[2-1 مقدمه 16](#_Toc399941646)

[2-2 تعریف و ماهیت سرمایه در گردش 17](#_Toc399941647)

[2-3 اهمیت رشد دارایی ها و سرمایه در گردش 19](#_Toc399941648)

[2-4 مدیریت سرمایه در گردش 21](#_Toc399941649)

[2-5 اهمیت مدیریت سرمایه درگردش 23](#_Toc399941650)

[2-6 استراتژی های گوناگون در سیاست ها ی مطلوب 24](#_Toc399941651)

[2-7 استراتژی چیست؟ 25](#_Toc399941652)

[2-7-1 ماهیت و اهداف استراتژی 26](#_Toc399941653)

[2-7-2 سلسله مراتب و انواع استراتژی ها 27](#_Toc399941654)

[2-7-3 عوامل اساسی در استراتژی مالی 28](#_Toc399941655)

[2-8 روند سرمایه در گردش 30](#_Toc399941656)

[2-9 تجزیه وتحلیل سرمایه در گردش 32](#_Toc399941657)

[2-9-1 مراحل تجزیه و تحلیل سرمایه در گردش 33](#_Toc399941658)

[2-9-2 تغییرات سرمایه در گردش 34](#_Toc399941659)

[2-9-2-1 تغییرات در ارزش ویژه 34](#_Toc399941660)

[2-9-2-2 تغییرات در بدهی بلند مدت 35](#_Toc399941661)

[2-9-2-3 تغییرات در دارایی های ثابت 36](#_Toc399941662)

[2-10 سیستم جامع مدیریت سرمایه در گردش (نقدینگی) 37](#_Toc399941663)

[2-10-1 شرایط درونی 37](#_Toc399941664)

[2-10-2 الزامات و شرایط محیطی مدیریت نقدینگی 39](#_Toc399941665)

[2-11 عوامل تعیین کننده میزان سرمایه در گردش 41](#_Toc399941666)

[2-12 استراتژی های سرمایه در گردش 45](#_Toc399941667)

[2-12-1 استراتژی های دارایی جاری 46](#_Toc399941668)

[2-12-2 استراتژی های بدهی جاری 47](#_Toc399941669)

[2-12-3 استراتژی مطلوب(بهینه) 48](#_Toc399941670)

[2-13 تصمیم گیری راجع به نقدینگی در شرایط بازار کامل 49](#_Toc399941671)

[2-14 راه حل های شرکت با این شرایط 50](#_Toc399941672)

[2-14-1 مدیریت موجودی ها و حساب های دریافتنی 51](#_Toc399941673)

[2-14-2 مدیریت بدهی های جاری 53](#_Toc399941674)

[2-15 نگرش های مختلف راجع به اندازه گیری نقدینگی 54](#_Toc399941675)

[2-16 معیارهای اندازه گیری نقدینگی 54](#_Toc399941676)

[2-16-1 معیارهای سنتی نقدینگی 55](#_Toc399941677)

[2-16-2 معیارهای نوین نقدینگی 60](#_Toc399941678)

[2-17 تجزیه وتحلیل نسبت های سرمایه در گردش 70](#_Toc399941679)

[2-17-1 نسبت های نقدینگی و نسبت آنی 72](#_Toc399941680)

[2-17-2 نسبت های مالی و استراتژی سرمایه در گردش 73](#_Toc399941681)

[2-18 تغییرات قیمت سهام 74](#_Toc399941682)

[2-19 اهمیت تغییرات قیمت سهام 75](#_Toc399941683)

[2-20 مکاتب قیمت گذاری سهام 77](#_Toc399941684)

[2-21 عوامل موثر بر تغییرات قیمت سهام 78](#_Toc399941685)

[2-21-1 عوامل کلان 78](#_Toc399941686)

[2-21-2 عوامل خرد 81](#_Toc399941687)

[2-22 منشا پیدایش، اهداف ارزش افزوده نقدی 86](#_Toc399941688)

[2-23 ارزش افزوده نقدی 87](#_Toc399941689)

[2-23-1 ارزش افزوده نقدی از دیدگاه حسابداری 88](#_Toc399941690)

[2-23-2 ارزش افزوده نقدی از دیدگاه مالی 88](#_Toc399941691)

[2-24 چارچوب نظری پژوهش 88](#_Toc399941692)

[2-25 پیشینه تحقیق 90](#_Toc399941693)

[2-25-1 تحقیقاتی داخلی 90](#_Toc399941694)

[2-25-2 تحقیقات خارجی 95](#_Toc399941695)

# 2-1 مقدمه:

مدیریت سرمایه در گردش یکی از فاکتور های اصلی مدیریت مالی در شرکت شناخته می شود. به طور کلی مدیریت سرمایه در گردش مشتمل بر مدیریت انواع دارایی های جاری و منابع تامین کننده مالی کوتاه مدت است و علاوه بر آن، تصمیمات مربوط به تامین مالی بلند مدت، برای پشتیبانی مالی از دارایی های جاری واحد انتفاعی را نیز در بر می گیرد(شباهنگ،1383). محدودیت در منابع مالی بانک ها و سایر موسسات اعتبار دهنده باعث شد شرکتها در سطح وسیعی اقدام به انتشار سهام نمایند، در نتیجه محل جدیدی برای سرمایه گذاری به نام بورس اوراق بهادار تشکیل شد، که یکی از اهداف مهم تشکیل آن، ایجاد سازوکار منظم و شفاف در تقابل عرضه و تقاضا برای تعیین قیمت دارایی های مالی است. میزان نقدینگی سهام یکی از معیار های مهم تصمیم گیری جهت خرید و فروش سهام شرکت ها است و سهام شرکت هایی که به طور روزمره در بورس تهران مورد معامله قرار می گیرد، قابلیت نقدینگی بیشتری نسبت به شرکت هایی که معاملات کمتری روی سهام آنها صورت می گیرد، دارند. لیکن تغییر قیمت نیز مستلزم انجام معامله است(فصلنامه بصیرت، 1389).

یک ایده پذیرفته شده این است که نقش مدیران، حداکثر کردن ثروت سهامداران از طریق تخصیص بهینه منابع است. به منظور عملیاتی کردن این هدف، ثروت سهامداران از گذشته یا از طریق معیارهای استاندارد حسابداری(مثل: سود عملیاتی، سود خالص عملیاتی) مورد ارزیابی قرار گرفت، نسبت های مالی(سود هر سهم، بازده بر دارایی ها، بازده بر سرمایه) نمایانگر عملکرد شرکت بود. اخیرا با ابداع معیاری تحت عنوان ارزش افزوده نقدی(CVA)، سرمایه گذاران و مدیران شرکت ها می توانند عملکرد مدیریت را در قبال ارزشی که برای سهامداران ایجاد شده ارزیابی کنند.

فصل دوم به چارچوب نظری اختصاص دارد. در این فصل ادبیات و سوابق تحقیق به اجمال ذکر می گردند. به طوری که در بخش اول (ادبیات تحقیق)، به بررسی متغیر های مورد مطالعه می پردازیم و در بخش دوم سعی شده است تحقیقاتی که در زمینه مدیریت سرمایه در گردش، تغییرات قیمت سهام و ارزش افزوده نقدی صورت پذیرفته است، به اجمال معرفی گردد.

# 2-2 تعریف و ماهیت سرمایه در گردش

برابر تعریف دانش حسابداری، معمولا دارایی های جاری، در طول یک سال، به پول نقد تبدیل می شود. مدیریت سرمایه در گردش بیشتر، در گیر سازماندهی دارایی های جاری، مانند وجه نقد، اوراق بهادار قابل فروش[[1]](#footnote-1)، حساب های دریافتنی، موجودی ها و بدهی های جاری است. پول به خودی خود، نقد ترین دارایی هاست، جدا از پول دارایی های دیگر دارای دو بعد می باشد: 1- زمان لازم برای تبدیل آنها به پول نقد 2- درجه اطمینان نسبت به نقد شدن آنها، یا قیمتی که برای تبدیل شدن دارایی به پول نقد، پرداخت شده است. اداره دارایی های ثابت، بیشتر، بخشی از بودجه بندی سرمایه به شمار می آید، حال آنکه برنامه ریزی تامین مالی بلند مدت به چگونگی ساختار سرمایه بستگی دارد.

مدیر مالی که در بیشتر وقت کاری خود، به اداره دارایی ها و بدهی های جاری می پردازد، باید همواره در اندیشه اداره سرمایه در گردش، که بیشتر به روش های دقیق تری نیاز دارد باشد. بیشتر کارهای بازرگانی که با مدیریت سرمایه در گردش سرو کار دارند، در سمت راست ترازنامه نوشته می شوند، جایی که برای بهینه سازی[[2]](#footnote-2) موجودی نقد، اوراق بهادار قابل فروش، حساب های دریافتنی و موجودی ها، قرار دارند. باید بدانیم که بیشتر شرکت ها در عمل، مدیریت سرمایه در گردش را از دیگر بخش های مدیریت مالی جدا می کنند. آشکار است آنچه نیاز باشد، دریافت و درکی درست از تصمیم گیری ها درباره دارایی های جاری و بدهی های جاری، بر پایه تجزیه و تحلیل ارزیابی کلی شرکت می باشد(دستگیر،1381).

همانند تعداد زیادی از عناوین مدیریت مالی، سرمایه در گردش نیز به وسیله افراد مختلفی در مفاهیم متفاوتی به کار رفته است. از لحاظ واژه شناسی نیز سرمایه در گردش در مقابل عبارت انگلیسی Circulated Capital آورده شده است و در تعبیر دیگر مترادف Working Capital می باشد(بردیا[[3]](#footnote-3)،1988). سرمایه درگردش به سرمایه گذاری شرکت در دارایی های کوتاه مدت گفته می شود. خالص سرمایه در گردش نیز برابر است با دارایی های جاری منهای بدهی های جاری. به طور کلی مدیریت سرمایه در گردش به کلیه جنبه های اداره دارایی های جاری و بدهی های جاری اتلاق می شود(عبده تبریزی و مشیر زاده،1376). مدیریت سرمایه در گردش عبارتست از، تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش به نحوی که ثروت سهامداران افزایش یابد. بسیاری از دارایی های جاری از محل بدهی های جاری تامین مالی می شوند. البته بعضی از شرکت ها بخشی از دارایی های جاری خود را از محل بدهی های بلند مدت یا از محل حقوق صاحبان سهام تامین مالی می کنند. سرمایه در گردش، تصمیمات مربوط به تامین مالی بلند مدت لازم، برای پشتیبانی از دارایی های جاری واحد انتفاعی را در بر می گیرد(جهانخانی و پارسائیان،1380).

سرمایه در گردش مصرف آن بخش از دارایی های جاری است که بر بدهی های جاری فزونی دارد و از طریق استقراض بلند مدت و حقوق صاحبان سهام پشتیبانی مالی شده است. هر واحد تجاری که نسبت جاری بیش از یک دارد، سرمایه در گردش مثبت دارد. برای سطح معینی از بدهی های جاری هر چه سرمایه در گردش واحد انتفاعی بیشتر باشد، نسبت جاری هم رقم بزرگتری می شود. قراردادهای وام های بلند مدت غالبا شامل مواردی ناظر بر نگهداری مبلغ معینی از سرمایه در گردش است. این کار برای تامین حاشیه ایمنی مناسب برای وام دهندگان است، زیرا فرض بر این است که دارایی های جاری در مقایسه با سایر دارایی های واحد انتفاعی نقدینگی بیشتری را تامین می کنند، به همین دلیل سرمایه در گردش را نقدینگی هم می گویند(شباهنگ،1381).

تعریف دیگری از سرمایه در گردش، سرمایه در گردش عملیاتی خالص[[4]](#footnote-4) است. هنگامی که دارایی جاری عملیاتی منهای بدهی جاری عملیاتی شود سرمایه در گردش عملیاتی خالص به دست می آید. معمولا (Nowc) عبارت است از سرمایه در گردش که به وسیله وجوه عرضه شده توسط سرمایه گذاران برای عملیات عادی به دست می آید(احمدپور،1386).

بدهی های جاری عملیاتی ـ دارایی های جاری عملیاتی = سرمایه در گردش عملیاتی خالص

(حساب های معوق + حساب های پرداختنی) ـ (موجودی + حساب های دریافتنی + وجه نقد) = سرمایه در گردش عملیاتی خالص

# 2-3 اهمیت رشد دارایی ها و سرمایه در گردش

تمام واحدهای تجاری که کالا را تولید می کنند و یا به قصد فروش خریداری می کنند، دارایی های جاری دائمی به کار می برند. با رشد واحدهای انتفاعی دارایی ها نیز افزایش می یابد.

با توجه به پیش بینی مدیران، برنامه ریزی دارایی های جاری هم تغییر می کند، به طوریکه حجم تولید با فروش پیش بینی شده منطبق است. فروش واقعی و پیش بینی شده شرکت بر مقدار سرمایه در گردش که شرکت مصرف می کند و ملزم به تامین آن است اثر زیادی دارد. در نتیجه فروش بر حجم دارایی ها و بدهی های جاری اثر مستقیم دارد و باعث افزایش آنها می شود. مثلا خریدها به صورت موجودی کالا و حساب های پرداختنی در می آیند، فروش موجب ایجاد وجه نقد و حساب های دریافتنی می شود و به دلیل تقاضاهای فصلی و غیر منتظره برای محصول، شرکت از وام های کوتاه مدت استفاده می کند(عبده تبریزی و مشیرزاده،1376).

شرکت هایی که فروش مستمر داشته باشند دارایی های جاری و بدهی های جاری آنها جز لاینفک ترازنامه خواهد بود که این مورد در نمودارهای 2-1و 2-2 نشان داده شده است. در نمودار 2-1 اقلام دارایی در طول زمان ترسیم شده است. فرض بر این است که فروش مرتبا افزایش می یابد و بخشی از کل فروش به صورت فصلی صورت می گیرد، دارایی های جاری دائمی شرکت که در نمودار 2-1 است شامل اقلامی از دارایی های جاری است که برای رسیدن به حجم فروش مورد انتظار لازم است. نوسانات دارایی های جاری در آن بخش از فروش به وجود می آید که به صورت فصلی انجام می شود. منابع مالی که برای خرید و تحصیل دارایی های شرکت به کار گرفته می شود در نمودار 2-2 نشان داده شده است. بدهی های جاری دائمی در نمودار 2-2 شامل اقلامی از بدهی های جاری است که خود به خود برای رسیدن به حجم فروش مورد انتظار لازم است. بدهی های متغیر نتیجه فروش فصلی است. شرکت ها می توانند بخشی از دارایی های جاری خود را از محل وام های بلند مدت یا حقوق صاحبان سهام تامین کنند که خود نوعی استراتژی در مدیریت سرمایه در گردش است(جهانخانی و پارسائیان،1380).

نمودار (2-1): ساختار دارایی ها در طول زمان

نمودار (2-2): ساختار سرمایه و بدهی ها در طول زمان

نمودار (2-1):ساختار دارایی ها در طول زمان نمودار (2-2):ساختار سرمایه و بدهی ها در طول زمان

(دارایی های جاری که نوسان می یابند) ( بدهی های جاری که نوسان می یابند)

ریال

ریال

بدهی های جاری دائمی

دارایی های جاری

وام های بلند مدت

دارایی های ثابت

سرمایه(حقوق صاحبان سهام)

زمان زمان

# 2-4 مدیریت سرمایه در گردش

مدیریت سرمایه در گردش، تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش و همچنین تصمیمات مربوط به تامین مالی بلند مدت لازم، برای پشتیبانی مالی از دارایی های جاری واحد انتفاعی را در بر می گیرد. مدیریت سرمایه در گردش برای سلامت مالی واحد تجاری در اندازه های مختلف از اهمیت زیادی برخوردار است. مبالغ سرمایه گذاری شده در سرمایه در گردش نسبت به کل دارایی ها بسیار بالا است و بنابراین یک امر بسیار حیاتی است که این مبالغ به طور موثر و کارا مورد استفاده قرار گیرند(یعقوب نژاد و دیگران،1389). مدیریت سرمایه در گردش کارا، شامل برنامه ریزی و کنترل دارایی ها و بدهی های جاری است به گونه ای که ریسک ناتوانی، در برآورده کردن تعهدات کوتاه مدت از یک طرف و اجتناب از سرمایه گذاری بیش از حد در این دارایی ها را از طرف دیگر بر طرف نماید(رحمان و نصر[[5]](#footnote-5)،2007). شرکت ها می توانند سطح بهینه ای از سرمایه در گردش را دارا باشند که ارزش آنها را حداکثر نماید(یعقوب نژاد و دیگران،1389). اگر سرمایه در گردش به اندازه کافی نگهداری نگردد این عمل باعث کاهش سودآوری شرکت، از دست دادن فرصت های سرمایه گذاری و بحران نقدینگی در کوتاه مدت می شود. کارایی مدیریت سرمایه در گردش به این معنا است که اجزا مختلف سرمایه در گردش به اندازه کافی نگهداری شود تا عملکرد مدیریت شرکت را هموار سازد و باعث افزایش سودآوری شرکت گردد. اما برای مدیریت تعیین مقدار مناسب سرمایه در گردش مشکل است زیرا، مقدار سرمایه در گردش در هر شرکتی و در هر دوره ای بستگی به مواردی از قبیل ماهیت تجاری، ماهیت مواد خام، فرآیند تکنولوژی، درجه رقابت بازار، مقیاس عمل، سیاست اعتباری و غیره دارد. بنا براین مقدار مناسبی از وجوه مورد نیاز است تا به صورت دائمی در انواع مختلف دارایی های جاری سرمایه گذاری شود(اویار[[6]](#footnote-6)،2009). دارایی های جاری برای عملیات شرکت ضروری است اما نگهداری بیش از حد آن باعث کاهش ریسک کمبود دارایی ها و همچنین کاهش ریسک عملیاتی شرکت می گردد(لشگری دربندی،1389). موجودی فراوان و سیاست اعتباری سخاوتمندانه،می تواند منجر به افزایش فروش گردد. موجودی زیاد ریسک موجودی را کاهش می دهد و اعتبار تجاری به دلیل اینکه امکان ارزیابی کیفیت محصول را قبل از پرداخت برای مشتریان فراهم می سازد، می تواند باعث افزایش فروش گردد(دیلوف[[7]](#footnote-7)،2003). جز دیگر سرمایه در گردش حساب های پرداختنی است. به تعویق انداختن پرداخت ها به عرضه کنندگان این امکان را برای واحد تجاری فراهم می سازد کیفیت محصولات خریداری شده را مورد ارزیابی قرار دهد و می تواند یک منبع انعطاف پذیر و ارزان تامین مالی برای شرکت ها باشد(یعقوب نژادو دیگران،1389).اما از طرف دیگر، اگر موجودی کالا بیش از اندازه نگهداری شود باعث افزایش هزینه های انبارداری و ضایعات می گردد(لشگری دربندی،1389). همچنین اگر عرضه کننده به منظور پرداخت قبل از موعود، تخفیف پیشنهاد نماید تاخیر در صورتحساب می تواند بسیار هزینه بر باشند. لذا مدیریت مالی باید تعادلی را میان این دو حالت به وجود آورد تا اینکه دارایی های جاری بیش از اندازه نباشد و همچنین میزان کم این دارایی ها نیز باعث کاهش سودآوری و ورشکستگی شرکت در زمان بحران نگردد(یعقوب نژاد و دیگران،1389).

# 2-5 اهمیت مدیریت سرمایه درگردش

اهمیت روزافزون مدیریت سرمایه در گردش باعث شده است که این موضوع به صورت یک رشته تخصصی مدیریت مالی درآید. در شرکت های بسیار بزرگ، تعدادی مدیر اجرایی متخصص حضور دارند که تمام وقت و انرژی خود را منحصرا صرف اداره سرمایه در گردش شرکت می کنند. دلایل اهمیت این موضوع به شرح زیر است:

سطوح واقعی و مطلوب دارایی های جاری(با توجه به تغییراتی که در فروش واقعی و پیش بینی شده رخ می دهد) دستخوش تغییرات دائمی است. این وضع باعث می شود که درباره سطح مطلوب یا مورد نظر و دارایی های جاری، به صورت مستمر(روزانه) تصمیماتی گرفته شود.

شاید با توجه به تغییراتی که در میزان دارایی های جاری رخ داده است، مدیران مجبور شوند در تصمیماتی که قبلا برای تامین مالی گرفته اند تجدید نظر کنند؛ مثلا اگر برای تامین مالی دارایی های جاری از مبالغ سنگینی وام کوتاه مدت بگیرند استفاده شده است، گرفتن وام های اضافی و تمدید وام هایی که به سررسید می رسند مستلزم وقت وانرژی بیشتر مدیریت شرکت خواهد بود.

میزان منابع و مصارف وجوهی که به سرمایه در گردش اختصاص داده می شود باید نسبت به کل دارایی ها و بدهی ها مشخص شود. از طرفی با توجه به تغییرات در مقدار دارایی های جاری، ممکن است تصمیمات مالی که قبلا اتخاذ شده هم تغییر کند.

اگر مدیریت سرمایه در گردش درست اعمال نشود ممکن است فروش و سود شرکت کاهش یابد و حتی شرکت در پرداخت به موقع دیون و تعهدات خود ناتوان بماند(عبده تبریزی و مشیرزاده،1376).

# 2-6 استراتژی های گوناگون در سیاست ها ی مطلوب

سیاست ها و رویه هایی که خط مشی مدیریت مالی را به وجود می آورد، مبتنی بر این فرض هستند که شرکت برخی از تصمیمات اصلی را گرفته و اجرا کرده این تصمیمات شامل تعیین نوع کالا و خدمتی که باید عرضه شود و نحوه تامین مالی برای تهیه دارایی های ثابت شرکت است. این تصمیمات در فرآیند سودآوری شرکت در بلند مدت نقش اصلی و تعیین کننده ای دارد و در مدیریت سرمایه در گردش دو کارکرد مهم دارند، اولا کالاها یا خدمتی که با پیش بینی فروش یا تولید ارائه می گردد به مدیران سرمایه در گردش این امکان را می دهد که سطوح دارایی های جاری را تخمین بزنند، ثانیا مدیران شرکت ها در صدد بر می آیند تا بر ثروت سهامداران شرکت از مجرای افزایش قیمت سهام عادی بیفزایند و این کار اصولا از طریق افزایش قدرت نقدینگی و حفظ آن انجام می شود. در نتیجه سیاست های سرمایه در گردش معمولا با هدف افزایش سود هر سهم تعیین نمی شوند بلکه هدف مدیران این است که به نقدینگی مطلوب برسند و در سایه آن اهداف سودآور شرکت را تامین کنند(جهانخانی و پارسائیان،1380).

# 2-7 استراتژی چیست؟

از ریشه یونانی (Sterategy) بد نیست ابتدا به ریشه لغوی استراتژی اشاره شود. واژه استراتژی به معنای ago به معنی ارتش و Stratos به معنای فرمانده ارتش، مرکب از Strategema رهبر گرفته شده است. مفهوم استراتژی ابتدا به معنای فن هدایت، تطبیق و هماهنگ سازی نیروها جهت نیل به اهداف جنگ در علوم نظامی بکارگرفته شد. در جای دیگر استراتژی (Sterategy) بدین شکل تعریف می شود: مجموعه ای از اهداف اصلی و سیاست ها و برنامه های کلی به منظور نیل به این اهداف است به گونه ای که قادر به تبیین این موضوعات باشد که در چه نوع سازمانی فعالیت می کنیم و یا می خواهیم چه فغالیت (Business) کسب و کاری نماییم.

الگوی بنیادی از اهداف فعلی و برنامه ریزی شده، بهره برداری و تخصیص منابع و تعاملات یک سازمان با بازارها، رقبا و دیگر عوامل محیطی است. طبق این تعریف یک استراتژی باید سه چیز را مشخص کند:

* چه اهدافی باید محقق گردد.
* روی کدام صنایع، بازارها و محصول ها باید تمرکز کرد.
* چگونه برای بهره برداری از فرصت های محیطی و مواجهه با تهدیدهای محیطی به منظور کسب یک مزیت رقابتی منابع تخصیص یابد و چه فعالیت هایی انجام گیرد.

آنچه که یک استراتژی را اثر بخش می سازد و سبب تمایز بین استراتژی ها و استراتژی های دیگر با یکدیگر می شود درونمایه اصلی آن است. درونمایه اصلی استراتژی به تشخیص فرصت ها و چگونگی بهره برداری از آنها باز می گردد. استراتژی موضوعی در کنار دهها موضوع دیگر سازمان نیست، استراتژی موضوعی محوری است که جهت گیری همه برنامه ها دیگر را تعیین می کند.

استراتژی یه برنامه واحد و همه جانبه است و تعریف دیگری هم از استراتژی که می توان ارائه کرد تلفیقی است که محاسن یا نقاط قوت اصلی سازمان را با عوامل و تغییرات محیط مربوط می سازد و به نحوی طراحی می شود که با اجزای صحیح آن از دستیابی به اهداف اصلی سازمان اطمینان حاصل شود(آرمیان، 1392).

## 2-7-1 ماهیت و اهداف استراتژی

استراتژی و سیاست های سازمان ارتباط بسیار نزدیکی با هم دارند و چارچوب و قلمرو تدوین برنامه ها و پژوهش های عملیاتی را تعیین می کند و بر تمامی حیطه های اداره یک سازمان و قلمرو مدیریت اثر می گذارد. استراتژی ها به شیوه های مختلف تعریف و تجزیه و تحلیل می شوند و برای برنامه ها مورد استفاده قرار می گیرند. به هر حال استراتژی به فرآیند تعیین ماموریت، مقاصد وهدف های اساسی و بلند مدت سازمان و پذیرش جریان اقدامات و تخصیص منابع ضروری برای دستیابی به هدف های زیر نظر سازمان می پردازد.

سازمان ها باید برنامه های استراتژیک خود را حول چهار محور زیر طراحی کنند:

* نحوه رشد شاخص ها و زوایای آن
* نحوه رشد سطوح مدیریت و تغییرات سازمان
* شیوه های افزایش آمادگی های سطوح مدیریت برای رویارویی با محیط های متلاطم و متحول
* تغییر، تحول و روند مولفه های محیط اختصاصی و عمومی

امروزه به دلیل ریسک رو به افزایش خطاها هزینه های بالا اشتباهات و وضعیت نا مساعد بازرگانی و اقتصادی مدیران حرفه ای تمایل شدیدی به استفاده از الگوهای برنامه ریزی استراتژیک دارند تا بتوانند موقعیت رقابتی سازمان را در محیط متلاطم و در معرض تغییر و تحول دائمی حفظ کنند.

از مدیریت انتظار می رود تا برنامه های استراتژیک را تا حد یک ضرورت بشناسد و سازمان با خلاقیت، نوآوری و بهره وری ارتقا یابند. به هر حال دانش برنامه ریزی استرا تژیک برای ارتقای کارایی و عملکرد سازمان در تعامل با محیط های متغیر اهمیت دارد. بنابراین برنامه ریزی استراتژیک (انتخاب راهکارها، ارزیابی آنها و تحلیل مسائل درونی و بیرونی) در وظایف کلیدی مدیران بشمار می آید.

## 2-7-2 سلسله مراتب و انواع استراتژی ها

## سازمان های بزرگ و چند منظوره اساسا سه سطح استراتژی دارند. این سه سطح به ترتیب مربوط به کل سازمان، بخش ها و کارکردهاست و باید بین آنها سازگاری و همسوئی باشد.

**سطح کل سازمان:**در این سطح، مدیریت ارشد سازمان به اتخاذ راهکارهایی می پردازد که بتواند استراتژی دارایی های سرمایه ای برای فعالیت و عملیات را تهیه و تدوین و هدایت.

**سطح بخش ها و فعالیت های سازمان:**این استراتژی که برای سطح میانی سازمان به منظور بهبود وضعیت و توان رقابت تولیدات در صنعت خاص یا بخشی از بازار تدوین می شود و از سوی نواحی و بخش های سازمان هدایت می شود.

**سطح کارکردی:**هدف اصلی این استراتژی حداکثر بهره وری منابع و حداقل کردن مخارج و ضایعات آنهاست. واحدهای کارکردی(سطح فنی و عملیاتی) استراتژی های سطح خود را در چارچوب استراتژی های کل سازمان و بخش ها تنظیم می کنند(حمیدی زاده،1382).

## 2-7-3 عوامل اساسی در استراتژی مالی

تهیه استراتژی صحیح مالی، می توان شرکت را در رسیدن به هدف های استراتژی کلی تقویت کند. مسلما موفقیت در دراز مدت مستلزم تولید با هزینه کمتر و فروش با قیمت بهتر است و تولید مستلزم تامین مالی با هزینه قابل قبول است. استراتژی مالی باید دارای هدفی مشخص، چارچوب زمانی و ملاک ارزیابی باشد. هر سه مورد از استراتژی کلی شرکت تاثیر می پذیرد. زمانی به حداکثر رساندن ثروت سهامداران را هدف اصلی فرض می کردند، ولی تحقیقات اخیر نشان می دهد هدف های دیگری مثل گسترش اندازه شرکت، نیل به نرخ رشد زیاد و کاهش احتمال از دست دادن بازار می تواند در اولویت اول قرار بگیرد. حداکثر کردن ثروت سهامداران می تواند هدف نهایی بخش مالی محسوب شود، تعیین چارچوب زمانی استراتژی نیز از عوامل اساسی است. دوره های زمانی سه ماهه، یکساله یا ده ساله استراتژی های متفاوتی دارند، به عنوان مثال عملکرد کوتاه مدت می توانند نتایج دراز مدت را تحت شعاع قرار دهد. یک استراتژی مالی باید بر دراز مدت تاکید کند تا شرکت به طور مستمر قادر به رقابت باشد. محدوه زمانی با عوامل دیگری هم ارتباط دارد. یک شرکت در شرف ورشکستگی با افق زمانی یک روزه یا حداکثر یک ماهه مواجه است، بدیهی است استراتژی مالی متناسب با این شرایط از استراتژی مالی عادی متفاوت خواهد بود.

سومین پارامتر در هر استراتژی تعیین ملاکی برای ارزیابی کیفیت رسیدن به هدف است. باید به طور صریح منظور از واژه موفقیت در مسائل مالی تعریف شود. موفقیت برای یک شرکت در شرف ورشکستگی می تواند جلوگیری از وقوع ناتوانی در پرداخت و یا حفظ یک حداقل برای سهامداران می باشد، در حالی که این موارد برای شرکت دیگر نمی تواند موفقیت تغییر شود. در اغلب موارد، معیار اصلی سنجش عملکرد، افزایش ثروت سهامداران است. در تدوین استراتژی موفق مالی، مدیر مالی ضامن شناخت دقیق از کلیه عناصر فرآیند روابطه آنها را نیز باید مورد شناخت قرار دهد.

مدیر مالی باید رابطه بین سودآوری و ارزش بزار اوراق بهادار، رابطه بین بازار های مالی خارجی و امکان دسترسی به آنها و بالاخره رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و موقعیت آینده رقابتی شرکت را مورد تجزیه و تحلیل قرار دهد. نتیجه یک استراتژی موفق در شکل 2-1 آمده است(کشاورز،1372)

شکل(2-1): استراتژی موفق

موقعیت رقابتی سودآوری وجوه داخلی ارزش بازار اوراق بهادار دسترسی به بازار موقعیت رقابتی بهتر سودآوری بیشتر وجوه داخلی بیشتر ارزش بازار بیشتر برای اوراق بهادار موقعیت بهتر در دسترسی به بازار بهتر موقعیت بهتر رقابتی

# 2-8 روند سرمایه در گردش

تعیین روند سرمایه در گردش از آن جا اهمیت دارد که توانایی واحد تجاری را در واریز تعهدات نشان می دهد. بهترین روند آن است که در طی سال ها به تدریج افزایش یافته و این افزایش متناسب با نیاز ناشی از توسعه فعالیت باشد. نیاز به سرمایه در گردش بستگی به حجم کار واحد تجاری دارد و در فصول مختلف سال تفاوت پیدا می کند. علاوه بر این باید نوع و کیفیت اقلام دارایی به خصوص حساب های مطالبات و موجودی کالا را به درستی بررسی کرد. این نوع حساب ها در میزان سرمایه در گردش تاثیر می گذارد. در هنگام کاهش فعالیت و تولید یا دادو ستد تبعن نیاز به سرمایه کمتر می شود و در نتیجه موجودی حساب های نقدی افزایش و حساب های مطالبات و کالا کاهش می یابد. بدهی جاری هم باید کاسته شود و در مقایسه با ارزش ویژه تناسب پیدا می کند. ولی گاه در عمل این شرایط تحقق پیدا نمی کند یعنی کاهش فعالیت موجب زیان می شود موجودی کالا افزایش می یابد و وصول مطالبات کند می شود، که این علائم خطرناک است(ملیچر و همکاران[[8]](#footnote-8) ،1997(.

برعکس وقتی بر حجم تولید و میزان داد و ستد افزوده شود، نیاز به سرمایه در گردش بیشتر می شود، به خاطر اینکه گسترش دامنه فعالیت مستلزم سرمایه گذاری زیادتر در کالا و حساب ها و اسناد دریافتنی است، در این حال نقدینگی کاهش نشان می دهد و بدهی بالا می رود و بر وام های کوتاه مدت و اضافه برداشت های بانکی اتکا پیدا می کند. البته باید توجه شود که به هنگام توسعه و افزایش حجم تولید، کاهش نقدینگی و افزایش حساب های بدهی تناسب و اعتدال داشته باشد، یعنی افزایش ناگهانی تولید و فعالیت سبب ایجاد تلاطم و تغییرات عمده در وضع مالی می شود. مطلوب آن است که درآمد خوب باشد و قسمتی از آن در موسسه به کار افتاده، سرمایه در گردش را تقویت کند اگر در شرکتی نیاز به سرمایه در گردش بیشتر از آن باشد که از محل درآمد تامین شود و افزایش حجم فعالیت هم موقتی نباشد در این صورت بهتر است که برای تامین آن از خارج از شرکت به صورتی پایدار و همیشگی اقدام کنیم.

اگر نیاز به سرمایه در گردش موقتی و فصلی باشد می توان با اخذ وام های کوتاه مدت از بانک ها و سایر منابع مشکل را رفع کرد چون تبدیل حساب های دریافتی و کالا به وجه نقد امکان واریز وام را فراهم می کند. از طرفی وقتی ظرفیت تولید موسسه ای به طور موقت افزایش پیدا کند و سرمایه در گردش صرف توسعه غیر ضروری دارایی ثابت نشود، نیاز به سرمایه در گردش هم بیشتر می شود(اکبری،1382).

موجودی جنسی

توسعه فعالیت و میزان تولید طبعا سبب افزایش موجودی جنسی می شود. گسترش فعالیت ممکن است موجب تراکم اقلام ناجور در انبار شود که این خود با افزایش سرمایه ملازمه پیدا می کند و تناسب آن را به هم می زند.

دارایی ثابت

توسعه و افزایش دارایی ثابت وقتی در شرایط مناسب صورت گیرد، قاعدتا باید به ظرفیت تولید، سود بیافزاید و برای این منظور از وام بلند مدت افزایش سرمایه و سود سنواتی استفاده می شود، به نحوی که موجب کاهش سرمایه درگردش نشود.

# 2-9 تجزیه وتحلیل سرمایه در گردش

هدف از تجزیه و تحلیل سرمایه در گردش تشخیص عملی است که در آن تغییراتی را به وجود آورند و نتیجه نهایی تجزیه و تحلیل، ارزیابی کفایت تدابیر مالی مدیران است که بدانیم وقتی سررسید پرداخت ها فرا می رسد آیا توانایی واریز آنها را خواهند داشت؟

اطلاعاتی که تجزیه و تحلیل در سرمایه در گردش را فراهم می آورد.

به طور کلی تجزیه و تحلیل سرمایه در گردش نشان می دهد که در فاصله دو دوره مالی چه وجوهی به دست آمده و به چه مصارفی رسیده است. ولی در ضمن کار نکات جالب بسیاری برای تحلیل گر روشن می شود، از جمله پاسخ به پرسش های زیر بدست می آید:

افزایش دارایی ثابت چه اثری بر سرمایه در گردش داشته است؟

تا چه حد افزایش اقلام دارایی ثابت از رشد سرمایه در گردش کم کرده است؟

اگر فروش، افزایش نشان می دهد، آیا سرمایه در گردش هم به تناسب بیشتر شده است؟

آیا اعلام و پرداخت سود سهام طوری انجام شده که به رشد تدریجی سرمایه د رگردش لطمه نزند؟

آیا منابع مالی موسسه امکان واریز اقساط سالانه وام ها را بدون اینکه سرمایه در گردش کم شود، فراهم می کند؟

آیا کاهش سرمایه اثری نامطلوب بر رشد سرمایه در گردش داشته است؟

زمان عملیاتی تا چه حد بر سرمایه در گردش تاثیر گذاشته است؟

آیا افزایش سرمایه یا اخذ وام جدید موجب تقویت سرمایه در گردش شده و یا برای گسترش دارایی ثابت مصرف شده؟(ملیچر و همکاران[[9]](#footnote-9)،1997)

## 2-9-1 مراحل تجزیه و تحلیل سرمایه در گردش

از دید کلی، تجزیه و تحلیل سرمایه در گردش شامل دو مرحله است. یکی مقایسه و تعیین تغییرات در فاصله دو دوره مالی و به عبارت دیگر کاربرد فنون دستیابی به تغییرات سرمایه در گردش، دیگری ارزیابی و تغییر نتایج حاصل از مرحله اول.

مرحله دوم یعنی تفسیر تغییرات، نیاز به تفکر و تعمق دارد، زیرا مرحله اول معلول را نشان می دهد ولی در تفسیر باید علت را پیدا کرد.

برای تحلیل سرمایه در گردش ذکر این دو نکته ضروری است:

هرگونه معامله ای که بر دارایی جاری و بدهی جاری اثر یکسان بگذارد، مبلغ سرمایه در گردش را تغییر نمی دهد، مثل خرید کالا به صورت نسیه.

تغییراتی که یک طرف آن دارایی جاری و یا بدهی جاری باشد و طرف دیگر در حساب های غیر از دارایی جاری و بدهی جاری به وجود آمده باشد بر سرمایه در گردش تاثیر می گذارد، مثلا پرداخت پول برای خرید ماشین آلات سبب کاهش سرمایه در گردش می شود(عبده تبریزی و مشیرزاده،1376).

## 2-9-2 تغییرات سرمایه در گردش

معاملاتی که سرمایه در گردش را تغییر می دهند گوناگون هستند. برای تشخیص اثر این معاملات کافی است آنان را به سه دسته تقسیم کنیم تا تاثیر هر دسته معامله بر سرمایه در گردش مشخص شود. این سه دسته به شرح زیر است:

**تغییرات در ارزش ویژه:** هر افزایشی که در ارزش ویژه در فاصله دو دوره مالی ایجاد شود، منبعی از لحاظ افزایش سرمایه در گردش به شمار می رود و برعکس هر گونه کاهشی به وجود آمده باشد، از جمله مصارف است و کاهش سرمایه در گردش را به دنبال دارد.

**تغییرات در بدهی بلند مدت:** افزایش در بدهی بلند مدت در طی دوره مالی منبعی در جهت افزلیش سرمایه در گردش محسوب می شود. طبعا هر گونه کاهش در بدهی بلند مدت پیدا شود از مصارف وجوه حکایت می کند و موجب کاهش در سرمایه در گردش می شود.

**تغییرات در دارایی ثابت:** کاهش در دارایی ثابت خالص در فاصله دو دوره مالی موجب افزایش وجوه و نتیجه افزایش سرمایه در گردش می شود. بر عکس افزایش دارایی ثابت از کاربرد وجوه در تحصیل آن حکایت می کند و سبب کاهش سرمایه در گردش می شود(شر[[10]](#footnote-10)،1989).

### 2-9-2-1 تغییرات در ارزش ویژه

معمولا تغییرات عمده در سرمایه در گردش ناشی از تحولاتی است که در ارزش ویژه ایجاد شده است. افزایش ارزش ویژه به خصوص وقتی از سود عملیاتی به وجود آمده باشد منبعی است که سرمایه را بالا می برد.

کاهش سرمایه در گردش وقتی از نقصان ارزش ویژه ناشی شود، خطر آفرین است و اگر از زیان عملیات به وجود آمده باشد خطر بزرگتری است. اعلام سود سهام از ارزش ویژه می کاهد و پرداخت آن سرمایه در گردش را کاهش می دهد، تصمیم به پرداخت سود سهم باید زمانی اتخاذ شود که اثر آن بر روی سرمایه در گردش تعیین شده و بررسی شده باشد. فروش سهام جدید برای مدتی سرمایه در گردش را افزایش می دهد، مشروط بر اینکه صرف نیازهای جاری موسسه شود نه اینکه برای گسترش دارایی های ثابت و یا واریز بدهی های بلند مدت به کار رود. همچنین، کاهش سرمایه از محل اقلام دارایی جاری یا از طریق ایجاد بدهی جاری موجب کاهش ارزش ویژه و سرمایه در گردش می شود. مبادله سرمایه با مواد اولیه یا کالا مسلما بر سرمایه در گردش می افزاید.

### 2-9-2-2 تغییرات در بدهی بلند مدت

واریز بدهی بلند مدت با مصرف وجوه همراه است و موجب کاهش سرمایه در گردش می شود. از طرف دیگر افزایش بدهی بلند مدت بر سرمایه در گردش می افزاید، ولی هر چند که بدهی سرسید بلند مدت داشته باشد ولی محاسن وجوه به دست آمده از افزایش سرمایه را ندارد، زیرا:

وام بلند مدت غالبا با وثیقه گذاشتن دارایی تحصیل می شود و حتی وقتی بدون وثیقه هم باشد، وام دهندگان به طور ضمنی در مالکیت دارایی های واحد تجاری سهیم می شوند که به هنگام بروز مشکلات عدم پرداخت عملا نشان داده می شود(بردیا[[11]](#footnote-11) ،1988).

اقساط سالانه با پرداخت وام بلند مدت و هزینه های مربوطه از محل سود سالانه تامین و پرداخت شود.

اخذ وام بلند مدت غالبا موجب از دست رفتن اعتبارات کوتاه مدت می شود. یعنی به علت وجود وام، محدودیت هایی در داد و ستد ایجاد می شود در حالی که وقتی سرمایه در گردش با فروش سهام جدید افزایش یابد، غالبا موجب تقویت اعتبار در کسب وام های کوتاه مدت می شود.

### 2-9-2-3 تغییرات در دارایی های ثابت

سرمایه گذاری در دارایی های ثابت از سرمایه در گردش کم می کند. باید توجه داشت که در زمان گسترش فعالیت و یا نو کردن وسایل تولید، سرمایه در گردش به مقدار مورد نیاز باقی بماند و طوری لطمه نبیند که امور روزمره مختل شود، در بسیاری موارد اقلام دارایی ثابت را نمی توان از محل سرمایه در گردش خریداری کرد ولی باید به طریق دیگر مانند افزایش سرمایه و یا اخذ وام بلند مدت، تامین شوند.

وقتی تغییرات خالص حاصل در دارایی ثابت را برای مدت زمان بین دو ترازنامه مطالعه می کنیم، معمولا افزایش دارایی ثابت با کاهش سرمایه در گردش همراه است و بر عکس هنگام کاهش دارایی ثابت سرمایه در گردش افزایش می یابد.

کاهش دارایی ثابت ممکن است در نتیجه فروش اقلامی از این موارد و یا به سبب محاسبه و یا افزایش استهلاک انباشته به وجود آمده باشد. اگر استهلاک سالانه رقم بزرگی را تشکیل دهد، ممکن است سبب شود که مبالغ سرمایه گذاری جدید در دارایی ثابت است در موقع محاسبه سرمایه در گردش ظاهر نشود، به خاطر اینکه این دو یکدیگر را تهاتر می کنند. روشن است در مواردی که دارایی ثابت جدید خریداری می شود، سرمایه جاری می تواند به میزان استهلاک سالانه آن افزایش پیدا کند. کلیه عواملی را که طی سال مالی در تغییر حساب های دارایی های ثابت موثرند غالبا نمی توان بررسی کرد، زیرا معمولا اطلاعات کافی در اختیار قرار نمی گیرد. ولی در هر حال تغییرات خالصی که در حساب های دارایی طی یک سال به وجود آمده است برای تجزیه و تحلیل کفایت می کند. بعضی حساب ها نیز که معمولا نمی توان آنها را در شمار اقلام دارایی ثابت منظور داشت موجب کاهش سرمایه در گردش می شوند، مثل وام بلند مدت داده شده به کارکنان و یا هزینه های تحقیق و توسعه در مواردی که سرمایه ای قلمداد می شوند. اثر این گونه حساب ها هم در بررسی سرمایه در گردش باید مورد توجه قرار بگیرد(شر[[12]](#footnote-12)،1989).

# 2-10 سیستم جامع مدیریت سرمایه در گردش (نقدینگی)[[13]](#footnote-13)

هدف اصلی مدیریت نقدینگی کسب نقدینگی مطلوب است یعنی شرایطی که شرکت با مازاد نقدینگی یا کمبود نقدینگی غیر طبیعی مواجه نباشد. در یک نگاه کلی برای تحقق نقدینگی دو دسته شرایط و الزامات قابل شناسایی است. دسته اول شرایط و الزاماتی است که به درون شرکت مربوط است و دسته دوم شرایط و الزاماتی است که به عوامل محیطی مرتبط است.

## 2-10-1 شرایط درونی

شرایط درونی، عواملی هستند که در کنترل شرکت است و به وسیله آنها می توانند به وضعیت نقدینگی مطلوب برسد. این عوامل عبارتند از:

**حد مطلوب نقدینگی:**از آنجا که وجوه کوتاه مدت شرکت در دارایی های جاری سرمایه گذاری می شوند و این دارایی ها از یک طرف کم بازده و از اطراف دیگر ضامن حفظ توان نقدینگی شرکت است، اولین سوال که شرکت با آن مواجه است این است که حد بهینه و مطلوب این دارایی ها چیست و چگونه تعیین می شود، به گونه ای که میزان آن بیش از حد نیاز باشد و شرکت از راکد ماندن سرمایه متضرر شود و نه کمتر از حدی باشد که شرکت با کمبود نقدینگی مواجه شود(بردیا[[14]](#footnote-14)،1988).

**سرمایه گذاری و تامین مالی کوتاه مدت:**حد مطلوب نقدینگی تنها یک مرحله از مدیریت نقدینگی است. آنچه که اهمیت دارد این است که شرکت ها بتوانند وجود مازاد بر این حد مطلوب را در زمینه های کوتاه مدت سرمایه گذاری کنند و کمبود وجوه را از طرق مختلف تامین مالی کنند.

**مدیریت مطالبات و موجودی ها:**برای اداره نقدینگی شرکت شرط این است که شرکت بتواند خط مشی ها و اقدامات مناسبی در مواجهه با مطالبات و موجودی کالا اتخاذ کند، از جمله اینکه:

شرکت دارای سیاست اعتباری مشخص باشد و به آن عمل کند. به عبارت دیگر شرکت مشخص کرده باشد که شرایط فروش به مشتریان مختلف چیست و به چه کسانی اعتبار می دهد.

شرکت دارای سیاست های و روش های مناسبی برای نظارت بر حساب های دریافتنی و وصول مطالبات باشد.

در زمینه پرداخت صورت حساب ها شرکت دارای سیاست و روش معینی باشد که هم امکان استفاده از فرصت های مربوط به این شیوه تامین مالی را فراهم می کند، هم اینکه جنبه اخلاق و انصاف در برخورد طلبکاران شرکت نیز رعایت می شود(اکبری،1382).

**برنامه ریزی نقدینگی:**برنامه ریزی نقدینگی شرکت به عنوان اصلی ترین جز و پوشش دهنده سایر اجزا شناخته می شود که زمینه برخورد فعال در ابعاد فوق را فراهم می کند. به عبارت دیگر اگر شرکت حد مطلوب نقدینگی را تعیین کرده باشد برای دست یابی به ترکیب بهینه دارایی ها و بدهی های جاری باید اقدام به برنامه ریزی نقدینگی نماید(ملیچر و همکاران[[15]](#footnote-15)،1997).

## 2-10-2 الزامات و شرایط محیطی مدیریت نقدینگی

آنچه در اعمال مدیریت نقدینگی(سرمایه در گردش) مهم است عوامل محیطی و خارج کنترل شرکت است، فراهم نبودن این زمینه ها مدیریت نقدینگی را با نواقص و مشکلاتی مواجه میکند. برخی از این عوامل به شرح زیر است:

**وجود سیستم ها و روش های عرضه خدمات مناسب بانکی و ارتباطی**

سیستم ها و روش هایی که بانک ها از طریق آن خدمات بهتری را در وصول مطالبات و یا هرگونه نقل و انتقالات وجوه دیگر ارائه دهند و به علاوه ابزارهای مناسب ارتباطی در این جهت یکی از ضرورت هاست.

**وجود فرصت های تامین مالی کوتاه مدت در بازار پولی**

هرچقدر بازار پولی در تسهیل نقل و انتقالات وجوه کوتاه مدت کارسازتر باشد مدیریت نقدینگی شرکت ها نیز آسان تر انجام می شود. درغیر این صورت زنجیره مدیریت نقدینگی کامل نمی شود.

**قوانین و مقررات**

وجود قوانین و مقرراتی که بتوانند شرایط اطمینان بخشی را در بازار پول و سرمایه حاکم نمایند برای مدیریت نقدینگی بسیار مهم است(شر[[16]](#footnote-16)،1989).

**وجود نهادهایی که شرکت ها را در تعیین اعتبار مشتریان کمک کنند**

با توجه به اینکه بخش مهمی از سرمایه در گردش شرکت در حساب های دریافتنی تبلور پیدا می کند، لذا شرکت ها برای جلوگیری از هزینه های لاوصول یا تاخیر در وصول این مطالبات باید براساس اعتبار سنجی های مناسب اقدام به فروش نسیه نمایند. انجام مستقیم امر اعتبارسنجی توسط خود شرکت ها و به دلایل مختلف صلاح نیست، لذا معمولا نهادهایی جهت این امر فعالیت می کنند.

**وجود فرصت های مناسب سرمایه گذاری کوتاه مدت در بازار پولی**

شرکت ها جهت استفاده بهینه از نقدینگی باید به بازار پولی دسترسی داشته باشند و بتوانند مازاد نقدینگی را در بازارهای مالی مناسب سرمایه گذاری کنند و یا کسری نقدینگی را بتوانند با شرایط ارزان از بازار پولی تامین مالی کنند(بردیا[[17]](#footnote-17)،1988).

# 2-11 عوامل تعیین کننده میزان سرمایه در گردش

میزان سرمایه در گردش در هر شرکت تحت تاثیر عوامل خاصی است. بدیهی است که به دلیل تفاوت درجه حضور این عوامل در شرکت ها نیاز به سرمایه در گردش هم متناسب با آنها متفاوت می شود. برخی از این عوامل به شرح زیر است:

**ماهیت تولید(فعالیت)شرکت**

اگر شرکت ها را به لحاظ ماهیت فعالیت به سه دسته مالی(بازرگانی)، خدماتی و صنعتی تقسیم کنیم نیاز به سرمایه در گردش در این سه دسته از شرکت ها متفاوت است. شرکت های بازرگانی و مالی سرمایه در گردش زیادی لازم دارند. شرکت های خدماتی نیاز کمتری به سرمایه در گردش دارند و شرکت های صنعتی حد وسط این دو دسته از شرکت ها قرار بگیرند. علاوه بر ماهیت فعالیت شرکت ها اندازه فعالیت آنها نیز یک عامل تعیین کننده در میزان سرمایه در گردش مورد نیاز است، هرچه اندازه شرکت بزرگتر باشد نیاز به سرمایه در گردش هم بیشتر می شود.

**دوره تولید شرکت**

هرچه تولید شرکت یعنی مدت زمان مورد نیاز برای تبدیل مواد خام به کالای ساخته شده بیشتر باشد نیاز به سرمایه در گردش هم بیشتر می شود. نوع فرآیند تولید و فن آوری شرکت هایی که در یک صنعت قرار دارند نقش تعیین کننده ای در دوره تولید دارد. لذا همواره شرکت ها باید سراغ فنون تولیدی بروند که این دوره را کوتاه تر کنند و البته مدیریت بهینه عملیاتی نیز در کوتاه کردن این دوره نقش دارد، چه بسا که نوع فرآیند تولید، دوره تولید را کوتاه کند ولی عوامل جانبی این اثر را خنثی کنند. همچنین ممکن است بخشی از این دوره تولید را از طریق تامین مالی به وسیله عرضه کنندگان مواد اولیه کاهش پیدا کند(عبده تبریزی و مشیرزاده،1376). استفاده از ماشین آلات و تجهیزات منحصر به فرد تولیدی این فرصت را در اختیار شرکت می گذارد تا بتوانند تولیدات خود را پیش فروش نموده که این هم در کاهش نیاز نقدینگی موثر است.

**خط مشی تولید**

در شرکت هایی که فروش آنها فصلی می باشد خط مشی تولید شرکت اثر مهمی بر نیاز نقدینگی شرکت دارد، معمولا این شرکت ها یرای اینکه پاسخگوی مشتریان خود باشند می توانند دو خط مشی تولیدی را انتخاب کنند. یک خطی مشی این است که شرکت در فصل فروش از ظرفیت کامل تولید خود استفاده کند و در فصول دیگر تولید نکند و خط مشی دیگر این است که شرکت تولید خود را به طور ثابت طی سال انجام دهد و فصل بدون تولید نداشته باشد. بدیهی است که خط مشی تولیدی دوم نیاز به سرمایه در گردش بیشتری دارد و خط مشی اول نیز عدم استفاده از امکانات شرکت در فصول دیگر را به دنبال دارد. بسته به اینکه کدام خط مشی دنبال شود شرکت باید تبعات آن در سرمایه در گردش را بپذیرند. البته برخی از شرکت ها به دلیل اینکه آنها قادر هستند در فصول دیگر از امکانات تولید در جهت تولید سایر محصولات استفاده کنند، مشکل خط مشی اول از بین می رود.

**خط مشی اعتباری عرضه کنندگان مواد**

اگر خط مشی عرضه کنندگان مواد، خط مشی فروش اعتباری باشد، سرمایه در گردش کمتری مورد نیاز شرکت خریدار خواهد بود، همچنین اگر شرکت با شرایطی مواجهه باشد که خریداران محصولات حاضر به پیش پرداخت باشند، سرمایه در گردش مورد نیاز شرکت، کاهش می یابد.

**نرخ رشد و توسعه فعالیت شرکت**

معمولا شرکت های در حال رشد نیاز به سرمایه در گردش بیشتری دارند و معمولا این نیاز پیوسته است. متناسب با نرخ رشد شرکت میزان سرمایه در گردش مورد نیاز شرکت نیز افزایش می یابد.

**سهولت دستیابی به مواد اولیه**

در مواقعی که عرضه کنندگان مواد اولیه محدود هستند و یا به هر دلیل برخی از مواد اولیه به آسانی در اختیار شرکت قرار نمی گیرد، در این گونه موارد شرکت ناچار است سرمایه گذاری زیادی در مواد اولیه انجام دهد. معمولا آن مواد اولیه ای که عرضه محدود دارند و توزیع آن نیز جیره بندی شده است، مستلزم پیش پرداخت می باشد. مواد اولیه ای که فقط در فصول معینی عرضه می شوند موجب افزایش سرمایه در گردش مورد نیاز شرکت می باشد، زیرا شرکت ناچار است این مواد را در فصول عرضه آن خریداری و برای تمام سال نگهداری کنند.

**سطح سود**

در مورد شرکت هایی که فروش اعتباری طولانی ندارند، حجم سود شرکت یک منبع مهم تامین کننده نیاز نقدینگی شرکت است. شرکت ها می توانند قسمتی از سود خود را جهت تامین نیاز نقدینگی در شرکت اندوخته کنند(بردیا[[18]](#footnote-18)،1985).

**خط مشی تقسیم سود**

پرداخت سود منابع نقدی شرکت را مصرف می کند و لذا به همان اندازه هم بر سرمایه در گردش اثر می گذارد. اگر شرکت تصمیم بگیرد سود را تقسیم نکند و در شرکت نگهداری کند، سرمایه در گردش شرکت افزایش می یابد و به هر حال با در نظر گرفتن سایر عوامل موثر در تقسیم سود باید در این مورد توازن را رعایت کنیم که پرداخت سود سهام جایزه به جای سود یک روش موثر است.

**تغییرات سطح قیمت**

تاثیر تغییرات سطح عمومی قیمت ها روی موقعیت سرمایه در گردش، بستگی به ماهیت عملیات شرکت و جایگاه شرکت در بازار محصول دارد. اگر سطح قیمت ها بالا رود(تورم) سرمایه در گردش مورد نیاز بیشتر می شود. اگر شرکت بتواند به طور متناسب قیمت کالای خود را بالا ببرد، تا حدی قادر است که نیاز به سرمایه در گردش را تامین کند.

**نوسانات مربوط به دوره های تجاری**

دوره های رونق با رکود اقتصادی هر کدام الزامات خاصی برای سرمایه در گردش دارند. در دوره های رونق که شرایط اقتصادی منجر به افزایش فروش می شود نیاز به سرمایه هم بیشتر می شود. در دوره های رکود که شرایط اقتصادی منجر به کاهش فعالیت ها و فروش می شود نیاز به سرمایه در گردش کمتر می شود. معمولا این تاثیر پذیری سرمایه در گردش در ناحیه موجودی کالا است(شر[[19]](#footnote-19)،1989).

# 2-12 استراتژی های سرمایه در گردش

سیاست ها و رویه هایی که خط مشی مدیریت مالی را به وجود می آورد بر این فرض است که شرکت، برخی از تصمیم های اصلی را گرفته و آن ها را به اجرا در می آورد. این تصمیمات شامل تعیین و انتخاب نوع کالا و خدمت می شود و نحوه تامین مالی(برای تهیه دارایی های ثابت) شرکت است. این تصمیمات در فرآیند سودآوری شرکت(در بلند مدت) نقش اصلی و تعیین کننده دارد و در مدیریت سرمایه در گردش دو نقش عمده دارد. اول، کالاها و خدماتی که با پیش بینی فروش یا تولید ارائه می گردد به مدیران سرمایه در گردش این امکان را می دهد که سطوح دارایی های جاری و بدهی های جاری را تخمین بزند. دوم، مدیران شرکت در صدد بر می آیند تا بر ثروت سهامداران شرکت بیافزایند و این کار اصولا از طریق افزایش قدرت نقدینگی شرکت(و حفظ این قدرت) انجام می شود. بنابراین، این سیاست های سرمایه در گردش اصولا با هدف افزایش سود تعیین نمی شود، بلکه مدیران درصدد بر می آیند تا به نقدینگی مطلوبی برسند و بتوانند در سایه آن اهداف سودآور شرکت را تامین کنند.

اهمیت روزافزون سرمایه در گردش در تداوم فعالیت واحدهای انتفاعی موجب گردید که استراتژی هایی برای مدیریت سرمایه در گردش در نظر گرفته شود. به طور کلی شرکت با به کارگیری استراتژی های مختلف در رابطه با مدیریت سرمایه در گردش می توانند میزان نقدینگی شرکت را تحت تاثیر قرار دهد. این استراتژی ها میزان ریسک و بازده آنها را مشخص می کند(نیکومرام،1385). استراتژی های مدیریت سرمایه در گردش از شرکتی به شرکت دیگر متفاوت است. سیاست های سرمایه در گردش شامل تصمیم گیری در مورد سطح نگهداری دارایی های جاری و همچنین نحوه تامین مالی این نوع از دارایی ها است.

## 2-12-1 استراتژی های دارایی جاری

**استراتژی محافظه کارانه[[20]](#footnote-20):** شرکت با نگهداری پول نقد و اوراق بهادار قابل فروش می کوشد قدرت نقدینگی خود را حفظ کند. و ریسک این استراتژی بسیار اندک است. زیرا داشتن قدرت نقدینگی نسبتا زیاد به شرکت این امکان را می دهد که موجودی کالا را به مقدار کافی تهیه و اقدام به فروش نسیه کند. بنابراین برای شرکت ریسک از دست دادن مشتری بسیار اندک است. از طرف دیگر نقدینگی زیاد به آن ها این امکان را می دهد که بدهی های سررسید شده را به موقع بپردازند و با خطر ورشکستگی مواجه نشوند. در مقابل این استراتژی بازدهی اندکی هم خواهد داشت زیرا پول نقد اوراق بهادار قابل فروش یا اصلا بازدهی ندارد یا بازدهی بسیار ناچیزی دارد.

**استراتژی جسورانه[[21]](#footnote-21):** در این استراتژی مدیران سعی می کنند تا وجه نقد و اوراق بهادار قابل فروش را به حداقل برسانند. شرکتی که از این استراتژی استفاده می کند باید ریسک عدم پرداخت به موقع بدهی های سررسید شده را بپذیرد. همچنین این شرکت ها ممکن قادر به پاسخگویی سفارش های مشتریان نباشند و از این جهت نیز متحمل زیان شوند(چون نمی توانند بفروشند). شرکت در مقابل برای جبران چنین زیان هایی درصدد بر می آید تا برای تهیه دارایی های ثابت، منابع مالی را مورد استفاده قرار دهد. واضح است که نرخ بازدهی دارایی های ثابت به مراتب بیشتر از بازدهی وجه نقد و اوراق بهادار قابل فروش می باشد(جهانخانی و طالبی،1378).

## 2-12-2 استراتژی های بدهی جاری

**استراتژی محافظه کارانه[[22]](#footnote-22):** در این استراتژی مدیریت بدهی های جاری سعی دارد که در ساختار مالی شرکت، میزان وام های کوتاه مدت را به حداقل برساند. سعی دارند برای تهیه دارایی های جاری از وام های بلند مدت برای تامین مالی آن ها استفاده کنند. علی رغم اینکه با اجرای این استراتژی ریسک ورشکستگی(ناتوانی در بازپرداخت به موقع وام ها) به شدت کاهش می یابد اما، با در یافت تسهیلات بلند مدت هزینه تامین مالی شرکت افزایش یافته و در مقابل نرخ بازده سهامداران کاهش می یابد.

**استراتژی جسورانه[[23]](#footnote-23):** در این استراتژی مدیریت بدهی های جاری سعی دارد تا سطح تسهیلات کوتاه مدت را به حداکثر برساند. و دارایی های جاری را از این محل تامین کند. در این استراتژی ریسک عدم بازپرداخت تعهدات افزایش پیدا می کند. به طور کلی اگر وام های بلند مدت یک شرکت به حداکثر برسد، خطر و احتمال اینکه شرکت نتواند به موقع آن ها را بازپرداخت کند افزایش خواهد یافت.

## 2-12-3 استراتژی مطلوب(بهینه)[[24]](#footnote-24)

شرکت ها اکثرا سیاست هایی را اتخاذ می کنند که از نظر ریسک و بازده سهام در وضعیت متعادل قرار بگیرند. استراتژی متعادل به صورتی است که ترکیب بهینه ای از دارایی های جاری و بدهی های جاری به صورت زیر باشد:

مقدار دارایی های جاری و بدهی های جاری در حد متعادل و متعارف باشد.

در زمینه دارایی های جاری استراتژی جسورانه داشته باشیم و در مدیریت بدهی های جاری استراتژی محافظه کارانه عمل کنیم، یا در زمینه دارایی های جاری استراتژی محافظه کارانه و در زمینه بدهی های جاری استراتژی جسورانه داشته باشیم که این دو استراتژی باعث خنثی شدن اثرات دیگری و رسیدن به یک استراتژی متعادل می شود(عبده تبریزی و مشیر زاده،1376).

نمودار 2-3 ویژگی های ریسک و بازده متعلق به اجرای سیاست های مربوط به سرمایه در گردش را که حاصل اجرای هر یک از استراتژی ها در خصوص دارایی های جاری و بدهی های جاری است را نشان می دهد. این نمودار نحوه ترکیب استراتژی ها و رسیدن به یک استراتژی مطلوب در خصوص سرمایه در گردش را نشان می دهد(جهانخانی و پارسائیان،1380).

نمودار(2-3)ویژگی های ریسک و بازده با توجه به سیاست های سرمایه در گردش

ریسک و بازده متعادل

ریسک و بازده زیاد

جسورانه

استراتژی بدهی های جاری

محافظه کارانه

ریسک و بازده کم

ریسک و بازده متعادل

جسورانه

محافظه کارانه

استراتژی دارایی های جاری

# 2-13 تصمیم گیری راجع به نقدینگی در شرایط بازار کامل

به طور کلی در شرایط بازار کامل شرکت ها نمی توانند از طریق تصمیمات تامین مالی و تقسیم سود برای سهامداران کاری انجام دهند، در نتیجه تصمیم گیری در مورد نقدینگی نیز به همین طریق در شرایط بازار کامل اثرات مهم خود را از دست می دهد. مفروضات بازار کامل سرمایه حکم می کند که اگر به دلایلی شرکت قادر به انجام تعهدات جاری خود نباشد، بستانکاران شرکت به طرق مختلف از جمله نقد کردن دارایی ها و یا در دست گرفتن اداره شرکت یا اثر گذاری به تجدید ساختار شرکت، حقوق خود را از شرکت می گیرند. تنها در شرایطی که بازار سرمایه کامل نباشد و نواقص در بازار مشهود باشد، تصمیم گیری درباره نقدینگی و به عبارتی مدیریت نقدینگی مهم است(انجل و همکاران[[25]](#footnote-25) ،1990)

انواع نواقصی که در بازار وجود دارد و موضوع مدیریت نقدینگی را با اهمیت می کند به شرح زیر است:

هزینه های ورشکستگی شامل فروش دارایی ها به قیمتی کمتر از ارزش اقتصادیشان و هزینه های مرتبط با آن، که معمولا در شرایط بحران به وجود می آید. همچنین هزینه های مرتبط با مسائل حقوقی تضمین کنندگان و یا توزیع کنندگان.

هزینه های مرتبط با مدیران، کارگران، عرضه کنندگان و مشتریان که در شرایط ریسکی بودن شرکت ارتباطشان با شرکت همراه با هزینه است. مدیران، کارگران و عرضه کنندگان وجوه بیشتری می گیرند و مشتریان نیز معمولا امتیازاتی در این شرایط می خواهند.

عدم کارایی عملیاتی، تعطیل شدن طرح توسعه، از دست رفتن سرمایه گذاری های غیر مشهود نرم افزاری، همگی هزینه هایی است که شرکت به دلیل مواجهه با بحران مالی و عدم توانایی انجام تعهدات متحمل می شود(جهانخانی و طالبی،1378).

# 2-14 راه حل های شرکت با این شرایط

**الف-** شرکت ها برای کاهش احتمال ورشکستگی و متحمل شدن این هزینه ها باید همیشه نقدینگی کافی برای انجام تعهدات خود داشته باشند. البته نگهداری این نقدینگی مستلزم پرداخت هزینه راکد ماندن سرمایه است. اگر نرخ بهره وام دادن و وام گرفتن شرکت یکسان باشد، تفاوتی بین نگهداری و یا موکول کردن آن به زمان نیاز به نقدینگی و اخذ وام وجود ندارد.

**ب-** البته این یک شرط ایده آل است و نکات دیگر را هم باید در نظر بگیریم. دسترسی به منابع مالی خارج از شرکت یکی از عواملی است که می تواند شرکت را از نگهداری نقدینگی معاف کند. البته صرف دسترسی به منابع مالی خارجی کافی نیست، بلکه دو نکته در کنار آن باید مورد توجه قرار بگیرد. نکته اول هزینه های اضافی که شرکت به خاطر دسترسی سریع به منابع مالی خارجی متحمل می شود. نکته دوم تاخیرهای احتمالی که در زمان استفاده از این منابع به وجود می آید و انجام به موقع تعهدات را مشکل می کند.

**ج-** دارایی های ثابت غیر عملیاتی و امکان نقد کردن آنها در شرایط مواجه با مشکل عدم توانایی پرداخت، راه حل بعدی است. اگر چه شرکت در شرایط خاص برای کاهش ریسک عدم توانایی پرداخت متوسل به این روش می شود، ولی باید توجه کنیم که نگهداری دارایی های ثابت غیر عملیاتی همیشه هزینه هایی را برای شرکت دارد(انجل و همکاران[[26]](#footnote-26)،1990).

## 2-14-1 مدیریت موجودی ها و حساب های دریافتنی[[27]](#footnote-27)

نگرشی که تصمیم گیری مرتبط با سرمایه در گردش را در قالب ارزیابی کلی شرکت معنی دار می کند بر این است که موجودی ها و حساب های دریافتنی باید شبیه دارایی های ثابت و از طریق تکنیک های بودجه ریزی سرمایه ای ارزیابی شوند. البته تفاوتی که بین موجودی ها و حساب های دریافتنی با دارایی های ثابت وجود دارد این است که در ارزیابی دارایی های ثابت هر دارایی به طور جداگانه مد نظر قرار می گیرد ولی موجودی ها و مطالبات سطح کلی آنها مد نظر است.

نواقص بازار برای مدیریت حساب های دریافتنی کمتر از موجودی ها و در مورد موجودی ها کمتر از دارایی های ثابت اهمیت دارد. به دلیل اینکه حساب های دریافتنی یک دارایی مالی است نه واقعی، و نواقص در بازارهای مالی کمتر از بازار محصولات است، نرخ بازده مورد انتظار که برای تعیین ارزش حساب های دریافتنی و موجودی ها به کار می رود متاثر از نواقص بازار است و اگر بازار کامل باشد، نرخ بازده مورد انتظار همان نرخ بازده مورد انتظار بازار خواهد بود. در شرایطی که بازار دارای نواقصی باشد، شرکت می تواند بازده بیشتری در زمینه سرمایه گذاری در حساب های دریافتنی به دست آورد(داموداران[[28]](#footnote-28) ،1997).

یکی از روش های مدیریت حساب های دریافتنی، گردآوری هرچه زودتر حساب های دریافتنی است، یعنی کاهش دادن تاخیر زمانی است که مشتری ها، صورت حساب خود را پرداخت می کنند. چند روش برای بالا بردن سرعت این فرآیند است که عبارتند از:

* مشتری ها چک های صورت حساب خود را با سرعت بیشتری به نشانی شرکت پست کنند.
* کاهش زمانی که در آن چک های رسیده به شرکت هنوز گردآوری و نقد نشده است.
* سرعت بخشیدن به وصول چک های سپرده شده به بانک برای نقد شدن(دستگیر،1381).

## 2-14-2 مدیریت بدهی های جاری[[29]](#footnote-29)

شرکت دو نوع بدهی می تواند داشته باشد، یک دسته بدهی های منفعل که قابل برنامه ریزی نیستند و نتیجه سایر فعالیت ها و اقدامات شرکت هستند. دسته دوم بدهی هایی که می توان در مورد آنها برنامه ریزی کرده و به صورت فعال با آنها برخورد کرد.

در شرایطی که بازار کامل و بدون نقص باشد دیگر تفاوتی بین اوراق بدهی و سهام نیست و تمام ویژگی های دیگر از جمله سر رسید اوراق عرضه تاثیری روی نرخ بهره نخواهد داشت.

در یک بازار کامل، تنوع اوراق بهادار در دسترس به گونه ای است که پاسخگوی شرایط و اقتضائات مختلف باشد، در حالی که در شرایط بازار ناقص این طور نیست.

از جمله مفروضات بازار کامل این است که همه بدهی های مالی کلیه شرکت ها تقریبا، هزینه یکسانی دارند و به عبارت دیگر بازده مورد انتظار تعدیل شده از نظر ریسک آنها یکسان است. شرکت نمی تواند با انتشار اوراق بهادار متفاوت هزینه سرمایه خودش را کاهش بدهد.

در شرایطی که بازار ناقص و در آن مالیات، هزینه معاملات، هزینه انتشار، هزینه های ورشکستگی، هزینه های کسب اطلاعات، محدودیت های قانونی در زمینه سرمایه گذاری برخی از نهادها و... وجود داشته باشد، در این شرایط سر رسید اوراق عرضه شرکت ها بر نرخ بهره اوراق اثر می گذارد به هر حال اثر ترکیب بدهی شرکت روی ارزش شرکت به اندازه اثر ترکیب ساختار سرمایه نمی تواند باشد ولی بدون تاثیر هم نیست(انجل و همکاران[[30]](#footnote-30)،1990).

# 2-15 نگرش های مختلف راجع به اندازه گیری نقدینگی

از دید نویسندگان مدیریت مالی، نگرش های مختلفی درباره اندازه گیری نقدینگی و مبانی اندازه گیری آن وجود دارد که به سه دسته زیر تقسیم می شوند:

برخی برای نشان دادن توانایی شرکت در انجام تعهدات کوتاه مدت صرفا وجه نقد و اوراق کوتاه مدت قابل فروش را مورد توجه قرار می دهند. این نویسندگان سایر دارایی های جاری از جمله موجودی کالا و مطالبات را در تعیین وضعیت نقدینگی موثر نمی دانند.

برخی دیگر کلیه دارایی های جاری اعم از دارایی هایی که کاملا نقد یا شبیه نقد هستند و دارایی هایی که نقد نیستند ولی قابلیت نقد شدن در دوره های کوتاه مدت را دارند در تعیین وضعیت نقدینگی شرکت موثر می دانند.

عده ای دیگر همه امکانات و دارایی های شرکت را تعیین کننده وضعیت نقدینگی می دانند. به راحتی تبدیل به نقد شود، یا اگر شرکت دسترسی سریع به منابع مالی بانکی داشته باشد و یا فرصت استفاده از اعتبار در حساب جاری را داشته باشد همه نشان دهنده نقدینگی شرکت هستند(گلافر و همکاران[[31]](#footnote-31) ،1997).

# 2-16 معیارهای اندازه گیری نقدینگی[[32]](#footnote-32)

با توجه به دیدگاه های مختلفی که مطرح شد شاخص های متفاوتی برای اندازه گیری نقدینگی شرکت ارائه شده که در قالب دو دسته معیار سنتی و معیارهای نوین بررسی می شوند.

## 2-16-1 معیارهای سنتی نقدینگی[[33]](#footnote-33)

نسبت های نقدینگی برای ارزیابی توانایی شرکت در پرداخت تعهدات کوتاه مدت به کار می روند. می توان از بررسی این نسبت ها به موقعیت نقدینگی کنونی شرکت و توان نگهداری آن نیز پی برد. به هر حال تعهدات کوتاه مدت را باید از منابع کوتاه مدت سنجید(دستگیر،1381).

در معیارهای اولیه که برای اندازه گیری نقدینگی ارائه شده تاکید داشتند که هر چه دارایی های جاری بیشتر از بدهی ها باشند میزان نقدینگی شرکت مطلوب تر است. به عبارت دیگر دارایی های جاری صرف نظر از ترکیب آن نشان دهنده نیازهای نقدی شرکت است. براساس همین دیدگاه نسبت های جاری و آنی برای اندازه گیری نقدینگی ارائه شده اند.

**نسبت جاری[[34]](#footnote-34) :** از تقسیم دارایی های جاری بر بدهی های جاری به دست می آید. نسبت جاری نشان دهنده این است که دارایی های جاری چند برابر بدهی های جاری است؟ هر چه این نسبت بزرگتر باشد، نقدینگی بهتر است(گلافر و همکاران[[35]](#footnote-35)،1997).

هرچه این نسبت بزرگتر باشد، توانایی شرکت در انجام تعهدات کوتاه مدت بیشتر خواهد بود. این نسبت را باید تنها یک نسبت ناخالص نقدینگی دانست، زیرا تک تک دارایی های جاری را نشان نمی دهد. شرکتی که دارایی های جاری آن از موجودی نقد و حساب های دریافتنی تشکیل شده است، از شرکتی که دارایی های جاری آن از موجودی های جنسی شکل گرفته است، موقعیت نقدینگی بهتری دارد(دستگیر،1381).

ایراد نسبت جاری این است که به درجات مختلف نقدینگی اقلام دارایی های جاری توجه نمی شود. به عبارت دیگر در این شاخص سرعت تبدیل به نقد شدن موجودی کالا برابر سرعت تبدیل به نقد شدن سایر اقلام دارایی های جاری شرکت فرض می شود، در حالی که در دوره عملیات شرکت مطالبات می بایست مرحله فروش و وصول را طی کند تا تبدیل به نقد شود. البته در نسبت جاری به همه تعهدات و بدهی های شرکت هم یک وزن داده شده در حالی که زمان سر رسید آنها متفاوت است(گلافر و همکاران[[36]](#footnote-36)،1997).

**نسبت آنی[[37]](#footnote-37) :** این نسبت همانند نسبت جاری است با این تفاوت که در این نسبت، موجودی های جنسی که دیرتر نقد می باشد، در رده دارایی های جاری نیامده است. نسبت آنی، بیشتر روی موجودی های نقدی، اوراق بهادار قابل فروش و حساب های دریافتنی پافشاری می کند و آنها را نسبت به تعهدهای کوتاه مدت می سنجد، و از دیدگاه سنجش نقدینگی،اهمیتی بیش از نسبت جاری دارد(دستگیر،1381).

چون قابلیت نقد شدن موجودی کالا کم است در نتیجه آنرا در تعیین وضعیت نقدینگی موثر نمی دانند و در نسبت آنی دارایی های جاری پس از کسر موجودی کالا، مبنای محاسبه قرار می گیرد. گرچه با این طریق تا حدی مشکلات نسبت جاری برطرف می شود، ولی همچنان برخی ایرادات نسبت جاری باقی است. متفاوت بودن قابلیت نقد شدن وجه نقد و حساب های دریافتنی در محاسبه نسبت آنی نیز مد نظر قرار نمی گیرد. همچنین در این نسبت فرض شده که انواع بدهی های جاری دارای وزن یکسانی هستند. گرچه درجه تبدیل به نقد شدن موجودی کالا پایین تر است ولی نباید موجب حذف کامل آن در اندازه گیری قدرت نقدینگی شود(گلافر و همکاران[[38]](#footnote-38)،1997).

**روشی برای رفع ایرادات معیارهای سنتی اندازه گیری نقدینگی**

ایراد اصلی معیارهای سنتی اندازه گیری نقدینگی شرکت ها این است که در خصوص دارایی های جاری، قابلیت نقد شدن و در مورد بدهی های جاری سرعت بازپرداخت بدهی ها مد نظر قرار نمی گیرد. برای رفع این ایراد به جای استفاده از این شاخص، می توانیم از مجموعه ای از شاخص هایی که به هم مرتبط هستند، استفاده کنیم. این نحوه اندازه گیری را معیارهای مرتبط نام گذاری می گنیم و جزییات آن به شرح زیر است:

نسبت جاری را به عنوان معیار اصلی نقدینگی در نظر می گیریم.

برای تعیین قابلیت نقد شدن مطالبات، دوره وصول مطالبات را محاسبه می کنیم.

برای تعیین قابلیت نقد شدن موجودی کالا دوره نگهداری موجودی کالا را محاسبه می کنیم.

برای تعیین زمان بازپرداخت بدهی های جاری دوره حساب های پرداختنی را محاسبه می کنیم(جهانخانی و طالبی،1378).

پس از محاسبه نسبت جاری ممکن است به این نتیجه برسیم که شرکت در مقایسه با متوسط صنعت دارای مازاد نقدینگی، کمبود نقدینگی یا حد مناسب نقدینگی است. این نتیجه گیری در این مرحله برای اظهار نظر کافی نیست برای اطمینان از اینکه اجزا تشکیل دهنده نسبت جاری مشابه صنعت هستند، دوره وصول مطالبات شرکت را با متوسط صنعت مقایسه می کنیم. اگر دوره وصول مطالبات شرکت طولانی تر یا کوتاه تر از متوسط صنعت باشد به این نتیجه می رسیم که کیفیت مطالبات شرکت با صنعت متفاوت است ولی اگر با محاسبه دوره وصول به این نتیجه می رسیم که دوره وصول مطالبات شرکت طولانی تر از صنعت باشد مناسب بدون نقدینگی شرکت زیر سوال می رود در مورد موجودی کالا نیز به همین روش عمل می کنیم و دوره نگهداری موجودی کالای شرکت را با متوسط صنعت مقایسه می کنیم. در مورد حساب های پرداختنی نیز دوره حساب های پرداختنی شرکت را با متوسط صنعت مقایسه می کنیم. به هر حال طولانی تر بودن دوره نگهداری موجودی کالا نتایج حاصل از مقایسه نسبت جاری را تحت تاثیر قرار می دهد، البته دوره حساب های پرداختنی نیز اگر از متوسط صنعت بیشتر باشد، نقطه مثبتی در محاسبه و اظهار نظر در مورد نقدینگی شرکت به حساب نمی آید. چون دوره های طولانی تر حساب های پرداختنی نشان دهنده عدم توانایی و یا عدم تمایل شرکت در ایفای به موقع تعهدات است مگر اینکه ثابت شود که بستانکاران شرکت فرصت های طولانی تری در اختیار شرکت قرار داده اند.

دو ایراد اصلی به روش تحصیلی فوق وارد است:

* در اختیار نبودن بعضی از نسبت های متوسط صنعت
* روش مطرح شده متکی بر مقایسه با متوسط صنعت بوده و همیشه متوسط صنعت ملاک مناسبی برای همه شرکت ها نیست و باید ملاحضات دیگری هم مورد توجه قرار بگیرد(سایمن[[39]](#footnote-39) ،1988).

**دوره وصول مطالبات، دوره نگهداری کالا و دوره حساب های پرداختنی**

متوسط حساب های دریافتنی / فروش = گردش حساب های دریافتنی[[40]](#footnote-40)

متوسط موجودی ها / بهای تمام شده کالای فروش رفته = گردش موجودی ها[[41]](#footnote-41)

این نسبت ها تعداد دفعاتی که حساب های به وجه نقد و یا به موجودی ها تبدیل می شوند را نشان می دهد. اگر این نسبت ها را به صورت روز بنویسیم دوره نگهداری موجودی کالا را نشان می دهد.

گردش حساب های دریافتنی / 365 = دوره وصول مطالبات[[42]](#footnote-42)

گردش موجودی ها / 365 = دوره نگهداری موجودی کالا[[43]](#footnote-43)

حساب های پرداختنی هم به صورت زیر است:

متوسط حساب های پرداختنی / خرید = گردش حساب های پرداختنی[[44]](#footnote-44)

گردش حساب های پرداختنی / 365 = دوره حساب های پرداختنی[[45]](#footnote-45)

از آنجا که حساب های دریافتنی و موجودی ها، دارایی هستند و از طرفی حساب های پرداختنی جز بدهی ها است، برای تعیین سرمایه در گردش مورد نیاز، تامین مالی به صورت زیر بر آورد می شود:

(دوره حساب های پرداختنی ـ دوره نگهداری موجودی کالا + دوره وصول مطالبات) = دوره تامین مالی مورد نیاز

هرچه دوره تامین مالی[[46]](#footnote-46) شرکت طولانی تر باشد، ریسک نقدینگی کوتاه مدت (ریسک عدم توان پرداخت بدهی های کوتاه مدت) بیشتر می شوند(داموداران[[47]](#footnote-47)‌،1997).

## 2-16-2 معیارهای نوین نقدینگی[[48]](#footnote-48)

با توجه به ایرادات شاخص های سنتی نقدینگی شرکت، نویسندگان مدیریت مالی درصدد برآمدند شاخص هایی را معرفی کنند که ضمن رفع ایرادات مذکور جزییات وضعیت نقدینگی شرکت را مد نظر قرار بدهد. در زیر برخی از آنها بررسی می شوند.

**1-مانده نقدی خالص[[49]](#footnote-49)**

این شاخص برای نشان دادن وضعیت نقدینگی شرکت، مانده وجه نقد و اوراق بهادار را در نظر می گیریم. ارائه دهنده گان این شاخص معتقدند که مانده خالص نشان دهنده ذخیره واقعی نقدینگی شرکت در مورد نیازهای پیش بینی نشده است چون اگر شرکت با کمبود نقدینگی مواجه شود و بخواهد با سایر دارایی های جاری(موجودی کالا و مطالبات) این کمبود را جبران کند هزینه هایی را متحمل می شود. مثلا اگر بخواهد از محل موجودی کالا کمبود نقدینگی های احتمالی را جبران کند، مجبور است موجودی کالا را با تخفیف و با قیمت کمتر بفروشد، به طور کلی در این روش به موجودی کالا و مطالبات توجه نمی شود. در محاسبه این شاخص علاوه بر موارد فوق اسناد پرداختنی یعنی همان بدهی های جاری بهره دار به عنوان بدهی های ضروری به حساب می آیند.

محاسبه مانده نقدی خالص به صورت زیر است:

NLB= (Cash + MKT – AP)/TA

**NLB =** مانده نقدی خالص

**Cash =** وجه نقد

**MKT =** اوراق بهادار قابل فروش

**AP =** اسناد پرداختنی

**TA =** کل دارایی ها

این شاخص نشان دهنده این است که مانده نقدی خالص شرکت چند درصد کل دارایی های شرکت است. هر چه این نسبت بیشتر باشد شاخص نقدینگی بهتر است در استفاده از این شاخص نکاتی باید در نظر گرفته شوند که به صورت زیر است:

در شاخص فرآگیر نقدینگی، بر توانایی شرکت در پرداخت تعهدات کوتاه مدت غیر قابل پیش بینی تاکید می شود.

این تعریف صرفا انگیزه های احتیاطی را در تعریف نقدینگی در نظر می گیرد و شرکتی که در این زمینه قوی تر است، البته تعریف فوق محدود است و نمی توانند همه جنبه های نقدینگی شرکت را در نظر بگیرد.

در این شاخص فرض براین است که وجه نقد و اوراق بهادار قابل فروش در جهت پاسخ گویی به نیازهای پیش بینی نشده نیست بلکه بخشی از آن برای انگیزه های معاملاتی و سفته بازی نگهداری می شود و بخشی به عنوان مانده جبران کننده بانک ها غیر قابل استفاده است.

در شاخص NLB که تاکید بر ناتوانی شرکت در انجام تعهدات پیش بینی نشده است، تعهدات پیش بینی شده شرکت در نظر گرفته نمی شود. در حالی که شرکت ها باید نسبت به تعهدات پیش بینی نشده هم مطمئن شوند و بعد سراغ موارد پیش بینی نشده بروند.

در محاسبه این شاخص کل دارایی ها در مخرج کسر قرار گرفته در حالی که تعهدات پیش بینی شده کوتاه مدت بایست از محل دارایی های جاری تامین شوند. کل دارایی های شرکت در تعیین وضعیت نقدینگی نقش موثر دارند(شولمن و همکاران[[50]](#footnote-50) ،1985).

**2-دوره تبدیل وجه نقد[[51]](#footnote-51)**

دوره عملیاتی شرکت شامل چهار مرحله خرید، تولید، فروش و وصول مطالبات است. شرکت کالا و مواد را خریداری می کند و تبدیل به کالای ساخته شده و حساب های دریافتنی می کند و نهایتا حساب های دریافتنی وصول می شود. بخشی از این دارایی ها از بدهی هایی که ذاتا به صورت خود کار به وجود می آیند تامین خواهد شد. دوره تبدیل وجه نقد، دوره زمانی خالص بین پرداخت بدهی ها و دریافت وجه نقد از محل وصول مطالبات می باشد. هر چه این دوره زمانی کوتاه تر باشد، نقدینگی شرکت بهتر است. فرمول این شاخص به صورت زیر است:

CC = QC – PP

**CC =** دوره تبدیل به وجه نقد

**PP =** دوره تاخیر در پرداخت حساب های پرداختنی

**OC =** دوره عملیات به صورت زیر است:

OC = INVP – RP

**RP =** دوره وصول مطالبات

**INVP =** دوره نگهداری موجودی کالا

دوره حساب های پرداختنی(PP) به صورت زیر است:

PP = PA/DCOGS

**PA =** مانده حساب های پرداختنی

**DCOGS =** قیمت تمام شده کالای فروش رفته روزانه (360/COGS).

دوره تبدیل به وجه نقد نشان می دهد که چه مدت طول می کشد تا وجه مصرف شده در عملیات به وجه نقد تبدیل شود. هر چه این فاصله کمتر باشد، نشان دهنده این است که شرکت وضعیت نقدینگی بهتری دارد(ریچارد و همکاران[[52]](#footnote-52) ،1980).

در زمان استفاده از این شاخص باید به موارد زیر توجه کنیم.

برای محاسبه دوره تبدیل وجه نقد در پرداخت حساب های پرداختنی از دوره عملیات کم می شود. هر چه دوره تاخیر در حساب های پرداختنی بیشتر باشد دوره تبدیل وجه نقد کوتاه تر می شود، کوتاه تر بودن دوره تبدیل وجه نقد، وضعیت مناسب نقدینگی را نشان می دهد، در حالی که تاخیر در پرداخت حساب های پرداختنی ممکن است به دلیل نامناسب بودن وضعیت نقدینگی باشد. هر چه این تاخیر بیشتر باشد، وضعیت نقدینگی نامناسب تر است ولی زمانی که این رقم را در محاسبه دوره تبدیل وجه نقد به کار می بریم نتیجه متفاوتی حاصل می شود، یعنی تاخیرهای طولانی تر موجب کمتر شدن دوره وجه نقد شده و وضعیت نقدینگی مناسب می شود. بنابراین، تضاد احتمالی باید به نحوی برطرف شود.

در این معیار به مانده وجه نقد توجهی نمی شود، البته نیازی نیست که تمام موارد وجه نقد مد نظر قرار بگیرد ولی مازاد بر حد مطلوب وجه نقد شرکت می بایست مورد توجه قرار بگیرد.

در معیارهای دوره تبدیل وجه نقد صرفا طول دوره وصول مطالبات و دوره پرداخت مد نظر است و به مقدار آن توجه نمی شود اگر دو شرکت را در نظر بگیریم که دوره وجه نقد آنها 2 ماه است ولی حساب های پرداختنی شرکت اول 90 درصد مجموع حساب های دریافتنی و موجودی کالا باشد و در شرکت دوم این نسبت 50 درصد باشد مسلما شرکت اول که حجم تعهداتش بیشتر است در مقایسه با شرکت دوم وضعیت نقدینگی آن نامناسب است که در شاخص دوره تبدیل وجه نقد به این مورد توجه نمی شود(گلافر و همکاران[[53]](#footnote-53)،1997).

**3-روش تطبیق تا سررسید بدهی های جاری و مطالبات[[54]](#footnote-54)**

در این روش برای پی بردن به اینکه تا چه حد وجوهی که از محل مطالبات به دست می آید و پاسخگوی تعهدات و بدهی های جاری است. دوره مطالبات و دوره بدهی های جاری محاسبه و مقایسه می شود.

MM = (CLP × DS)/(RP × DP)

مراحل محاسبه شاخص به صورت زیر است:

دوره وصول مطالبات

RP = [(360× R)/S]

دوره پرداخت بدهی جاری

CLP = [360 × (OCL – Sc)]/TP

**MM =** شاخص تطبیق تا سررسید

**RP =** دوره وصول مطالبات

**CLP =** دوره پداخت بدهی های جاری

**S =** فروش سالانه

**R =** حساب های دریافتنی

**OCL =** بدهی های جاری عملیاتی

**Sc =** مانده نقدینگی

**TP =** کل پرداختنی های نقدی عملیاتی

**DP =** متوسط پرداخت روزانه (360/ TP)

این نسبت نشان می دهد که بین زمان و مبلغ دریافت و پرداخت وجه نقد چه رابطه ای وجود دارد. مثلا اگر حاصل این نسبت برابر با یک شود نشان می دهد که زمان و مبلغ دریافت و پرداخت کاملا با هم تطبیق دارد. اگر از یک کمتر باشد نشان می دهد که بین دریافت و پرداخت از نظر زمان و مبلغ تناسبی وجود ندارد و شرکت با مشکل نقدینگی مواجه است. در شرایطی که دوره وصول و پرداخت با هم برابر باشد به میزانی که فروش روزانه از پرداختنی های روزانه بیشتر باشد به همان میزان مازاد نقدینگی وجود دارد. زمانی که دوره وصول طولانی تر یا کوتاه تر باشد تعیین مازاد یا کمبود نقدینگی مشکل تر است. برای تعیین متوسط مازاد و کمبود نقدینگی شرکت به صورت زیر عمل می کنیم:

[1- (CLP/RP) – (DS – DP)] × (DS – DP)

**CLP =** دوره پرداخت بدهی جاری

**RP =** دوره وصول مطالبات

**DS =** متوسط فروش روزانه

**DP =** متوسط پرداخت روزانه

این فرمول نشان می دهد که تفاوت بین فروش و پرداخت های روزانه برای جبران بیشتر بودن دوره وصول نسبت به دوره پرداخت است. اگر نسبت دوره پرداخت به دوره وصول مثلا 7/0 باشد مازاد حد مطلوب (مانده جبرانی) را از بدهی جاری کم کنیم و بقیه بدهی جاری را مورد توجه قرار می دهیم.

تعهدات شرکت عمدتا بابت هزینه های تولیدی و اداری شرکت است. مبلغ هزینه های تولیدی و اداری دوره بعد از کسر بخش غیر نقدی هزینه ها در محاسبه دوره بدهی های جاری استفاده می شود.

مقایسه سر رسید بدهی جاری و مطالبات به تنهایی نمی تواند قدرت نقدینگی را نشان بدهد از طرفی مبلغ مطالبات و بدهی جاری در محاسبه مورد توجه است.

اگر فرض کنیم که دوره وصول مطالبات بیشتر از دوره پرداخت باشد فروش روزانه و پرداخت های روزانه برابر باشند شرکت در پرداخت های خود با مشکل مواجه می شود و شاخص تطبیق سر رسید هر چه بیشتر باشد، وضعیت نقدینگی شرکت بهتر است. در این شاخص به موجودی کالا به عنوان جزئی از دارایی های جاری شرکت توجه نمی شود. البته تاثیر فروش شرکت در این شاخص مشکل را برطرف می کند(بردیا[[55]](#footnote-55)،1988).

**4-شاخص فراگیری نقدینگی[[56]](#footnote-56)**

این شاخص با محاسبه میانگین وزنی نسبت جاری مشکل مربوط به در نظر گرفتن درجه نقدینگی دارایی های جاری و زمان بازپرداخت بدهی های جاری را برطرف می کند. جزییات این مدل به صورت زیر است:

برای هر یک از دارایی های جاری با توجه به درجه نقدینگی آنها وزن معینی اختصاص داده می شود و مبلغ تعدیل شده شان محاسبه می شوند. وزن هر دارایی عبارتند از:

(معکوس گردش هر دارایی ـ 1)

وجه نقد به دلیل اینکه ذاتا نقد است، ضریب یک داده می شود و احتیاج به وزن ندارد.

چون مطالبات شرکت یک مرحله برای تبدیل به نقد شدن عقب تر است، به صورت زیر تعدیل می شوند.

AR = R × [1 – (TR)]

**AR =** حساب های دریافتنی تعدیل شده

**R =** مانده حساب های دریافتنی

**TR =** گردش حساب های دریافتنی

به موجودی کالا به دلیل اینکه می بایستی اول تبدیل به حساب های دریافتنی شود و بعد به وجه نقد شود به شرح زیر تعدیل می شود.

AINV = INV × [1 – (1/TR) – (1/TR) – (1/TINV)]

**AINV =** موجودی کالای تعدیل شده

**INV =** مانده موجودی کالا

**TINV =** گردش موجودی کالا

برای هر یک از بدهی های جاری ضریب تعدیل شده شان محاسبه می شود.

APA = PA × [1 – (1/TPA)]

TPA = PUR/PA

**APA =** حساب های پرداختنی تعدیل شده

**PUR =** کل خرید دوره

**PA =** مانده حساب های پرداختنی

**TPA =** گردش حساب های پرداختنی

سایر اجزا بدهی های جاری نیز به همین صورت قابل تعدیل است.

شاخص فرآگیر نقدینگی به صورت زیر محاسبه می شود:

CLI = ACA/ACL

**CLI =** شاخص فرآگیر نقدینگی

**ACA =** دارایی های جاری تعدیل شده

**ACL =** بدهی جاری تعدیل شده

همانطور که دیده می شود، تا حدود زیادی ایراد اصلی نسبت جاری که عدم لحاظ کردن درجه نقدینگی دارایی های جاری بود با به کارگیری ضریب تعدیل رفع شده است. با وجود امتیازاتی که این شاخص دارد در استفاده از آن باید نکاتی را در نظر قرار داد که عبارتند از:

درجه نقدینگی مطالبات و موجودی کالا براساس ارقام متوسط آنها و گردش آنها اندازه گیری شده که ایرادات آنها به شاخص فرآگیر نقدینگی هم وارد است متوسط ها الزاما نشان دهنده وضعیت ایده آل نیستند.

همانند سایر نسبت های مالی، شاخص فرآگیر نقدینگی هم یک معیار نسبی است و متاثر از شرایط شرکت و وضعیت آن است، پس در زمان مقایسه و قضاوت باید مبنای مقایسه و اظهار نظر، به درستی انتخاب شود.

برای تعدیل مطالبات و لحاظ کردن درجه نقدینگی آن، معکوس نسبت موجودی کالا به کل فروش یا نسبت مطالبات به کل فروش یکی از بهترین مبناها است، ولی کیفیت مطالبات یا موجودی کالا در نظر قرار نمی گیرد. اگر قسمت عمده مطالبات عمر طولانی داشته باشند و یا کم گردش باشند و یا قسمت عمده موجودی کالا، اقدام کم گردش باشند، مناسب بودن این شاخص زیر سوال رفته و موجب ایراد بر آن می شود(ملیک و همکاران[[57]](#footnote-57) ،1974).

**محدودیت های استفاده از نسبت ها**

وقتی صورت های مالی تهیه شده در اختیار تحلیل گر قرار می گیرد به لحاظ گذشت زمان ارقام مندرج در آنها کهنه شده و وضع موجود را نشان نمی دهد.

اصولا تجزیه و تحلیل روی ارقام و اطلاعات گذشته انجام می شود که راهنمای تصمیمات آینده می باشد. حال تا چه حد ارقام گذشته می تواند مبنای پیش بینی اینده قرار گیرد جای بحث است.

در تجزیه و تحلیل نسبت ها تغییرات سطح قیمت ها معمولا در نظر گرفته نمی شود و از کیفیت تجزیه و تحلیل کم می کند. این نارسایی در زمانی که تغییرات سطح قیمت ها سریع باشد و تورم حاد باشد، تشدید می شود.

وقتی صورت های مالی یک واحد تجاری با موسسه دیگر مشابه مقایسه می شود باید توجه کرد که ممکن است تفاوت هایی که در اعمال روش های حسابداری در دو شرکت از نظر ارزیابی موجودی جنسی و استهلاک وجود دارد، مبنا و مفهوم مقایسه را از بین ببرد(سایمن[[58]](#footnote-58)،1988).

# 2-17 تجزیه وتحلیل نسبت های سرمایه در گردش

برخی از نسبت هایی که در تجزیه و تحلیل سرمایه در گردش به کار می برند عبارتند از نسبت جاری، نسبت نقدینگی[[59]](#footnote-59) (نسبت آنی[[60]](#footnote-60)) و نسبت بدهی.

**نسبت جاری[[61]](#footnote-61) و نسبت سرمایه در گردش خالص[[62]](#footnote-62) :**

مقدار نسبت جاری یک شرکت با سرمایه در گردش رابطه مستقیم دارد. مخصوصا:

1-اگر دارایی های جاری از بدهی های جاری بیشتر شود، سرمایه در گردش خالص مثبت خواهد شد و نسبت جاری بزرگتر از عدد یک می شود.

2-اگر دارایی های جاری با بدهی های جاری مساوی شود سرمایه در گردش خالص صفر، و نسبت جاری برابر یک خواهد شد.

3-اگر دارایی های جاری از بدهی های جاری کمتر شود، سرمایه در گردش خالص منفی و نسبت جاری از عدد یک کمتر می شود.

**نسبت دارایی های جاری به کل دارایی ها[[63]](#footnote-63)**

نسبت دارایی های جاری به کل دارایی ها ابزاری است که می توان با استفاده از آن حدود یا میزانی را تعیین کرد که شرکت وجوه خود را در اقلام دارایی های جاری (و نه دارایی های ثابت) سرمایه گذاری کرده است مقدار این نسبت در گرو تغییراتی است که در دارایی های جاری رخ می دهد (البته در واکنشی که نسبت به فروش از خود نشان می دهد) و در عین حال به میزان دارایی های ثابت که در مورد نیاز شرکت است بستگی دارد.

**نسبت بدهی**

تامین مالی یک شرکت می تواند توسط حقوق صاحبان سهام (سرمایه) و یا بدهی باشد. تامین مالی توسط بدهی هی به علت اجبار در پرداخت اصل و بهره بدهی، ریسکی را به شرکت تحمیل می کند که در مورد سهام این موضوع صدق نمی کند، در نتیجه برای تخمین ریسک تحمیل شده به شرکت توسط بدهی ها، نسبت های اهرم مالی مطرح می شود. یکی از مهم ترین این نسبت ها نسبت بدهی می باشد که از رابطه زیر محاسبه می شود:

این نسبت نمایانگر این است که چه میزان از کل دارایی ها توسط بدهی ها تامین مالی شده است و در نتیجه شرکت متحمل چه میزان ریسک می باشد.

## 2-17-1 نسبت های نقدینگی و نسبت آنی[[64]](#footnote-64)

برای تجزیه و تحلیل سیاست هایی که در مورد سرمایه در گردش اتخاذ شده، می توان از دو نسبت دیگر که آنها را نسبت نقدینگی می نامند استفاده کرد. نحوه محاسبه این نسبت ها به شرح زیر است:

در محاسبه این دو نسبت نقدینگی فرض می شود که صندوق و اوراق بهادار قابل فروش بخش بزرگی از دارایی های جاری را تشکیل می دهند. برای اینکه در اصل این فرض خدشه ای وارد نشود، باید بتوان در هر لحظه آن مقدار از دارایی های جاری را که به صورت اوراق بهادار قابل فروش است، بدون هیچ کم و کاست، بلا فاصله به پول نقد تبدیل کرد.

**LR1** معیاری است برای محاسبه قدرت نقدینگی دارایی های جاری مقدار این نسبت هر مقدار بیشتر باشد، موید این است که وجوه نقد و اوراق بهادار قابل فروش، منابع اصلی وجوه هستند (جهانخانی و پارسائیان،1380).

**LR2** توانایی شرکت را در بازپرداخت بدهی های جاری اندازه گیری می کند. مقدار این نسبت هر قدر بزرگتر باشد به این معنی است که می توان برای بازپرداخت بدهی های جاری از وجوه نقد یا اوراق بهادار قابل فروش استفاده کرد، این همان تعریف نسبت آنی است(جهانخانی و پارسائیان،1380).

چون قابلیت نقد شدن موجودی کالا کم است در نتیجه آن را در تعیین وضعیت نقدینگی موثر نمی دانند و در نسبت آنی دارایی های جاری پس از کسر موجودی کالا، مبنای محاسبه قرار می گیرد، با این طریق تا حدی مشکلات نسبت جاری بر طرف می شود(گلافر و همکاران[[65]](#footnote-65)،1997).

## 2-17-2 نسبت های مالی و استراتژی سرمایه در گردش

شرکتی که مدیریت سرمایه در گردش آن محافظه کارانه است، موقعیت زیر را خواهد داشت:

نسبت جاری، نسبت نقدینگی و نسبت سرمایه در گردش خالص آن بالا خواهد بود. مدیر مالی شرکتی که سیاستی جسورانه در پیش می گیرد می کوشد تا مقدار این نسبت ها را کاهش دهد و چه بسا سرمایه در گردش خالص شرکت را منفی کند.

دو معیار مشخص کننده سیاست سرمایه در گردش عبارتند از:

* تجزیه و تحلیل روند زمانی نسبت ها و سرمایه در گردش خالص
* مقایسه نسبت های شرکت با مقادیر متعلق به متوسط صنعت

سیاست متعادل برای مدیریت سرمایه در گردش به صورت زیر است که:

اگر در مورد دارایی های جاری سیاست جسورانه در پیش بگیریم و همزمان بدهی های جاری سیاست محافظه کارانه باشند ریسک و بازده متعادل می شود. یعنی دارایی های جاری را در حداقل ممکن نگهداری کنند و بدهی های جاری را نیز در حداقل ممکن نگهداری کنند.

اگر دارایی های جاری را سیاست محافظه کارانه و بدهی های جاری را هم سیاست جسورانه درپیش بگیرند، ریسک و بازده متعادل می شود. یعنی دارایی های جاری و بدهی های جاری را به یک نسبت متعارف در حداکثر ممکن نگهداری کنند.

در استراتژی میانه رو (متعادل) نسبت های جاری و آنی و بدهی هم زمان یا بالاتر از متوسط صنعت یا پایین تر از آن هستند و یا نسبت ها را متعادل نگه داریم(مساوی صنعت).

مدیریت شرکتی که محافظه کار است می کوشد تا نسبت نقدینگی(آنی) و نسبت جاری شرکت را به مقیاسی برساند که از مقادیر متعلق به متوسط صنعت بالاتر و هم زمان بدهی جاری آن پایین تر است. اما مدیر مالی شرکتی که سیاست جسورانه در پیش می گیرد در صدد بر می آید تا نسبت جاری و آنی را به مقادیری برسان که از متوسط صنعت کمتر و میزان بدهی جاری بالاتر باشد(جهانخانی و پارسائیان،1380).

# 2-18 تغییرات قیمت سهام

قیمت سهام قیمتی که خریداران و فروشندگان در معاملات بورس سهام بر آن توافق می کنند. بر عکس قیمت کالاهایی که در یک مغازه وجود دارد و غالبا به سرعت تغییر نمی کند، قیمت سهام معمولا در نوسان است و حتی طی یک روز نیز با تغییرات متعددی همراه است.

تغییر قیمت سهام از قانون ساده عرضه و تقاضا تبعیت می کند. یعنی اگر سهامداران زیادی قصد خرید(تقاضا) سهمی را بنمایند قیمت بازار آن سهم افزایش می یابد زیرا فروشندگان نیز از عرضه سهام به قیمت های کمتر خودداری خواهند کرد. همچنین اگر افراد متعددی اقدام به فروش(عرضه) سهامی بنمایند قیمت بازار کاهش می یابد. این رابطه بین عرضه و تقاضا مرتبط با نوع اخبار، گزارشات و اعلامیه هایی است که درباره شرکت مربوطه در بازار سهام انتشار می یابد. اخبار مربوطه به شرکت ها می تواند به صورت کتبی یا شفاهی باشد. از این رو می توان تغییرات قیمت سهام را ناشی از انتشار اخبار منفی و مثبت دانست.

اخبار منفی عموما موجب فشار فروشندگان(عرضه) برای فروش سهام و غالبا کاهش قیمت سهام می گردد. اخبار مثبت غالبا موجب فشار خریداران(تقاضا) برای خرید سهام و از این رو افزایش قیمت سهام می گردد، اخبار منفی و مثبت مثل گزارشات افزایش یا کاهش سود هر سهم، رخدادهای غیر منتظره نامساعد یا مساعد همچون فسخ یا انعقاد قرارداد فروش کالای شرکت و غیره می باشد. مثلا اطلاعیه ی مورخ 14/4/83 شرکت صنعتی دریایی ایران صدرا در مورد انعقاد قرارداد طرح جمع آوری گازهای خارک به مبلغ 2/1 میلیارد دلار یک خبر مثبت تلقی می شود. از این رو بلافاصله پس از این اطلاعیه، قیمت سهم مذکور در حال افزایش است(تالار بورس).

# 2-19 اهمیت تغییرات قیمت سهام

سرمایه گذاران در زمره سزاوارترین گروه ها برای دریافت اطلاعات به موقع، مربوط و موثر می باشند. تغییرات قیمت سهام یک منابع مهم اطلاعاتی و موثر برای آنان در ارزیابی وضعیت تجاری، کارایی مدیران و اخذ تصمیمات است. بنابراین مهم ترین مسئله برای سرمایه گذاران امکان پیش بینی و تغییرات قیمت است. در دهه ی 60 مطالعاتی در مورد پیش بینی قیمت، تاثیر اطلاعات بر قیمت، رفتار بازار سرمایه و چگونگی تغییر قیمت و ارتباط این تغییرات بر بازار سرمایه صورت گرفت. نتیجه این تحقیقات منجر به پیدایش فرضیه ای در مورد چگونگی کارکرد بازار سرمایه تحت عنوان بازار کارا گردید.هدف از انجام این تحقیقات، بررسی واکنش بازار سهام در کسب و پردازش اطلاعات بود و اینکه اطلاعات به فوریت و بدون تمایل و گرایش خاص بر قیمت سهام تاثیر می گذارد؟

هندریکسون می گوید"فرضیه ای که تحت عنوان کارایی بازار شناخته شد. نتایج تحقیقات یوجین فاما[[66]](#footnote-66) می باشد" او دریافت که عدم ارتباط بین قیمت ها به دلیل انعکاس کامل اطلاعات به طور کاملا بی طرفانه در بازار بوده و هیچ اطلاعات مربوطی نادیده گرفته نشده است.

از زمان مطرح شدن فرضیه ی فوق، کشور های سرمایه داری توجه خاصی را برای کارا بودن بازار سرمایه قائل شدند. در چنین وضعیتی(کارا بودن بازار)قیمت اوراق بهادار به طور عادلانه تعیین و اطمینان سرمایه گذاران جلب می شود. در غیر این صورت(عدم کارا بودن) امکان پیش بینی قیمت وجود داشته و باعث می گردد تا در فرآیند مبادلات گروهی به بهای متضرر شدن گروهی دیگر، منتفع شوند. باید توجه داشت موضوع کارایی مقوله صرفا سفید یا سیاه نیست. بازار نه کاملا کارایی دارد و نه یکسره از مفاهیم کارایی به کنار است.

# 2-20 مکاتب قیمت گذاری سهام

در بورس های اوراق بهادار حساسیت های زیادی نسبت به روند قیمت وجود دارد. این امر باعث گردیده تا تحولات مرتبط با چنین پدیده ای مورد تحلیل های منظم قرار گیرد. به طور کلی دو گروه تحلیل گر در بازار وجود دارد. این دو گروه عبارتند از:

تحلیل گران تکنیکی یا چارتیست ها

تحلیل گران اساسی یا بنیاد گراها

**دیدگاه تحلیل گران تکنیکی یا چارتیست ها**

چارتیست ها معتقدند که امکان محاسبه ارزش ذاتی سهام وجود ندارد. آنان به این باورند که بازار دستخوش حالت های شبه روانی است و تاریخ همواره تکرار می شود. گرایش تاریخی الگو ها در هر زمان باعث تکرار روند قیمت ها می شود. با بررسی روند گذشته می توان روند آینده را پیش بینی نمود. هدف اصلا تعیین تغییرات بلند مدت نیست، بلکه به دنبال استفاده از فرصت های کوتاه مدت می باشند. رسم نمودار و به دست آوردن روند مشهورترین ابزار مورد استفاده آنان است.

**دیدگاه تحلیل گران اساسی یا بنیادگراها**

این گروه معتقدند هر سهم دارای ارزش ذاتی است. برای تعیین ارزش ذاتی باید به مطالعه عمیق و بنیادی بنگاه ها و کل اقتصاد و به اتکای تمامی اطلاعات پرداخت. آنها عقیده دارند که قیمت سهام روند خاصی ندارد و با مطالعه گرایش تاریخی نمی توان قیمت آینده را پیش بینی نمود.بازار سهام حافظه ندارد و قیمت ها به شکل تصادفی تغییر می کند. آنها چارتیست ها را فالگیران این حرفه می دانند.

# 2-21 عوامل موثر بر تغییرات قیمت سهام

به طور کلی می توان عوامل موثر بر تغییرات قیمت سهام را در دو سطح عوامل کلان(محیطی) و عوامل خرد(درونی شرکت) تقسیم کنیم:

## 2-21-1 عوامل کلان

این عوامل تاثیر زیادی بر روی قیمت های سهام داشته و در واقع بیانگر خطر سیستماتیک یا کاهش ناپذیر سرمایه گذاری هستندکه بایستی به نقش آنها در تغییرات قیمت های سهام توجه کافی گردد عوامل کلان شامل موارد زیر می باشند:

**1-وضعیت سیاسی جهان و کشور:**توجه به نقش این عامل در تغییرات قیمت سهام اهمیت بسزایی دارد. جو حاکم بر فضای سیاسی جهان و وضعیت بحرانی یا آرامش حاکم بر آن می تواند بازار را به رکود کشانده یا به سمت رونق ببرد. بدیهی است که وضعیت سیاسی جهانی، تاثیر مستقیم بر روی وضعیت یک کشور داشته و بازار سرمایه و قیمت های سهام را تحت الشعاع قرار می دهد. نمونه بارز این امر را می توان در بحران 11 سپتامبر و آثار و تبعات بعدی آن روی بازارهای مالی مشاهده کرد.

**2-وضعیت اقتصادی جهان و کشور:**وجود رونق، رکود یا بحران در اقتصاد جهان و کشورهای صنعتی، می تواند بر میزان تقاضای جهانی کالاها و خدمات و در نتیجه قیمت آنها تاثیر گذاشته و این عامل نیز به رکود یا رونق اقتصادی صنایع و شرکت ها منجر گردد که قیمت های سهام آنها نیز از این تغییرات بی نصیب نمی مانند. وجود چرخه های تجاری در کشورهای صنعتی و مدت هر یک از مراحل چرخه، اثر مستقیمی بر اقتصاد سایر کشورها، به خصوص کشورهایی که وابستگی اقتصادی داشته یا تک محصولی می باشند، دارد.

**3-بودجه سالانه کشور:**سمتگیری بودجه سالانه کشور و سیاست های حاکم بر آن، همچنین میزان بودجه دستگاه ها، سازمان ها، شرکت ها و خط مشی اعتباری و سهم بخش های مختلف در اعتبارات سالانه که معمولا در تبصره های قانون بودجه آورده می شود، اثر مهمی بر اقتصاد کشور و در نتیجه وضعیت شرکت ها و قیمت سهام آنها دارد.

**4-سیاست های کلان پولی، مالی و ارزی:**سیاست های کلان حاکم بر اقتصاد کشور در انقباض و انبساط آن و باز بودن دست موسسات اقتصادی یا عکس آن اثر گذار است. همچنین تغییرات نرخ سپرده قانونی، نرخ بهره و سود سپرده های بانکی بر قیمت های سهام تاثیر زیادی دارد. برای مثال می توان به کاهش نرخ سپرده قانونی در کشورمان در سال 1380 اشاره کرد که موجب شد تا با کاهش نرخ مورد انتظار سرمایه گذاران، قیمت های سهام در بورس و در نتیجه نسبت قیمت به عایدی هر سهم(E/P)، افزایش یابد.

**5-تغییرات قوانین و مقررات:**تغییرات در قوانین و مقررات و ایجاد تسهیلات یا محدودیت ها می تواند بر بازار سهام تاثیر زیادی داشته باشد. برای مثال می توان به تصویب قانون مالیات های مستقیم در سال گذشته و آثار آن بر روی کاهش نرخ مالیات شرکت ها اشاره کرد و یا قانون سرمایه گذاری خارجی که در صورت نهایی شدن، می تواند به رشد سرمایه گذاری و تولید بیانجامد. همچنین می تواند وضع مقرراتی مانند بالا بردن تعرفه های وارداتی، تسهیلات صادراتی و غیره را نیز نام برد.

**6-رویدادهای با اهمیت:**وقوع این رویداد ها تاثیر عمده ای بر روی بازار سهام دارد. تغییرات نظام های سیاسی، مسئولین ارشد، وزراء و مقامات اقتصادی، وقایع غیر مترقبه و موارد مشابه از جمله این رویدادها می باشند.

**7-قیمت های جهانی کالاهای خاص:**تحولات تکنولوژیک روی قیمت های جهانی کالاها و خدمات اثر می گذارد. مثلا در سالیان اخیر قیمت های جهانی کانیهای فلزی در سطح جهان کاهش داشته و بر عکس تکنولوژی های پیشرفته با افزایش قیمت مواجه بوده اند. در همین زمینه میتوان به تغییرات قیمت نفت و آثار همه جانبه آن بر کلیه ابعاد اقتصاد از جمله بازار سرمایه و قیمت های سهام اشاره کرد. برای کشورهایی مثل ایران که درآمد فروش نفت اصلی ترین منبع درآمد دولت را تشکیل می دهد، افزایش قیمت نفت، آثاری مثبت روی اقتصاد کشور خواهد داشت. آثار کاهش قیمت نفت را نیز می توان به طور مستقیم روی قیمت های سهام شرکت های پتروشیمی مشاهده کرد.

**8-وضعیت خاص صنعت:**بررسی وضعیت خاص هر صنعت نیز در قیمت سهام شرکت های زیر مجموعه آن موثر است. در این زمینه طبقه بندی های مختلفی از صنایع به عمل آمده استکه می توان از بین آنها، صنایع در حال رشد، صنایع تدافعی، صنایع گردشی(نوسانی)، صنایع حساس به نرخ بهره و غیره را نام برد. برای مثال در کشورهای صنعتی، صنایع در حال رشد شامل شرکت های رایانه ای، تکنولوژی پیشرفته، مهندسی ژنتیک و پزشکی هستند و یا صنایع تدافعی شامل شرکت های غذایی می باشند. از صنایع حساس به نرخ بهره نیز می توان صنعت سرمایه گذاری را نام برد. ابته در کشورهای مختلف مزیت های نسبی تعیین کننده این صنایع هستند. مثلا صنایع در حال رشد در کشور ما در سال 1379 شامل صنایع پتروشیمی و در سال 1380، صنایع سیمان، کاشی و دارو را شامل می شد در هر صورت در تحلیل صنعت باید به عواملی همچون عملکرد تاریخی، رقابت، نقش دولت، تغییرات ساختاری و چرخه های تجاری توجه نمود. در کنار موارد فوق نباید فراموش کرد که وجود بحران در یک صنعت در اثر عوامل مختلفی همچون واردات، کاهش تقاضا و غیره می تواند حتی شرکت های موفق آن صنعت را نیز تحت تاثیر قرار دهد.

**9-سمتگیری کلی بازار سهام:**در خیلی از موارد سمتگیری کلی بازار می تواند سایر متغیرها را تحت الشعاع خود قرار دهد. مثلا در بازاری که قیمت ها رو به پایین می باشند و جو فروش سهام حاکم می باشد، حتی سهامی با وضعیت مطلوب نیز، تحت تاثیر قرار می گیرند.

## 2-21-2 عوامل خرد

این عوامل که بیشتر مربوط به خود شرکت ها و وضعیت خاص آنها می باشند، بیانگر خطر غیر سیستماتیک یا کاهش پذیر سرمایه گذاری بوده و می توان با اتخاذ تدابیر لازم آنها را تحت کنترل درآورده و در تصمیم گیری ها استفاده کرد. عوامل خرد شامل موارد زیر می باشند:

**1-بودجه شرکت و پیش بینی سود هر سهم:**توجه به بودجه سالانه شرکت و پیش بینی تولید، فروش و سود هر سهم آن و کنترل بودجه در گزارش های میان دوره ای و میزان تحقق پیش بینی ها، در تغییرات قیمت سهام تاثیر بسزایی دارد. شاید بتوان مهم ترین عامل تاثیر گذار بر قیمت سهام را در این قسمت جستجو کرد. به همین خاطر دقت هر چه بیشتر و بررسی کلیه اجزا این گزارش ها، از اهمیت زیادی برخوردار است.همچنین لازم به توضیح است که در مواردی دستکاری در صورت های مالی و جابجایی اقلام و موارد دیگر بمنظور هموار سازی سود و غیر واقعی و کاذب نشان دادن آن ممکن است از سوی شرکت ها انجام شود.در برخی موارد می باید به درآمد های اتفاقی یا سود هایی که تنها یک بار تحقق می یابند، از قبیل درآمد حاصل از فروش سرمایه گذاری ها و یا درآمدهای غیر عملیاتی توجه خاصی مبذول گردد. رجوع به اساسنامه شرکت ها و وجود احتمالی بندهایی در مورد این درآمدها به تحلیل وضع سهام کمک می نماید.

**2-تحلیل روند اجزا بودجه و قیمت سهام در سالیان گذشته:** بررسی روند تغییرات متغیرهای بودجه ای در مقاطع زمانی 3 ماهه و میزان تحقق تولید، فروش و سود هر سهم در هر مقطع و نیز مقاطع جهش قیمت سهام و سایر روندهای مربوطه نیز نقش مهمی در تغییرات قیمت های سهام دارد. در این زمینه بایستی توجه داشت که تنها ظاهر تغییرات نبایستی مد نظر قرار گیرد و از مطلق نگری پرهیز شود. برای مثال تقسیم درآمد در مقاطع زمانی 3 ماهه بطور مساوی گمراه کننده است. یعنی اگر شرکتی فرضا در 3 ماهه اول سال جاری 25 درصد رشد سود هر سهم و سه ماهه دوم 5٪ رشد سودهر سهم داشته، در مقایسه با سه ماهه اول و دوم سال گذشته که در هر یک مثلا 12 درصد رشد داشته، وضعیت مطلوبی را دارا نیست زیرا همچون سال گذشته ثبات سودآوری ندارد و یا اگر افزایش فروش شرکت در سه ماهه اول سال جاری 15 درصد بوده ولی رشد سود هر سهم آن تنها 5 درصد باشد، سوال برانگیز بوده و باید دنبال علت آن بود. البته این نکته را نیز باید در نظر داشت که میزان تحقق پیش بینی های فروش مهم تر از تولید و سایر عوامل است. زیرا رشد تولید در صورت عدم تناسب با فروش می تواند موجب افزایش هزینه های انبارداری، نگهداری، فرصت ازدست رفته و غیره گردد. همچنین فصلی بودن فروش محصولات شرکت نیز در تحلیل ها بایستی مورد توجه قرار گیرد. زیرا از بالا بودن فروش شرکت در برخی از فصل های خاص، نبایستی افزایش فروش سالانه را نتیجه گیری کرد. در کنار موارد فوق میزان تحقق هزینه های پیش بینی شده و تغییرات آنها را نیز که می تواند در قیمت تمام شده، کالاهای فروش رفته موثر باشد، بایستی مدنظر قرار داد.

**3-تقسیم سود سهام:**سیاست تقسیم سود سهام در هر شرکت، عاملی مهم در تغییرات قیمت سهام آن است. میزان تقسیم سود و نسبت درصد سود نقدی به سود هر سهم و همچنین زمان پرداخت سود سهام، همگی می توانند بیانگر وضعیت مطلوب سهام یک شرکت بوده و سهامدارن را به خرید سهام شرکت قبل از برگزاری مجمع عمومی سالانه ترغیب نمایند. برای مثال برخی از شرکت ها اگر چه سود هر سهم مطلوبی را داشته اند، ولی به دلیل درصد پایین تقسیم سود یا پرداخت سود با تاخیر زمانی زیاد، از مطلوبیت چندانی در بین سهامداران برخوردار نبوده اند. برعکس شرکت هایی که معمولا بخش زیادی از سود هر سهم خود را تقسیم کرده و به سرعت آن را پرداخت می کنند، طرفداران زیادی در بین سهامداران دارند.

**4-طرح های توسعه و افزایش سرمایه:**در مواردی پیش بینی می شود طرح های توسعه یک شرکت که در سالیان بعد اجرا خواهد شد بر سود خالص شرکت و نیز سود هر سهم آن تاثیر زیادی بگذارد. به همین علت تقاضا برای خرید سهام آن شرکت بالا رفته و قیمت آن نیز افزایش می یابد. همچنین افزایش سرمایه در هر شرکت نیز بر روی قیمت سهام آن تاثیر زیادی دارد. البته افزایش سرمایه به خودی خود نمی تواند پدیده ای مثبت یا منفی تلقی گردد. بلکه منابع و مصارف افزایش سرمایه است که اقبال یا عدم اقبال سهامداران را در پی دارد. به عبارت دیگر بایستی معلوم شود که افزایش سرمایه از چه محلی صورت می گیرد. آیا از محل آورده نقدی است. یا از طریق سود انباشته و مطالبات تامین می شود. همچنین سرمایه اضافی مصروف چه فعالیت هایی می گردد. آیا در جهت توسعه فعالیت های شرکت به کار گرفته می شود یا در جهت حل بحران های مالی و کمبود نقدینگی است. معمولا سهامداران افزایش سرمایه از محل اندوخته ها و سود انباشته و مصروف طرح های توسعه را مطلوب می دانند.

**5-ترکیب سهامداران شرکت و معاملات عمده:**سهامداران عمده شرکت نیز که معمولا موسسات سرمایه گذاری و شرکت های دیگر می باشند، در تغییرات قیمت سهام آن تاثیر دارند. میزان حمایت سهامداران عمده از قیمت سهام شرکت در بازار و تعادل بخشیدن به عرضه و تقاضای سهام شرکت، همچنین معاملات عمده بین سهامداران اصلی شرکت همگی می تواند توجه سهامداران را به سوی این شرکت ها جلب کرده و بر قیمت سهام آن اثر بگذارد. در بازارهای سهام نظیر کشور ما که فاقد نهادهای بازار ساز می باشند، نقش سهامداران عمده و شرکت های سرمایه گذاری در پشتیبانی از قیمت سهام شرکت های زیر مجموعه آنها هنگام نزول، اهمیت زیادی دارد. در مواردی انجام معاملات عمده روی سهام شرکت ها که معمولا با قیمت هایی بالاتر از قیمت جاری انجام می شوند، فرصت مناسبی را دراختیار سرمایه گذاران قرار می دهند تا از نوسان قیمت آن استفاده کنند.

**6-ترکیب دارایی ها و سرمایه گذاری های شرکت:**وجود سرمایه گذاری های سودآور در دارایی های شرکت می تواند موجب افزایش تقاضا برای خرید سهام شرکت شده و بر قیمت سهام آن اثر بگذارد. شرکت هایی که دارایی های خود را در سرمایه گذاری های مولد متمرکز کرده و مدیریت پرتفوی بهینه ای بر سرمایه گذاری های خود اعمال می کنند، همچنین شرکت هایی که دارایی های آنان چندان مستهلک نگردیده است، بیشتر مورد توجه سهامداران می باشند. نمود عینی مدیریت بهینه دارایی ها را می توان در برخی از شرکت های سرمایه گذاری مشاهده کرد.

**7-اعتبار و سابقه شرکت:**در مواردی میزان اعتبار شرکت و سابقه قبلی آن روی ذهنیت سرمایه گذاران اثر گذاشته و آنان را به خرید سهام شرکت ترغیب می کند. همچنین وجود سرقفلی، به معنای موقعیت برتر در مقایسه با شرکت های مشابه در همان صنعت ونیزانحصار تولید برخی از کالاها یا خدمات هم در این زمینه موثر است. شرکت های معتبر، حتی اگر در کوتاه مدت دچار بحران شوند، به پشتوانه ذهنیت مثبت سهامداران و حمایت آنها، می توانند از بحران ها گذر کنند.

**8-بدهی های احتمالی:**وجود برخی از بدهی های احتمالی در یک شرکت همچون محکومیت شرکت در یک دعوای حقوقی که می تواند منجر به زیان برای آن شود و یا کسری ذخایر مالیاتی و موارد مشابه می تواند روی تقاضای خرید سهام شرکت اثر منفی داشته و قیمت آن را کاهش دهد.

**9-مدیریت شرکت:**در مواردی وجود مدیریت قوی و کارآفرین در یک شرکت روی قیمت سهام آن اثر زیادی دارد. بعضی از شرکت ها با تعویض مدیر قوی خود با کاهش قیمت سهام روبرو شده اند و بالعکس.

**10-اطلاعات درونی شرکت و شایعات:**شاید بتوان یکی از مهم ترین عوامل موثر در تغییرات قیمت سهام را دسترسی برخی افراد به اطلاعات درونی شرکت ها اعم از مثبت یا منفی و نیز وجود شایعات در بازار اعم از واقعی یا کاذب نام برد. این امر در بازارهایی که از کارایی ضعیفی برخوردارند، نمود زیادی داشته و می تواند تا حدود زیادی سمت گیری قیمت های سهام را تعیین کند.

**11-نسبت قیمت به درآمد هر سهم(E/P):**مجموعه عواملی که به آنها اشاره شد، با اثر گذاری بر روی قیمت سهام، می توانند نسبت قیمت به سود هر سهم را تحت تاثیر قرار دهند که یکی از معیارهای مهم در تصمیم گیری برای خرید سهام شرکت هاست. این نسبت تابعی از نرخ های بهره و نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران بوده و در کشورهایی که نرخ تورم پایین است، مقدار آن بالا و در کشورهایی با تورم بالا، پایین است. البته از این نکته نباید غافل بود که اتکا صرف به این نسبت، می تواند گمراه کننده باشد. مقدار سود هر سهم و میزان تحقق آن نقش مهمی در اعتماد سرمایه گذاران به این نسبت دارد. برای مثال برخی از شرکت ها، اگرچه نسبت قیمت به سود هر سهم پایینی دارند، ولی از آنجا که پیش بینی می شود سود آنها تحقق نیابد، در مقایسه با شرکت هایی با نسبت قیمت به سود هر سهم بالا و با درصد تحقق EPS بالا، از مطلوبیت کمتری در بین سهامداران برخوردارند. در نتیجه می توان گفت که تنها مقدار این نسبت، معیار تصمیم گیری نمی باشد، بلکه میزان تحقق آن است که بیشتر مدنظر سهامداران است.

**12-عرضه و تقاضای سهام:**کلیه موارد فوق روی عرضه و تقاضای سهام یک شرکت اثر گذار بوده و می تواند با فزونی یکی بر دیگری موجب کاهش یا افزایش قیمت سهام آن گردد. توجه به میزان عرضه و تقاضای سهام در کنار سایر عوامل هنگام خرید یا فروش آن امری ضروری است.

هرچند که عوامل فوق نقش زیادی در تغییرات قیمت سهام دارند، ولی مطمئنا عوامل دیگری را نیز می توان یافت که بر قیمت های سهام اثر گذار بوده و در این گفتار به آنها اشاره ای نشده است. بازار سرمایه آنچنان گسترده است که هزاران عامل را می توان درآن موثر یافت. این مطالعات، بررسی ها و تجارب بیشتر است که می تواند به شناسایی هرچه بیشتر این عوامل منجر گردد(جنانی،1381).

# 2-22 منشا پیدایش، اهداف ارزش افزوده نقدی

مارشال معتقد است که سود اقتصادی، آن چیزی است که بعد از کسر کل هزینه های سرمایه باقی می ماند و رقم باقیمانده را "مدیریت سود" نام می نهد و می گوید این رقم باقیمانده است که نشانگر عملکرد مدیریت است و بنابراین، مدیران براساس همین "مدیریت سود" در واحد تجاری قضاوت قرار گیرد(گرانت[[67]](#footnote-67)،2003).

با عملیاتی شدن تعریف "مدیریت سود" معیارهای مبتنی بر ارزشی مثل CVA و EVA پدید آمدند. بنابراین مشخص است که زیر بنای مفهومی معیارهای مبتنی بر ارزش از علم اقتصاد خرد نشات گرفته شده است.

معیار ارزش افزوده نقدی(CVA) ، نیز همانند معیار ارزش افزوده اقتصادی(EVA) ، به دنبال دو هدف اساسی است:

الف) ارزیابی عملکرد مدیریت در قبال ارزشی که برای سهامداران ایجاد کرده است.

ب) ارائه اطلاعاتی سودمند به سرمایه گذاران در جهت انتخاب سهام پر بازده.

# 2-23 ارزش افزوده نقدی

مفهوم ارزش افزوده نقدی[[68]](#footnote-68) بسیار شبیه به ارزش افزوده اقتصادی است با این تفاوت که ارزش افزوده اقتصادی کل ثروت ایجاد شده توسط شرکت طی یک دوره مالی را تخمین می زند، ولی ارزش افزوده نقدی، تنها بخش نقدی آن را محاسبه می کند. به عبارت دیگر، ارزش افزوده نقدی همان ارزش افزوده اقتصادی است که اقلام غیر نقدی آن حذف شده اند. ارزش افزوده نقدی، بیانگر ثروت نقدی ایجاد شده در یک دوره مالی، توسط کارکنان، تامین کنندگان مالی(سهامداران و وام دهندگان)، دولت و شرکت است. جمع سود سهام پرداخت شده به سهامداران، بهره پرداخت شده به وام دهندگان، حقوق پرداخت شده به کارکنان، مالیات پرداخت شده به دولت، و وجوه نقد باقی مانده برای عملیات شرکت در یک دوره مالی، بیانگر توزیع ارزش افزوده نقدی است(نوروش و مشایخی،1383).

ارزش افزوده نقدی را می توان از دو دیدگاه حسابداری و مالی اندازه گیری کرد.

## 2-23-1 ارزش افزوده نقدی از دیدگاه حسابداری

در این دیدگاه ارزش افزوده نقدی را می توان به روش های مختلفی(روش جمع، روش تفریق و...) محاسبه کرد. در روش جمع ارزش افزوده نقدی به صورت زیر محاسبه می شود:

جریان نقدی عملیاتی+ مالیات پرداختی + حقوق پرداختی به کارکنان + بهره پرداختی + سود سهام پرداختی = ارزش افزوده نقدی

## 2-23-2 ارزش افزوده نقدی از دیدگاه مالی

در این دیدگاه ارزش افزوده نقدی را می توان به شرح زیر محاسبه کرد:

هزینه سرمایه نقدی – سود نقدی عملیاتی پس از مالیات = ارزش افزوده نقدی

سود نقدی عملیاتی به وجه نقد عملیاتی پس از کسر مالیات گفته می شود.

هزینه سرمایه نقدی شامل سود سهام نقدی و بهره پرداختی می شود(مولودی و رضایی،1389).

# 2-24 چارچوب نظری پژوهش

سرمایه در گردش مصرف آن بخش از دارایی های جاری است که بر بدهی های جاری فزونی دارد و از طریق استقراض بلند مدت و حقوق صاحبان سهام پشتیبانی مالی شده است(شباهنگ،1381).

مدیریت سرمایه در گردش عبارتست از، تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش به نحوی که ثروت سهامداران افزایش یابد(جهانخانی و پارسائیان،1380).

استراتژی مدیریت سرمایه درگردش به سه دسته تقسیم می شود: محافظه کارانه،جسورانه و میانه رو، تفاوت اساسی این سیاست ها در میزان سرمایه در گردش خالص است که برابر با تفاضل دارایی های جاری و بدهی های جاری است(بلت[[69]](#footnote-69)،1997).

استراتژی محافظه کارانه در مدیریت سرمایه در گردش باعث خواهد شد که قدرت نقدینگی بیش از حد بالا رود. در اجرای این سیاست سعی می شود ریسک ناشی از ناتوانی بازپرداخت بدهی های سر رسید شده به پایین ترین حد خود برسد. مدیر در این راهبرد می کوشد تا مقدار دارایی های جاری را در سطح بالایی نگه دارد (در نتیجه ریسک و بازده پایین تری دارد). در مقابل مدیر سرمایه در گردش با راهبرد جسورانه می کوشد با داشتن کمترین میزان دارایی جاری از بدهی های جاری بیشترین استفاده را ببرد. در اجرای این راهبرد ریسک نقدینگی بسیار بالا خواهد بود. از سوی دیگر چون حجم دارایی های به پایین ترین حد خود می رسد، نرخ بازده سرمایه گذاری بسیار بالا خواهد بود(پی نوو، ریموند،1386). با این اوصاف سیاست میانه رو نیز در بین سیاست جسورانه و محافظه کارانه قرار می گیرد و مدیر سرمایه در گردش می کوشد که در ساختار سرمایه در گردش خود به صورت متعادل از دارایی های جاری و بدهی های جاری استفاده نماید، لذا این سیاست دارای ریسک و بازده متوسط می باشد.

تغییر قیمت سهام از قانون ساده عرضه و تقاضا تبعیت می کند. سرمایه گذاران در زمره سزاوارترین گروه ها برای دریافت اطلاعات به موقع، مربوط و موثر می باشند. تغییرات قیمت سهام منبع مهم اطلاعاتی و موثر در ارزیابی وضعیت تجاری، کارایی مدیران و اخذ تصمیمات است. بنابراین مهم ترین مسئله برای سرمایه گذاران امکان پیش بینی و تغییرات قیمت است.

هدف مدیریت سرمایه در گردش برقراری یک تعادل حساس بین حفظ نقدینگی برای پشتیبانی از عملیات روزانه و حداکثر سازی فرصت های سرمایه گذاری می باشد(فتحی و توکلی،1388). لذا هرگونه تصمیمی که در این بخش توسط مدیران واحد تجاری اتخاذ می شود اثرات شدیدی بر روی بازدهی عملیاتی واحد تجاری می گذارد که در نهایت موجبات تغییر در قیمت سهام، ارزش شرکت و ثروت سهامداران را به دنبال خواهد داشت(رهنمای رودپشتی،1387).

از طرفی یکی از بهترین معیارها برای ارزیابی عملکرد مالی شرکت، ارزش افزوده نقدی است، که به مازاد وجه نقدی گفته می شود که پس از کسر هزینه سرمایه نقدی از سود نقد عملیاتی بدست می آید. سود نقد عملیاتی به وجه نقد عملیاتی پس از کسر مالیات گفته می شود. هزینه سرمایه نقدی شامل سود سهام نقدی و بهره پرداختی می شود(مولودی و رضایی،1389). ارزش افزوده نقدی بازده واقعی شرکت را اندازه گیری می کند و اساس آن این است که یک شرکت بایستی هزینه های عملیاتی و هزینه سرمایه خود را پوشش دهد. چنانچه نرخ بازده سرمایه گذاری یک شرکت از هزینه سرمایه آن بیشتر باشد و اگر بدون بالا رفتن درجه ریسک این میزان بازده افزایش یابد، ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت.

# 2-25 پیشینه تحقیق

## 2-25-1 تحقیقاتی داخلی

**عالیشوندی(1383)،** در پژوهشی به بررسی آثار تغییرات حد نوسان قیمت سهام از 2 درصد به 3 درصد در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی مورد بررسی تاثیر معناداری بر نوسان بازار، بازدهی بازار و تعداد دفعات معامله نداشته است، به طوری که افزایش حد نوسان قیمت سهام باعث افزایش اندازه معاملات و کاهش سرعت گردش سهام یا کاهش نقد شوندگی بازار شده است. یعنی نتایج پژوهش حاکی از آن است که افزایش یک درصدی حد نوسان قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر بسزایی بر متغیرهای اصلی بازار نداشته است.

**نمازی و زارع(1383)،** در پژوهشی کاربرد آنتروپی در تعیین ریسک و تاثیر آن بر تغییرات قیمت سهام شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. در پژوهش آنان ضریب پراکندگی قیمت سهام به عنوان متغیر وابسته و ریسک محاسبه شده با استفاده از اطلاعات ترازنامه ای و اطلاعات گزارش سود و زیان به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شدند. نتایج پژوهش نشان دادکه بین آنتروپی اطلاعات اقلام ترازنامه و صورتحساب سود و زیان و تغییرات قیمت سهام رابطه معنی دار وجود دارد. همچنین، بین آنتروپی و ترازنامه و صورتحساب سودو زیان و ریسک نظامند رابطه معنی دار وجود دارد.

**نوروش و مشایخی(1383)،** به بررسی رابطه بین تغییرات سود حسابداری و تغییرات ارزش افزوده نقدی پرداختند. آنها در تحقیق خود نشان دادند که در شرکت های نمونه مورد بررسی طی سال های 1375 تا 1381 بین تغییرات سود حسابداری و تغییرات ارزش افزوده نقدی بدون توجه به تفکیک نوع صنعت ارتباط معناداری وجود ندارد.

**حیدری(1383)،** عملکرد مدیریت شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران را با استفاده از شاخص ارزش افزوده نقدی مورد ارزیابی قرار داده و آن را با شاخص سود عملیاتی مورد مقایسه قرار داده است. براساس نتایج پژوهش، هر چند برتری نسبی ارزش افزوده نقدی بر سود حسابداری و جریان های نقدی تایید گردیده ولی با توجه به پایین بودن ضریب های تعیین، نقش اطلاعات مالی و حسابداری در تحریک قیمت سهام فوق العاده کم تشخیص داده شده است.

**خواجوی و الهیاری ابهری(1385)،** در تحقیقی تحت عنوان" بررسی محتوای اطلاعاتی، سود تقسیمی، ارزش دفتری و سود خالص بر قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" نشان می دهد که متغیرهای ارزش دفتری و سود تقسیمی تقریبا قدرت توضیح دهندگی مشابهی با ارزش دفتری و سودهای گزارش شده دارند و ارزش دفتری قدرت توضیح دهندگی کمتری نسبت به دو متغیر دیگر دارد.

**کریم زاده(1385)،** به بررسی رابطه بلند مدت شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران با متغیرهای کلان پولی پرداخت و برای رسیدن به این هدف از داده های ماهانه سال های 1369 تا 1381 برای متغیرهای شاخص قیمت سهام بورس، نقدینگی، نرخ ارز، و نرخ سود واقعی بانکی استفاده کرد. او برای برآورد اقتصاد سنجی معامله از روش خود رگرسیون برداری با وقفه های توزیعی[[70]](#footnote-70) استفاده کرد. نتیجه برآورد نشان داد که یک بردار هم جمعی بین شاخص قیمت سهام بورس و متغیرهای کلان پولی وجود دارد. رابطه ی بلند مدت برآورد شده تاثیر مثبت معنی دار نقدینگی و تاثیر منفی معنادار نرخ ارز و نرخ سود واقعی بانکی بر شاخص قیمت سهام بورس را نشان می دهد.

**خرم نژاد(1386**)، براساس تفکیک سیاست های مالی و عملیاتی شرکت ها، تجزیه و تحلیل مدیریت سرمایه در گردش شرکت های صنعت داروسازی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را انجام داده است، در این تحقیق تاثیر عوامل مختلف محیطی و درونی شرکت بر روی دو جز سرمایه در گردش شامل وجه نقد خالص و سرمایه در گردش مورد نیاز مورد مطالعه قرار گرفته است. این تحقیق با ارائه مدل مطرح شده در تحقیق"تفکیک سیاست های مالی از عملیاتی شرکت ها" به دنبال این موضوع بود که نمی توان گفت سیاست های یک شرکت در کل جسورانه یا محافظه کارانه است. بلکه دیدگاه شرکت نسبت به مسائل تامین مالی و مسائل عملیاتی می تواند متفاوت باشد، ممکن است سیاست های تامین مالی شرکت ها جسورانه باشد ولی در مورد سیاست های عملیاتی جسورانه عمل نکنند. با توجه به نتایج تحقیقات صورت گرفته، می توان میزان تفکیک سیاست ها را مشاهده نمود. سیاست های مالی شرکت های داروئی در کل جسورانه است و سیاست های عملیاتی نیز عموما محافظه کارانه، با توجه به نتایج این تحقیق مانده وجه نقد خالص که نشان دهنده سیاست های مالی شرکت ها است، در کمترین میزان ممکن و نیز سرمایه در گردش مورد نیاز که نشان دهنده سیاست های عملیاتی شرکت هاست در سطح بالایی قرار دارد.

**حجازی و ملک اسکویی(1386)،** در مقاله ای تحت عنوان "تعیین محتوای اطلاعاتی نسبی و فزاینده ارزش و فزاینده ارزش افزوده نقدی و نسبت P/E در ارتباط با بازده سهام در شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" این نتیجه را مطرح می کنند که ارزش افزوده نقدی در ارتباط با بازده سهام شاخص بهتری در مقایسه با نسبت P/E است. نمونه مورد نظر شامل 85 شرکت در سال های 1378 تا 1382 می باشد.

**رهنمای رودپشتی و کیائی(1387)،** ارتباط بین بازدهی، نقدینگی، و توان پرداخت بدهی واحد انتفاعی را با استراتژی مدیریت سرمایه در گردش در مورد 39 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در دو صنعت غذایی و شیمیایی مورد بررسی قرار داده اند. نتایج تحقیق نشان می دهد که ارتباط ضعیفی بین بازدهی و استراتژی مدیریت سرمایه در گردش وجود دارد که از لحاظ آماری معنی دار نیست اما بین نقدینگی و استراتژی مدیریت سرمایه در گردش ارتباط معناداری وجود و از لحاظ آماری معنی دار است. بین پرداخت بدهی و استراتژی مدیریت سرمایه در گردش ارتباط معناداری وجود دارد و از لحاظ آماری معنی دار است.

**حسن پور(1388)،** به بررسی تاثیر استراتژی های سرمایه در گردش بر بازده سهام پرداخته است. نتایج تحقیق نشان می دهد میانگین بازده در استراتژی های مختلف با یکدیگر تفاوت معنی دار دارد و استراتژی جسورانه بیشترین بازده را در بین سایر استراتژی ها در کل صنعت دارا می باشد.

**محمدی(1388)**، به بررسی تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت ها پرداخته است. در این تحقیق از متغیر "نسبت سود ناخالص به جمع دارایی ها" به عنوان معیار سودآوری شرکت ها و از متغر های دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی ها، دوره واریز بستانکاران و چرخه تبدیل وجه نقد به عنوان معیارهای مدیریت سرمایه در گردش و از متغیرهای اندازه شرکت، رشد فروش، نسبت دارایی های مالی به کل دارایی ها نسبت بدهی های مالی به کل دارایی ها به عنوان متغیر های کنترلی استفاده شده است. نتایج این تحقیق حاکی از این بود که بین سودآوری شرکت ها با دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی ها، دوره واریز بستانکاران و چرخه تبدیل وجه نقد، رابطه معکوس معنا داری وجود دارد. به عبارتی مدیران می توانند با کاهش دوره وصول مطالبات و دوره گردش موجودی ها در حد معقول سودآوری شرکتشان را افزایش دهند. همچنین نتایج این تحقیق در رابطه با دوره واریز بستانکاران می تواند بیانگر این امر باشد که شرکت هایی که سودآور می باشند دوره واریز بستانکاران کوتاه تری دارند.

**دیانتی دیلمی و همکارانش(1391)،** در پژوهشی به "بررسی تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر کاهش احتمال ریسک ریزش (سقوط) قیمت سهام" می پردازد. در این پژوهش برای اندازه گیری مدیریت سرمایه در گردش از چرخه تبدیل نقدی، و از مدل ضریب منفی چولگی بازده سهام چن[[71]](#footnote-71)(2001)، به منظور اندازه گیری ریزش قیمت سهام برای 59 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال های 1378 الی 1390 استفاده شده است. در این پژوهش شواهدی قوی ارائه می گردد که مدیریت سرمایه در گردش احتمال ریسک ریزش قیمت سهام را به صورتی معنادار کاهش می دهد.

**مرادی و همکارانش(1393)،** در پژوهشی به بررسی تاثیر استراتژی های مختلف سرمایه در گردش بر ارزش افزوده بازار که به عنوان معیار ارزیابی شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران می باشد، می پردازند. نمونه ای از 83 شرکت از 14 صنعت مختلف انتخاب شد. نتایج تحقیق نشان داد بین میانگین ارزش افزوده بازار در استراتژی های مختلف سرمایه درگردش تفاوت معنی داری وجود دارد. همچنین همین نتایج حاکی از آن است که استراتژی جسورانه بیشترین ارزش افزوده بازار را در بین سایر استراتژی ها در کل صنایع دارد. نتیجه گیری کلی تحقیق نشان دهنده تاثیر سیاست های مدیریت در اتخاذ رویکردهای متفاوت سرمایه درگردش در راستای بیشینه کردن ثروت سهامداران و ارزش شرکت می باشد.

## 2-25-2 تحقیقات خارجی

**بال و براون(1968)**، به بررسی ارتباط بین سود سالانه و قیمت سهام پرداختند. نتیجه تحقیق آنها نشان داد که تغییرات سود سالانه و تغییرات قیمت سهام با یکدیگر مرتبطند و در نتیجه می توان گفت که حسابداری و اطلاعات حاصل از آن ارزشمند هستند و می توانند در تصمیم گیری های اقتصادی مفید واقع شوند.

**وارنر، واتس و وراک[[72]](#footnote-72)( 1987 )**، به بررسی مستقیم تغیییر مدیریت در سطوح بالای شرکت ها وارتباط آن با قیمت سهام پرداخته اند. آنها تغییر مدیریت سطح بالا را با هر تغییری که در سطوح مدیر اجرایی، رئیس هیات مدیره، مدیر عامل انجام می گرفت مشخص نمودند. نمونه آماری آنها شامل 269 شرکت پذیرفته شده در بورس نیویورک و آمریکا بودند که از دوم جولای 1962 تا پایان دسامبر 1978 به طور تصادفی انتخاب شدند. آنان با تعریف زمان انتشار اعلامیه تغییر مدیریت و اعلان آن به بازار به عنوان مبدا زمانی مطالعات[[73]](#footnote-73)، بررسی های روزانه و ماهانه را در تحقیقات خود انجام دادند. در مطالعات روزانه تغییرات قیمت سهام شرکت ها در 60 روز قبل از انتشار اعلامیه تغییر مدیریت تا 30 روز بعد از آن (30+ و 60- ) و در ماهانه نیز 12 ماه قبل از انتشار اعلامیه تا 6 ماه بعد از آن (6+ و 12- ) را آزمون نمودند. نتایج آماری نشان می داد که قیمت سهام نسبت به تغییر مدیریت سطح بالا عکس العمل نشان داده است و آنها شاهد افزایش قیمت سهام بعد از تغییر مدیریت بوده اند.

**کیم و ورکچیا[[74]](#footnote-74)(1991)**، به بررسی وجود تقارن اطلاعاتی میان سرمایه گذاران پرداختند، نتایج تحقیقات نشان داد که در محدوده زمانی نزدیک به اعلام درآمد هر سهم، قیمت سهم به صورت معنا دار تغییر می کند و بر اثر افزایش واریانس تغییرات قیمت، حجم معاملات به گونه ای مشابه تحت تاثیر قرار می گیرد. بدین ترتیب به علت وجود تقارن اطلاعاتی در بازار، اعلام درآمد هر سهم با تاثیر محسوس در تغییرات قیمت به تغییرات قابل توجه در حجم معاملات منجر می شود.

**دیچو[[75]](#footnote-75) (1997)،** به بررسی مربوط بودن متغیرهای حسابداری با قیمت سهام پرداخت. وی معیار مربوط بودن یک متغیر با قیمت سهام شرکت را غیر قابل پیش بینی بودن تغییرات آن متغیر بیان کرد. از این رو، هرچه تغییرات یک متغیر غیر قابل پیش بینی تر باشد، آن متغیر با قیمت سهام مربوط تر خواهد بود و معیار بهتری برای مربوط بودن تلقی می شود، زیرا ارزش شرکت ناشی از اطلاعات موجود است و اطلاعات جدید باعث تغییر ارزش شرکت و قیمت سهام می شود. وی در پژوهش خود با استفاده از الگوی خود همبستگی، مربوط بودن چهار متغیر سود خالص، وجوه نقد عملیاتی، سود قبل از بهره و مالیات و ترکیبی از سود و ارزش دفتری را مورد بررسی قرار داد. نتایج پژوهش وی نشان داد که تغییرات وجوه نقد عملیاتی و سود خالص نسبت به سایر متغیرها غیر قابل پیش بینی تر بوده اند.

**کلینتون و چن[[76]](#footnote-76)(1998)،** به بررسی مقایسه قیمت و بازده سهام با معیارهای ارزش افزوده نقدی، ارزش افزوده اقتصادی و سایر معیارهای سنتی پرداختند، با توجه به نتایج تحقیق پیشنهاد کردند؛ شرکت هایی که برای ارزیابی عملکرد از معیار ارزش افزوده اقتصادی استفاده می کنند؛ ارزش افزوده نقدی را به عنوان جایگزین در نظر بگیرند.

**جیمز جیامبالو و همکارانش[[77]](#footnote-77)(2002)،** به بررسی رابطه سرمایه گذاران نهادی و قیمت سهام که منعکس کننده سودهای آتی است پرداختند. در این پژوهش نتیجه گرفتند که وقتی درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی افزایش می یابد، چون این سرمایه گذاران عمدتا خوش بین در نظر گرفته می شوند، قادر به استفاده بهتر از اطلاعات مربوط به سود قابل پیش بینی هستند و در نتیجه هر چه در صد مالکیت سهام افزایش پیدا می کند،قیمت های سهام به میزان بیشتری منعکس کننده سودهای آتی است و در نهایت رابطه قیمت و سود سهام با در نظر گرفتن فاکتورهای متعدد دیگر ثابت شد.

**شوین باچر[[78]](#footnote-78) (2006)**، به بررسی استراتژی های تامین مالی پرداخت. وی در مطالعات خود دو نوع استراتژی تامین مالی را مد نظر قرار می دهد. در استراتژی محافظه کارانه واحد های تجاری، تا زمانی که نقد کافی برای تکمیل پروژه فراهم شود، عملیات اصلی را به تعویق می اندازد، در مقابل در استراتژی جسورانه با وجود منابع محدود، حتی قبل از تامین مالی خارجی بعضی از عملیات اصلی پروژه را انجام می دهند در نتیجه نوع استراتژی در انتخاب پروژه موثر است.

**لازاریدیس [[79]](#footnote-79)و همکاران (2006)**، به بررسی ارتباط سودآوری شرکت و مدیریت سرمایه در گردش بر روی 131 شرکت در بورس اوراق بهادار آتن (ESA)، طی سال های (2001 تا 2004)، پرداختند. هدف این تحقیق بررسی ارتباط آماری معنی دار بین سودآوری و چرخه تبدیل وجه نقد و اجزای تشکیل دهنده آن می باشد. نتایج این تحقیق نشان می دهد که یک رابطه معنی دار میان سودآوری (سود خالص عملیاتی) و چرخه تبدیل وجه نقد وجود دارد. به علاوه مدیران می توانند با مدیریت درست چرخه تبدیل وجه نقد در یک سطح بهینه از اجزای تشکیل دهنده آن (یعنی حساب های دریافتنی، حساب های پرداختنی و موجودی کالا)، سود مناسبی برای شرکت ایجاد کنند.

**جانسن[[80]](#footnote-80) (2007)،** به بررسیکارایی مدیریت سرمایه در گردش در صنعت تجهیزات ارتباطات برای 349 شرکت موجود در این صنعت در دوره زمانی 2007-2001 پرداخت. نتایج تحقیق نشان می دهد که کارایی مدیریت سرمایه در گردش دارای ارتباط منفی با سودٱوری و نقدینگی شرکت ها می باشد. زمانی که کارایی مدیریت سرمایه در گردش با کاهش سرمایه در گردش روزانه بهبود می یابد، باعث افزایش سودآوری شرکت های تجهیزات ارتباطات می شود. دیگر نتایج این تحقیق نشان می دهد که شرکت های موجود در صنعت از تمام اجزا مدیریت سرمایه در گردش استفاده می کنند. همچنین دیگر نتایج حاکی از این است که سرمایه در گردش روزانه نمونه شرکت ها از متوسط صنعت بیشتر است و اجزا مدیریت سرمایه در گردش شامل دوره وصول مطالبات و دوره تبدیل موجودی کالا از متوسط صنعت بیشتر می باشند. این نتایج نشان می دهد که مدیریت موجودی کالای شرکت ها ممکن است کارا نباشد. نتایج آماری نشان می دهد که دوره وصول مطالبات اثر زیادی بر بازده دارایی ها و حاشیه سود خالص ندارد. علت آن هم وجود دارایی های ثابت گران قیمت می باشد. مدیریت حساب های دریافتنی و حساب های پرداختنی در این صنعت ضعیف می باشد و همچنین نتایج نشان می دهد که کارایی مدیریت سرمایه در گردش به طور کلی در این صنعت ضعیف است، و پیشنهاد شده است که صنعت ارتباطات با کاهش موجودی کالا و بهبود دوره معوق حساب های پرداختنی با گرفتن اعتبار بیشتر از عرضه کنندگان، باید مدیریت سرمایه در گردش را بهبود بخشد.

**نوبانی و الهژیر[[81]](#footnote-81) (2007)،** به بررسی رابطه میان مدیریت سرمایه در گردش، عملکرد شرکت و گردش وجوه نقد عملیاتی در بورس اوراق بهادار نیویورک در دوره زمانی 2004-1990 پرداختند. از نتایج تحقیق مواردی به این شرح قابل بحث است که یک ارتباط سنتی بین چرخه تبدیل وجه نقد و سودآوری و ارزش بازار شرکت ها وجود دارد و آن زمانی است که با کوتاه تر کردن چرخه تبدیل وجه نقد سودآوری و ارزش بازار شرکت ها افزایش می یابد. با کوتاه تر کردن دوره تبدیل موجودی که با پردازش و تحویل به موقع کالاها به مشتریان انجام می گیرد و یا طولانی کردن دوره پرداخت حساب های معوق که با کند تر کردن پرداخت عرضه کنندگان انجام می گیرد، می توان سودآوری و ارزش شرکت را افزایش داد. از طرف دیگر کوتاه تر کردن چرخه تبدیل وجه نقد ممکن است به سودآوری شرکت ها آسیب برساند؛ کاهش دوره تبدیل موجودی کالا هزینه های کمبود موجودی را افزایش می دهد، کاهش دوره وصول مطالبات نیز ممکن است شرکت ها را از پذیرش مشتریان خوش حساب محروم کند، و افزایش دوره معوق حساب های پرداختنی ممکن است به اعتبار شرکت آسیب برساند. اگر چه بدست آوردن سطح مطلوب موجودی کالا، حساب های دریافتنی و حساب های پرداختنی را حداقل می کند و آن را به سمت چرخه تبدیل وجه نقد بهینه سوق می دهد. نتیجه نهایی حاکی از این است که چرخه تبدیل وجه نقد یک معیار دقیق و جامع از مدیریت سرمایه در گردش بوده که باعث افزایش فروش، سودآوری و ارزش بازار شرکت ها می گردد. همچنین نتایج نشان می دهد که مدیران می توانند با کاهش چرخه تبدیل وجه نقد و با کوتاه کردن دوره وصول مطالبات سودآوری شرکت ها را کاهش می دهد و بر عکس گردش وجه نقد عملیاتی آن ها را افزایش می دهد.

**فرناندز[[82]](#footnote-82)(2008)،** در مقاله ای تحت عنوان" ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی خلق ارزش برای سهامداران را اندازه گیری نمی کند" به بررسی در این خصوص می پردازد. او مطرح می کند که هم بستگی بین بازده صاحبان سهام در سال 1998-1994 و افزایش در ارزش افزوده نقدی(طبق گروه مشاوره ای بوستون) در 100 شرکت سودآورتر جهان 7/1 درصد می باشد.

**کشینگ و همکاران[[83]](#footnote-83)(2009)،** در پژوهشی با موضوع "مدیریت سرمایه در گردش و ثروت سهامدار" در زمینه شرکت های آمریکایی طی سال های 1990 تا 2006 ، به این نتیجه دست یافتند: 1) یک دلار سرمایه گذاری مازاد در خالص سرمایه در گردش عملیاتی، به طور متوسط ارزش کمتری از نگهداری یک دلار وجه نقد دارد؛ 2) یک دلار سرمایه گذاری مازاد در خالص سرمایه در گردش عملیاتی، به وسیله انتظارات فروش آتی شرکت، استقراض بدهی، محدودیت مالی، ریسک ورشکستگی و انتظارات تورم آتی تحت تاثیر قرار می گیرد؛ 3) افزایش طول دوره اعتباری مشتری، تاثیر بیشتری از سرمایه گذاری مازاد در موجودی ها بر ثروت سهامداران ایجاد می کند.

**ژانگ وکیم[[84]](#footnote-84)(2010)،** در پژوهشی در مورد بررسی ارتباط بین حسابداری محافظه کارانه و ریزش قیمت سهام به این نتیجه دست یافتند که حسابداری محافظه کارانه باعث کاهش احتمال ریزش سهام می شود. برای اندازه گیری این متغیر از مدل گیولی و هین[[85]](#footnote-85)(2000) استفاده شده است.

**جدول 2-1- خلاصه ای از تحقیقات داخلی و خارجی**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **محقق** | **موضوع** | **نتیجه** |
| عالیشوندی (1383) | بررسی آثار تغییرات حد نوسان قیمت سهام از 2 درصد به 3 درصد در بورس اوراق بهادار تهران | نتایج پژوهش حاکی از آن است که افزایش یک درصدی حد نوسان قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر بسزایی بر متغیرهای اصلی بازار نداشته است. |
| **نمازی و زارع (1383)** | بررسی کاربرد آنتروپی در تعیین ریسک و تاثیر آن بر تغییرات قیمت سهام شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران | نتایج پژوهش نشان دادکه بین آنتروپی اطلاعات اقلام ترازنامه و صورتحساب سود و زیان و تغییرات قیمت سهام رابطه معنی دار وجود دارد. همچنین، بین آنتروپی و ترازنامه و صورتحساب سودو زیان و ریسک نظامند رابطه معنی دار وجود دارد. |
| **نوروش و مشایخی (1383)** | بررسی رابطه بین تغییرات سود حسابداری و تغییرات ارزش افزوده نقدی | نتایج پژوهش نشان داد، بین تغییرات سود حسابداری و تغییرات ارزش افزوده نقدی بدون توجه به تفکیک نوع صنعت ارتباط معناداری وجود ندارد. |
| **حیدری (1383)**  **-** | ارزیابی عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران با مقایسه هزینه سرمایه نقدی و سود نقد عملیاتی (مدل CVA) و بررسی رابطه آن با تغییرات قیمت (بازده) سهام  - | براساس نتایج پژوهش، هر چند برتری نسبی ارزش افزوده نقدی بر سود حسابداری و جریان های نقدی تایید گردیده ولی با توجه به پایین بودن ضریب های تعیین، نقش اطلاعات مالی و حسابداری در تحریک قیمت سهام فوق العاده کم تشخیص داده شده است. |
| **خواجوی و الهیاری ابهری (1385)** | بررسی محتوای اطلاعاتی، سود تقسیمی، ارزش دفتری و سود خالص بر قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران | نتایج نشان می دهد، که متغیرهای ارزش دفتری و سود تقسیمی تقریبا قدرت توضیح دهندگی مشابهی با ارزش دفتری و سودهای گزارش شده دارند و ارزش دفتری قدرت توضیح دهندگی کمتری نسبت به دو متغیر دیگر دارد. |
| **کریم زاده (1385)** | بررسی رابطه بلند مدت شاخص قیمت سهام بورس با متغیرهای کلان پولی با استفاده از روش همجمعی در اقتصاد سنجی | نتیجه برآورد نشان داد که یک بردار هم جمعی بین شاخص قیمت سهام بورس و متغیرهای کلان پولی وجود دارد. رابطه ی بلند مدت برآورد شده تاثیر مثبت معنی دار نقدینگی و تاثیر منفی معنادار نرخ ارز و نرخ سود واقعی بانکی بر شاخص قیمت سهام بورس را نشان می دهد. |
| **خرم نژاد (1386)** | بررسی عملیاتی مدیریت سرمایه در گردش و عوامل موثر بر آن | با توجه به نتایج تحقیقات صورت گرفته، می توان میزان تفکیک سیاست ها را مشاهده نمود. سیاست های مالی شرکت های داروئی در کل جسورانه است و سیاست های عملیاتی نیز عموما محافظه کارانه، با توجه به نتایج این تحقیق مانده وجه نقد خالص که نشان دهنده سیاست های مالی شرکت ها است، در کمترین میزان ممکن و نیز سرمایه در گردش مورد نیاز که نشان دهنده سیاست های عملیاتی شرکت هاست در سطح بالایی قرار دارد. |
| **حجازی و ملک اسکویی (1386)**  **-** | تعیین محتوای اطلاعاتی نسبی و فزاینده ارزش و فزاینده ارزش افزوده نقدی و نسبت P/E در ارتباط با بازده سهام در شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران | نتایج تحقیق نشان داد که ارزش افزوده نقدی در ارتباط با بازده سهام شاخص بهتری در مقایسه با نسبت P/E است.  - |
| **رهنمای رودپشتی و کیائی (1387)** | بررسی ارتباط بین بازدهی، نقدینگی و توان پرداخت بدهی واحد انتفاعی را با استراتژی مدیریت سرمایه در گردش در دو صنعت غذایی و شیمیایی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران | نتایج تحقیق نشان می دهد که ارتباط ضعیفی بین بازدهی و استراتژی مدیریت سرمایه در گردش وجود دارد که از لحاظ آماری معنی دار نیست اما بین نقدینگی و استراتژی مدیریت سرمایه در گردش ارتباط معناداری وجود و از لحاظ آماری معنی دار است. بین پرداخت بدهی و استراتژی مدیریت سرمایه در گردش ارتباط معناداری وجود دارد و از لحاظ آماری معنی دار است. |
| **حسن پور (1388)** | بررسی تاثیر استراتژی های سرمایه در گردش بر بازده سهام | نتایج تحقیق نشان می دهد میانگین بازده در استراتژی های مختلف با یکدیگر تفاوت معنی دار دارد و استراتژی جسورانه بیشترین بازده را در بین سایر استراتژی ها در کل صنعت دارا می باشد. |
| **محمدی (1388)** | بررسی تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت ها | نتایج این تحقیق حاکی از این بود که بین سودآوری شرکت ها با دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی ها، دوره واریز بستانکاران و چرخه تبدیل وجه نقد، رابطه معکوس معنا داری وجود دارد. |
| **دیانتی دیلمی و همکارانش (1391)** | بررسی تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر کاهش احتمال ریسک ریزش (سقوط) قیمت سهام | در این پژوهش شواهدی قوی ارائه می گردد که مدیریت سرمایه در گردش احتمال ریسک ریزش قیمت سهام را به صورتی معنادار کاهش می دهد. |
| **مرادی و همکارانش (1393)**  **-** | بررسی تاثیر استراتژی های مختلف سرمایه در گردش بر ارزش افزوده بازار  - | نتایج تحقیق نشان داد بین میانگین ارزش افزوده بازار در استراتژی های مختلف سرمایه درگردش تفاوت معنی داری وجود دارد. همچنین همین نتایج حاکی از آن است که استراتژی جسورانه بیشترین ارزش افزوده بازار را در بین سایر استراتژی ها در کل صنایع دارد. نتیجه گیری کلی تحقیق نشان دهنده تاثیر سیاست های مدیریت در اتخاذ رویکردهای متفاوت سرمایه درگردش در راستای بیشینه کردن ثروت سهامداران و ارزش شرکت می باشد. |
| **بال و براون (1968)** | بررسی ارتباط بین سود سالانه و قیمت سهام | نتیجه تحقیق آنها نشان داد که تغییرات سود سالانه و تغییرات قیمت سهام با یکدیگر مرتبطند و در نتیجه می توان گفت که حسابداری و اطلاعات حاصل از آن ارزشمند هستند و می توانند در تصمیم گیری های اقتصادی مفید واقع شوند. |
| **وارنر، واتس و وراک (1987)** | بررسی مستقیم تغییر مدیریت در سطوح بالای شرکت ها و ارتباط آن با قیمت سهام | نتایج آماری نشان داد که قیمت سهام نسبت به تغییر مدیریت سطح بالا عکس العمل نشان داده است و آنها شاهد افزایش قیمت سهام بعد از تغییر مدیریت بوده اند. |
| **کیم و ورکچیا (1991)** | بررسی وجود تقارن اطلاعاتی میان سرمایه گذاری | نتایج تحقیقات نشان داد که در محدوده زمانی نزدیک به اعلام درآمد هر سهم، قیمت سهم به صورت معنا دار تغییر می کند و بر اثر افزایش واریانس تغییرات قیمت، حجم معاملات به گونه ای مشابه تحت تاثیر قرار می گیرد. بدین ترتیب به علت وجود تقارن اطلاعاتی در بازار، اعلام درآمد هر سهم با تاثیر محسوس در تغییرات قیمت به تغییرات قابل توجه در حجم معاملات منجر می شود. |
| **دیچو (1997)** | بررسی مربوط بودن متغیرهای حسابداری با قیمت سهام | نتایج پژوهش وی نشان داد که تغییرات وجوه نقد عملیاتی و سود خالص نسبت به سایر متغیرها غیر قابل پیش بینی تر بوده اند. |
| **کلینتون و چن (1998)** | مقایسه قیمت و بازده سهام با معیارهای ارزش افزوده نقدی، ارزش افزوده اقتصادی و سایر معیارهای سنتی | با توجه به نتایج تحقیق پیشنهاد کردند؛ شرکت هایی که برای ارزیابی عملکرد از معیار ارزش افزوده اقتصادی استفاده می کنند؛ ارزش افزوده نقدی را به عنوان جایگزین در نظر بگیرند. |
| **جیمز جیامبالو و همکارانش (2002)** | بررسی رابطه سرمایه گذاران نهادی و قیمت سهام که منعکس کننده سودهای آتی | در این پژوهش نتیجه گرفتند که وقتی درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی افزایش می یابد، چون این سرمایه گذاران عمدتا خوش بین در نظر گرفته می شوند، قادر به استفاده بهتر از اطلاعات مربوط به سود قابل پیش بینی هستند و در نتیجه هر چه در صد مالکیت سهام افزایش پیدا می کند،قیمت های سهام به میزان بیشتری منعکس کننده سودهای آتی است و در نهایت رابطه قیمت و سود سهام با در نظر گرفتن فاکتورهای متعدد دیگر ثابت شد. |
| **شوین باچر (2006)** | بررسی استراتژی های تامین مالی | وی در مطالعات خود دو نوع استراتژی تامین مالی را مد نظر قرار می دهد. در استراتژی محافظه کارانه واحد های تجاری، تا زمانی که نقد کافی برای تکمیل پروژه فراهم شود، عملیات اصلی را به تعویق می اندازد، در مقابل در استراتژی جسورانه با وجود منابع محدود، حتی قبل از تامین مالی خارجی بعضی از عملیات اصلی پروژه را انجام می دهند در نتیجه نوع استراتژی در انتخاب پروژه موثر است. |
| **لازاریس و همکارانش (2006)** | بررسی ارتباط سودآوری شرکت و مدیریت سرمایه در گردش | نتایج این تحقیق نشان می دهد که یک رابطه معنی دار میان سودآوری (سود خالص عملیاتی) و چرخه تبدیل وجه نقد وجود دارد. به علاوه مدیران می توانند با مدیریت درست چرخه تبدیل وجه نقد در یک سطح بهینه از اجزای تشکیل دهنده آن (یعنی حساب های دریافتنی، حساب های پرداختنی و موجودی کالا)، سود مناسبی برای شرکت ایجاد کنند. |
| **جانسن (2007)** | بررسی کارایی مدیریت سرمایه در گردش در صنعت تجهیزات ارتباطات | نتایج تحقیق نشان می دهد که کارایی مدیریت سرمایه در گردش دارای ارتباط منفی با سودآوری و نقدینگی شرکت ها می باشد. دیگر نتایج این تحقیق نشان می دهد که شرکت های موجود در صنعت از تمام اجزا مدیریت سرمایه در گردش استفاده می کنند. همچنین دیگر نتایج حاکی از این است که سرمایه در گردش روزانه نمونه شرکت ها از متوسط صنعت بیشتر است و اجزا مدیریت سرمایه در گردش شامل دوره وصول مطالبات و دوره تبدیل موجودی کالا از متوسط صنعت بیشتر می باشند. این نتایج نشان می دهد که مدیریت موجودی کالای شرکت ها ممکن است کارا نباشد. |
| **نوبانی و الهژیر (2007)**  **-** | بررسی رابطه مدیریت سرمایه در گردش، عملکرد شرکت و گردش وجوه نقد عملیاتی  - | نتیجه نهایی حاکی از این است که چرخه تبدیل وجه نقد یک معیار دقیق و جامع از مدیریت سرمایه در گردش بوده که باعث افزایش فروش، سودآوری و ارزش بازار شرکت ها می گردد. همچنین نتایج نشان می دهد که مدیران می توانند با کاهش چرخه تبدیل وجه نقد و با کوتاه کردن دوره وصول مطالبات سودآوری شرکت ها را کاهش می دهد و بر عکس گردش وجه نقد عملیاتی آن ها را افزایش می دهد. |
| **فرناندز (2008)** | ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی خلق ارزش برای سهامداران را اندازه گیری نمی کنند | نتایج نشان می دهد که هم بستگی بین بازده صاحبان سهام در سال 1998- 1994 و افزایش در ارزش افزوده نقدی(طبق گروه مشاوره ای بوستون) در 100 شرکت سودآورتر جهان 7/1 درصد می باشد. |
| **کشینگ و همکاران (2009)** | مدیریت سرمایه در گردش و ثروت سهامدار | به این نتیجه دست یافتند: 1) یک دلار سرمایه گذاری مازاد در خالص سرمایه در گردش عملیاتی، به طور متوسط ارزش کمتری از نگهداری یک دلار وجه نقد دارد؛ 2) یک دلار سرمایه گذاری مازاد در خالص سرمایه در گردش عملیاتی، به وسیله انتظارات فروش آتی شرکت، استقراض بدهی، محدودیت مالی، ریسک ورشکستگی و انتظارات تورم آتی تحت تاثیر قرار می گیرد؛ 3) افزایش طول دوره اعتباری مشتری، تاثیر بیشتری از سرمایه گذاری مازاد در موجودی ها بر ثروت سهامداران ایجاد می کند. |
| **ژانگ و کیم (2010)** | بررسی ارتباط بین حسابداری محافظه کارانه و ریزش قیمت سهام | به این نتیجه دست یافتند که حسابداری محافظه کارانه باعث کاهش احتمال ریزش سهام می شود. برای اندازه گیری این متغیر از مدل گیولی و هین[[86]](#footnote-86)(2000) استفاده شده است. |

**منابع فارسی:**

1. آرمیان، نادر؛ (1392)؛ تعریف استراتژی و مدیریت استراتژیک؛ وبلاگ تخصصی.
2. احمد پور،احمد؛ (1386)؛ "مدیریت مالی"؛ جلد دوم؛ انتشارات دانشگاه مازندران؛ چاپ سوم.
3. اردکانیان،نگار؛ (1388)؛ "بررسی رابطه مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری"؛ پایان نامه کارشناسی ارشد؛دانشگاه شهید بهشتی تهران.
4. اکبری،فضل الله؛ (1382)؛ "تجزیه و تحلیل صورت های مالی(با تجدید نظر کامل)"؛ انتشارات سازمان حسابرسی.
5. تالار بورس تهران
6. جهانخانی،علی؛ طالبی،محمد؛ (1378)؛ "بررسی و نقد انواع شاخص های نقدینگی شرکت ها"؛ مجله تحقیقات مالی؛ شماره13-14.
7. جهانخانی،علی؛ پارسائیان،علی؛ (1380)؛ "مدیریت مالی"؛ جلد دوم؛ ترجمه و اقتباس از کتاب ریموند پی نوو؛ انتشارات سمت.
8. جهانخانی،علی؛ پارسائیان،علی؛ (1386)؛ "مدیریت مالی"؛ جلد دوم؛ ترجمه و اقتباس از کتاب ریموند پی نوو؛ انتشارات سمت.
9. جنانی،محمد حسن؛ (1381)؛ معمای قیمت سهام؛ مجله بورس؛ شماره 31؛ صفحه 32؛ تیرماه.
10. حمیدی زاده،محمد رضا؛ (1382)؛ "برنامه ریزی استراتژیک"؛ انتشارات سمت.
11. حسن پور،شیوا؛ (1388)؛ "بررسی تاثیر استراتژی سرمایه در گردش بر بازده سهام"؛ پایان نامه کارشناسی ارشد؛ دانشگاه شهید بهشتی.
12. حیدری،مهدی؛ (1383)؛ "ارزیابی عملکردشرکت های پذیرفته شده در بورس تهران با مقایسه هزینه سرمایه نقدی و سود نقدی عملیاتی(مدل CVA)و بررسی رابطه آن با تغییرات قیمت(بازده) سهام"؛ پایان نامه کارشناسی ارشد.
13. حجازی،رضوان؛ ملک اسکوئی،ملک تاج؛ (1386)؛ "تعیین محتوای اطلاعاتی نسبی و فزاینده ارزش افزوده نقدی و نسبت P/E در ارتباط با بازده سهام در شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"؛ سال چهاردهم؛ شماره 47؛ بهار؛ فصل نامه بررسی های حسابداری و حسابرسی؛ ص21.
14. خرم نژاد،مصطفی؛ (1386)؛ "بررسی عملیاتی مدیریت سرمایه در گردش و عوامل موثر بر آن"؛ پایان نامه کارشناسی ارشد؛ دانشگاه فردوسی مشهد.
15. خواجوی،شکراله؛ الهیاری ابهری،حمید؛ (1385)؛ "بررسی محتوای اطلاعاتی، سود تقسیمی، ارزش دفتری و سود خالص بر قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"؛ تحقیقات مالی؛ شماره 22؛ ص20-3.
16. دستگیر،محسن؛ (1381)؛ "مبانی مدیریت مالی"؛ جلد اول؛ انتشارات نورپردازان.
17. دیانتی دیلمی،زهرا؛ لطفی،محسن؛ آزاد بخش،کسری؛ (1391)؛ بررسی تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر کاهش احتمال ریزش (سقوط) قیمت سهام؛ فصلنامه علمی پژوهشی؛ دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت؛ سال اول؛ شماره چهارم؛ زمستان.
18. رهنمای رودپشتی،فریدون؛ کیائی،علی؛ (1387)؛ "بررسی و تبیین استراتژی های مدیریت سرمایه در گردش در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"؛ مجله دانش و پژوهش حسابداری؛ شماره13.
19. رمضانی،حسین؛ (1390)؛ "تاثیر مالکیت نهادی در تعیین سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"؛ پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری؛ دانشکده علوم انسانی؛ دانشگاه پیام نور بهشهر.
20. سالاری،سجاد؛ (1389)؛ "کارایی مدیریت سرمایه در گردش و بازده کل دارایی های شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران؛ پایان نامه کارشناسی ارشد؛ دانشگاه مازندران.
21. سرمد،زهره و همکاران؛ (1384)؛ "روش تحقیق در علوم رفتاری؛ انتشارات آگاه؛ چاپ یازدهم.
22. سه کاران، اوما؛ (1390)؛ "روش های تحقیق در مدیریت"؛ ترجمه صائبی؛ محمد و شیرازی، محمود؛ انتشارات مرکز آموزش مدیریت دولتی ریاست جمهوری- چاپ هشتم.
23. شجاع،طیبه؛ شجاع،اسمائیل؛ (1391)؛ "بررسی مقایسه ای بین تغییرات سود تقسیمی و تغییرات قیمت سهام در شرکت های مواد غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"؛ فصل نامه مدیریت؛ سال نهم؛ شماره26؛ تابستان.
24. شباهنگ،رضا؛ (1383)؛ "مدیریت مالی"؛ جلد اول؛ انتشارات سازمان حسابرسی؛ چاپ هفتم.
25. شباهنگ،رضا؛ (1381)؛ "مدیریت مالی"؛ جلد دوم؛ انتشارات سازمان حسابرسی.
26. عالیشوندی،عبداله؛ (1383)؛ "بررسی آثار تغییر حد نوسان قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران"؛ پایان نامه کارشناسی ارشد؛ دانشکده علوم اقتصادی دانشگاه تهران.
27. عبده تبریزی،حسین؛ مشیرزاده مویدی،پرویز؛ (1376)؛ "مدیریت مالی"؛ ترجمه و اقتباس از کتاب فرد وستون ویرجین بریگام.
28. عبدالخلیق،ر. و آجین کیا،ب؛ (1379)؛ پژوهش های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش شناختی؛ (ترجمه محمد نمازی)؛ شیراز: انتشارات دانشگاه شیراز.
29. فتحی،سعید؛ توکلی،سید یاسین؛ (1388)؛ "بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی بنگاه های اقتصادی"؛ بررسی های بازرگانی؛ شماره36.
30. فصلنامه بصیرت؛ (1389)؛ سال هفدهم؛ شماره45؛ بهار.
31. کریم زاده،مصطفی؛ (1385)؛ "بررسی رابطه بلند مدت شاخص قیمت سهام بورس با متغیرهای کلان پولی با استفاده از روش همجمعی در اقتصاد سنجی"؛ دانشگاه شهید بهشتی؛ انتشارات رسا.
32. کشاورز،محمود؛ (1372)؛ "مقدمه ای بر استراتژی"؛ ترجمه و اقتباس از کتاب آندره بوفر؛ دفتر مطالعات سیاسی و بین المللی.
33. لشگری دربندی،محمد رضا؛ (1389)؛ "بررسی تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران"؛ پایان نامه کارشناسی ارشد؛ دانشگاه مازندران.
34. مولودی،سلیمان؛ دکتر رضایی،فرزین؛ (1389)؛ "بررسی رابطه ارزش افزوده نقدی، ارزش افزوده اقتصادی، جریان های نقدی آزاد و سود باقی مانده با ارزش ایجاد شده برای سهامداران"؛ مجله مطالعات مالی؛ شماره پنجم؛ بهار.
35. محمدی،محمد؛ (1388)؛ "تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت ها در جامعه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ فصل نامه مدیریت؛ سال ششم؛ شماره14.
36. مرادی،محسن؛ شفیعی سردشت،مرتضی؛ معمار پور یزدی،مهسا؛ (1393)؛ "بررسی تاثیر استراتژی های مختلف سرمایه در گردش بر ارزش افزوده بازار شرکت ها"؛ پژوهش های تجربی حسابداری؛ سال سوم؛شماره 11؛ بهار؛ صص93-113.
37. نیکبختی،امیر؛ (1386)؛ "رونوسته های از وبلاگ تخصصی"؛ فارغ التحصیل کارشناسی؛ بهار.

[www.Nikbakhty.blogfa.com](http://www.Nikbakhty.blogfa.com)

1. نوروش،ایرج؛ مشایخی،بیتا؛ (1383)؛ "محتوای افزاینده اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی و نقدی در مقابل سود حسابداری و وجوه نقد حاصل از عملیات"؛ تحقیقات مالی؛ شماره17؛ صص150-131.
2. نمازی،محمد؛ زارع،بهروز؛ (1383)؛ "کاربرد تئوری در تعیین ریسک سیستماتیک؛ مطالعه موردی:شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ بررسی های حسابداری و حسابرسی؛ ص100-79.
3. نیکومرام،هاشم؛ (1385)؛ "مبانی مدیریت مالی"؛ جلد دوم؛ انتشارات ترمه.
4. واعظ،سید علی؛ قلمبر،محمد حسین؛ شاکری،فاطمه؛ (1392)؛ "عوامل موثر بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت های بورس اوراق بهادار تهران"؛ فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی؛ سال پنجم؛ شماره 19؛ صفحات 68-46 ؛ پاییز.
5. یعقوب نژاد،احمد؛ وکیلی فرد،حمید رضا؛ بابائی،احمد رضا؛ (1389)؛ "ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"؛ مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی مالی؛ شماره دوم.

# منابع لاتین:

1. Angle, Vanhorn, (1990),”Study Guide of Financial Management: & Policy”, Prentice Hall Institution.
2. Bardia, S, E; (1988), “Working Capital Management”, Paiter Publisher.
3. Bardia, S, E; Khan, S, (1985), “Financial Management”, Mcgrow Hill.
4. Ball,R.J.,P.Brown;(1968);"An Emperical Evaluation of Accounting Income numbers";Journal of accounting Research;6.
5. Belt,B, “Working Capital Policy and Liquidity in the Small Business”, Journal of Small Business Management,PP.43-51,1979.
6. Chen.,H.Hong,et al. (2001).”Forecasting Crashes:trading volume,Past returns,and Conditional Skewness in Stock Prices\*.”Journal of financial Economics 61(3):345-381.
7. Clinton, B & Chen. S. (1998). Do New Performance Measures Measure Up? , Management Accounting, October, 38-43.
8. Damodaran, Aswoth, (1997), “Corporate Finance: Theory and Practice”, 2nd Printing, John Wiley & Sons, Institution.
9. Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management affect Profitability of Belgian firms? Journal of Business, Finance and Accounting, 30, 573\_587.
10. Dichev, I. (1997). Measuring value relevance in accounting\_based Variables Without reference to Market Prices, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
11. Fernandez, (2008), “ EVA and Cash Value Added Do Not Measure Shareholder Value Creation” University of Navarra.
12. Gallapher, Timothy, Joseph, D. A. Andrew, (1997), “Financial Management”, Prentice Hall Institution.
13. Ganesan, V. (2007). An analysis of Working Capital management efficiency in telecommunication equipment Industry. Rivier Academic Journal, (3), 1\_10.
14. Givoly,D.,and c.Hayn,The Changing Time-Series Properties of Earning,Cash Flow and Accruals:Has Financial Reporting Be come More Conservatism?,Journal of Accounting and Ecomnomics,29(3),PP287-320,2000.
15. Grant. J. L. (2003). “Foundations of EVA for investment managers”, Journal of Portfolio management, (23), Fall, 41\_48.
16. Hutton,A., A. Marcus, et al. (2009).” Opaque financial reports and the distribution of stock returns.” Journal of financial Economics 94:67-86.
17. Iames Jiambalvo, Shivaram rajgopal, Mohan nkatachalam (2002) “Institutional Ownership and the extent yo Which Stock Prices reflect future earnings” , Contemporary accounting reaserch, Vol 19.
18. Kim, o., and R. E. Verrecchia, (1991) “Market Reaction to Anticipated Announ cements”, Journal of Financial E conomics, 30.
19. Kieschnick, R.L., Laplant e, M. and Monssawi, R. (2009). Working Capital Management and Shareholder Wealth. Working Paper, SSRN

Electronic Library, SSRN – ID: 1431165.

1. Kim, J. B. and L. Zhang (2010). “Does accounting Conservatism reduce stock price crash risk? Firm – Level evidence.” Unpublished Working Paper. City University of Hong Kong.
2. Lazaridis,I;Try Fonidis,D;(2006);“Relationship Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange”;Journal of Financial Management and Analysis,V.19,N.1;P.26-35.
3. Melyk, L. Z; Birita, A, (1974), “Comprehensive Liquidity Index as an Measure of Corporate Liquidity” Scientific and Behaviorial Foundations of Decision Sciences.
4. Mrlicher, Welshans, Northon, (1997), “Finance: Introduction to Institutions, Investments, and Management”, South\_Western College Publishing, Ninth Edition.
5. Nobanee, H., Alhajjar, M. (2007). Working Capital management, Operating Cash flow and corporate performance. Department of Banking and Finance, The Hashemite University. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
6. Ottosson, E. & Weissenrider, F, (1996), cash Value Added a New Method Measuring Financial performance.
7. Raheman, A., Naser. M. (2007). Working Capital management and Profitability Case of Pakistani firms. International Review of Business Research Papers. Vol 3 No 1. Pp279\_300.
8. Richard, V.D; Laughlin, E. J, (1980), “Acash Conversion Cycle Approuch to Liquidity Analysis”, Financial Management, Spring, V.20 .
9. Scherr, C. Fredrick, (1989), “Modern Working Capital Management”, Prentice\_Hall International Editions.
10. Schwienbacher, Armin, (2006), “A Theoretical Analysis of optimal Financing Strategies for Different Types of Capital Constrained Entrepreneurs”, Journal of Business Venturing.
11. Shulman, J; Cox, R, (1985), “An Intergrative Approuch to Working Capital Management”, Journal of Cash Management, Nov\_Dec, V.22, PP64\_67.
12. Simon, Schuster, (1988), “Asset Plays: Profiting From Under Valued Stocks”, Newyork Institution of Finance.
13. Uyar, A. (2009). The relation ship of Cash Conversion Cycle With firm Size and Profitability: an empirical investigation in Turkey. International Research Journal of Finance and Economics. ISSN 1450\_2887. ISSN24.
14. Warner. J. B, R. L. Watts, K. H. wruck. “Stock Price and Top Management Changes”. Journal of Financial Economic 1987(20). 461\_492.

1. Marketable Securities [↑](#footnote-ref-1)
2. Optimizing [↑](#footnote-ref-2)
3. Bardia [↑](#footnote-ref-3)
4. Net Operating Working Capital [↑](#footnote-ref-4)
5. Raheman & Naser [↑](#footnote-ref-5)
6. Uyar [↑](#footnote-ref-6)
7. Deloof [↑](#footnote-ref-7)
8. Melicher et al [↑](#footnote-ref-8)
9. Mrlicher et al [↑](#footnote-ref-9)
10. Scherr [↑](#footnote-ref-10)
11. Bardia [↑](#footnote-ref-11)
12. Scherr [↑](#footnote-ref-12)
13. Working Capital Management Comprehensive System [↑](#footnote-ref-13)
14. Bardia [↑](#footnote-ref-14)
15. Mrlicher et al [↑](#footnote-ref-15)
16. Scherr [↑](#footnote-ref-16)
17. Bardia [↑](#footnote-ref-17)
18. Bardia [↑](#footnote-ref-18)
19. Scherr [↑](#footnote-ref-19)
20. Conservative Current Asset Strategy [↑](#footnote-ref-20)
21. Aggressive Current Asset Strategy [↑](#footnote-ref-21)
22. Conservative Current Liability Strategy [↑](#footnote-ref-22)
23. Aggressive Current Liability Strategy [↑](#footnote-ref-23)
24. Optimal Strategy [↑](#footnote-ref-24)
25. Angle et al [↑](#footnote-ref-25)
26. Angle et al [↑](#footnote-ref-26)
27. Receivable & Enventory Management [↑](#footnote-ref-27)
28. Damodaran [↑](#footnote-ref-28)
29. Current Liability Management [↑](#footnote-ref-29)
30. Angle et al [↑](#footnote-ref-30)
31. GAllapher et al [↑](#footnote-ref-31)
32. Liquidity Measurment Criterions [↑](#footnote-ref-32)
33. Original Liquidity Crterions [↑](#footnote-ref-33)
34. Current Ration [↑](#footnote-ref-34)
35. GAllapher et al [↑](#footnote-ref-35)
36. GAllapher et al [↑](#footnote-ref-36)
37. Acid Test Ratio [↑](#footnote-ref-37)
38. GAllapher et al [↑](#footnote-ref-38)
39. Simon [↑](#footnote-ref-39)
40. Receivable Turnover [↑](#footnote-ref-40)
41. Inventory Turnover [↑](#footnote-ref-41)
42. Average Collection Period [↑](#footnote-ref-42)
43. Average Held Perid [↑](#footnote-ref-43)
44. Payable Turnover [↑](#footnote-ref-44)
45. Payable Period [↑](#footnote-ref-45)
46. Financing Period [↑](#footnote-ref-46)
47. Damodaran [↑](#footnote-ref-47)
48. New Liquidity Criterions(NLB) [↑](#footnote-ref-48)
49. Net Liquidity Balance [↑](#footnote-ref-49)
50. Shulman et al [↑](#footnote-ref-50)
51. (Cash) Conversion Cycle [↑](#footnote-ref-51)
52. Richard et al [↑](#footnote-ref-52)
53. GAllapher et al [↑](#footnote-ref-53)
54. Matching (Maturity) Method [↑](#footnote-ref-54)
55. Bardia [↑](#footnote-ref-55)
56. Comprehensive Liquidity Index [↑](#footnote-ref-56)
57. Melyk et al [↑](#footnote-ref-57)
58. Simon [↑](#footnote-ref-58)
59. Liquidity Ratios (LR) [↑](#footnote-ref-59)
60. Acid Test Ratio [↑](#footnote-ref-60)
61. Current Ratio [↑](#footnote-ref-61)
62. Net Working Capital Ratio [↑](#footnote-ref-62)
63. Current Asset to Total Assets [↑](#footnote-ref-63)
64. Liquidity Ratios [↑](#footnote-ref-64)
65. GAllapher et al [↑](#footnote-ref-65)
66. Eugene Fama [↑](#footnote-ref-66)
67. Grant [↑](#footnote-ref-67)
68. Cash Income Residual [↑](#footnote-ref-68)
69. **Belt** [↑](#footnote-ref-69)
70. Auto Regressive Distributed Lag (ARDL) [↑](#footnote-ref-70)
71. Chen [↑](#footnote-ref-71)
72. Warner , Watts & Wruck [↑](#footnote-ref-72)
73. Event Study [↑](#footnote-ref-73)
74. Kim & Verrecchia [↑](#footnote-ref-74)
75. Dichev [↑](#footnote-ref-75)
76. . Clinton & Chen [↑](#footnote-ref-76)
77. Jiambalro et al [↑](#footnote-ref-77)
78. Schwien Bacher [↑](#footnote-ref-78)
79. Lazardis [↑](#footnote-ref-79)
80. Ganesan [↑](#footnote-ref-80)
81. Nobanee & Alhajjar [↑](#footnote-ref-81)
82. . Fernandez [↑](#footnote-ref-82)
83. Kieschnick et al [↑](#footnote-ref-83)
84. Kim & Zhang [↑](#footnote-ref-84)
85. Givoly & Hayn [↑](#footnote-ref-85)
86. Givoly & Hayn [↑](#footnote-ref-86)