست احتمالا تمامی پروژه های زیان ده خود را بلافاصله حذف نمی کند (باو و همکاران، ۲۰۱۲).

ثالثا، هزینه های نمایندگی مطرح شده توسط جنسن و مک لینگ[۱۵](۱۹۷۶) و جنسن(۱۹۸۶) بیان می کند که مدیران دارای انگیزه هایی برای سرمایه گذاری بیشتر از واقع می باشند و به همین منظور آنها برخی از پروژه ها با NPV منفی را جهت افزایش منافع شخصی شان حفظ می کنند. اگر مدیران به دنبال منافع شخصی به وسیله ی سرمایه گذاری بیش از اندازه در پروژه های زیان ده باشند و تمایلی به حذف آنها نداشته باشند افزایش در نگهدارشت وجه نقد ناشی از حذف پروژه های زیان ده می تواند کمتر از کاهش در وجه نقد نگهداری شده به دلیل دنبال کردن پروژه های سود ده حتی در برخورد با وجوه نگهداری شده ی منفی باشد.

بنابراین به دلیل عقد قرارداد، پنهان کردن اخبار بد و هزینه های نمایندگی، شرکتی که با جریانات نقدی منفی مواجه می باشد، ممکن نیست تمامی پروژه های زیان ده خود را بلافاصله حذف نماید. در نتیجه حساسیت جریان نقدی منفی وجه نقد تنها هنگامی که شرکت دارای جریانات نقدی مثبت است، حفظ می شود. ولیکن بر اساس پژوهش باو و همکاران(۲۰۱۲) اگر یک شرکت دارای جریانات نقدی منفی باشد، حساسیت جریان نقدی منفی وجه نقد ممکن است حفظ شود یا از دست برود. همانطور که بحث شد به دلیل احتمال عقد

[14]. Net Present Value (NPV).

[۱۵]

قرارداد برای پروژه ها، پنهان کردن اخبار بد و هزینه ی نمایندگی، شدت و مسیر نگهداشت وجه نقد در واکنش به جریانات نقدی منفی متفاوت از جریانات نقدی مثبت است. شرکتهایی که جریانات نقدی مثبت(منفی) را تجربه می کنند متعاقبا فرصت های سرمایه گذاری بیشتری(کمتری) را دارند. هنگامی که یک شرکت دارای جریانات نقدی مثبت است، تمایل به استفاده از فرصت های سرمایه گذاری دارد که درنهایت منجر به حساسیت جریان نقدی منفی وجه نقد می شود. از طرفی هنگامی که شرکت با جریانات نقدی منفی مواجه می شود نمی تواند همان میزان وجه نقد نگهداری شده را به وسیله ی حذف تمام پروژه های زیان ده یا حتی هدایت وجوه نگهداری شده جهت حمایت از پروژه های زیان ده به دلیل عقد پروژه های تحت قرارداد، پنهان کردن اخبار بد و مسائل نمایندگی حفظ نمایند. به همین دلیل حساسیت جریان نقدی وجه نقدی در محیط های با جریان نقدی مثبت و منفی نامتقارن است.

۲-۲-۳-محدودیت‌های تامین‌مالی

یکی از اهداف مهم تامین مالی انجام سرمایه گذاری در شرکت ها برای سود آوری بیشتر می باشد.مدیران شرکت ها به منظور حداکثر کردن ارزش شرکت به دنبال اجرای سرمایه گذاری های سود آور می باشند. انجام پروژه های سود آور مستلزم تامین مالی برای اجرای پروژه ها است. طرق مختلف تامین مالی شامل، تامین مالی داخلی و خارجی و یا ترکیبی از این دو نوع است. باید توجه داشت که تامین مالی توسط شرکت ها نامحدود نیست و شرکت ها از این بابت دارای محدودیت های تامین منابع مالی هستند(کریمی و صادقی، ۱۳۸۸).شرکتی که در دسترسی به منابع خارجی بازار سرمایه با مشکلات بیشتری مواجه باشد، بخش بیشتری از منابع مالی مورد نیاز خود را از منابع داخل شرکت تامین می‌کند. چنین شرکتی اصطلاحا شرکت دچار محدودیت مالی نامیده می‌شود. شرکت ها زمانی در محدوده تامین مالی بوده که بین هزینه های داخلی و هزینه های خارجی وجوه تخصیص داده شده، با یک شکاف رو به رو باشند(ارسلان و همکاران، ۲۰۰٦).از دلایل عمده اختلاف بین هزینه تامین مالی داخلی و خارجی، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی را می‌توان نام برد(ازکان و ازکان، ۲۰۰٤)، که در ادامه به اختصار بیان می‌شوند.

۲-۲-۳-۱-معیارهای محدودیت تامین مالی

در ادبیات نظری و تجربی از معیارهای متعددی به عنوان شاخص وجود محدودیت‌های مالی استفاده شده است. این پژوهش از معیارهای اندازه شرکت، اهرم مالی، عمر شرکت و نسبت سود تقسیمی به عنوان معیار وجود محدودیت مالی بهره گرفته است(عرب‌صالحی و اشرفی، ۱۳۹۰).

۲-۲-۳-۱-۱-اندازه شرکت

یکی از عوامل درونی شرکت‌ها که بر ساختار مالی شرکت‌ها تاثیر می‌گذارد، اندازه شرکت است. اندازه شرکت یکی از عوامل تعیین کننده‌ی حجم و تنوع فعالیت‌هایی است که شرکت انجام می‌دهد. در واقع، هر چه اندازه شرکت بزرگ‌تر باشد، حجم و تنوع فعالیت‌هایی که انجام می‌دهد، بیشتر است. شرکت های بزرگ با مشکلات جذب سرمایه‌گذاری کم‌تری مواجه هستند، زیرا در شرکت‌های بزرگ، اعتبار دهندگان با هزینه‌های نظارتی و نمایندگی کم‌تری مواجه هستند. در نتیجه، شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ، دارای هزینه‌های بالاتر تامین مالی خارجی و دسترسی محدودتر به بازارهای سرمایه هستند. اندازه شرکت می‌تواند بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی تاثیر گذار باشد(گئورگ و همکاران، ۲۰۰۸).

۲-۲-۳-۱-۲-اهرم مالی

اهرم به معنای وجود هزینه‌های ثابت در میان هزینه‌های شرکت می‌باشد. اهرم مالی، میزان استفاده از بدهی برای تامین مالی دارایی‌ها را نشان می‌دهد. به عبارت دیگر، اهرم مالی بیان‌گر آن است که شرکت تا چه حد به تامین-مالی از طریق بدهی (استقراض) به جای افزایش سرمایه متکی است(نوروش و همکاران، ۱۳۹۱). انتظار می‌رود شرکت‌های با اهرم مالی بالا، مشکلات بیش‌تری در تامین وجوه خارجی داشته باشند و نسبت به شرکت‌های با نسبت‌های اهرمی پایین‌تر، با محدودیت‌های مالی بیشتری مواجه باشند(گئورگ و همکاران، ۲۰۰۸).

۲-۲-۳-۱-٤-عمر شرکت

شرکت‌هایی که به حد بلوغ و رشد مناسب رسیده‌اند و شهرت خوبی را در بازار سرمایه کسب نموده‌اند، نسبت به شرکت‌هایی جدیدالتاسیس وابستگی کمتری به درآمدهایشان دارند و بنابراین احتمال این‌که سیاست تقسیم سود آزادمنشانه‌ای را اتخاذ کنند بیشتر است. از طرفی شرکت‌های با سابقه شهرت بسزایی در بازار دارند و همین امر موجب تسهیل دسترسی شرکت‌ها به تامین مالی خارجی می‌شود، زیرا ارتباط آن‌ها با اعتبار دهندگان با گذشت زمان مستحکم شده است(تهرانی، ۱۳۹۱). از طرف دیگر، شرکت‌های جوان و نوپا دارای ریسک

بالاتر و شفافیت اطلاعاتی کمتری هستند. بنابراین، می‌توان انتظار داشت که شرکت‌های تازه تاسیس در جذب منابع مالی خارجی با توفیق کم‌تری مواجه باشند(ارسلان و همکاران، ۲۰۰٦).

۲-۲-۳-۱-۵-نسبت سود تقسیمی

سود تقسیمی، سودی است که شرکت بین سهام‌دارانش تقسیم می‌کند. در حقیقت پولی است که از شرکت خارج می‌شود. شرکت‌هایی که اقدام به تقسیم سود می‌کنند، در مقایسه با شرکت‌هایی که سودی تقسیم نمی-کنند، کمتر در معرض محدودیت‌های مالی قرار دارند، زیرا زمانی که توانایی آن‌ها در دسترسی به منابع مالی خارجی کاهش یابد، می‌توانند از طریق توقف پرداخت سود سهام، بخشی از کمبود منابع مالی را جبران کنند(ارسلان و همکاران، ۲۰۰٦).

۲-۲-٤- مشکلات نمایندگی

مشکلات نمایندگی ناشی از جداسازی مالکیت و کنترل است. منافع مدیران نمی‌تواند کاملا سازگار با منافع سهام‌داران باشد و مدیران به افزایش اندازه شرکت تمایل دارند. بسیاری از پژوهش‌های آکادمیک نشان داده‌اند که مزایا و منافع مالی و غیرمالی مدیران در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک بیشتر است. بنابر-این، هدف مدیریت می‌تواند به جای حداکثرسازی ارزش شرکت، رشد اندازه شرکت باشد. در نتیجه مشکلات نمایندگی باعث بروز بی‌اعتمادی بین مدیران شرکت و سرمایه‌گذاران می‌شود. در این حالت سرمایه‌گذاران نرخ بازده بالاتری را برای تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری مطالبه می‌کنند(کاشانی‌پور و نقی‌نژاد، ۱۳۸۸).

۲-۲-۵- عدم تقارن اطلاعاتی

عدم تقارن اطلاعاتی دلالت بر این موضوع دارد که مشارکت‌کنندگان در بازار دسترسی یکسانی به اطلاعات ندارند. مثلا افراد درون سازمانی دارای اطلاعات جزئی‌تری راجع به تصمیمات استراتژیک شرکت بوده و آن را در اختیار سرمایه‌گذاران خارجی قرار نمی‌دهند. به عبارت دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی زمانی به وجود می‌آید که یک یا چند سرمایه‌گذار، اطلاعات خصوصی مربوط به ارزش شرکت را در اختیار دارند. عدم تقارن اطلاعاتی، به مساله انتخاب نادرست منجر می‌شود. زیرا سرمایه‌گذاران آگاه بر مبنای اطلاعات خصوصی مبادله می‌کنند. در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران ناآگاه یا کم اطلاع، نگران مبادله با سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات خصوصی یا اطلاعات بیشتر هستند. به طور کلی، یک سرمایه‌گذار ناآگاه نگران این است که یک سرمایه‌گذار آگاه، ممکن است به خرید (فروش) اوراق بهادار بپردازد، تنها به این دلیل که قیمت جاری با توجه به اطلاعات در اختیار معامله‌گر آگاه بسیار بالا/ بسیار پایین است. در نتیجه، سرمایه‌گذار ناآگاه قیمت را به میزانی که تمایل

به خرید/ فروش اوراق بهادار خاصی دارد، افزایش/کاهش می‌دهد تا در برابر زیان‌های مبادله با سرمایه‌گذار آگاه مصون بماند. بنابراین سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در چنین شرکت‌هایی، نرخ بازده بالاتری را طلب می-کنند(باقری، ۱۳۹۱).

۲-۳- پیشینه پژوهش

پیشینه پژوهش شامل پژوهش‌های در ارتباط با پژوهش در غالب پژوهش‌های خارجی و داخلی بیان می‌شود .

۲-۳-۱-پیشینه خارجی پژوهش

آکچاتان و کاجانانتا (۲۰۱۳) بر اساس نمونه ای از شرکت های بورسی در کلمبیا برای دوره ۲۰۱۱-۲۰۰۷به این نتیجه رسیدند که اختلاف جزئی معناداری بین سطوح کارایی مدیریت سرمایه در گردش و اجزای حاکمیت شرکتی مانند:اندازه کمیته حسابرسی،اندازه مجامع و درصد مدیران غیر اجرایی به استثنای ساختاررهبری هیات مدیره وجود دارد.

گیل و بیگر (۲۰۱۳) در ارتباط با اثر حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه‌درگردش برای ۱۸۰ شرکت صنعتی آمریکا در سال‌های ۲۰۰۹تا ۲۰۱۱ به این نتیجه رسیدند که تنها اندازه هیات مدیره رابطه معکوسی با چرخه تبدیل وجه نقد دارد، در حالی که دوگانگی مسئولیت مدیریت، چرخش مدیرعامل و همچنین کمیته حسابرسی شرکت‌های مورد بررسی رابطه معنا داری با چرخه تبدیل وجه نقد ندارد. بنابراین، نتایج آنها گویای این واقعیت است که حاکمیت شرکتی نقش بسیار اندکی را در بهبود کارایی مدیریت سرمایه‌درگردش شرکت-های مورد بررسی ایفا می کند.

فرانسیس و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان " حاکمیت شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه‌نقد" به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه‌نقد پرداختند. نتایج آن ها بیان‌گر این موضوع است که حاکمیت شرکتی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه‌نقد تاثیر دارد. به عبارتی حاکمیت شرکتی بهتر، اتکا شرکت‌ها را به وجوه‌نقد داخلی کاهش می‌دهد.

واسیوزامن و آروموگان (۲۰۱۳) در مالزی با بررسی اطلاعات ۱۹۲ شرکت برای دوره زمانی (۲۰۰۷ -۲۰۰۰)به شواهدی مبنی بر عدم رابطه‌ای معنا دار بین ویژگی‌های هیات مدیره شامل اندازه هیات مدیره و درصد مدیران غیرموظف با سرمایه‌درگردش خالص دست یافتند. علاوه بر این، نتایج آنها نشان داد که شرکت‌هایی با میزان

دارایی‌های مشهود و اهرم کمتر، رشد فروش و جریانهای نقد عملیاتی بیشتر و همچنین نابرابری اطلاعاتی کمتر، تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در بخش سرمایه‌درگردش دارند.

بوم و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان " اثر ساختار سیستم‌های مالی بر روی محدودیت‌های تامین مالی " به بررسی حساسیت گردش وجوه نقد به ساختار سیستم‌هایمالی و اثر آن بر روی محدودیت مالی شرکت‌ها پرداختند. آن‌ها با استفاده از داده های ۵۵۰۰ شرکت تولیدی از ۳۵ کشور در طی فاصله زمانی ۲۰۰۶-۱۹۸۹ دریافتند، ساختار مالی شرکت‌ها نقش اساسی در کاهش موانع شرکت‌ها در زمینه تامین مالی خارجی دارد.

کابالرو و همکاران(۲۰۱۱) در پژوهشی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت های کوچک و متوسط اسپانیایی را بررسی کردند.بر خلاف مطالعات قبلی در این تحقیق ارتباط غیر خطی بین این دو متغیر بررسی شده است.نتایج نشان می دهد که ارتباط سهمی بین سطح سرمایه در گردش و سودآوری شرکت ها وجود دارد،که نشان دهنده این است که شرکت های کوچک و متوسط از سطح بهینه سرمایه در گردش برخوردارند که سودآوری آن ها را حداکثر می کند.

نیلسون (۲۰۱۰) در پژوهشی اثر ویژگیهای شرکت را برمدیریت سرمایه در گردش بررسی کرد و با مطالعه اطلاعات یکسال ٤٠ شرکت بورس اوراق بهادار استکهلم پی برد که سودآوری و نوع صنعت ارتباط مثبت و معنادارو اندازه شرکت،جریان نقد عملیاتی و رشد شرکت ارتباط منفی و معناداری با چرخه تبدیل وجه نقد دارد. علاوه بر این نتایج دیگر پژوهش بیانگر آن است که مخارج سرمایه ای و تولید ناخالص داخلی نیز رابطه معکوسی با مدیریت سرمایه در گردش دارد.

هواکیمین (۲۰۰۹) در پژوهشی با عنوان " حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد" با انتخاب نمونه‌ای شامل ۷۱۷٦ شرکت برای دوره زمانی ۲۰۰۳-۱۹۸۵ پس از کنترل اندازه شرکت، اهرم مالی، فرصت‌های رشد و درصد تقسیم سود به عنوان محدودیت‌های مالی نشان داد که مخارج سرمایه‌ای نسبت به جریان‌های نقدی حساس هستند.

گئورگ و همکاران (۲۰۰۸) در پژوهش خود با عنوان " حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد و محدودیت‌های تامین مالی " با انتخاب نمونه‌ای شامل ۳۳۹ شرکت هندی در دوره زمانی ۲۰۰۰-۱۹۹۵ نشان

دادند که محدودیت‌های مالی شامل اندازه شرکت، گروه تجاری، ساختار مالکیت، اهرم مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی در بورس اوراق بهادار تاثیرگذار هستند.

گواریگلیا (۲۰۰۸) در پژوهشی با عنوان " محدودیت‌های داخلی و خارجی و انتخاب سرمایه گذاری" رابطه محدودیت‌های مالی داخلی و محدودیت‌های مالی خارجی و اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار داد. جامعه آماری مشتمل بر ۲٤۱۸ شرکت انگلیسی در طی سال‌های ۲۰۰۳-۱۹۹٦ بوده است. کلیه نتایج پژوهش نشان می‌دهد، هنگامی که محدودیت‌های خارجی بالا است و محدودیت‌های مالی داخلی پایین است، حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی بالاتراست.

شوبن و ون‌هول (۲۰۰۷) در پژوهشی با عنوان " بررسی تاثیر فرصت‌های رشد، بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی" به بررسی این موضوع پرداختند. جامعه آماری مشتمل بر ۲۰٤۰ شرکت بلژیکی در دوره‌ی زمانی ۱۹۹۲-۲۰۰۳ بوده است. نتایج پژوهش حاکی از این مطلب است که، افزایش فرصت‌های رشد باعث کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی می‌گردد.

ارسلان و همکاران (۲۰۰٦)، رابطه جریان نقدی و سرمایه‌گذاری را در شرکت‌های ترکیه قبل و بعد از یک دوره بحران مالی بررسی کردند. آن‌ها با استفاده از مدل جریان نقدی بهینه، شرکت‌ها را به دو گروه طبقه‌بندی نموده، حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی را در بین شرکت‌های دو گروه مقایسه کردند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که در دوره بحران مالی، شرکت‌هایی که از میزان بدهی بالایی برخوردارند، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی آن‌ها به میزان در خور توجهی افزایش می‌یابد. هم‌چنین ذخایر نقدی معیار مناسبی برای تعیین محدودیت‌های مالی یک شرکت بوده، شرکت‌های با ذخایر نقدی اندک، حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی بالاتری دارند.

آلمدیا و همکاران (۲۰۰۳) در پژوهشی با عنوان " حساسیت جریان نقدی وجه نقد" به بررسی رابطه بین جریان نقدی عملیاتی و ذخایر نقدی پرداختند. هدف اصلی آن‌ها مقایسه معیار حساسیت جریان نقدی وجه نقد با حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی بود. آن‌ها با استفاده از تحلیل‌های نظری و تجربی، اقدام به گسترش مدل نقدینگی اوپلر نموده، با استفاده از داده‌های متعلق به ۲۹۹٥٤ شرکت برای دوره زمانی ۱۹۷۱-۲۰۰۰ در

بازار بورس اوراق بهادار نیویورک، اثبات کردند که حساسیت جریان نقدی وجه نقد، معیار مناسب‌تری برای شناسایی محدودیت‌های مالی است.

۲-۳-۲- پیشینه داخلی پژوهش

بهار مقدم و همکاران (۱۳۹۱)در پژوهشی که برروی داده های ۸۰ شرکت بورسی اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸٤ تا ۱۳۸۹ انجام دادند،تاثیر ویژگیهای خاص شرکت ها را بر مدیریت سرمایه در گردش بررسی نمودند.یافته های آنها نشان داد که بین فرصت های رشد و جریان نقد عملیاتی با مدیریت سرمایه در گردش ارتباط منفی و معناداری وجود دارد،در حالی که ساختار سرمایه ارتباط مثبت و معناداری با مدیریت سرمایه در گردش دارد.علاوه بر این،نتایج حاکی از آن است که سودآوری تاثیر معناداری بر چرخه تبدیل وجه نقد ندارد.

عرب صالحی و اشرفی (۱۳۹۰) در پژوهشی رابطه بین محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی را مورد مطالعه قرار دادند. برای طبقه‌بندی شرکت‌ها در دو گروه دچار محدودیت مالی و فاقد محدودیت مالی، میزان ذخایر نقدی شرکت‌ها به عنوان متغیر طبقه‌بندی کننده اصلی مورد توجه قرار گرفت. اطلاعات مالی ۷۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۷۸ قابل دسترسی بود. یافته‌های پژوهش نشان‌دهنده نقش مثبت ذخایر نقدی در کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی شرکت-ها است.

کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان " محدودیت مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان-های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی این موضوع پرداختند. در این پژوهش، اطلاعات مالی ۹٦ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۱ بررسی شده است. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های با محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی، از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی بالاتری برخوردارند و در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری به جریان-های نقدی داخلی، تاکید می‌کنند.

تهرانی و حصار زاده (۱۳۸۸) در پژوهشی به بررسی تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت تامین مالی بر سطوح سرمایه‌گذاری در ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۷۹ پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که رابطه‌ی بین جریان‌های نقدی آزاد و سطوح بالای سرمایه‌گذاری، مستقیم و به لحاظ آماری معنی‌دار است. بین محدودیت در تامین مالی و سطوح پایین سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد.

کریمی و صادقی (۱۳۸۸) در پژوهش خود با عنوان " محدودیت‌های های داخلی و خارجی و رابطه آن با سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی این موضوع پرداخته‌اند. جامعه آماری متشکل از ۱٤۸ شرکت تولیدی در دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۷۸ می‌باشد. تجزیه و تحلیل داده‌ها حاکی از وجود رابطه معنی‌دار و مثبت بین اندازه شرکت و حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی است.

کاشانی پور و نقی نژاد (۱۳۸۸) با انتخاب نمونه‌ای شامل ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره‌ی زمانی ۱۳۸۵-۱۳۸۰، به بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت وجه نقد جریان‌های نقدی، پرداختند. آن‌ها با اشتفاده از معیارهای اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و گروه تجاری، در جایگاه نماینده‌ی وجود محدودیت‌های مالی، نشان دادند که جریان‌های نقدی تاثیر معنی‌داری بر سطوح نگهداری وجه نقد نداشته و هم‌چنین بین حساسیت وجه نقد به جریان‌های نقدی در شرکت‌های با محدودیت مالی و شرکت‌های بدون محدودیت مالی، تفاوت معناداری وجود ندارد.

حسین‌پور فتمه‌سری (۱۳۸٤) در پژوهشی با عنوان " بررسی رابطه بین عوامل موثر و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی رابطه بین اندازه، ارزش افزوده، درصد سود تقسیمی، سابقه فعالیت شرکت و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی پرداخت. وی با بررسی ۸۷ شرکت طی یک دوره پنج ساله (۱۳۷۹-۱۳۸۳) دریافت که بین اندازه، ارزش افزوده، نسبت سود تقسیمی شرکت و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی ارتباط مثبت وجود دارد. ولی بین سابقه فعالیت شرکت و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی رابطه‌ای وجود ندارد.

۲-٤- خلاصه فصل دوم

در این فصل در ابتدا، به تشریح مدیریت سرمایه‌در گردش به عنوان متغیر مستقل پرداخته شد. سپس به تشریح متغیر وابسته تحت عنوان حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه‌نقد و محدودیت تامین‌مالی به عنوان متغیر کنترلی پرداخته شد. در نهایت نیز پژوهش‌هایی که در گذشته مرتبط با پژوهش انجام شده‌اند، بیان شدند.

فصل سوم

روش شناسی پژوهش

۳-۱- مقدمه

بکارگیری روش علمی در پژوهش، تنها راه دستیابی به دستاوردهای قابل قبول و علمی است، لذا برای انجام یک پژوهش معتبر به روش‌شناسی نیاز است. بعضی روش‌شناسی را موضوعی نظری می‌دانند که با منطق و فلسفه پیوسته است و بعضی دیگر روش‌شناسی را از فلسفه جدا دانسته، و آن را یک رشته علمی می‌دانند. بررسی و تحلیل نقادانه شیوه‌های خاص شناخت و نظریه در حوزه‌های علمی، وظیفه شاخه‌ای از " فلسفه " علم است که " روش‌شناسی " خوانده می‌شود. دستیابی به هدف‌های پژوهش زمانی حاصل می‌شود که جستجوی شناخت با روش‌شناسی درست انجام پذیرد.روش‌شناسی، پژوهش را منظم، منطقی و اصولی کرده و جستجوی علمی را نیز راهبری می‌کند(خاکی، ۱۳۹۰).

در این فصل مطالبمربوط به روش‌شناسی پژوهش که شامل روش پژوهش، اهداف پژوهش، فرضیه‌های پژوهش، قلمرو پژوهش، جامعه و نمونه آماری، متغیرهای پژوهش و اطلاعاتی که جهت محاسبه متغیرها به آن-ها نیاز است، مدل‌های مورد استفاده در پژوهش، نحوه جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها، آزمون‌های آماری و در نهایت خلاصه فصل بیان می‌گردد.

.

۳-۲- روش پژوهش

پژوهش از نظر روش‌شناسی عبارت است از کاربرد روش‌های علمی در پاسخ‌گویی به یک سوال. انتخاب روش پژوهش بستگی به اهداف، ماهیت و موضوع پژوهش و نیز امکانات اجرایی دارد(دلاور، ۱۳۸۷).

پژوهش حاضر از نوع پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) بوده و از لحاظ هدف کاربردی و چون بر پایه داده‌های واقعی صورت می‌گیرد، پژوهشی شبه تجربی است. این پژوهش از حیث گردآوری داده‌ها، پژوهشی توصیفی است. یکی از زیر مجموعه‌های پژوهش توصیفی، پژوهش همبستگی است. در پژوهش همبستگی رابطه بین متغیرها بر اساس هدف پژوهش تحلیل می‌گردد. به عبارتی، همبستگی درجه اعتبار بین متغیرها را نشان می‌دهد. بنابر این، این پژوهش نیز از نوع پژوهش همبستگی و مبتنی بر داده‌های ترکیبی است.

۳-۳-اهداف پژوهش

هر پژوهشی برای دستیابی به هدف‌های خاصی انجام می‌شود که در مساله‌ی آن، پنهان است و باید آشکار شود(خاکی، ۱۳۹۰).

با توجه به موضوع پژوهش حاضر که تاثیر نقدشوندگی و هزینه‌های تامین مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد است، اهداف زیر مد نظر است:

۱- بررسی وتشریح دوره وصول مطالبات بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد(در شرکت های با محدودیت های تامین مالی)

۲- بررسی وتشریح دوره باز پرداخت بدهی ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد(در شرکت های با محدودیت های تامین مالی)

۳-بررسی و تشریح دوره گردش موجودی ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد(در شرکت های با محدودیت های تامین مالی)

٤- بررسی و تشریح چرخه تبدیل وجه نقد بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد(در شرکت های با محدودیت های تامین مالی)

۳-٤- سوالات پژوهش

هر پژوهشی هدف‌هایی دارد که در قالب پرسش‌هایی دنبال می‌شود. پرسش‌های پژوهش همان چیزهایی هستند که پژوهش برای یافتن پاسخ آن‌ها طراحی می‌شود(خاکی، ۱۳۹۰). پرسش‌های مطرح شده در این پژوهش به شرح زیر می‌باشد.

۱-آیا دوره وصول مطالبات بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد(در شرکت‌های با محدودیت مالی)تاثیر دارد؟

۲- آیا دوره باز پرداخت بدهی ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد(در شرکت‌های با محدودیت مالی) تاثیر دارد؟

۳- آیا دوره گردش موجودی ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد(در شرکت‌های با محدودیت مالی) تاثیر دارد؟

٤- آیا چرخه تبدیل وجه نقد بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد(در شرکت‌های با محدودیت مالی) تاثیر دارد؟

۳-۵- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه، یک حدس برآمده و مبتنی بر دانش نظری یا تجربه پژوهشگر به عنوان راه حل یک مساله است. هر فرضیه را باید در بر گیرنده یک رابطه احتمالی بین دو متغیر دانست که به صورت گزاره‌ای قابل آزمون ارائه می‌شود. فرضیه‌ها در یک فرآیند کل به جزء (قیاسی) نظریه‌ها را به سوی درگیر شدن با واقعیت‌ها جهت می-دهند(خاکی، ۱۳۹۰). این پژوهش بر چهار فرضیه مبتنی است:

فرضیه اول: دوره وصول مطالبات بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه‌نقد(در شرکت‌های با محدودیت مالی)تاثیر دارد.

فرضیه دوم: دوره باز پرداخت بدهی‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه‌نقد(در شرکت‌های با محدودیت مالی) تاثیر دارد.

فرضیه سوم: دوره گردش موجودی‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه‌نقد(در شرکت‌های با محدودیت مالی) تاثیر دارد.

فرضیه چهارم: چرخه تبدیل وجه‌نقد بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه‌نقد(در شرکت‌های با محدودیت مالی) تاثیر دارد.

۳-٦ -قلمرو پژوهش

در بحث قلمرو پژوهش سه نوع قلمرو موضوعی، زمانی ومکانی مطرح می‌شود(خاکی، ۱۳۹۰).

۳-٦-۱- قلمرو موضوعی پژوهش

قلمرو موضوعی پژوهش حاضر، بررسی و تشریح مدیریت سرمایه درگردش با توجه به محدودیت‌های تامین مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد می‌باشد.

۳-٦-۲- قلمرو مکانی پژوهش

قلمرو مکانی این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

۳-٦-۳ -قلمرو زمانی پژوهش

از لحاظ زمانی، پژوهش حاضر حد فاصل سال‌های ۱۳۸۵-۱۳۹۰ را دربر می‌گیرد.

۳-۷- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری عبارت است از کلیه عناصر و افرادی که در یک مقیاس جغرافیایی (جهانی یا منطقه‌ای) دارای یک یا چند صفت مشترک باشند(حافظ‌نیا، ۱۳۸۷). جامعه آماری این پژوهش، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده‌اند می‌باشد. نمونه آماری عبارت است از تعداد محدودی از آحاد جامعه آماری که یک نماینده‌ی مناسب برای جامعه آماری مورد نظر باشد(حافظ‌نیا، ۱۳۸۷). در ابتدا شرکت‌های موجود در جامعه آماری مورد بررسی قرار گرفتند و سپس با توجه به یک سری محدودیت‌های معین که لازمه‌ی انجام پژوهش بود، تعدادی از شرکت‌ها حذف و مطالعه بر روی شرکت‌های باقیمانده صورت گرفت. بنابراین، می‌توان گفت روش نمونه‌گیری مورد استفاده در پژوهش حاضر، روش حذف سیستماتیک می‌باشد. شرکت‌هایی انتخاب می‌شوند که ویژگی‌های زیر را احراز نمایند:

الف) برای انتخاب نمونه‌ای همگن تا پایان اسفند ماه ۱۳۸٤ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

ب) جهت قابلیت مقایسه و برای جلوگیری از ناهمگونی، سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند بوده و نباید در فاصله سال های ۱۳۸۵-۱۳۹۰ تغییر سال مالی داده باشند.

پ) به دلیل متفاوت بودن ماهیت فعالیت شرکت‌های ، سرمایه گذاری، بیمه، لیزینگ و بانک‌ها از نمونه انتخابی حذف گردیدند.

ت) به منظور انتخاب شرکت‌های فعال، معاملات این شرکت‌ها در طی دوره پژوهش دچار وقفه نشده باشد و سهام آن‌ها مورد معامله قرار نگرفته باشد.

ث) اطلاعات مالی مورد نیاز برای انتخاب پژوهش را دوره مالی ۱۳۸۵-۱۳۹۰ به طور کامل ارائه کرده باشند.

با لحاظ کردن شرایط فوق، تعداد نمونه انتخابی از جامعه آماری ۷۰ شرکت از ۲٦۷ مشاهده انتخاب گردید.

۳-۸- متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه

متغیر به ویژگی، صفت یا عامل اطلاق می‌شود که بین افراد جامعه مشترک بوده، می‌تواند مقادیر کمی و ارزش‌های متفاوتی داشته باشد. تقریبا در هر پژوهش شناخت متغیرها، اندازه‌گیری آن‌ها و بررسی نحوه‌ی آثار و روابط آن‌ها با یکدیگر مورد نظر است. متغیرها انواع گوناگونی دارند و بر اساس مبانی مختلفی طبقه‌بندی می‌گردند(حافظ‌نیا، ۱۳۸۷). در پژوهش حاضر، متغیرهای مختلفی مورد استفاده قرار گرفته‌اند که در مدل‌ها به کار گرفته شده‌اند.

۳-۸-۱- متغیر مستقل

متغیری است که روی متغیر وابسته به صورت مثبت یا منفی تاثیر می‌گذارد. یعنی هنگامی که متغیر مستقل وجود داشته باشد، متغیر وابسته نیز وجود دارد. به بیان دیگر تغییرات در متغیر وابسته را باید در متغیر مستقل جستجو کرد. متغیرهای مستقل این پژوهش مدیریت سرمایه‌درگردش دارای چهار بخش: دوره وصول مطالبات، دوره باز پرداخت بدهی‌ها، دوره گردش موجودی‌ها و چرخه تبدیل وجه‌نقد می‌باشد که در ادامه نحوه محاسبه آن‌ها بیان می‌شود:

مدیریت سرمایه‌درگردش: مدیریت سرمایه‌درگردش عبارت است از تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه‌درگردش به نحوی که ثروت سهامداران افزایش یابد (اسکیلینگ، ۱۹۹٦). مدیریت سرمایه‌درگردش یکی از حوزه‌های مهم در مدیریت مالی و مدیریت سازمان‌ها به حساب می‌آید، زیرا به طور مستقیم نقدینگی و سودآوری شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد. مدیریت سرمایه‌درگردش با دارایی‌ها و بدهی‌های جاری سروکار دارد (رحمان ونصر، ۲۰۰۷). مدیریت سرمایه‌درگردش به طرق متعدد قابل دسترسی است. از اجزاء اصلی آن می توان به مدیریت موجودی کالا، مدیریت حساب‌های دریافتنی ومدیریت حساب‌های پرداختنی که بیانگر چرخه تبدیل وجه نقد می‌باشد، اشاره کرد (دیلوف،۲۰۰۳).

۳-۸-۱-۱-مدیریت سرمایه‌درگردش:

۳-۸-۱-۱- دوره وصول مطالبات

مدت زمانی که طول می کشد تا مطالبات شرکت وصول شود (یعقوب نژاد وهمکاران، ۱۳۸۹).

$$\text{دوره وصول مطالبات} = \frac{\text{متوسط حساب های دریافتنی} \times 365}{\text{درآمد فروش خالص}}$$

۳-۸-۱-۲- دوره گردش موجودی‌ها

مدت زمانی که طول می کشد تا کالاها فروخته شود(یعقوب نژاد وهمکاران، ۱۳۸۹).

$$\text{دوره گردش موجودی‌ها} = \frac{\text{متوسط موجودی کالا} \times 365}{\text{بهای تمام شده کالای فروش رفته}}$$

۳-۸-۱-۳- دوره بازپرداخت بدهی‌ها

مدت زمانی که طول می کشد تا حساب‌های پرداختنی شرکت پرداخت گردد(یعقوب نژاد وهمکاران، ۱۳۸۹).

$$\text{دوره باز پرداخت بدهی‌ها} = \frac{\text{متوسط حساب های پرداختنی} \times 365}{\text{خرید}}$$

۳-۸-۱-٤- چرخه تبدیل وجه نقد

چرخه تبدیل وجه نقد به زمان بین هزینه کردن شرکت برای تهیه مواد اولیه تا وصول وجه نقد ناشی از فروش کالای تکمیل شده گفته می‌شود (یعقوب نژاد وهمکاران، ۱۳۸۹).

دوره باز پرداخت بدهی‌ها– دوره وصول مطالبات + دوره گردش موجودی‌ها =چرخه تبدیل وجه نقد

۳-۸-۲-متغیر وابسته

متغیری است که هدف پژوهشگر تشریح یا پیش‌بینی تغییرپذیری در آن است. به عبارت دیگر، آن یک متغیر اصلی است که به صورت یک مسئله حیاتی مورد استفاده قرار می‌گیرد. با تجزیه و تحلیل متغیر وابسته و شناسایی عوامل موثر بر آن، می‌توان پاسخ‌ها و راه‌حل‌هایی را برای مسئله شناخت. پژوهشگر به تعیین مقدار و اندازه‌گیری این متغیر و متغیرهای دیگری که روی این متغیر اثر می‌گذارند علاقه‌مند است(خاکی، ۱۳۹۰). متغیر وابسته که در این پژوهش مورد بررسی قرار گرفته حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد است.

در بسیاری از پژوهش‌های انجام شده حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را بر اساس رگرسیون سرمایه-گذاری به وجه نقد و Qتوبین، بررسی نموده‌اند(هواکیمین، ۲۰۱۰).

مدل سرمایه‌گذاری به صورت زیر تعریف شده است:

$$INV = \alpha + \beta_1 CFLOW_{it} + \beta_2 Q + \varepsilon_{it}$$

که در این مدل،i بیان‌گر شرکت (بعد مکانی) و t بیان‌گر سال (بعد زمانی) است. INV بیان‌گر سرمایه‌گذاری است و با استفاده از نسبت مخارج سرمایه‌ای در دارایی‌های ثابت بر خالص دارایی‌های اول دوره اندازه‌گیری می‌شود.CFLOW بیان‌گر جریان نقدی است و با استفاده از خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی بر خالص دارایی‌های ثابت اول دوره اندازه‌گیری می‌شود.Q بیان‌گر فرصت‌های رشد (Q توبین) است و برابربا ارزش دفتری کل بدهی‌ها به علاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها است. β_1 ضریب متغیر CFLOW بوده و بیان‌گر حساسیت سرمایه –گذاری جریان وجوه نقد است.

۳-۸-۳- متغیر کنترل

در یک پژوهش نمی‌توان اثر تمام متغیرها را بر یکدیگر همزمان مورد پژوهش قرار داد. بنابراین پژوهشگر اثر پاره‌ای از متغیرهایی را که در رابطه‌ی متغیرهای مستقل و وابسته مداخله می‌کنند را کنترل نموده یا خنثی می-کند، این نوع متغیرها، متغیر کنترل نامیده می‌شوند(خاکی، ۱۳۹۰).

در این پژوهش محدودیت‌های تامین مالی که شامل اندازه شرکت،عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و اهرم مالی است به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است که در ادامه نحوه محاسبه هر کدام بیان شده است.

۳-۸-۳-۱- اندازه شرکت

برای اندازه‌گیری شرکت، از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها استفاده شده است(گئورگ و همکاران، ۲۰۰۸).

۳-۸-۳-۲-عمر شرکت

برای اندازه‌گیری عمر شرکت، از تعداد سال‌هایی که از سال تاسیس شرکت سپری شده است استفاده می‌شود. در این پژوهش برای اندازه‌گیری عمر شرکت تعداد سال‌های سپری شده از سال ورود شرکت به بورس اوراق بهادار تهران تا سال‌های ۱۳۸۵-۱۳۹۰محاسبه شده است(آلمدیا و همکاران، ۲۰۰۳).

۳-۸-۳-۳-نسبت سود تقسیمی

برای اندازه‌گیری نسبت سود تقسیمی از سود تقسیمی پرداختی در طی سال مالی بر ارزش دفتری کل دارایی-های اول دوره استفاده شده است(ارسلان و همکاران، ۲۰۰۶).

۳-۸-۳-٤-اهرم مالی

اهرم مالی از تقسیم جمع بدهی‌های شرکت بر جمع دارایی‌های آن به دست آمده است(گئورگ و همکاران، ۲۰۰۸).

۳-۹- مدل‌های مفهومی پژوهش

مدل‌های مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر می‌باشند:

- مدل‌های پژوهش

در این بخش مدل های مورد استفاده برای هر یک از فرضیه‌های پژوهش به صورت جداگانه بیان شده است وسپس هر یک از متغیرهای مربوط به مدل ها توضیح داده می شود :

مدل۱

$$CFS= \alpha +\beta_1 Mar+ \beta_2 FL + \beta_3 AGE+\beta_4 SIZE+ \beta_5 BUSGROUP + \beta_6 DR+ \varepsilon$$

با توجه به مدل ۱ فرضیه اول مورد بررسی قرار گرفت.

مدل ۲

$$CFS= \alpha + \beta_1 Minv+ \beta_2 FL + \beta_3 AGE+\beta_4 SIZE+ \beta_5 BUSGROUP + \beta_6 DR+ \varepsilon$$

با توجه به مدل ۲ فرضیه دوم مورد بررسی قرار گرفت.

مدل ۳

$$CFS= \alpha + \beta_1 Map+ \beta_2 FL + \beta_3 AGE+\beta_4 SIZE+ \beta_5 BUSGROUP + \beta_6 DR+ \varepsilon$$

با توجه به مدل ۳ فرضیه سوم مورد بررسی قرار گرفت.

مدل ٤

$$CFS= \alpha + \beta_1 CCC+ \beta_2 FL + \beta_3 AGE+\beta_4 SIZE+ \beta_5 BUSGROUP + \beta_6 DR+ \varepsilon$$

نام هر کدام از متغیرها در ادامه بیان شده است:

CFS = حساسیت سرمایه گذاری جریان وجه نقد

MAR = دوره وصول مطالبات

MINV = گردش موجودی‌ها

MAP = دوره باز پرداخت بدهی‌ها

FL= اهرم مالی

CCC = چرخه تبدیل وجه نقد

SIZE = اندازه شرکت

BUSGROUP = گروه تجاری

DR = نسبت سود تقسیمی

CAPEX = سرمایه گذاری ثابت (مخارج سرمایه‌ای)

AGE = عمر شرکت

۳-۱۰- روش جمع‌آوری اطلاعات

اطلاعات مورد نیاز این پژوهش بر حسب نوع آن‌ها از منابع مختلفی جمع‌آوری شده‌اند. برای جمع‌آوری مطالب مربوط به ادبیات موضوع از روش کتابخانه‌ای و سایت‌های رایانه‌ای استفاده شده است. به منظور جمع-آوری داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از بانک اطلاعاتی ره آورد نوین ۳ استفاده شده است و در مواردی که داده‌های موجود در این بانک اطلاعاتی ناقص بوده است به سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران مراجعه شده است.

۳-۱۱- روش تحلیل داده‌ها

در این پژوهش، ابتدا نمونه آماری بر اساس ویژگی‌های ذکر شده (در بخش جامعه و نمونه آماری) از بین جامعه آماری انتخاب گردیده است. سپس جهت طبقه‌بندی داده‌های پژوهش، از نرم‌افزار Exel و برای انجام محاسبات مربوط به فرضیه‌ها و آزمون آن‌ها از نرم‌افزار Stata استفاده شده است. در این پژوهش، از آمار توصیفی شامل شاخص‌های مرکزی (میانگین، میانه و...) جهت توصیف داده‌ها استفاده شده است. به منظور اثبات یا رد فرضیه‌ها از روش رگرسیون چند متغیره، برای بررسی معناداری مدل رگرسیون از آزمون F و جهت بررسی معنی‌دار بودن ضرایب بدست آمده از آزمون T استفاده شده است. هم‌چنین جهت تشخیص برآورد مدل‌های پژوهش با استفاده از روش پانل پویای گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) و آزمون والد و سارگان و آزمون‌های خود همبستگی مرتبه اول و دوم و نیز ضریب تعیین (R^2) استفاده شده است.

۳-۱۲- آزمون‌های آماری

آزمون‌های به کار برده شده در پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها به شرح زیر می‌باشند.

گشتاورهای تعمیم یافته (GMM):

هنگامی‌که در مدل داده‌های تلفیقی، متغیّر وابسته به صورت وقفه در طرف راست ظاهر می‌شود، دیگربرآوردگرهایOLSسازگار نیست (هیشائو، آرلانوو باند و بالتاجی، ۱۹۹۵) و باید به روش‌های برآورد دو مرحله‌ای(2SLS)اندرسون و هشیائو یا گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) آرلانو و باند (۱۹۹۱) متوسل شد. به گفته ماتیاس و سوستر، برآورد2SLSممکن است به دلیل مشکل در انتخاب ابزارها، واریانس‌های بزرگ برای ضرایب بدست دهد و برآوردها از لحاظ آماری معنی‌دار نباشند. بنابراین روشGMMتوسط آرلانو و باند برای حل این مشکل پیشنهاد شده است. این تخمین زن از طریق کاهش تورش نمونه، پایداری تخمین را افزایش می‌دهد. روش تخمین GMM به واسطه انتخاب متغیرهای ابزاری صحیح و با اعمال یک ماتریس وزنی می‌تواند

برای شرایط ناهمسانی واریانس و نیز خودهمبستگی‌های ناشناخته، برآوردکننده قدرتمندی محسوب شود. همچنین روش GMM تخمین‌زننده‌ای است که برخلاف روش حداکثر راست‌نمایی، نیاز به اطلاعات دقیق توزیع جملات اخلال ندارد. روش مزبور که در داده‌های تلفیقی پویا به کار گرفته می‌شود، مبتنی بر این فرض است که جملات اختلال در معادلات با مجموعه متغیرهای ابزاری غیر همبسته می‌باشد. برای تخمین مدل به وسیله‌ی این روش لازم است ابتدا متغیرهای ابزاری به کار رفته در مدل مشخص شوند. سازگاری تخمین‌زننده GMMبه معتبر بودن فرض عدم همبستگی سریالی جملات خطا و ابزارها بستگی دارد که می‌تواند به وسیله دو آزمون تصریح شده توسط آرلانو و باند (۱۹۹۱)، آرلانو و باور (۱۹۹۵) و بلوندل و باند (۱۹۹۸) آزمون شود. آزمون سارگان از محدویت‌های از پیش تعیین شده است که معتبر بودن ابزارها را آزمون می‌کند. دومین آماره M_2 یا AR(2)است که وجود همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطای تفاضلی مرتبه اول را آزمون می‌کند. عدم رد فرضیه صفر هر دو آزمون، شواهدی را دال بر فرض عدم همبستگی سریالی و معتبر بودن ابزارها فراهم می‌کند. تخمین زننده GMM سازگار است اگر همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا از معادله تفاضلی مرتبه اول وجود نداشته باشد.

آزمونF

برای آزمون معنی‌دار بودن اثرات گروهی، از آماره F استفاده می‌شود. بنابراین در صورت وجود عرض از مبدا جداگانه برای هر یک از مقاطع، برآورد مدل از طریق اثرات ثابت یا اثرات تصادفی انجام می‌شود. در واقع در صورت عدم وجود اختلاف در ویژگی‌های مقطعی، مدل فوق با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی قابل برآورد است، اما در صورت وجود اثرات فردی، بایستی از روش پانل دیتا برای برآورد مدل استفاده کرد(بالتاجی، ۲۰۰۵).

آزمون هاسمن

در آزمون هاسمن، فرضیه صفر و فرضیه مقابل آن به این صورت بیان می‌شوند؛ فرضیه صفر در آزمون هاسمن به این معنی است که ارتباطی بین جزء اخلال مربوط به عرض از مبدا و متغیرهای توضیحی وجود نداشته و از یکدیگر مستقل هستند. در حالی‌که فرضیه مقابل به این معنی است که بین جزء اخلال مورد نظر و متغیر توضیحی همبستگی وجود دارد. در صورت رد شدن فرضیه .H روش اثرات ثابت سازگار است. لازم به ذکر است که آماره آزمون هاسمن برای توزیع کای‌دو با درجه آزادی K (تعداد متغیرهای توضیحی) بوده و در صورتی که احتمال آن کوچکتر از ۰.۰۵ باشد، مدل اثر ثابت در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود.

تحلیل رگرسیون

روشی برای پژوهش درباره سهم یک یا چند متغیر مستقل (X) در پیش‌بینی متغیر وابسته (Y) است. متغیرهای مستقل را متغیر پیش‌بین ، و متغیر وابسته را متغیر ملاک نیز می‌گویند(خاکی، ۱۳۹۰).

رگرسیون چندگانه

رگرسیون چندگانه برای تعیین همبستگی بین متغیر ملاک و ترکیب از دو یا چند متغیر پیش‌بین بکار می-رود(خاکی، ۱۳۹۰).

تحلیل همبستگی

تحلیل همبستگی ابزاری است، آماری که به وسیله آن می‌توان درجه‌ای را که یک متغیر به متغیری دیگر، از نظر خطی مرتبط است اندازه‌گیری کرد. همبستگی را معمولا با تحلیل رگرسیون به کار می‌برند. همبستگی معیاری است که برای تعیین میزان ارتباط بین دو متغیر استفاده می‌شود(آذر، ۱۳۹۰).

آزمون خود همبستگی

یکی از مفروضات روش حداقل مربعات معمولی برای تخمین پارامترها، این می‌باشد که جمله اشتباه یک متغیر تصادفی مستقل باشد. به عبارت دیگر، این متغیرها نسبت به یکدیگر هیچ رابطه‌ای نداشته باشد. در صورت عدم وجود این فرض، از نظر آماری خود همبستگی به وجود می‌آید(جعفری‌صمیمی، ۱۳۷۸).

ضریب تعیین

معیاری برای نیکویی برازش معادله رگرسیون است. هر چقدر مقدار آن بیشتر باشد، خطاها کمتر و مدل رگرسیون قابل اعتمادتر است. ضریب تعیین مهم‌ترین معیاری است که با آن می‌توان رابطه بین دو متغیر X و Y را توضیح داد(آذر، ۱۳۹۰).

۳-۱۳- خلاصه فصل سوم

در این فصل مطالب مربوط به روش‌شناسی پژوهش که شامل روش پژوهش، اهداف پژوهش، فرضیه‌های پژوهش، قلمرو پژوهش، جامعه و نمونه آماری، متغیرهای پژوهش و اطلاعاتی که جهت محاسبه متغیرها به آن-ها نیاز است، مدل‌های مورد استفاده در پژوهش، نحوه جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها، آزمون‌های آماری پرداخته شده است.

فصل چهارم
تجزیه وتحلیل‌داده‌ها

٤-١- مقدمه

پژوهشگر پس از این‌که روش (نوع و فرآیند) پژوهش خود را مشخص کرد و با استفاده از ابزارهای مناسب، داده‌های موردنیاز را برای آزمون فرضیه‌های خود گردآوری کرد، اکنون نوبت آن است که با بهره‌گیری از تکنیک‌های آماری مناسب که با روش پژوهش و نوع متغیرهای او سازگاری دارد، داده‌های گردآوری شده را دسته‌بندی و تجزیه و تحلیل نماید. با این کار او آمادگی می‌یابد تا فرضیه‌هایی را که تا این مرحله او را در پژوهش هدایت کرده‌اند، در بوته آزمون قرار دهد و تکلیف آن‌ها را روشن کند، یعنی با تایید (نه اثبات) و رد آن‌ها، سرانجام بتواند پاسخی (راه‌حلی) برای پرسش یا پرسش‌های پژوهش بیابد(خاکی، ۱۳۹۰). در این فصل به تجزیه و تحلیل داده‌ها و تفسیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود. بر این اساس، در ابتدا آمار توصیفی متغیرهای پژوهش بیان می‌شود. سپس به بیان نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها پرداخته می‌شود و در انتها خلاصه‌ای از آن‌چه که در فصل می‌گذرد بیان می‌شود.

٤-٢- نتایج آمار توصیفی

پژوهشگر برای پاسخ‌گویی به مساله و تصمیم‌گیری درباره رد یا تایید فرضیه‌ای که صورت‌بندی کرده است از روش‌های گوناگون تجزیه و تحلیل می‌تواند استفاده کند. روش‌های گوناگون تجزیه و تحلیل را می‌توان به سه گونه تقسیم کرد که استفاده از هر یک، به شرط‌هایی است که پژوهشگر باید آن‌ها را در رابطه با پژوهش خود مورد توجه قرار دهد(خاکی، ۱۳۹۰). سه نوع تجزیه و تحلیل عبارتند از:

٤-٢-١-تجزیه و تحلیل مقایسه‌ای

در این روش، اطلاعات علاوه بر این که گردآوری می‌شوند با یکدیگر مقایسه می‌شوند.

٤-٢-٢-تجزیه و تحلیل علی

در این روش، رابطه‌ی علت و معلولی بین متغیرهای مستقل و وابسته مورد بحث و بررسی قرار می‌گیرد و پژوهشگر با رد یا تایید آن، درباره وجود رابطه‌ی علت و معلولی قضاوت می‌کند.

٤-٢-٣-تجزیه و تحلیل توصیفی

در این نوع تجزیه و تحلیل، پژوهشگر داده‌های گردآوری شده را با استفاده از شاخص‌های آمار توصیفی خلاصه و طبقه‌بندی می‌کند. معروف‌ترین و پرکاربردترین شاخص‌های آمار توصیفی عبارتند از: میانگین، میانه، مد(خاکی، ۱۳۹۰).

اطلاعات آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ٤-١ آورده شده است.

جدول٤-١.آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش

متغیر	میانه	میانگین	انحراف معیار	Min	Max
اندازه شرکت	٥/٨	٥/٨٩	٠/٦١	٣/٦٧	٨/٠٠٧
عمر شرکت	١١	١٣/١٢	٩/٢٥	١	٤٦
اهرم مالی	٠/٦٤	٠/٦٧	٠/٥٥	٠/٠٠٠٦	٨/٦٥
نسبت سودتقسیمی	٠/٠٠٠٧	٠/٠٠٤	٠/٠٣٣	١/٣٢e-٠٨	٠/٤٩
گردش موجودی‌ها	١٧٦/٩٣	٢٥٣/٠٤	٧٢١/٢	٣/٣٤	١٢٣٧٣/٢
دوره وصول حسابهای دریافتنی	١٢٦/٦٨	٢١٠/١٣	٥٧٧/١٧	٠/٨٤	٨٤٤٨/٦٩
دوره بازپرداخت بدهی ها	٥٩/٤٨	١٣١/٣١	٤١٢/٠٥	٠/٥٢	٦٣٧٥/٩٥
چرخه تبدیل وجه نقد	٢٤٧/٥٤	٣٣١/٨٦	٩٤٠/٤١	-١٨٨١/٨٦	١٢٨٤١/٧٢
جریان نقدی	٠/٤٩	٠/٨٦	٣/١٣	-٧/٠٧	٥٩/٦٣
فرصت‌های رشد	٣٧٦٣٦٥/١	٢٣١٥١٤٩	٩٧٢٢١٨١	١٠٣٨/٨٣	٨/٨٩e٠٧

٤-٣- تحلیل ماهیت و ویژگی‌های متغیرهای پژوهش:

٤-٣-١- نحوه اندازه‌گیری حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه‌نقد

در این پژوهش از مدل هواکیمین (٢٠١٠) برای اندازه‌گیری حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه‌نقد به شرح زیر استفاده می‌شود. نتایج حاصل از برازش مدل فوق در جدول زیر نشان داده شده است.

$$INV = \alpha + \beta_1 CFLOW_{it} + \beta_2 Q + \varepsilon_i$$

جدول ٤-٢. نتایج حاصل از برآورد مدل اصلی

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	P- value
جریان نقدی	-١٨٥٦٨/٥٩	٨٩٣٩/٣١	-٢/٠٨	٠/٠٣
فرصت های رشد	٠/١١	٠/٠٤١	٢/٧٢	٠/٠٠٦
عرض از مبدأ	٤٦٥٥٧١	١٥٤٢٦٩/١	٣/٠٢	٠/٠٠٣
تعداد مشاهدات	٤١٦			
R^2	٠/٤٦			
F(معنی‌داری‌کل رگرسیون)	٧/٥٢			٠/٠٠٠٦
F لیمر	٤/٩٦			٠/٠٠٠٠
هاسمن	١/٤٧			٠/٢٢

بر اساس نتایج بدست آمده ملاحظه می‌گردد احتمال آماره F(لیمر) محاسباتی از ٠/٠٥ کمتر بوده در نتیجه روش داده‌های تابلویی انتخاب می‌شود. همچنین با توجه به آزمون هاسمن روش اثرات تصادفی انتخاب شد. نتایج حاصل از برآورد مندرج در جدول ٢ نشان می‌دهد که جریان نقدی و فرصت‌های رشد در سطح ٠/٠٥ معنی‌دار می‌باشد. لذا می‌توان بیان نمود که متغیرهای فوق‌الذکر بر سرمایه‌گذاری به ترتیب دارای تاثیر منفی و مثبت است.

٤-٣-٢- آزمون فرضیه‌های پژوهش : یافته های پژوهش

آزمون فرضیه اول: براساس فرضیه اول بیان شد که دوره وصول مطالبات با توجه به محدودیت‌های تامین مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد تاثیر دارد. فرضیه مذکور در سطح داده های تابلویی با استفاده از مدل پژوهش آزمون گردید که نتایج حاصل از آن در جدول۳ منعکس است.

مدل ٤١ $CFS= \alpha + \beta_1 mar+ \beta_2 FL + \beta_3 AGE+\beta_4 SIZE +\beta_5 DR+ \varepsilon$

جدول ٤-٣. نتایج حاصل از برآورد مدل (١)

متغیرهای توضیحی	ضرایب	آماره‌یz	P- value
وقفه سرمایه گذاری	٠/١٩	٦٧/٥٥	٠/٠٠٠
دوره وصول حساب‌های دریافتنی	١٦/٠٩٢٧٨	٢/١٨	٠/٠٢٩
عمر شرکت	-٥٤٣٢/٤٤	-٠/٢٣	٠/٨١
اندازه شرکت	٣٧٣٦٥٤/١	٣/٠١	٠/٠٠٣
نسبت سود تقسیمی	٤٤٤٠٧١/٦	٠/٥٨	٠/٥٦
اهرم مالی	٦٨٢٨٧/١٩	٢/٥٦	٠/٠١١
آماره های آزمون مدل			
آزمون خود-همبستگی مرتبه اول(١)AR	-١/١١		٠/٢٧
آزمون خود-همبستگی مرتبه دوم(٢)AR	٠/٨٧		٠/٣٨
آزمون والدststistic	٧٧٤٣/٤٠		٠/٠٠٠
آزمون سارگانstistic	١٦/٢١		٠/١٣

نتایج ضرایب برآوردی نشان می‌دهد که ضریب سرمایه‌گذاری با یک وقفه برابر با ۰/۱۹ است. یعنی رابطه‌ی مثبت بین متغیر وابسته و این متغیر توضیحی وجود دارد. طبق نتایج حاصل از برآورد مدل، دوره وصول حساب‌های دریافتنی معنی‌دار بوده لذا فرضیه پژوهش مبنی بر تاثیر دوره وصول حساب‌های دریافتنی با توجه به محدودیت‌های تامین مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد تایید می‌شود. لازم به ذکر است. همچنین متغیرهای اندازه شرکت و اهرم مالی معنی دار بوده و بر حساسیت سرمایه گذاری جریان وجوه نقد تاثیر دارند. اما متغیرهای عمر شرکت و نسبت سود تقسیمی معنی دار نبوده و بر حساسیت سرمایه گذاری تاثیر ندارند.

آزمون فرضیه دوم:بر اساس فرضیه دوم بیان شد که دوره گردش موجودی‌ها با توجه به محدودیت‌های تامین مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد تاثیر دارد. نتایج حاصل از آن در جدول ٤ منعکس شده است

$$CFS= \alpha + \beta_1 minv+ \beta_2 FL + \beta_3 AGE+\beta_4 SIZE+\beta_4 DR+\varepsilon_{2}\text{مدل}$$

جدول٤-٤. نتایج حاصل از برآورد مدل (۲)

متغیرهای توضیحی	ضرایب	آماره‌یz	P- value
وقفه سرمایه گذاری	۰/۲۹	۱۱۰/۸۸	۰/۰۰۰
دوره گردش موجودی ها	۰/۳۳	۰/۳۱	۰/۷٦
عمر شرکت	-٤٤٨٥٧/٤٨	-٤/٩٣	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	٢٦٧٧٣٤/٣	٣/٣٨	۰/۰۰۱
نسبت سود تقسیمی	٤٨٠٧٣٠	١/٦٩	۰/۰۹۲
اهرم مالی	٤٨٢٢٣/٠٥	٤/٨٩	۰/۰۰۰
آماره های آزمون مدل			
آزمون خودهمبستگی مرتبه اول(۱)AR	-١/١٣٤٥		۰/٢٦
آزمون خودهمبستگی مرتبه دوم(۲)AR	۰/٨٦٥٥٦		۰/٣٩
آزمون والد	٥٣٣٨٠/٠٩		۰/۰۰۰
آزمون سارگان	٢٠/١٣٦١٣		۰/١٣

نتایج ضرایب برآوردی نشان می‌دهد که ضریب سرمایه‌گذاری با یک وقفه برابر با۰/۲۹ است. یعنی رابطه‌ی مثبت بین متغیر وابسته و این متغیر توضیحی وجود دارد. طبق نتایج حاصل از برآورد مدل، دوره گردش-موجودی‌هامعنی‌دار نبوده لذا فرضیه پژوهش مبنی بر تاثیر دوره گردش‌موجودی‌ها با توجه به محدودیت‌های تامین مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقدرد می‌شود. لازم به ذکر است. همچنین متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، عمر شرکت و نسبت سود تقسیمی معنی دار بوده و بر حساسیت سرمایه‌گذاری تاثیر دارند. آزمون فرضیه سوم: براساس فرضیه سوم بیان شد که دوره باز پرداخت بدهی ها با توجه به محدودیت‌های تامین مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد تاثیر دارد. نتایج حاصل از آن در جدول ۵ منعکس شده است:مدل۳ $CFSI= \alpha + \beta_1 map+ \beta_2 FL + \beta_3 AGE+\beta_4 SIZE+ \beta_5 DR+ \varepsilon_3$

جدول٤-٥. نتایج حاصل از برآورد مدل (۳)

متغیرهای‌توضیحی	ضرایب	آماره‌یz	P- value
وقفه سرمایه گذاری	۰/۲۰	٤٦/۳٦	۰/۰۰۰
دوره‌بازپرداخت-بدهی‌ها	۱۱٤/۰۱٦۷	۲/٦۲	۰/۰۰۹
عمر شرکت	-۲۰۷۱۲/۲٤	-۰/٦۱	۰/٥٤
اندازه شرکت	۲٥۲۰٥۱/۳	۳/۷۸	۰/۰۰۰
نسبت‌سودتقسیمی	-۲۰۱٦۸٥/٦	-۰/۳۷	۰/۷۱
اهرم مالی	٤۹۰۹٥	۳/٦٤	۰/۰۰۰
آماره های آزمون مدل			
آزمون خود-همبستگی مرتبه اول(۱)AR	-۱/۱۱٤۹		۰/۲٦
آزمون خود-همبستگی مرتبه دوم(۲)AR	۰/۸٦٥٥۳		۰/۳۹
آزمون والد	۱۲۱۷٥/٤۲		۰/۰۰۰
آزمون سارگان	۱۷/۰۹۹		۰/۱۱

نتایج ضرایب برآوردی نشان می‌دهد که ضریب سرمایه‌گذاری با یک وقفه برابر با ۰/۲۰ است. یعنی رابطه‌ی مثبت بین متغیر وابسته و این متغیر توضیحی وجود دارد. طبق نتایج حاصل از برآورد مدل، دوره واریز بستانکاران معنی‌دار بوده

لذا فرضیه پژوهش مبنی بر تاثیر دوره واریز بستانکاران با توجه به محدودیت‌های تامین‌مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد تایید می‌شود. لازم به ذکر است. همچنین متغیرهای اندازه شرکت و اهرم مالی معنی‌دار بوده و بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد تاثیر دارند. اما متغیرهای عمر شرکت و نسبت سود تقسیمی معنی‌دار نبوده و بر حساسیت سرمایه‌گذاری تاثیر ندارند. آزمون فرضیه چهارم: بر اساس فرضیه چهارم بیان شد که دوره چرخه‌ی تبدیل وجه نقد با توجه به محدودیت‌های تامین‌مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد تاثیر دارد. نتایج حاصل از آن در جدول ٦ منعکس شده است.

مدل ٤ $CFSI= \alpha + \beta_1 CCC+ \beta_2 FL + \beta_3 AGE+\beta_4 SIZE + \beta_5 DR+ \varepsilon_4$

جدول ٤-٦. نتایج حاصل از برآورد مدل (٤)

متغیرهای توضیحی	ضرایب	آماره‌ی z	P- value
وقفه سرمایه گذاری	۰/۳۰	۱۰۸/۸۸	۰/۰۰۰
چرخه تبدیل وجه نقد	-۱٤٦۰۰۱۹	-۰/٤۹	۰/٦۲
عمر شرکت	-٤٦۷۳۷/۹٤	-٥/۲٤	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۲۸۰٥۰٦/۸	۳/٥۲	۰/۰۰۰
نسبت سود تقسیمی	٤۷٤٤۹٥/٦	۱/۸۱	۰/۰۷۰
اهرم مالی	٤٦۷۲٦/۱۱	٤/۲٤	۰/۰۰۰
آماره های آزمون مدل			
آزمون خودهمبستگی مرتبه اول(۱)AR	-۱/۱۳٤۷		۰/۲٦
آزمون خودهمبستگی مرتبه دوم(۲)AR	۰/۸٦٥۲۲		۰/۳۹
آزمون والد	٥۱٦۹۰/۱۸		۰/۰۰۰
آزمون سارگان	۱۹/۹۸۱۸۷		۰/۱۳

نتایج ضرایب برآوردی نشان می‌دهد که ضریب سرمایه‌گذاری با یک وقفه برابر با۰/۳۰ است. یعنی رابطه‌ی مثبت بین متغیر وابسته و این متغیر توضیحی وجود دارد. طبق نتایج حاصل از

برآورد مدل، چرخه تبدیل وجه نقد معنی‌دار نبوده لذا فرضیه پژوهش مبنی بر تاثیر چرخه تبدیل وجه نقد با توجه به محدودیت‌های تامین‌مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقدرد می‌شود. لازم به ذکر است. همچنین متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، عمر شرکت و نسبت سود تقسیمی معنی‌دار بوده و بر حساسیت سرمایه‌گذاری تاثیر دارند

٤-٤- خلاصه فصل چهارم

در این فصل به تجزیه و تحلیل داده‌ها و تفسیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته شده است.

فصل پنجم

نتیجه‌گیری

۵-۱- مقدمه

در فرآیند هر پژوهش، نتایج حاصل از پژوهش اهمیت بسزایی دارد، زیرا می‌تواند مبنای رفع مشکلات موجود و یا باعث بهبود وضعیت گردد(خاکی، ۱۳۹۰). در این پژوهش، در ابتدا با بررسی ادبیات پژوهش، مفاهیم پایه-ای استخراج و مبنای طراحی فرضیه‌ها قرار گرفت. سپس آزمون‌های آماری بر روی اطلاعات مربوط به شرکت-های بورس اوراق بهادار صورت گرفت و یافته‌های پژوهش به استناد فصل چهارم به دست آمده است. در نهایت در این فصل نتایج آزمون همراه با پیشنهادات در غالب پیشنهادات مبتنی بر نتایج پژوهش و پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی و محدودیت‌های در ارتباط با پژوهش ارائه می‌گردد.

۵-۲- خلاصه پژوهش

در این پژوهش، به بررسی و تشریح مدیریت سرمایه در گردش بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت‌های تامین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. در این راستا ۷۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۰ به شیوه حذف سیستماتیک انتخاب شده است. متغیر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد متغیر وابسته و مدیریت سرمایه در گردش به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده‌اند. متغیر مدیریت سرمایه در گردش که مشتمل بر چهار مورد، دوره وصول مطالبات، دوره باز پرداخت بدهی‌ها، دوره گردش موجودی‌ها و چرخه تبدیل وجه نقد مورد بررسی قرار گرفته‌اند. هم‌چنین متغیر محدودیت‌های تامین مالی بر اساس معیارهای اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و اهرم مالی به عنوان متغیرهای کنترلی در روابط بین متغیرهای مستقل و وابسته مورد بحث قرار گرفته است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش روش رگرسیون چند متغیره به کار برده شده است. سپس با استفاده از نرم‌افزار Stata نتایج به دست آمده مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند.

۵-۳- نتایج حاصل از فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: در این فرضیه تاثیر دوره وصول مطالبات با توجه به محدودیت‌های تامین مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد مورد آزمون قرار گرفت. نتایج بدست آمده ، بیان‌گر این مطلب است که بین دوره وصول مطالبات و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد رابطه معناداری وجود دارد که حاکی از پذیرش این فرضیه است. همان‌طور که بیان شد، دوره وصول مطالبات ، مدت زمانی است که طول می کشد تا مطالبات شرکت وصول شود (یعقوب نژاد وهمکاران، ۱۳۸۹).در تفسیر نتایج می‌توان بیان نمود که، از جمله مهم‌ترین عواملی است که بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد تاثیر دارد. . بنابراین با افزایش دوره وصول مطالبات، حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقد افزایش می‌یابد و بالعکس. افزایش دوره وصول مطالبات و

تاثیر مثبت آن بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه‌نقد، سطوح نگهداری وجه‌نقد را افزایش می‌دهد و منجر به ارزش‌آفرینی برای شرکت و سهامداران می‌شود. فاصله زمانی بین لحظه فروش کالا به صورت نسیه تا لحظه ورود وجه‌نقد بابت وصول فروش نسیه، دوره‌وصول‌حساب‌های‌دریافتنی می‌باشد. شناخت این فاصله زمانی به دلیل این‌که می‌تواند منجر به هزینه‌های هنگفتی شود و حتی باعث غیرواقعی بودن سود یا زیان شرکت‌ها شود، بسیار حائز اهمیت است. پاداچی (۲۰۰۶) در پژوهش خود نشان داد که حدود سی درصد از بالا بودن چرخه تبدیل وجه نقد به خاطر عدم شناخت شرایط حاکم بر دوره وصول حساب‌های دریافتنی است. شمس الدینی (۱۳۹۱) نیز در پژوهش خود نشان داد در شرایط رکود اقتصادی که رشد شرکت‌ها پائین است و در این دوران شرکت‌ها زمان بیشتری برای وصول مطالبات نیاز دارند. بنابراین شرکت‌ها در دوران رکود اقتصادی باید سطوح بالاتری از اجزاء سرمایه‌درگردش را برای عملکرد خود نگهداری کنند و به سرمایه‌درگردش اهمیت بیشتری دهند تا با مشکل نقدینگی برخورد نکنند. به طور کلی دوره وصول مطالبات کارآیی واحد انتفاعی را در وصول وجه نقد مرتبط با فروش‌های نسیه نشان می‌دهد. علاوه بر این، نسبت مورد بحث سیاست‌های اعتباری واحد انتفاعی را نیز منعکس می‌کند. چنان‌چه مدت زمان بیشتری به مشتریان فرصت داده شود تا بدهی خودرا بپردازند، دوره وصول مطالبات نیز بیشتر خواهد بود. طولانی بودن نسبی دوره وصول مطالبات الزاما پدیده منفی محسوب نمی‌شود، زیرا سخت‌گیری بیش از حد در مورد وصول سریع مطالبات می‌تواند به کاهش فروش منجر گردد. افزایش دوره وصول مطالبات و تاثیر مثبت آن بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد نشان دهنده سطوح نگهداشت وجه نقد بیشتر است و بالعکس. توماس و همکاران (۲۰۰۸) در پژوهش‌های خود نشان دادند که شرکت‌ها در کوتاه مدت در عکس‌العمل به تکانه‌ی وجوه نقد به پس انداز وجه نقد و نگهداری وجه نقد و کاهش تامین مالی خارجی می‌پردازند و در بلندمدت به افزایش سرمایه‌گذاری و تامین مالی خارجی اقدام می‌نمایند و از این مباحث می‌توان نتیجه گرفت که عکس‌العمل و رفتار شرکت‌ها به وجوه نقد اضافی ناشی از جریان‌های نقدی ورودی موجب می‌شود که تغییرات چشم‌گیری بر روی سرمایه‌گذاری و تامین مالی خارجی، و بالطبع بر روی ساختار سرمایه و ساختار دارائی‌های شرکت داشته باشد به نحوی که به ازاء افزایش هر واحد در جریان وجوه نقد، ساختار دارائی‌ها و ساختار سرمایه نیز افزایش یابد (احمدی و همکاران، ۱۳۸۹).

لازم به ذکر است. همچنین متغیرهای اندازه شرکت و اهرم مالی معنی دار بوده و بر حساسیت سرمایه گذاری جریان وجوه نقد تاثیر دارند. اما متغیرهای عمر شرکت و نسبت سود تقسیمی معنی دار نبوده و بر حساسیت سرمایه گذاری تاثیر ندارند.

این نتیجه را این‌گونه می‌توان استدلال کرد که، شرکت‌هایی که اندازه کوچکتری دارند، نسبت به شرکت‌های بزرگ، از مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری برخوردار هستند. در نتیجه انتظار می‌رود که شرکت‌های

مذکور وجوه نقد بیشتری را نسبت به سایر شرکت‌ها نگهداری کنند (فروغی ودیگران، ۱۳۹۰). و در دسترسی به تامین منابع مالی خارجی با محدودیت مواجه می‌باشند و برای تامین منابع مالی بیشتر بر منابع داخلی خود تکیه می‌کنند(ارسلان و همکاران، ۲۰۰٦). لذا در این پژوهش متغیر اندازه شرکت که تاثیر معکوس و معنی دار بر سطوح نگهداشت وجه نقد داشته و با پژوهش‌های فروغی و دیگران (۱۳۹۰)، هواکیمین (۲۰۰۹)، گئورگ (۲۰۰۸)، کریمی و صادقی (۱۳۸۸)، عرب‌صالحی واشرفی (۱۳۹۰) و حسین‌پور فتمه‌سری (۱۳۸٤) مطابقت دارد.

فرضیه دوم: در این فرضیه تاثیر دوره گردش موجودی‌ها با توجه به محدودیت‌های تامین مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد مورد آزمون قرار گرفت.طبق نتایج حاصل از برآورد مدل، دوره گردش-موجودی‌هامعنی‌دار نبوده لذا فرضیه پژوهش مبنی بر تاثیر دوره گردش‌موجودی‌ها با توجه به محدودیت‌های تامین مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقدرد می‌شود. لازم به ذکر است. همچنین متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، عمر شرکت و نسبت سود تقسیمی معنی دار بوده و بر حساسیت سرمایه‌گذاری تاثیر دارند.

فرضیه سوم :در این فرضیه تاثیر دوره بازپرداخت بدهی با توجه به محدودیت‌های تامین مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد مورد آزمون قرار گرفت. نتایج بدست آمده ، نشان دهنده ی رابطه‌ی مثبت بین متغیر وابسته و این متغیر توضیحی وجود دارد. طبق نتایج حاصل از برآورد مدل، دوره باز پرداخت بدهی‌ها معنی‌دار بوده لذا فرضیه پژوهش مبنی بر تاثیر دوره باز پرداخت بدهی‌ها با توجه به محدودیت‌های تامین‌مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد تایید می‌شود. لازم به ذکر است، همچنین متغیرهای اندازه شرکت و اهرم مالی معنی‌دار بوده و بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد تاثیر دارند. اما متغیرهای عمر شرکت و نسبت سود تقسیمی معنی‌دار نبوده و بر حساسیت سرمایه‌گذاری تاثیر ندارند. در تفسیر نتایج می‌توان بیان نمود که، تمایل مدیران عالی به رشد زیاد مستلزم وجوهی مازاد بر آن‌چه که از طریق منابع داخلی ایجاد می‌گردد می-باشد، و بنابراین ممکن است مایل به انعقاد قراردادهای بدهی باشند(صلواتی و رسائیان، ۱۳۸٦)، و هزینه بدهی، هزینه‌ای است که شرکت برای تامین وجوه از طریق وام و یا انتشار اوراق‌قرضه بلندمدت متحمل می-شود(نوروش، ۱۳۸٤). شرکتی که مقدار زیادی از منابع موردنیاز خود را از طریق استقراض(بدهی) تامین نماید، در جذب منابع جدید به این شیوه دچار مشکل می‌شود، زیرا هر چه میزان بدهی شرکتی بالاتر برود، ریسک ورشکستگی آن شرکت افزایش می‌یابد. افزایش ریسک با افزایش بازده مورد انتظار تامین‌کنندگان وجوه همراه است و باعث افزایش هزینه بدهی می‌شود(ازکان و ازکان، ۲۰۰٤). بر اساس نتایج حاصل از پژوهش ارسلان(۲۰۰٦)، شرکت‌هایی که میزان بدهی آن‌ها بیشتر باشد، با مشکلات بیشتری در دستیابی به منابع خارجی مواجه بوده، و بیشتر بر منابع داخلی خود تکیه می‌کنند، و از حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد بالاتری

برخوردار هستند. بنابراین، می‌توان این‌گونه نتیجه گرفت که، افزایش/کاهش هزینه بدهی باعث افزایش/کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد می‌شود.

اهرم مالی میزان استفاده از بدهی برای تامین مالی را نشان می‌دهد. در تفسیر این نتیجه می‌توان بیان نمود که، شرکت‌های با اهرم مالی بالا، با مشکلات بیشتری در تامین وجوه خارجی مواجه هستند، بنابر این، این نوع شرکت‌ها برای تامین مالی بیشتر از منابع داخلی خود استفاده می‌کنند(گئورگ و همکاران، ۲۰۰۸)، در نتیجه بین اهرم مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد رابطه معناداری وجود دارد. نتیجه حاصل با نتایج حاصل از پژوهش، هواکیمین (۲۰۰۹) و گئورگ (۲۰۰۸) مطابقت دارد. هم‌چنین متغیر اندازه شرکت به عنوان یکی دیگر از محدودیت‌های مالی تاثیر مثبت و معنی‌داری بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد دارد. این نتیجه را این‌گونه می‌توان تفسیر نمود که، شرکت‌های کوچک و جوان نسبت به سایر شرکت‌ها، با مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری مواجه هستند، و در دسترسی به تامین منابع مالی خارجی با محدودیت مواجه می‌باشند و برای تامین منابع مالی بیشتر بر منابع داخلی خود تکیه می‌کنند(ارسلان و همکاران، ۲۰۰٦)، در نتیجه بین متغیر اندازه شرکت و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد رابطه معناداری وجود دارد. نتیجه مذکور، با نتایج حاصل از پژوهش هواکیمین (۲۰۰۹)، گئورگ (۲۰۰۸)، کریمی و صادقی (۱۳۸۸) و حسین‌پور فتمه‌سری (۱۳۸٤) مطابقت دارد. هم‌چنین متغیر نسبت سودتقسیمی تاثیر مثبت و معنی‌داری بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد ندارد و متغیر عمر شرکت هم معنادار نبوده و بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد تاثیر ندارد.

فرضیه چهارم : در این فرضیه بیان شد که دوره چرخه‌ی تبدیل وجه نقد با توجه به محدودیت‌های تامین‌مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد تاثیر دارد. نتایج بدست آمده نشان دهنده این مطلب است که چرخه تبدیل وجه نقد معنی‌دار نبوده لذا فرضیه پژوهش مبنی بر تاثیر چرخه تبدیل وجه نقد با توجه به محدودیت‌های تامین‌مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد رد می‌شود. لازم به ذکر است همچنین متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، عمر شرکت و نسبت سود تقسیمی معنی‌دار بوده و بر حساسیت سرمایه‌گذاری تاثیر دارند.

می‌توان به این موضوع نیز اشاره کرد که، متغیر عمر شرکت معیار مناسبی برای تعیین محدودیت‌های تامین مالی شرکت‌هاست که این نتیجه با یافته‌های ارسلان و همکاران (۲۰۰٦)، عرب‌صالحی و اشرفی (۱۳۹۰) و حسین‌پور فتمه‌سری (۱۳۸٤) مغایرت دارد. از طرفی نسبت سود تقسیمی معیار مناسبی برای تعیین محدودیت‌های

تامین مالی می‌باشد که با یافته‌های ارسلان و همکاران (۲۰۰٦)، عرب‌صالحی و اشرفی (۱۳۹۰) و حسین‌پور فتمه‌سری (۱۳۸٤) مطابقت دارد.

٥-٤- پیشنهادات پژوهش

پس از انجام مراحل یک پژوهش علمی، اگر پژوهش از یک روند سیستماتیک و پژوهش‌گرانه صورت گرفته باشد، پژوهش محققا می‌تواند نظراتی را هم در مورد یافته‌ها و نتایج پژوهش و هم راه‌کارها و پیشنهادهایی را به منظور بهبود و بسط پژوهش‌های آتی بیان کند (خاکی، ۱۳۹۰). بدین منظور در ادامه پیشنهادهایی مطابق با نتایج پژوهش و هم‌چنین برای پژوهش‌های آتی ارائه می‌شود.

٥-٤-١- پیشنهادهای مبتنی بر یافته‌های پژوهش

۱- مدیران شرکت‌ها میزان سرمایه‌درگردش را با توجه به در نظر گرفتن شرایط اقتصادی حاکم بر کشور مدیریت کنند.

۲- هر چه میزان استقراض (بدهی) شرکتی بالاتر برود، ریسک ورشکستگی آن شرکت افزایش می‌یابد. افزایش ریسک با افزایش بازده مورد انتظار تامین کنندگان وجوه همراه است و باعث افزایش هزینه بدهی می‌شود، بنابر این مدیران شرکت‌ها باید به دوره باز پرداخت بدهی‌های ایجاد شده در اثر استقراض توجه ویژه‌ای داشته باشند و در تصمیمات خود آن را لحاظ نمایند. از طرف دیگر، تامین کنندگان وجوه مالی نیز باید هزینه بدهی را در تصمیمات خود مدنظر قرار دهند.

۳- از آن‌جایی که هدف مدیران شرکت‌ها حداکثر کردن ثروت سهام‌داران است لذا در تصمیمات تامین منابع مالی و سرمایه‌گذاری خود باید هزینه‌های تامین مالی را با توجه به محدودیت های مالی مدنظر قرار دهند.
٤-در شرایط رکود اقتصادی به دلیل رشد پائین شرکت‌ها ممکن است زمان طولانی‌تری برای وصول حساب-های دریافتنی و افزایش موجودی‌ها نیاز داشته باشند. بنابراین در این دوران شرکت‌ها لازم است که سطوح بالاتری از اجزای سرمایه‌درگردش را برای عملکرد خود نگهداری کنند.

۵-٤-۲ - پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی

با انجام پژوهش، راه به سوی پژوهش‌های بعدی باز می‌شود و لزوم انجام پژوهش‌های بیشتری احساس می-گردد. با توجه به ادبیات و پیشینه پژوهش موضوعات زیر برای انجام پژوهش توسط سایر پژوهشگران پیشنهاد گردید.

۱-با توجه به این‌که در این پژوهش تاثیر مدیریت سرمایه‌درگردش که یک معیار چند بعدی است، مورد پژوهش قرار گرفت لذا در پژوهش‌های بعدی تاثیر نقدشوندگی دارایی‌های فیزیکی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد مدنظر قرار داده شود و هم چنین نقدشوندگی سهام با توجه به محدودیت‌های تامین مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد مورد پژوهش قرار داد.

۲- از آن‌جایی که حساسیت بر دو نوع حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد و حساسیت نقدی جریان وجه نقد است و در این پژوهش حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد در نظر گرفته شده، در پژوهش‌های آتی می‌توان تاثیر نقدشوندگی دارایی و هزینه‌های تامین مالی با توجه به محدودیت‌های تامین مالی بر حساسیت نقدی جریان وجه نقد مورد پژوهش قرار گیرد.

۳- بررسی رابطه بین هزینه‌های تامین مالی و نقد شوندگی دارایی ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

٤- در فرایند رشد و توسعه اقتصادی کشور، توصیه می شود مطالعات بیشتری در خصوص عوامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها صورت گیرد و آثار عوامل کلان اقتصادی، سیاسی، اجتماعی، کوته نگری مدیران، دسترسی به منابع تامین مالی، وجود یارانه‌ها و بهره‌وری صنایع بررسی گردد.

۵- - با توجه به اهمیت مدیریت سرمایه‌درگردش در تامین مالی از محل اعتبارات کوتاه مدت و همچنین اثر آن بر تصمیمات بلند مدت تامین مالی و رهایی از محدودیت های تامین مالی به مدیران مالی پیشنهاد می‌شود که نسبت به زمانبندی موثر دوره بازپرداخت بدهی‌ها و دوره وصول مطالبات دقت کافی داشته باشند تا شرکت‌ها در شرایط بحرانی قادر به تامین مالی از خارج از شرکت باشند.

۵-۵ - محدودیت‌های پژوهش

۱-از آن‌جایی که برای انتخاب نمونه از میان شرکت‌های جامعه آماری، ویژگی‌هایی که قبلا اشاره شد، مبنا قرار داده شده است، لذا تعمیم نتایج به آن گروه از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که دارای ویژگی-های متفاوتی با نمونه مورد نظر هستند باید با احتیاط صورت گیرد.

۲- از آن‌جایی که روش نمونه‌گیری بر مبنای حذف سیستماتیک اعمال شده است، لذا امکان آزمون فرضیه‌های پژوهش بر حسب صنعت وجود نداشته است.

۳-عدم استقرار برنامههای زمانی ویژه جهت وصول مطالبات و یا باز پرداخت بدهی ها، دوره گردش موجودیها در برخی شرکتها می تواند تا حد زیادی بر چرخه تبدیل وجه نقد اثرگذار باشد.

٤-وضعیت سیاسی، اقتصادی و فرهنگی کشور و جو روانی حاکم بر بورس اوراقبهادار تهران و سطح آگاهی افراد مشارکت کننده بازار سرمایه بر عرضه و تقاضا، حجم مبادلات و رونق یا رکود بازار تاثیر میگذارد که متغیرهای پژوهش را تحت تاثیر قرار می دهد.

۵-اعمال سیاستهای شخصی مدیران به جای سیاستهای اصولی و هدفمند در شرکتهای ایرانی که منجر به کاهش و یا افزایش چرخه تبدیل وجه نقد میشود.

۵-٦- خلاصه فصل

در این فصل به بیان نتایج نهایی و تفسیر یکایک فرضیه‌های پژوهش پرداخته شد. همچنین پیشنهاداتی در ارتباط با نتایج پژوهش و همچنین مرتبط با پژوهش‌های آتی ارائه شد. در نهایت نیز محدودیت‌های پژوهش ارائه گردید.

منابع و مآخذ

منابع فارسی

۱. احمدی، حسن؛ جمالی، غلامرضا؛ آقایی، محمدعلی (۱۳۸۹). بررسی تاثیر تکانه‌های جریان وجوه‌نقد عملیاتی بر ساختار دارایی و سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۲ (۸)، ۵۹-۳۹ .

۲. استیری، زهره (۱۳۸۰). بررسی محتوای اطلاعاتی مخارج سرمایه ای در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.

۳. ایزدی‌نیا، ناصر؛ تاکی، عبدالله (۱۳۸۹). بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر قابلیت سوددهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران،فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۲ (۵)،۱۳۹-۱۲۰.

٤. آذر، عادل (۱۳۹۰). آمار وکاربرد آن در مدیریت (۲)، تهران: انتشارات سمت.

۵. آقایی، محمدعلی؛ نظافت، احمدرضا؛ ناظمی اردکانی، مهدی؛ جوان، علی اکبر (۱۳۸۸). بررسی عوامل موثر بر موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱ (۲)، ۷۰-۵۳

٦. بهارمقدم، مهدی؛ محمدرضاخانی، وحید و هوشمند زعفرانیه، رحمت اله. (۱۳۹۱). بررسی اثر ویژگی های خاص شرکتها بر مدیریت سرمایه در گردش، پژوهشهای تجربی حسابداری مالی، ش ٤، صص ۷۱-۸۹.

۷. پیشکاری، مژگان (۱۳۷۵). بررسی مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های منتخب ایرانی. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.

۸. تقوی، مهدی (۱۳۸۰).مدیریت مالی۱. انتشارات دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.

۹. تهرانی، رضا؛ حصارزاده، رضا (۱۳۸۸).تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری. تحقیقات حسابداری، ۳ (۳).

۱۰. تهرانی، رضا؛ نوربخش ،عسکر (۱۳۸۵). مدیریت سرمایه گذاری. تهران: انتشارات نشر نگاه دانش.

۱۱. جعفری صمیمی، احمد (۱۳۷۸).اقتصاد سنجی به زبان ساده. بابلسر: دانشگاه مازندران.

۱۲. جهانخانی، علی؛ کنعانی، منصور (۱۳۸۵). ارائه مدل تعیین مخارج سرمایه ای درشرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از اطلاعات حسابداری. دو ماهنامه علمی _پژوهشی دانشگاه شاهد، دوره جدید.

۱۳. حافظ‌نیا، محمدرضا (۱۳۹۱). مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی(تجدید نظر اساسی با اضافات). تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت) مرکز تحقیق و توسعه علوم انسانی.

۱٤. حسن‌پور، شیوا (۱۳۸۸). بررسی تأثیر استراتژی‌های سرمایه در گردش بر بازده سهام. فصلنامه حسابداری مالی، ۱ (۱)، ص۱۹-۱.

۱۵. حسین پور، زهرا(۱۳۸۳). بررسی عوامل موثر بر حساسیت سرمایه گذاری- جریان نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان.

۱٦. خاکی، غلامرضا (۱۳۹۰). روش تحقیق با رویکرد پایان‌نامه نویسی. تهران: انتشارات بازتاب.

۱۷. رضازاده، جواد؛ حیدریان، جعفر (۱۳۸۹). تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های ایرانی. فصلنامه پژوهش‌های مالی، ص۲۰-۱.

۱۸. رهنمای رودپشتی، فریدون؛ کیایی، علی (۱۳۸۸). بررسی و تبیین استراتژی های مدیریت سرمایه درگردش در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش و پژوهش حسابداری، ٤ (۱۳)، ص ۱۳-۱.

۱۹. رهنمای رودپشتی، فریدون؛ نیکو مرام، هاشم؛ شاهوردیانی، شادی (۱۳۹۰). مدیریت مالی و راهبردی. تهران: حکیم باشی.

۲۰. شمس الدینی، زهرا (۱۳۹۱). تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت در چرخه‌های تجاری مختلف در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه باهنر کرمان.

۲۱. طالبی، محمد (۱۳۷۷). بررسی وضعیت موجود مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های ایرانی،پایان-نامه دکتری، دانشگاه تهران.

۲۲. عربصالحی، مهدی؛ اشرفی، مجید (۱۳۹۰). نقش ذخائر نقدی در تعیین حساسیت- سرمایه گذاری جریان نقدی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش های حسابداری مالی، ۳ (۳)، ص ۹٤-۷۵.

۲۳. فتحی،سعید؛ توکلی، سیدیاسین (۱۳۸۸). بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه درگردش و عملکردمالی بنگاه‌های اقتصادی. مجله بررسی‌های بازرگانی، شماره ۳٦، ص ۱۱٦-۱۰٤.

۲٤. فروغی، داریوش؛ رسائیان، امیر؛ زارع، سحر؛ سعیدی، علی؛ (۱۳۹۰). تاثیر کیفیت سود بر میزان نگهداری وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی، ۲ (۱٦)، ۸۱-۵۷ .

۲۵. قهدریجانی، مهدی(۱۳۸۵). بررسی سیاست‌های سرمایه در گردش خودروسازی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های۱۳۷۷ تا ۱۳۸۳ و رابطه آن با بازده. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

۲٦. کاشانی پور، محمد؛ نقی نژاد، بیژن (۱۳۸۹). محدودیت های مالی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان های نقدی در بورس اوراق بهادار. مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، ۲ (۲)، ص ۷٤-۵۱.

۲۷. کاشانی‌پور، محمد؛ نقی نژاد، بیژن (۱۳۸۸). بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد. تحقیقات حسابداری، شماره ۲، صص ۹۳-۷۲ .

۲۸. کریمی، فرزاد؛ صادقی، محسن (۱۳۸۸). محدودیت های مالی داخلی و خارجی و رابطه آن با سرمایه گذاری در دارایی های سرمایه ای در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۱ (٤)، صص ۵۸-٤۳.

۲۹. گلدسته، اکبر؛ آقاکریمی، سعید؛ خدارحمی، مصطفی؛ ترابی، محمود و اصغری، راحله (۱۳۷۷).راهنمای کاربران SPSS. مرکز فرهنگی انتشاراتی حامی.

۳۰. مجتهدزاده، ویدا؛ احمدی، فاطمه (۱۳۸۸). کیفیت سود، اطلاعات حسابداری و مخارج سرمایه‌ای. مجله پیشرفت‌های حسابداری، شماره ۱، صص ۱٤۷-۱٦۹ .

۳۱. محمدی، محمد (۱۳۸٦). بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش واجزا آن با سودآوری شرکت-ها. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد مشهد.

۳۲. مرادی،جواد؛ احمدی غلامرضا (۱۳۹۰). تعیین عوامل موثر بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها در عرصه بازارهای ناقص. مجله پژوهش های حسابداری مالی ، ۳ (۲)، صص ۱۳۶-۱۲۵.

۳۳. مشایخی، بیتا؛ فدایی نژاد، محمد اسماعیل؛ رحمانی، راحله (۱۳۸۹). مخارج سرمایه ای، اقلام تعهدی، وبازده سهام. مجله پژوهش های حسابداری مالی دانشگاه اصفهان ، شماره اول.

۳٤. مهرگان، نادر؛ اشرف زاده، سیدحمیدرضا (۱۳۸۷). اقتصادسنجی پانل دیتا ، موسسه تحقیقات تعاون، دانشگاه تهران.

۳۵. وکیلی‌فرد، حمیدرضا (۱۳۹۲). تصمیم گیری در مسائل مالی. انتشارات جنگل..

۳٦. واعظ، سید علی؛ قلمبر، محمد حسین ؛ قنواتی، نسرین و رحمانی، فاطمه.(۱۳۹۳). بررسی رابطه تمرکز مالکیت و ساختار هیأت مدیره با کارایی مدیریت سرمایه‌در گردش. فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی، سال دوم، شماره چهارم، صص ۱۲۸-۱۱۳.

۳۷. یعقوب نژاد، احمد؛ وکیلی فرد، حمیدرضا؛ بابایی، احمدرضا (۱۳۸۹). ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، شماره دوم، ص ۱۳۷-۱۱۷.

منابع خارجی

1-Acharya, v; Almeida, H; Campello, M (2004). Is Cash negative debt? Working paper.

2-Allayannis, G; Mozumdar, A (2004). The impact of negative cash flow and influcntial obscrvalions on investment cash flow sensitivity estimates. Journal of banking & finance¸ 28(90), 1-930.

3-Almeida, H; Campello, M; Weisbach, M.s (2004).The Cash Flow Sensitivity of Cash.Accepted Paper Series in AFA 2004 San Diego Meetings.

4-Almeida, H; Campello,M; Weisbach, M.S(2003). The cash flow sensitivity of cash. Working paper.

5-Arslan, O; Florackis, C; Ozkan, A (2006). The role of cash holdings in reducing investment-cash flow sensitivity, Evidence from a financial crisis period in an emerging markets review, 7: 320-338

6-Baltagi, BH (2005).Econometric Analysis of Panel Data.John Wiley & Sons Inc, 3rd Edition, New York, USA.

7-Baum, c; Schafer, d; talavera, o (2011). The impact of financial system structure on frim financial constraints.Journal of inter national money and finance 30, 678-691.

8-Clacssens, S; Fan, J, P, H,. Lang, L, H, P(2006). The benefits and costs of group affiliation: Evidence from East Asia Emerging Markets Review 7, 1-26.

9-Deloof, M (2003). Does Working Capital Management Affects Profitability of Belgian Firms?.Journal of Business Finance &Accounting, Vol.30, No.3&4, pp. 57387.

10-Ding, S; alessandra, G; knight, J (2012). Investment and financing constraints in china: does working capital management make a difference?.journal of banking & finance.

11-Dittmar, A; Mahrt-Smith, J. & H. Servaes (2006). "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 38, PP. 111–133.

12-Eljelly,M. A(2004). Liquidity – ProfitabilityTradepff:an Empiricial Inevastigation in anEmerging Market,IJCM ,Vol ..14, No.2,pp. 4861.

13-Enqvist,j; Michael, G; Nikkinen, J (2011). The impact of working capital management on frim profitability in difference business cysles: Evidence of finland. www.ssrn.com.

14-Fazzary, S; Hubbard, R; Petersen,B (1988). Financing Constraints and BrookingsPapers on (2), 141–195.

15-Ferreira, M.A; Vile la¸ A (2004).way Do Firms Hold cash? Evidence from Emu countries.European Financial management.

15-G. Michalski (2007).Small and Medium Enterprises Accounts Receivable Management With Value of Liquidity in View. Finansowe Aspekty Funkcjonowania Malych i Srednich Przedsiebiorstw, pp. 357-369.

16-George, R; Rezaul, K; Qian¸ J (2008).Investment-Cash Flow Sensitivity andFinancial Constraints:An Analysis of Indian Business Group Firms, available at SSRN.com,id=683725.

17-Gill, A; Biger, N; Mathur,N (2010). The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States. Business and Economics Journal, Volume 2010: BEJ-10.

18-Goolsbee, A (1998). Investment TaxIncentives, Prices, and the Supply of CapitalGoods.Quarterly Journal of Economics, Vol.113 , No. 1, pp. 121-148.
19-Guariglia, A (2008). Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: Evidence from a panel of UK firms. Center for Finance and Credit Markets Working Paper No. 07/03, University of Nottingham.
20-Gujarati, Damodar (2004).Basic Econometrics, Mc-Graw-Hill, Fourth Edition, United States.
21-Havoutis, N (2003).profitability in the balance. Afp exchange, vol. 23, no. 6, pp.34-38.
22-Hill, R.C, Griffiths, W.E and Lim, G. C, Principles of Econometrics, Fourth Edition .
23-Hovakimian, A.G; Hovakimian¸ G (2009).Cash Flow Sensitivity of Investment.European Financial Management, 15 (1): 47-65.
24-Hubbard, R (1998). Capital-market imperfections and investment.Journal of economic literature 36, 193-225.
25-Kadapakkam, P. R.; Kumar, P. C. ; Riddick, L. A (1998). The Impact of Cash Flows and Firm Size on Investment: The International Evidence. Journal of Banking & Finance. 2: 293-320.
26-Kumardutta, S (2007). Better Inventory Management through Exchange Curves. The Icfai Journal of Operations Management, Vol. 6, No. 3, pp. 18-28.
27-Marchica. M. T; Mura, R (2007). Cash Holding Policy and Ability to Invest: How do Firms Determine their Capital Expenditures? Working paper.
28-Nini, G; Smith, D; Sufi,A (2008).Creditor Control Rights and FirmInvestment Policy. Available at SSRN.com.
29-Nobancee,H; ALHajjar¸ M (2010). A Note on Working Capital Management andCorporate Profitability of Japanese Frims.Abu Dhabi University and The Hashmite University Date Posted: July 15.
30-Ozkan, A; Ozkan, N (2004). CorporateCash Holding?An Empirical Investigatinof UK ompanies. Journal of Banking &Finance 28(9) , 2103-2134.
31-Padachi, K (2006).Trends in Working Capital Management and its Impact on Firms Performance.International Review of Business Research Papers .Vo.2 No. 2.October, Pp. 45 -58.
32-rahman¸ A; nasr, M .(2007). working capital management and profitability case of Pakistani firms.. internationalreview of business research papers vol.1, $p_{p.}$279-300.
33-Schilling,G(1996)Working Capital's Rolein Maintaining Corporate Lliquidity. TMA,Vol.16,No.5,pp. 47, 1996.
34-Sumitra, N (2005). Investment, financial constraints and financial liberalization: some stylized facts from developing economy, India. Journal of Asian economics 16, 704-718.
35-Verdi, k (2006).financial reporting quality and investment efficiency. M.i.t. working paper.
36-wang,F (2005). Corporate liqudty and equity retunes. Working paper.
37-Taleb, G.A., Zoued, A.N. &Shubiri, F.N. (2010).‟‟The Determinants of Effective Working Capital Management Policy: A Case Study on Jordan”. Interdisciplinary Journal of ContemporaryResearch.

پیوست‌ها

ردیف	نام شرکت	ردیف	نام شرکت	ردیف	نام شرکت

۱	گروه تولیدی مهرام	۲۵	داروسازی جابربن حیان	٤۹	آلومینیوم ایران
۲	لبنیات کالبر	۲٦	داروسازی رازک	۵۰	نورد و تولید قطعات
۳	بهنوش	۲۷	داروسازی فارابی	۵۱	کالسیمین
٤	سالمین	۲۸	داروسازی لقمان	۵۲	پلاسکوکار سایپا
۵	شیر پگاه خراسان	۲۹	داروسازی کوثر	۵۳	گروه صنعتی سدید
٦	نوش مازندران	۳۰	داروسازی کیمیدارو	۵٤	آرتاویل تایر
۷	شیر پگاه اصفهان	۳۱	داروسازی اسوه	۵۵	پلاستیران
۸	پگاه آذربایجان	۳۲	داروسازی شیمی دارویی	۵٦	صنعتی بارز
۹	لبنیات پاستوریزه پاک	۳۳	زغال سنگ نگین طبس	۵۷	نسوز آذر
۱۰	کیوان	۳٤	کشاورزی مگسال	۵۸	شیشه قزوین
۱۱	سیمان کارون	۳۵	ماشین‌آلات هپکو	۵۹	سایپا شیشه
۱۲	سیمان مازندران	۳٦	گل گهر	٦۰	تولیدی گاز و لوله
۱۳	سیمان صوفیان	۳۷	معادن منگنز ایران	٦۱	حمل و نقل توکا
۱٤	سیمان شاهرود	۳۸	نفت پارس	٦۲	تایدواتر خاورمیانه
۱۵	سیمان شمال	۳۹	داده‌پردازی ایران	٦۳	ایرکا پارت صنعت
۱٦	کاشی پارس	٤۰	کنتور سازی ایران	٦٤	زامیاد
۱۷	کاشی سینا	٤۱	دوده صنعتی پارس	٦۵	نصیر ماشین
۱۸	کاشی اصفهان	٤۲	نیرو کلر	٦٦	فنرسازی زر
۱۹	سرامیک نیلو	٤۳	پتروشیمی اصفهان	٦۷	سایپا
۲۰	چینی ایران	٤٤	شیمیایی کف	٦۸	ایران خودرو
۲۱	البرز دارو	٤۵	پتروشیمی خارک	٦۹	گروه بهمن
۲۲	پارس دارو	٤٦	نیرو ترانس	۷۰	پتروشیمی آبادان
۲۳	ایران دارو	٤۷	کارخانجات شهیدقندی		
۲٤	داروسازی ابوریحان	٤۸	فولاد امیرکبیر کاشان		

معادله اول:

```
. xtabond cash ito cflow cfito size videnд fl age gbus, inst(cflow) lags(1) maxldep(3) maxlags(1) twostep artests(2)

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation  Number of obs         =       275
Group variable: sherkat                      Number of groups      =        70
Time variable: time
                                             Obs per group:    min =         2
                                                               avg =  3.928571
                                                               max =         4

Number of instruments =     19               Wald chi2(9)          =  70830.82
                                             Prob > chi2           =    0.0000
Two-step results
```

cash	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
cash						
L1.	-4.356015	1.035955	-4.20	0.000	-6.386449	-2.325581
ito	-.0000124	.0000263	-0.47	0.638	-.0000639	.0000391
cflow	.0393307	.0457736	0.86	0.390	-.0503838	.1290452
cfito	9.77e-06	7.36e-06	1.33	0.185	-4.66e-06	.0000242
size	-9.486238	1.983771	-4.78	0.000	-13.37436	-5.598117
videnд	300.6845	70.47949	4.27	0.000	162.5473	438.8218
fl	-1.052529	.3236051	-3.25	0.001	-1.686783	-.4182744
age	.6088291	.129941	4.69	0.000	.3541494	.8635089
gbus	-.5976059	.2907763	-2.06	0.040	-1.167517	-.0276948
_cons	48.82825	10.47804	4.66	0.000	28.29167	69.36484

```
Warning: gmm two-step standard errors are biased; robust standard
         errors are recommended.
Instruments for differenced equation
        GMM-type: L(2/4).cash
        Standard: D.ito D.cflow D.cfito D.size D.videnд D.fl D.age D.gbus cflow
Instruments for level equation
        Standard: _cons

. estat sargan
Sargan test of overidentifying restrictions
        H0: overidentifying restrictions are valid

        chi2(9)      =  12.92566
        Prob > chi2  =    0.1660

. estat abond

Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors
```

Order	z	Prob > z
1	1.4167	0.1566
2	-.66798	0.5041

H0: no autocorrelation

معادله دوم:

```
. xtabond cash dso cflow cfdso size videnд fl age gbus, inst(cflow) lags(1) maxldep(3) maxlags(1) twostep artests(2)

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation  Number of obs         =       275
Group variable: sherkat                      Number of groups      =        70
Time variable: time
                                             Obs per group:    min =         2
                                                               avg =  3.928571
                                                               max =         4

Number of instruments =     19               Wald chi2(9)          =  67950.04
                                             Prob > chi2           =    0.0000
Two-step results
```

cash	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
cash						
L1.	-4.273798	1.002598	-4.26	0.000	-6.238854	-2.308742
dso	-.0010978	.0006504	-1.69	0.091	-.0023725	.0001769
cflow	.0390527	.0435759	0.90	0.370	-.0463546	.1244599
cfdso	.0000217	9.39e-06	2.32	0.021	3.34e-06	.0000401
size	-9.589335	1.928473	-4.97	0.000	-13.36907	-5.809599
videnд	294.6914	68.16592	4.32	0.000	161.0886	428.2941
fl	-1.059878	.3185289	-3.33	0.001	-1.684183	-.4355726
age	.6328637	.1275759	4.96	0.000	.3828196	.8829078
gbus	-.5573996	.2859055	-1.95	0.051	-1.117764	.0029649
_cons	49.30799	10.19999	4.83	0.000	29.31638	69.29961

```
Warning: gmm two-step standard errors are biased; robust standard
         errors are recommended.
Instruments for differenced equation
        GMM-type: L(2/4).cash
        Standard: D.dso D.cflow D.cfdso D.size D.videnд D.fl D.age D.gbus cflow
Instruments for level equation
        Standard: _cons

. estat sargan
Sargan test of overidentifying restrictions
        H0: overidentifying restrictions are valid

        chi2(9)      =  12.82125
        Prob > chi2  =    0.1709

. estat abond

Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors
```

Order	z	Prob > z
1	1.4875	0.1369
2	-.68352	0.4943

```
  H0: no autocorrelation

.
```

معادله سوم:

```
. xtabond cash ccc cflow cfccc size vidend fl age gbus, inst(fl) lags(1) maxldep(4) maxlags(1) twostep artests(2)

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation  Number of obs         =       275
Group variable: sherkat                      Number of groups      =        70
Time variable: time
                                             Obs per group:    min =         2
                                                               avg =  3.928571
                                                               max =         4

Number of instruments =     20               Wald chi2(9)          =  77071.84
                                             Prob > chi2           =    0.0000
Two-step results
```

cash	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
cash						
L1.	-3.500042	1.02468	-3.42	0.001	-5.508378	-1.491707
ccc	-7.14e-06	.0000367	-0.19	0.846	-.000079	.0000647
cflow	.0727671	.0499992	1.46	0.146	-.0252295	.1707638
cfccc	4.94e-06	3.96e-06	1.25	0.213	-2.82e-06	.0000127
size	-11.42994	1.899003	-6.02	0.000	-15.15192	-7.707962
vidend	242.7409	69.6591	3.48	0.000	106.2116	379.2703
fl	-1.539898	.2863417	-5.38	0.000	-2.101117	-.9786784
age	.757293	.1253324	6.04	0.000	.5116459	1.00294
gbus	-.4981367	.2890488	-1.72	0.085	-1.064662	.0683885
_cons	58.17379	10.0639	5.78	0.000	38.44891	77.89866

```
Warning: gmm two-step standard errors are biased; robust standard
         errors are recommended.
Instruments for differenced equation
        GMM-type: L(2/5).cash
        Standard: D.ccc D.cflow D.cfccc D.size D.vidend D.fl D.age D.gbus fl
Instruments for level equation
        Standard: _cons

. estat sargan
Sargan test of overidentifying restrictions
        H0: overidentifying restrictions are valid

        chi2(10)     =  14.11273
        Prob > chi2  =    0.1679

. estat abond

Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors
```

Order	z	Prob > z
1	.76121	0.4465
2	.06286	0.9499

```
  H0: no autocorrelation
```

معادله چهارم:

```
. xtabond cash dpo cflow cfdpo size videnд fl age gbus, inst(gbus cflow) lags(1) maxldep(3) maxlags(1) twostep artests(2)

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation  Number of obs         =       275
Group variable: sherkat                      Number of groups      =        70
Time variable: time
                                             Obs per group:    min =         2
                                                               avg =  3.928571
                                                               max =         4

Number of instruments =     20               Wald chi2(9)          =  69153.34
                                             Prob > chi2           =    0.0000
Two-step results
```

cash	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
cash						
L1.	-4.150871	.9229782	-4.50	0.000	-5.959875	-2.341867
dpo	-.0004118	.0002428	-1.70	0.090	-.0008878	.0000641
cflow	.0437134	.040089	1.09	0.276	-.0348597	.1222865
cfdpo	.0000496	.0000388	1.28	0.201	-.0000264	.0001256
size	-9.918966	1.749279	-5.67	0.000	-13.34749	-6.490442
videnд	286.8647	62.89623	4.56	0.000	163.5903	410.139
fl	-1.104313	.2978345	-3.71	0.000	-1.688058	-.5205679
age	.6444628	.1146432	5.62	0.000	.4197662	.8691593
gbus	-.5768961	.2847722	-2.03	0.043	-1.135039	-.0187528
_cons	51.06267	9.243806	5.52	0.000	32.94515	69.1802

```
Warning: gmm two-step standard errors are biased; robust standard
         errors are recommended.
Instruments for differenced equation
        GMM-type: L(2/4).cash
        Standard: D.dpo D.cflow D.cfdpo D.size D.videnд D.fl D.age D.gbus gbus cflow
Instruments for level equation
        Standard: _cons

. estat sargan
Sargan test of overidentifying restrictions
        H0: overidentifying restrictions are valid

        chi2(10)     =  13.13588
        Prob > chi2  =    0.2162

. estat abond

Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors
```

Order	z	Prob > z
1	1.1553	0.2480
2	-.49519	0.6205

```
   H0: no autocorrelation

.
```

ABSTRACT

It is very important to have a proper knowledge and understanding of the factors effective in decision makings by managers regarding the fixed investment and capital costs due to their effects on the performances of the companies. The present research is going to study the effect of investing in fixed capital regarding the limitations of financing on the sensitivity of cash flows. Toanalyze the data we will use a regression model. The time period for the present research started from the beginning of the year 1385 (21st March 2006) up to the end of the year 1390 (20th March 2011) and the statistical sample of the research was collected by using the systematic deletion method including 70 companies from among companies present in Tehran Stock Exchange. The results of the present research showed that the effect of fixed investing, regarding the limitations of financing such as firm size, firm age, the ratio of
dividends, financial leverage, and the business group on the sensitivity of cash flows is not meaningful but it has a positive and meaningful effect.

Key words: Capital costs, Limitations of financing, Sensitivity of cash flow