

بررسی چرخه تبدیل وجه نقد و عملکرد مالی و تاثیر آن در بازاریابی

حمید رستمی جاز^{۱*}، ناصر مرادی شهرداری^۲

^{۱*} استادیار گروه حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران.

^۲ دانشجوی دکتری رشته حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۹/۰۷

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۸/۰۷

Examining cash conversion cycle and financial performance and its impact on marketing

Hamid Rostamijaaz^{1*}, Naser Moradi Shahdadi²

^{1*} Assistant Professor, Department of Accounting and Finance, Faculty of Humanities, Bandar Abbas Branch, Islamic Azad University, Bandar Abbas, Iran.

² PhD student in Accounting, Bandar Abbas Branch, Islamic Azad University, Bandar Abbas, Iran

Received: (29/10/2022)

Accepted: (29/11/2022)

شناسه یکتا: <https://dorl.net/dor/>

Abstract

Today, due to the increasing growth of the emergence of companies and the increasing trend of acceptance of companies in stock exchanges among all countries, the capital market, stocks and shareholders have become important issues, and companies need to attract shareholders and investors to remain in the capital market. The cash conversion cycle refers to the time required between the purchase of raw materials and the collection of funds from the sale of manufactured goods. Cash conversion cycle management is considered as a basic factor for working capital management. The purpose of this article is to examine the cash conversion cycle and financial performance and its impact on marketing. The statistical population of the research includes companies admitted to the Tehran Stock Exchange during the years 1393-1400. In this research, operational cash flow criteria including inventory circulation period, receivables collection period and creditor deposit period, operational cash flow criteria including cash conversion cycle are considered. In this research, which uses panel data with fixed and random effects, the results of the analysis of companies' data using multiple regression at the 95% confidence level show that the period of inventory circulation, the period of collection of claims, the cycle Cash conversion has an inverse relationship with the financial performance of companies.

Keyword

cash conversion cycle, financial performance, marketing

چکیده

امروزه با توجه به رشد روزافزون ظهور شرکت ها و روند رو به افزایش پذیرش شرکت ها در بورس های اوراق بهادار در بین تمام کشورها، بازار سرمایه، سهام و سهامداران به موضوعاتی حائز اهمیت تبدیل شده اند و شرکتها برای باقی ماندن در بازار سرمایه نیازمند جذب سهامداران و سرمایه گذاران بوده اند. چرخه تبدیل وجه نقد به مدت زمان لازم بین خرید مواد اولیه و جمع آوری وجوه حاصل از فروش کالای ساخته شده اشاره می کند. مدیریت چرخه تبدیل وجه نقد به عنوان یک عامل اساسی برای مدیریت سرمایه در گردش و تاثیر آن در بازاریابی در نظر گرفته شده است. هدف این مقاله بررسی چرخه تبدیل وجه نقد و عملکرد مالی و تاثیر آن در بازاریابی می باشد. جامعه آماری تحقیق شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ می باشد. در این تحقیق معیارهای جریان های نقد عملیاتی شامل دوره گردش موجودی کالا، دوره وصول مطالبات و دوره واريز بستانکاران معیارهای جریان های نقد عملیاتی شامل چرخه تبدیل وجه نقد و بازار یابی در نظر گرفته شده است. در این تحقیق که از داده های پانل با اثرات ثابت و تصادفی استفاده شده، نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده های شرکت ها با استفاده از رگرسیون چند گانه در سطح اطمینان ۹۵٪ نشان می دهد دوره گردش موجودی کالا، دوره وصول مطالبات، چرخه تبدیل وجه نقد با عملکرد مالی شرکت ها رابطه معکوس دارد.

واژه های کلیدی

چرخه تبدیل وجه نقدی، عملکرد مالی، بازاریابی

مقدمه

شایانی به مدیران مالی می نماید. (راهنمای رود پستی ۱۳۸۹) چرخه تبدیل وجه نقد یک معیار جامع و مفید برای سنجش مدیریت سرمایه در گردش است که به صورت گسترده در پژوهش های پیشین استفاده شده است (دلاف، ۲۰۰۳). کارایی بیان کننده ی این مفهوم است که یک سازمان چگونه از منابع خود در برای تولید نسبت به بهترین عملکرد درمقطعی از زمان استفاده کرده است. کارایی در واقع نسبت خروجی واقعی به خروجی مورد انتظار با مقیاس ورودی واقعی است. با این تعریف کارایی در مقایسه بین منابع مصرف شده و منابع مورد انتظاری که برای رسیدن به مقاصد خاص باید مصرف شوند تبیین می شود (کوشافر و همکاران، ۱۳۹۶). برای محاسبه کارایی از چندین ورودی و خروجی با استفاده از روش تحلیل پوششی داده ها، برای محاسبه کارایی استفاده می شود. در تحقیقات مختلفی از جمله دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) از روش تحلیل پوششی داده ها برای این منظور استفاده شده است. از ایرادات محاسبه کارایی به روش تحلیل پوششی داده ها تعداد کم شرکتها در هر صنعت به عنوان جامعه آماری می باشد که می تواند منجر به نتایج نادرست در بازاریابی شود.

در تحقیقات اخیر، مفهوم ارزش افزوده (خلق ارزش) در مقایسه با عملکرد مالی به عنوان هدف اصلی شرکت در نظر گرفته می شود. کلارکسون^۱ (۱۹۹۴) معتقد است که هدف شرکت خلق ثروت و ایجاد ارزش برای ذینفعان با تبدیل منابع به کالا و خدمات است.

دانش، اساسی ترین سرمایه نامشهود و منبع اصلی ایجاد ثروت و مزیت رقابتی پایدار است. چند عامل دانش را از کالاها و خدمات سنتی متمایز می سازد. دارایی های مشهود چون ماشین آلات، مستهلک شده و در طول زمان منجر به کاهش بازده می شوند، درحالی که دانش، خود منجر به ایجاد دانش جدید می شود که باعث افزایش بازده می گردد (شیخ، ۲۰۰۴). کارایی ارزش افزوده کل منابع شرکت با بهره گیری از روش ضریب ارزش افزوده فکری پالیک^۲ (۱۹۹۸) است. همچنین با توجه به اینکه منابع شرکت از دو دسته اصلی منابع فیزیکی و فکری تشکیل شده است، از هر دو منابع در محاسبه کارایی ارزش افزوده کل منابع استفاده می گردد. هرچه ضریب VAIC^۳ بزرگتر باشد، کارایی ارزش افزوده کل منابع شرکت بالاتر است.

امروزه با توجه به رشد روزافزون ظهور شرکت ها و روند رو به افزایش پذیرش شرکت ها در بورس های اوراق بهادار در بین تمام کشورها، بازار سرمایه، سهام و سهامداران به موضوعاتی حائز اهمیت تبدیل شده اند و شرکتها برای باقی ماندن در بازار سرمایه نیازمند جذب سهامداران و سرمایه گذاران بوده زیرا در عصر حاضر هزینه جذب سرمایه گذاران و سهامداران جدید به مراتب بیشتر از هزینه حفظ و نگهداری سهامداران فعلی بوده و نیازمند صرف زمان و تلاش مضاعف و به کارگیری وجوه نقد مضاعف بوده که استفاده از این میزان وجه نقد خود باعث کاهش میزان سرمایه در گردش در دسترس شرکتها شده که در مراحل بعدی و در آیندهای نه چندان دور مشکلات بسیاری را برای شرکت و اقتصاد آن کشور به دنبال خواهد داشت. بنابراین جذب سهامداران بالقوه و جدید از اصول اولیه بقای شرکتها بوده در کنار اینکه حفظ سهامداران فعلی موضوعی اصلی و حیاتی در بین شرکتهای سهامی موجود در بازار بورس می باشد و شرکتها درصدد به کارگیری متخصصان و کارشناسان خبره و متعهد در واحدهای سهام بوده تا از این طریق بتوانند گامی در جهت کاهش هزینه های جذب سهامداران جدید برداشته و به دنبال آن بقای شرکتها در این راستا حفظ و تضمین خواهد شد. استراتژی های مدرن مدیریت به طور فزایندهای به دنبال افزایش های استراتژی از طریق ارزش بازاریابی برای سهامداران است که نیاز به بررسی بیشتر ارتباطات بازاریابی دارد (ما و همکاران، ۲۰۰۳). پاسخگویی به فشارهای فزاینده رقابتی و تنگنای مالی سازمان ها، اندازه گیری عملکرد بازاریابی را به عنوان یکی از اولویت های اصلی در حوزه بازاریابی تبدیل کرده است. مرور پژوهش های پیشین نشان می دهد نبود یا حداقل کافی نبودن حساب پس دهی مدیران ارشد بازاریابی، موجب شده تا به اعتبار بازاریابی لطمه وارد شود، جایگاه بازاریابی به خطر بیفتد و حتی موجودیت بازاریابی به عنوان قدرتی مجزا در درون شرکت، مورد تهدید قرار گیرد. یکی از مهم ترین دلایل عدم توجه کافی به واحد بازاریابی در برنامه ریزی کوتاه مدت و بلندمدت شرکتها، ناتوانی بازاریابان برای تعیین و اندازه گیری سهم خود در تغییرات ارزش شرکت می باشد. یکی از مهمترین اهداف مدیران مالی به حداکثر رساندن سود سهام داران میباشد؛ و مدیریت سرمایه در گردش با استفاده از ترکیب بهینه ارقام سرمایه در گردش، یعنی دارایی ها و بدهی های جاری و کوتاه کردن دوره تبدیل وجه نقد که بیانگر دوره یا تعداد روزهای چرخه وجه نقد در مسیر تولید از طریق خرید موجودی ها، فروش نسبه و تبدیل وجه نقد به حساب های دریافتی و وصول مطالبات در جهت تحقق اهداف از پیش تعیین شده کمک

¹ - Clarkson

² - Pulic

³ - Value Added intellectual coefficient

دهد (لورتی و گریس^۳، ۲۰۱۲). جهت نشان دادن میزان موفقیت مدیران در ایجاد و افزایش ارزش از معیارهای بازاریابی عملکرد استفاده می‌شود (یحیی زاده فر و همکاران، ۱۳۸۹).

در بسیاری از تحقیقات، برای اثبات بازاریابی کارایی مدیران از دستمزد اجرایی به طور مستقیم استفاده کرده‌اند (فی و هادلوک^۲، ۲۰۰۳)

مدیریت چرخه تبدیل وجه نقد شامل مدیریت سه جزء، یعنی موجودی مواد و کالا، حساب و اسناد دریافتی تجاری و حساب و اسناد پرداختی تجاری می‌باشد که باید بر توازن آنها تمرکز نمود (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱). توانایی یک شرکت در پرداخت سود سهام از توانایی اش در ایجاد جریان های نقدی در بازاریابی منتج می‌شود. بنابراین در تصمیم گیری های مربوط به انجام سرمایه گذاری ها، پیش بینی جریان های نقدی یک شرکت مبنای مهمی در نمایان ساختن توانایی شرکت در پرداخت سود سهام برای دوره های آینده می باشد. بنابراین اگر سرمایه گذاران بتوانند جریان های نقدی یک شرکت را با استفاده از یک مدل بهینه پیش بینی کنند می توانند قیمت سهام آن شرکت را نیز پیش بینی کنند (رحمان و نصر، ۲۰۰۷).

یکی دیگر از اهداف نهایی هر شرکت بیشینه کردن سود در دراز مدت است، اما حفظ نقدینگی شرکت نیز یک هدف مهم است. مسئله این است که به دست آوردن سود به قیمت از دست دادن نقدینگی میتواند مشکلات جدی برای یک شرکت ایجاد نماید. بنابراین باید یک تعادل بین این دو هدف برقرار شود و یک هدف نباید به بهای هدف دیگر به دست آید زیرا هر دوی آنها اهمیت خود را دارند. اگر یک شرکت به سودآوری توجه نداشته باشد، نمی تواند به مدت زیادی دوام یابد و از طرف دیگر اگر نگران نقدینگی نباشد ممکن است با مشکلات ورشکستگی یا عدم پرداخت به موقع بدهی ها مواجه گردد با توجه به دلایل فوق مدیریت سرمایه در گردش باید مورد توجه خاص قرار گیرد تا در نهایت سودآوری شرکت را تحت تأثیر قرار بدهد (رحمان و نصر، ۲۰۰۷). صورت جریان وجوه نقد اطلاعات سودمندی را درباره فعالیت های واحد انتفاعی برای ایجاد وجه نقد از طریق عملیات به منظور بازپرداخت بدهی، توزیع سود سهام، یا سرمایه گذاری مجدد برای توسعه ظرفیت عملیاتی و بازار یابی.. گزارش و فراهم می کند (بیانیه مفهومی شماره پنج هیات استانداردهای حسابداری مالی). سرمایه گذاران و بستانکاران دو گروه اصلی استفاده کننده صورتهای مالی به شمار می روند، فراهم آوردن

در پژوهش های مختلفی ضریب ارزش افزوده کل منابع به عنوان شاخص عملکرد و کارایی شرکت در نظر گرفته شده است (نمازی و ابراهیمی، ۱۳۹۲).

در متون حسابداری توانایی مدیریت یکی از ابعاد سرمایه انسانی شرکتهاست که به عنوان دارایی نامشهود طبقه بندی می‌شود. به عنوان نمونه دمرجیان و همکاران (۲۰۱۳) توانایی مدیریت را به عنوان کارایی مدیران نسبت به رقبا در تبدیل منابع شرکت به درآمد تعریف می‌کنند. این منابع تولید درآمد در شرکتها شامل بهای موجودیها، هزینه های اداری و توزیع و فروش، داراییهای ثابت، اجاره های عملیاتی، هزینه های تحقیق و توسعه و داراییهای نامشهود شرکت، می‌شود. توانایی مدیریتی بالاتر می‌تواند منجر به مدیریت کاراتر عملیات روزانه شرکت شود، خصوصا در دوره های بحرانی عملیات، که تصمیم گیری های مدیریتی می‌تواند تاثیر به سزایی بر روی عملکرد شرکت داشته باشد. افزون بر آن، در دوره هایی که شرکت با بحران روبه روست، مدیران توانا تر تصمیم گیری مناسب تری در ارتباط با تامین منابع مورد نیاز خواهند داشت (آندرو و همکاران^۱، ۲۰۱۳).

توانایی مدیران، به معنای استفاده اثربخش منابع توسط مدیران است؛ به این مفهوم که در سطح ثابتی از منابع، بتوان به خروجی بیشتری رسید یا منابع کمتری برای رسیدن به خروجی مورد انتظار استفاده کرد. مدیران توانا تر درک بهتری از محصول، فناوری، کارکنان، رویه های صنعت، وضعیت کلان اقتصادی و سرمایه گذاری در پروژه های با ارزش تر دارند و به صورت اثربخش تری می‌توانند کارکنان خود را مدیریت کنند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲). توانایی زیاد مدیران به اثربخشی بیشتر در عملیات روزانه سازمان منجر می‌شود؛ به خصوص هنگامی که تصمیم گیری مدیران در عملکرد سازمان تأثیر شایان توجهی داشته باشد. بنابراین توانایی زیاد مدیران موجب بهبود خالص ارزش فعلی برای سازمان می‌شود (برک و استنتون^۲، ۲۰۰۷).

بنابراین انتظار می‌رود که با افزایش توانایی مدیریت، ارزش بنگاه اقتصادی بیشتر شود. در واقع، بنگاه اقتصادی که به وسیله مدیر کارآمدی اداره می‌شود دارای ارزش بیشتری نزد سرمایه گذاران خواهد بود. تصمیم های ضعیف و مهارت پایین مدیر در رهبری می‌تواند شرکت را به سمت ورشکستگی سوق

¹ - Andreou

² - Berk

³ - Leverty

گردش کافی به سختی مورد سؤال قرار می گیرد. همانطوری که گردش خون در بدن انسان جهت حفظ زندگی یک نیاز خیلی مهم است گردش وجه نقد برای تداوم عملیات تجاری بسیار ضروری است. در دهه ۱۹۷۰ فرضیه کارایی بازار برای اکثر دانشگاهیان و جمع کثیری از حرفه ای ها به عنوان مدل قابل قبولی از رفتار بازار پذیرفته شد. فرضیه بازار کارا که برخاسته از رساله دکتری «فاما» بود. در دهه ۱۹۶۰ آغاز و به تکامل رسید.

«فاما» با بیان متقاعدکننده ای نشان داد، در بازاری که جمع کثیری از معامله گران آگاه در آن فعالیت می کنند، اوراق بهادار به نحو مناسبی قیمت گذاری شده و همه اطلاعات موجود را منعکس می کند. فاما (۱۹۷۰) بر اساس میزان تازگی اطلاعات سه شکل از کارایی بازار را معرفی کرد.

۱- شکل «ضعیف»: مبین این است که تمام قیمت ها و داده های تاریخی به طور کامل در قیمت جاری اوراق بهادار منعکس شده است و لذا تحلیل تکنیکی بسیار کم ارزش یا اصلا فاقد ارزش است.

۲- شکل «نیمه قوی»: بیانگر این است که تمام اطلاعات در دسترس (عموم) بطور کامل در قیمت جاری اوراق بهادار منعکس شده است و لذا «تحلیل بنیادی» ارزشی ندارد.

۳- شکل «قوی»: می گوید که همه اطلاعات به طور کامل در قیمت جاری اوراق بهادار منعکس شده است و لذا اطلاعات محرمانه دارای ارزش نیستند یا به بیانی دیگر اصولا اطلاعات محرمانه ای به معنای واقعی کلمه وجود ندارد.

در یک بازار کارا، هیچ مقدار از اطلاعات و یا تحلیل ها به عملکرد بهتری منجر نمی شود. چون در بازار کارا، فرض اساسی این است که قیمت اوراق بهادار منعکس کننده تاثیر تمامی اطلاعات است، اطلاعات در مورد رویدادهای جاری یا رویدادهایی که بازار انتظار دارد در آینده رخ دهد. به بیانی خلاصه در بازار کارا قیمت یک ورقه بهادار در هر زمان منطبق بر ارزش ذاتی آن است.

مدیران پرتفوی در مرکز مباحث کارایی بازار قرار دارند. برخی از این مدیران کاملا منفعل بوده و معتقدند که بازار به قدری کارا است که نمی توان بر آن غلبه کرد، در عین حال گروهی دیگر مدیران فعال هستند و بر این عقیده اند که با اتخاذ استراتژی درست، قادر به ایجاد مداوم بازده های غیر عادی هستند.

محققان بسیاری در این زمینه به مطالعه پرداخته اند. برخی

اطلاعات مربوط برای این دو گروه با توجه به نوع نیازهای اطلاعاتی آنان ضرورت خاصی دارد؛ چرا که برای این گروه ها باید اطلاعاتی تهیه شود تا به آنها در پیش بینی ارزش مورد انتظار سرمایه گذاری و بهره های آینده آن و نیز تصمیم گیری درست در جهت استفاده بهینه از منابع مالی در دسترس کمک کند. سود و جریان نقدی آینده از جمله اطلاعات اساسی و مهمی است که می تواند در جهت تحقق این مهم نقش مؤثری ایفاء کند (رهنمای رودپشتی، ۱۳۸۸). مسئله هایی که قصد تحلیل و پاسخگویی آن را داریم عبارت است از اینکه آیا بین چرخه تبدیل وجه نقد و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد؟

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

چرخه تبدیل وجه نقد به عنوان جزئی از چرخه عملیاتی نشان دهنده دوره یا مدت زمانی است که وجه نقد به مصرف فرآیند عملیاتی شرکت برای تولید یک قلم محصول می رسد. چرخه عملیاتی، میانگین زمان بین وجوه مصرف شده برای تولید محصولات و وجوه دریافت شده از فروش محصولات است.

میزان چرخه عملیاتی سرمایه در گردش مورد نیاز را تعیین می کند. شرکت هایی که دارای چرخه عملیاتی طولانی تر هستند، سرمایه در گردش و نیز وجه نقد بیشتری نیاز دارند (بولو و همکاران، ۱۳۹۱).

فاصله زمانی بین یک معیار رایج برای سنجش مدیریت سرمایه در گردش: چرخه تبدیل وجه نقد، انجام هزینه برای خرید مواد اولیه و وصول مبالغ کالاهای فروش رفته است. هر چه این فاصله زمانی طولانی تر باشد، سرمایه گذاری بیشتری در سرمایه در گردش انجام شده است. چرخه ی نقدی طولانی ممکن است سودآوری را افزایش دهد، زیرا منجر به افزایش فروش می گردد. با این وجود، اگر مبالغ سرمایه گذاری بیشتر در سرمایه در گردش از منافع ناشی از نگهداری موجودی بیشتر یا اعطای اعتبار تجاری بیشتر به مشتریان باشد، سودآوری واحد تجاری ممکن است با افزایش چرخه ی نقدی کاهش یابد. امروزه فرضیه قابلیت پیش بینی بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی ها و ارزش افزوده اقتصادی به عنوان واقعیت در حسابداری مورد پذیرش قرار گرفته است. یکی از اهداف اطلاعات حسابداری، کمک به استفاده کنندگان در پیش بینی جریان نقدی ورودی آتی به واحدهای تجاری و به تبع آن، پیش بینی بازده سرمایه گذاری است. سرمایه در گردش نیازهای مالی کوتاه مدت موسسه تجاری را برآورده می کند. سرمایه در گردش یک سرمایه معاملاتی است که بیشتر از یک سال در شرکت باقی نمی ماند. وجهی که در این اقلام سرمایه گذاری میشود در طول عملیات تجاری تغییر می کند. نیاز برای حفظ سرمایه در

¹ Fundamental analysis

شرکت در یک سال شامل چندین چرخه عملیاتی می باشد و از نظر مبلغ نیز این چرخه ها چه مبالغی را در کل به خود اختصاص داده اند. این چرخه نشان میدهد که چه مبالغی در هر روز به هر رده از حساب های دریافتی، موجودی کالا یا حساب های پرداختی اختصاص می یابد. هنگامی که تعداد روزها در حساب های دریافتی و یا در حساب موجودی کالا افزایش می یابد، شرکت ها جریان وجه نقد را کاهش داده و به توازن نقدی میرسند. هنگامی که تعداد روزها کاهش می یابد، شرکت ها جریان وجه نقد را افزایش داده و باعث توازن نقدی میشوند (عبدالرحمن و همکاران، ۲۰۱۰). در هر سازمان و بنگاه اقتصادی، مجموعه فعالیت ها و عواملی هستند که در ارتباط با یکدیگر و محیط، عملکرد نهایی بنگاه را می سازند. پس این مجموعه باید مورد سنجش قرار گیرد تا بتوان نسبت به عملکرد بنگاه آگاهی پیدا کرد. یک اصل بدیهی مالی پذیرفته شده، این است که نقش مدیران حداکثر سازی ثروت سهامداران از طریق تخصیص کارایی منابع میباشد. برای عملی ساختن این هدف، به طور سنتی ثروت سهامدار توسط مقادیر حسابداری استاندارد مانند سود، درآمد و جریان های نقدی ناشی از عملیات یا نسبتهای صورت های مالی (شامل بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام و ...) نشان داده میشود. سپس این اطلاعات صورت های مالی توسط مدیران، سهامداران و سایر اشخاص ذینفع جهت ارزیابی عملکرد جاری شرکت و نیز جهت پیش بینی عملکرد آتی شرکت استفاده می گردد.

پیشینه پژوهش

فانگ لین (۲۰۱۸)، در مقاله خود به بررسی تأثیر چرخه تبدیل پول نقد به سودآوری: بینش به کشاورزی و صنایع غذایی در تایلند پرداخت. نتایج نشان میدهد که چرخه تبدیل نقدی (CCC) دارای رابطه معکوس با سودآوری در کشاورزی و مواد غذایی تایلند دارد. علاوه بر این، تولید نسبت چرخه و بدهی به میزان قابل توجهی منفی بود رابطه با بازده دارایی ROA درحالیکه چرخه پرداخت و اندازه رابطه مثبت با بازده حقوق صاحبان سهام ROE است. ولی ارتباط معنی داری بین چرخه جمع آوری پول و سودآوری وجود ندارد.

آقایی و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودیهای نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن ها نشان داد که حساب های دریافتی، خالص سرمایه در گردش، موجودی های کالا و بدهی های کوتاه مدت، به ترتیب از مهمترین عوامل دارای تأثیر منفی بر نگهداری موجودی های نقدی هستند. از طرف دیگر، فرصت های رشد شرکت، سود تقسیمی، نوسان جریان های نقدی و سود خالص، به ترتیب از مهمترین

از آنها از فرضیه بازارکارا حمایت می کنند و برخی دیگر بر اساس نتایجی که بدست آورده اند، بر فرضیه بازار کارا تردید ایجاد کرده اند. در طول دهه های ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰، تحقیقاتی منتشر شد که از فرضیه بازار کارا حمایت می کرد. برای مثال فاما (۱۹۶۵) در رابطه با شکل ضعیف کارایی، دریافت که قیمت سهام از یک فرایند گشت تصادفی^۱ تبعیت می کند و نمی توان از هیچ استراتژی معاملاتی بر اساس تحلیل های تکنیکال^۲ به طور سیستماتیک سود بدست آورد. فرضیه بازار کارا در شکل نیمه قوی نیز از طریق رویکرد پژوهشی^۳ که فاما و همکاران (۱۹۷۰) از پیشگامان آن بودند مورد بازاریابی قرار گرفته است. برای مثال، شولز (۱۹۷۲) اثر فروش بلوک های سهام را بر قیمت سهام بررسی کرد و دریافت که واکنش قیمت سهام به فروش بلوکی نسبتا ناچیز می باشد و بنابراین جنبه دیگری از فرضیه بازار کارا، یعنی عدم واکنش قیمت به رویدادهایی که همراه با اطلاعاتی راجع به متغیرهای بنیادی شرکت نمی باشد، تایید می شود.

یکی دیگر از معیارهای بازاریابی و ارزیابی سرمایه در گردش چرخه تبدیل وجه نقد می باشد. چرخه تبدیل وجه نقد به مدت زمان لازم بین خرید مواد اولیه و جمع آوری وجوه حاصل از فروش کالای ساخته شده اشاره میکند. هر چه قدر این مدت طولانی تر باشد، سرمایه گذاری بیشتری در سرمایه در گردش انجام می شود. چرخه تبدیل وجه نقد طولانی تر ممکن است سودآوری شرکت را از طریق افزایش فروش افزایش دهد. باوجود این اگر مبلغ سرمایه گذاری در سرمایه در گردش بیشتر از منافع حاصل از سرمایه گذاری در موجودی یا اعطای بیشتر اعتبار تجاری باشد. سودآوری شرکت ممکن است کاهش یابد (دلاف ۲۰۰۳). هر چه قدر دوره تبدیل وجه نقد کمتر باشد نشان دهنده این است که شرکت وضعیت نقدینگی بهتری دارد (خرم نژاد ۱۳۸۶). چرخه خالص تجاری جایگزین ارزیابی کارایی مدیریت سرمایه در گردش است. در بسیاری از مقالات ارزیابی مدیریت سرمایه در گردش مانند شین و سونن (۱۹۹۸) از این معیار استفاده شده است. با کاهش چرخه خالص تجاری، سودآوری شرکت افزایش یافته است؛ بنابراین تلاش برای کاهش این دوره زمانی مورد تأیید است.

چرخه خالص تجاری می تواند بیان کند که یک

¹ Random walks

² Technical analysis

³ Event study

مربوط است.

نتایج صفری (۱۳۸۹) حاکی از آن است که رابطه منفی بین سودآوری و چرخه تبدیل به نقد و اجزای آن وجود دارد.

باباجانی و دیگران (۱۳۸۹) به بررسی تاثیر عدم اطمینان جریان های نقدی و همچنین نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام شرکت (به عنوان شاخص درجه بلوغ شرکت ها) بر سیاست تقسیم سود شرکت ها پرداختند و در کنار دو متغیر مستقل اصلی فوق، میزان سرمایه گذاران مالکان نهادی و همچنین فرصت های سرمایه گذاری شرکت ها را نیز در نظر گرفته و اثر ماغیر اندازه شرکت ها را نیز کنترل نمودند. نتایج پژوهش ایشان نشان داد، عدم اطمینان جریان های نقدی شرکت و همچنین میزان مالکیت نهادی بر سود تقسیمی شرکت ها اثر گذار هستند، در حالی که نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام و همچنین فرصت های سرمایه گذاری و رشد شرکت تاثیر معنی داری بر میزان سود تقسیمی ندارند.

اسلامی بیدگلی و ایکانی (۱۳۹۴) سودآوری استراتژی سرمایه گذاری مومنتوم در بورس اوراق بهادار تهران را طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق پس از انتخاب نمونه، بازده سهام موجود در نمونه در k ماه گذشته (دوره تشکیل پرتفوی) اندازه گیری می شود. که دوره های تشکیل پرتفوی در آن تحقیق سه ماهه، شش ماهه، نه ماهه و ۱۲ ماهه می باشند. در مرحله بعد بازده های اندازه گیری شده به ترتیب از نزولی به صعودی مرتب می شوند. دهک اول که کمترین بازدهی را در دوره تشکیل پرتفوی داشته است، پرتفوی بازنده و دهک آخر که بیشترین بازدهی را در دوره تشکیل داشته است، پرتفوی برنده می نامند. در این تحقیق دوره نگهداری سه ماهه، شش ماهه، نه ماهه و ۱۲ ماهه می باشد. در نهایت میانگین بازده ماهانه پرتفوی برنده با میانگین ماهانه پرتفوی بازنده در دوره نگهداری مقایسه می گردد. به منظور آزمون سودآوری استراتژی سرمایه گذاری مومنتوم در دوره های تشکیل و نگهداری مختلف، باید پرتفوی برنده خریداری و پرتفوی بازنده به فروش برسد. این پرتفوی را در اصطلاح پرتفوی مومنتوم می نامند. این پرتفوی ها برای J ماه نگهداری می شوند. در نهایت اگر بازده حاصل از نگهداری پرتفوی مومنتوم به طور معنی داری بیشتر از بازده حاصل از نگهداری پرتفوی بازار باشد، از آن به سودآوری استراتژی سرمایه گذاری مومنتوم تعبیر می شود. یعنی در میان مدت با به کارگیری استراتژی مومنتوم می توان بازدهی بیش از بازار داشت.

نتایج این تحقیق نشان داد، میانگین بازده ماهانه پرتفوی برنده به طور معنی داری بیشتر از میانگین بازده ماهانه پرتفوی بازنده بوده است. این بدین معناست که در میان مدت پرتفوی

عوامل دارای تاثیر مثبت بر نگهداری موجودی های نقدی هستند، اما شواهد کافی در مورد تاثیر منفی بدهی های بلند مدت و اندازه شرکت ها بر نگهداری موجودی های نقدی وجود ندارد.

سوکاتسا (۲۰۱۸)، به بررسی رابطه بین چرخه تبدیل نقدی و سودآوری شرکت (اشاره ویژه به شرکت های تولیدی در بورس اوراق بهادار کلمبو) پرداخت : یافته های این مطالعه نشان میدهد که همبستگی مثبت بین دوره تبدیل موجودی و دوره تبدیل دریافتی و همبستگی منفی بین دوره های تبدیل قابل پرداخت به ROA و همبستگی منفی بین تمام اجزای چرخه تبدیل نقدی و ROE به عنوان شاخص های سودآوری است کاشانی پور و نقدی نژاد (۱۳۸۸) با انتخاب نمونه ای شامل ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار به بررسی اثر وجه نقد پرداختند. آن ها با استفاده از معیارهای اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و گروه تجاری به عنوان نماینده ای از وجود محدودیت های مالی نشان دادند که جریان های نقدی تاثیر معنی داری بر سطوح نگهداری وجه نقد نداشته، همچنین تفاوت معنی داری بین حساسیت جریان های نقدی وجه نقد شرکت های با محدودیت مالی و شرکت های بدون محدودیت مالی وجود ندارد.

بر اساس تحقیقات طرقة (۱۳۸۷)، چرخه تبدیل به نقد با سودآوری شرکت ها رابطه معکوس دارد و دوره پرداخت بدهی ها با سودآوری رابطه مستقیم دارد. مرادزاده فرد و نادعلی پور منفرد (۱۳۸۸) پژوهشی تحت عنوان " رابطه جریانهای نقدی ناشی از فعالیتهای تامین مالی و بازده سهام" در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی (۸۶-۱۳۸۲) انجام دادند که در آن به تشریح رابطه میان متغیرهای مالی و حسابداری با استفاده از آزمون های ضریب همبستگی پیرسون و رگرسیون پرداخته شده است.

نوری فرد و چناری بوکت (۱۳۹۶) در تحقیقی تاثیر تخصص حسابرس در صنعت، بر رابطه بین کیفیت حسابرسی با سطح وجه نقد نگهداری شده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد آزمون قرار دادند. اطلاعات مورد نیاز برای این پژوهش از صورت های مالی ۸۱ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۴ گردآوری شده است. در این پژوهش، متغیر مستقل، کیفیت حسابرسی و متغیر وابسته، سطح نگه داشت و جوه نقد است. یافته های حاصل از پژوهش حاضر، بیانگر این است که تخصص حسابرس در صنعت، بر رابطه بین کیفیت حسابرسی با سطح وجه نقد نگهداری شده بی تاثیر است. به عبارت دیگر، میزان وجوه نقد نگهداری شده، به عواملی غیر از کیفیت حسابرسی و تاثیر متقابل تخصص حسابرسی در صنعت

افزایشی در مورد پیش بینی بازده های آتی دارند و میزان ارتباط این پدیده ها با گذشت زمان کم شده و در یک افق زمانی یکساله از بین می رود.

اسلامی بیدگلی و قاسم نژاد (۱۳۹۱) در تحقیق خود به بررسی کارایی استراتژی های شتاب و معکوس در بورس تهران، با توجه به دوره های رونق و رکود بازار سرمایه پرداختند و دریافتند که سودآوری استراتژی شتاب (مومنتوم) در همه دوره های بازار است و برای دوره نگهداری نهایتاً ۲۰ روزه در بازار صعودی و برای دوره نگهداری ۶۰ روزه در بازار نزولی تایید می گردد و همچنین سودآوری استراتژی معکوس برای دوره نگهداری ۴۰ تا ۶۰ روزه تایید می گردد.

اما به طور دقیقتر آنها دریافتند که در دوره های رونق بازار سرمایه بعد از انتشار اخبار خوب و یا بد (بازار صعودی و یا بازار نزولی)، استراتژی شتاب با دوره نگهداری ۳۰ روزه سود آور و به طور متوسط بازدهی اضافی ۳،۱۳ درصدی ایجاد می کند. در دوره های رونق بازار سرمایه بعد از انتشار اخبار خوب و یا بد (بازار صعودی و یا بازار نزولی)، استراتژی شتاب با دوره نگهداری ۵۰ روزه سود آور و به طور متوسط بازدهی اضافی ۲،۱۷ درصدی ایجاد می کند.

در نهایت آنها نتیجه گرفتند که در همه دوران بازار سرمایه، استراتژی شتاب با دوره نگهداری ۳۰ روزه سود آور است و به طور متوسط بازدهی اضافه ۲،۶۹ درصدی ایجاد می کند.

بدری و عباسی (۱۳۹۰) رابطه مومنتوم و حجم معاملات را در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. هدف این پژوهش بررسی اثر افزودن حجم معاملات در انتخاب پرتفوی های برنده و بازنده در استراتژی مومنتوم و بررسی معنی داری اختلاف بین صرف استراتژی مومنتوم ساده و صرف استراتژی مومنتوم مبتنی بر حجم معاملات می باشد. این تحقیق با استفاده از داده های ماهانه طی دوره ۱۰ ساله ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۸ انجام شده است. نتایج نشان می دهد که پرتفوی های مومنتوم مبتنی بر حجم معاملات در دوره های ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماهه، بازده غیر عادی بیشتری نسبت به استراتژی مومنتوم ساده ایجاد می کند، که در دوره های ۳ و ۶ ماهه از نظر آماری معنی دار می باشند. علاوه بر این، یافته ها نشان می دهد که در کوتاه مدت تفاوت معنی داری بین بازده غیرعادی پرتفوی های برنده (بازنده) دارای حجم معاملات بالا و پائین وجود دارد. در مجموع یافته های تحقیق نشان می دهد حجم معاملات گذشته، نقش موثری در افزایش بازده غیر عادی پرتفوی های مومنتوم دارد

اصولیان و باقری (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر جریان وجوه نقد بر شکاف بین نسبت اهرم واقعی و اهرم بهینه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته های

برنده به عملکرد بهتر خود نسبت به پرتفوی بازنده ادامه می دهد. پرتفوی هایی که در سه، شش، نه و دوازده ماه گذشته بهترین عملکرد را داشته اند در سه، شش، نه و دوازده ماه آینده نیز به عملکرد بهتر خود نسبت به پرتفوی بازنده ادامه می دهد. به عبارت دیگر نتایج نشان داد، به کارگیری استراتژی مومنتوم در بورس اوراق بهادار تهران در تمامی دوره های تشکیل و نگهداری سه ماهه، شش ماهه، نه ماهه و ۱۲ ماهه سودآور هستند و بازدهی بالاتری نسبت به بازده بازار ایجاد می کنند.

به دنبال کارهای جگادیش و تیمن (۱۹۹۳) در راستای معرفی استراتژی مومنتوم و اثبات سودآوری آن در بازار آمریکا محققان دیگری به بررسی این موضوع در بازارهای سهام آمریکا پرداختند.

چان، جگادیش و لاکونیشاک (۱۹۹۶) با بررسی نمونه ای متشکل از کلیه سهام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیویورک، امکس و نزدک، در بازه زمانی مابین سالهای ۱۹۹۳ تا ۱۹۹۷ قدرت کسب سود استراتژی مومنتوم را مورد بررسی قرار دادند. نتایج مطالعه آنها نیز سودآوری قابل ملاحظه و معنی داری استراتژی مومنتوم قیمت میان مدت را برای بازار سهام آمریکا در فاصله زمانی مابین ۱۹۹۳ تا ۱۹۹۷ تایید کرد.

به عنوان مثال با استفاده از یک استراتژی ۶-۶ (دوره تشکیل و نگهداری ۶ ماهه)، اختلاف بازدهی برابر با ۸،۸٪ میان پرتفوی برنده و بازنده بدست آمد.

گرینبلات و تیمن (۱۹۸۹) با استفاده از استراتژی مومنتوم سودهای اضافی را کشف کردند، ولی مشاهده کردند که سود های مومنتوم در اولین سال بعد از تشکیل پرتفوی از بین می رود.

فاستر و خرازی (۲۰۰۵) سودآوری استراتژیهای مومنتوم و معکوس را در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی مابین سال های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۲ مورد بررسی قرار دادند. ایشان در تحقیقات خود شواهد محکمی دال بر وجود اثر معکوس بدست نیاورند، اما نتایج یافته های آنها وجود اثر مومنتوم را در افق زمانی میان مدت (۳ تا ۱۲ ماهه) تایید کرد.

امینی (۱۳۸۸) بر اساس نمونه ای متشکل بر سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۵ ساله مابین سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ سودآوری استراتژی مومنتوم را مورد بررسی قرار داد. نتایج بررسی های ایشان نشان داد که با استفاده از استراتژی مومنتوم قیمت در افق زمانی یکساله و با استفاده از استراتژی مومنتوم سود در افق زمانی شش ماهه می توان بازده غیر عادی را کسب نمود. همچنین با استفاده از پرتفوی های ترکیبی مشخص گردید این استراتژی ها قدرت

محدودیت ها و قوانین موجود و میزان سهولت دسترسی و جمع آوری اطلاعات، ابعاد ارائه شده در پژوهش هافمن و همکاران در سال ۲۱۰۱ که شامل گرایش به روابط، بازاریابی روابط، اعتماد، تعهد و عمل متقابل به عنوان ابعاد بازاریابی رابطه مند در بررسی کیفیت مدیریت روابط سرمایه گذار در این پژوهش در نظر گرفته شده است. زیرا چارچوب ارائه شده از ساختارمندی مناسبی برخوردار است و در برگیرنده ابعاد بازاریابی رابطه مند مرتبط با روابط سرمایه گذار است و نتایج به کارگیری آن در شرکتها در بین سایر مدلها و چارچوب های بررسی شده در بخش میانی نظری را دارا بوده و چارچوبی جامع می باشد. این مدل از نظر پژوهشگر ساختار بسیار مناسبی برای آزمون تأثیر ابعاد بازاریابی رابطه مند بر متغیرهای مالی است، البته با توجه به اینکه چارچوب ارائه شده دارای ابعادی است که امکان بررسی آن در کشور ایران با توجه به قوانین و شرایط اقتصادی و شرایط حاکم بر شرکت ها قابلیت بررسی را نداشته این گونه موارد از این چارچوب حذف شده اند. بنابراین مدل مفهومی ارائه شده در این پژوهش ایده اولیه خود را از مدل هافمن و همکاران به دست آورده است اما مدل مفهومی مدلی ابتکاری و حاصل بررسی پژوهشگر همراه با بررسی های اساتید مالی و بازاریابی ارائه شده است. این پژوهش به قصد کاربرد نتایج یافته هایش برای حل مشکلات خاص سازمان ها انجام شده است و تالشی برای پاسخ دادن به یک معضل و مشکل است که در دنیای واقعی وجود دارد. پژوهش حاضر از بعد هدف، از نوع «توصیفی» است؛ یعنی به دنبال تعریف و به دست آوردن اطلاعات از یک مشکل یا موضوع مشخص بوده، روابط بین متغیرها را بررسی می نماید. از بعد فرآیند، نوع پژوهش «کمی» است، یعنی با یک نگرش عینی به جمع آوری و تحلیل داده های کمی می پردازد. از بعد منطقی، یک پژوهش "استقرایی" است، یعنی درصد طراحی یک مدل کلی براساس مشاهدات تجربی و جمع آوری داده های کمی است. از بعد نتیجه، یک پژوهش «کاربردی» است؛ یعنی در پی حل یک مشکل خاص است. روش تحقیق با توجه به هدف پژوهش، «توصیفی» است (دلاور، ۱۳۷۴) از آنجایی که این پژوهش در پی یافتن ارتباط بین ابعاد بازاریابی رابطه مند به عنوان متغیرهای مستقل و هزینه سهام، بازده سهام و نقد شوندگی به عنوان متغیر وابسته است. متغیرهای کنترلی پژوهش، اندازه شرکت، اهرم مالی، بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام است. این پژوهش از انواع پژوهش همبستگی محسوب می باشد. بنابراین با توجه به مطالب ذکر شده، پژوهش حاضر از نوع پس رویدادی است یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل و اطلاعات گذشته (صورت های مالی شرکت ها) انجام میگیرد. همچنین

این پژوهش نشان میدهد جریان وجه نقد بر شکاف بین نسبت اهرم واقعی و بهینه اثر میگذارد. این شکاف در بین شرکت هایی که نسبت اهرمی بالایی دارند، به دلیل مواجهه با هزینه های بحران مالی زیاد، بیشتر است. مولر و همکاران (۲۰۱۵)، نشان دادند جریان های خروجی وجه نقد حاصل از فعالیت های سرمایه گذاری (یعنی واگذاری اموال، ماشین آلات، تجهیزات، تامین مالی دارایی های نامشهود، شرکت های تابعه و یا ...) بر عملکرد شرکت ها تاثیر گذار است.

ردیگز و همکاران (۲۰۱۵) ارتباط فعالیت های سرمایه گذاری نقدی و غیر نقدی را با عملکرد آتی شرکت بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که جریان نقد حاصل از سرمایه گذاری برای پیش بینی جریان های نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی آتی نقش مهمی ایفا می کند و با تفکیک جریان نقد حاصل از سرمایه گذاری به اجزایش، ضریب تعیین مدل افزایش (هر چند محدود) یافت. زمانی که قیمت آتی سهام شرکت بررسی می شد نیز شواهد مشابهی بدست آمد. نتایج همچنین نشان دادند که معیار سرمایه گذاری غیر نقدی اطلاعاتی علاوه بر سود و سرمایه گذاری های نقدی در پیش بینی جریان های نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی و قیمت آتی سهام شرکت ارائه می کند.

گیل و همکاران (۲۰۱۰) نمونه ای ۸۸ تایی از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیویورک را انتخاب کردند و با بررسی سطح سرمایه در گردش بر سودآوری آنها به این نتیجه رسیدند که، رابطه معناداری بین چرخه تبدیل به نقد و سودآوری شرکتها وجود دارد و سودآوری شرکت با کوتاه شدن دوره وصول دریافتی ها افزایش می یابد.

فرضیه های پژوهش

فرضیه های مورد بررسی در این پژوهش عبارتند از:

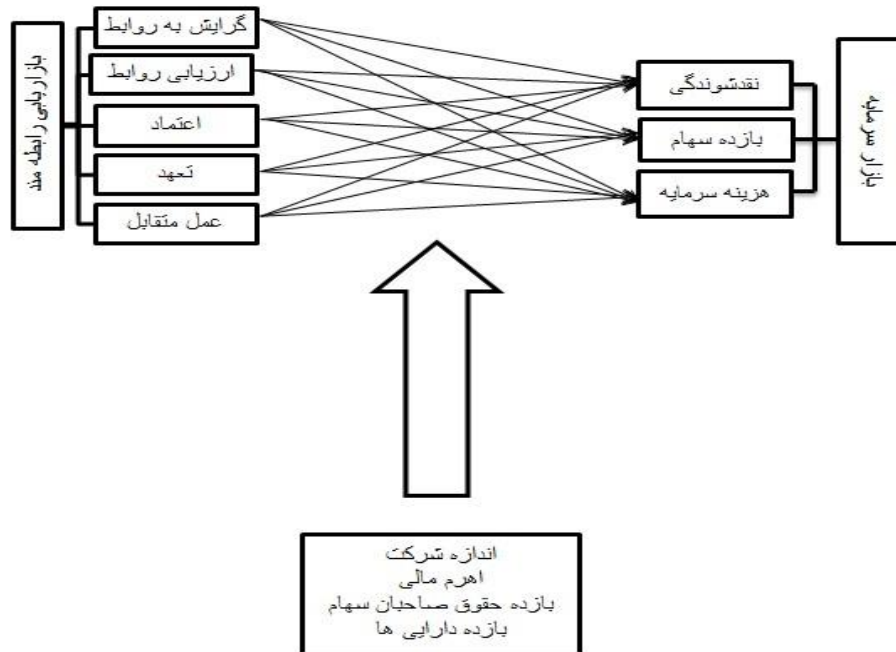
- ۱- بین بازاریابی روابط و نقد شوندگی رابطه معناداری وجود دارد.
- ۲- بین اعتماد با نقد شوندگی رابطه معناداری وجود دارد.
- ۳- بین تعهد بانقد شوندگی رابطه معناداری وجود دارد.
- ۴- بین عمل متقابل بانقد شوندگی رابطه معناداری وجود دارد.
- ۵- بین بازاریابی روابط و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.
- ۶- بین بازاریابی روابط و هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

روش شناسی پژوهش

پس از بررسی های انجام شده و استفاده از نظرات اساتید و افراد خبره و با توجه به شرایط حاضر کشور و با در نظر گرفتن

باشد:
مدل هایی که برای آزمون کردن فرضیه ها از آن ها استفاده شده است به صورت زیر می باشند.

از آنجا که مراحل گردآوری داده ها از طریق پرسشنامه استاندارد برگرفته از پژوهش هافمن و همکاران (۲۰۱۰) انجام گرفته است و سوالات پرسشنامه مذکور شامل دو بخش عمده می



REM: بازاریابی روابط با سهامداران
Trust: اعتماد
IR: هزینه سرمایه
R: بازده سهام

مدل ۱:

$$TO_{it} = \beta_0 + \beta_1 RO_{it} + \beta_2 REM_{it} + \beta_3 Trust_{it} + \beta_4 Commit_{it} + \beta_5 Recip_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 ROE_{it} + \epsilon_{it}$$

مدل ۲:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 RO_{it} + \beta_2 REM_{it} + \beta_3 Trust_{it} + \beta_4 Commit_{it} + \beta_5 Recip_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 ROE_{it} + \epsilon_{it}$$

مدل ۳:

$$IR_{it} = \beta_0 + \beta_1 RO_{it} + \beta_2 REM_{it} + \beta_3 Trust_{it} + \beta_4 Commit_{it} + \beta_5 Recip_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 ROE_{it} + \epsilon_{it}$$

که در آن:

TO: نقدشوندگی سهام

Cummit: تعهد

Recip: عمل متقابل

Size: اندازه شرکت

Lev: اهرم مالی

ROA: بازده دارایی ها

ROE: بازده حقوق صاحبان سهام

RO: گرایش به روابط با سرمایه گذاران

در این پژوهش بدرای آزمون کردن فرضیه ها از روش برازش مدل رگرسیون به شیوه پانل که نوعی روش اقتصادسنجی می باشد، استفاده شد. مقدار آماره F مدل اول (۱۸,۷۶۰) مدل دوم (۱۲۲,۴۲۴) و مدل سوم (۱۰,۶۴۷) نیز حاکی از معنا داری کل مدل های رگرسیون می باشد. از طرفی مقدار شاخص VIF برای تمام متغیرها کمتر از ۰.۱ به دست آمده است که حاکی از عدم وجود همخطی بدین متغیرهای مستقل مدل است. لذا میتوان نتیجه گرفت مدل به خوبی برازش داده شده است و نتایج قابل اعتماد اند. در این پژوهش برای بررسی و برآورد پایایی پرسشنامه ها از روش آلفای کرونباخ استفاده گردید. برای محاسبه ضریب آلفای کرونباخ ابتدا باید واریانس نمره های هر زیر مجموعه سؤال های پرسشنامه و واریانس کل را محاسبه کرد. سپس با استفاده از فرمول مقدار ضریب آلفا محاسبه شد. بر اساس این فرمول زمانی که ضریب α محاسبه شده بیشتر از ۹۱٪ به دست بیاید می توان به این نتیجه رسید که داده های هر دست آمده از پایایی الزم

برخوردارند. در آیدن پژوهش برای اطمینان از پایایی پرسشنامه های توزیع شده بین مدیران شرکت ها با استفاده از نرم افزار آماري SPSS ضریب آلفای کرونباخ برای هر یک از پرسشنامه ها به طور جداگانه محاسبه گردید که در جدول زیر آمده است.

جدول ۱- آلفای کرونباخ پرسشنامه ها

| ضریب آلفای کرونباخ | تعداد سئوالات | متغیرهای پژوهش |
|--------------------|---------------|---|
| 0.898 | 8 | گرایش به روابط با سرمایه گذاران (سهامداران حقیقی) |
| 0.899 | 8 | ارزیابی روابط با سهامداران |
| 0.877 | 6 | اعتماد |
| 0.958 | 15 | تعهد |
| 0.910 | 8 | عمل متقابل |

جدول ۲- نتایج حاصل از برازش مدل اول پژوهش

| $TO_{it} = \beta_0 + \beta_1 RO_{it} + \beta_2 REM_{it} + \beta_3 Trust_{it} + \beta_4 Commit_{it} + \beta_5 Recip_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 ROE_{it} + \epsilon_{it}$ | | | | | | |
|---|-----------|---------------|---------------------|------------|--------|---------------------------------|
| متغیر وابسته: نقد شونگی سهام / دوره مالی ۱۳۹۰-۱۳۹۴ | | | | | | |
| VIF | جهت رابطه | سطح معنی داری | آما ره t | ضریب تاثیر | نماد | نام متغیر |
| 1.98 | مثبت | 0.0298 | ۲,۵۱۸ ۲ | ۰,۱۳۰۳ | RO | گرایش به روابط با سرمایه گذاران |
| 1.66 | مثبت | 0.7918 | 0.2642 | 0.0075 | REM | بازاریابی روابط با سهامداران |
| 2.54 | مثبت | 0.0107 | 2.5634 | 0.2152 | Trust | اعتماد |
| 2,20 | مثبت | 0.0025 | 3.0393 | 0.2123 | Cummit | تعهد |
| 1.24 | مثبت | 0.0062 | 2.9741 | 0.1094 | Recip | عمل متقابل |
| 1.98 | منفی | 0.4199 | ۰,۸۰۷ -۵ | -0.0164 | SIZE | اندازه شرکت |
| 1.60 | مثبت | 0.9617 | 0.0481 | 0.0023 | LEV | اهرم مالی |
| 2,55 | منفی | 0.0050 | 3.4059 - | -0.0333 | ROA | بازده دارایی ها |
| 2,27 | منفی | 0.00094 | -3.1619 | -0.0301 | ROE | بازده حقوق صاحبان سهام |
| --- | --- | 0.3353 | 0.9647 | 0.1414 | C | ثابت مدل |
| 18.760 | | | آماره F | | ۵۳٪ | ضریب تعیین |
| 0.0000 | | | سطح معنی داری | | ۵۱٪ | ضریب تعیین تعدیل شده |
| 1.917 | | | آماره دوربین-واتسون | | | |

جدول ۳- نتایج حاصل از برازش مدل دوم پژوهش

| $R_{it} = \beta_0 + \beta_1 RO_{it} + \beta_2 REM_{it} + \beta_3 Trust_{it} + \beta_4 Commit_{it} + \beta_5 Recip_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$ | | | | | | |
|---|-----------|---------------|---------|------------|--------|---------------------------------|
| متغیر وابسته: بازده سهام / دوره مالی ۱۳۹۴-۱۳۹۰ | | | | | | |
| VIF | جهت رابطه | سطح معنی داری | آماره t | ضریب تاثیر | نماد | نام متغیر |
| 1.21 | مثبت | 0.0167 | 204041 | 3.5253 | RO | گرایش به روابط با سرمایه گذاران |
| 1.64 | مثبت | 0.0078 | 2.9886 | 0.7954 | REM | بازاریابی روابط با سهامداران |
| 2.88 | مثبت | 0.0088 | 2.8273 | 0.7718 | Trust | اعتماد |
| 2.54 | منفی | 0.7161 | -0.3639 | -1.8394 | Commit | تعهد |
| 2.24 | مثبت | 0.00096 | 2.6700 | 1.9905 | Recip | عمل متقابل |

جدول ۴- نتایج حاصل از برازش مدل سوم پژوهش

| $IR_{it} = \beta_0 + \beta_1 RO_{it} + \beta_2 REM_{it} + \beta_3 Trust_{it} + \beta_4 Commit_{it} + \beta_5 Recip_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$ | | | | | | |
|--|-----------|---------------|---------------------|------------|--------|---------------------------------|
| متغیر وابسته: هزینه سرمایه / دوره مالی ۱۳۹۴-۱۳۹۰ | | | | | | |
| VIF | جهت رابطه | سطح معنی داری | آماره t | ضریب تاثیر | نماد | نام متغیر |
| ۱,۲۱ | مثبت | ۰,۰۷۲۵ | ۱,۸۰۴۲ | ۰,۰۶۶۱ | RO | گرایش به روابط با سرمایه گذاران |
| ۱,۶۴ | منفی | ۰,۶۵۷۳ | ۰,۴۴۴۲ | -۰,۰۲۳۱ | REM | بازاریابی روابط با سهامداران |
| ۲,۸۸ | منفی | ۰,۸۰۶۰ | -۰,۲۴۵۹ | -۰,۰۳۷۵ | Trust | اعتماد |
| ۲,۵۴ | مثبت | ۰,۷۲۰۲ | ۰,۳۵۸۶ | ۰,۴۰۶۰ | Commit | تعهد |
| ۲,۲۴ | منفی | ۰,۰۴۱۱ | -۲,۰۵۴۲ | ۰,۰۵۹۴ | Recip | عمل متقابل |
| ۲,۹۸ | مثبت | ۰,۲۴۵۸ | ۱,۱۶۳۷ | ۰,۱۱۷۸ | SIZE | اندازه شرکت |
| ۲,۱۱ | مثبت | ۰,۸۸۶۹ | ۰,۱۴۲۴ | ۰,۰۱۳۰ | LEV | اهرم مالی |
| ۱,۰۲ | منفی | ۰,۹۸۰۸ | -۰,۰۲۴۰ | -۰,۰۰۰۴ | ROA | بازده دارایی ها |
| ۱,۱۲ | مثبت | ۰,۷۰۰۹ | ۰,۲۸۴۶ | ۰,۰۰۰۵ | ROE | بازده حقوق صاحبان سهام |
| --- | --- | ۰,۰۰۰۰ | -۵,۳۳۱۵ | -۰,۳۳۶۸ | C | ثابت مدل |
| ۱۰,۴۶۷ | | | آماره F | | ۳۸٪ | |
| ۰,۰۰۰۰ | | | سطح معنی داری | | ۲۵٪ | |
| ۲,۰۱۹ | | | آماره دوربین-واتسون | | | |

نتیجه گیری و بحث

بعد از آزمون تک تک فرضیه ها و نتیجه گیری در مورد آنها نوبت به نتیجه گیری کلی می‌رسد. محقق در این پژوهش در طی دوره مطالعه (۱۳۹۴-۱۳۹۰) به این نتیجه کلی رسیده است که با توجه به تجزیه و تحلیل های آماری مربوط به فرضیه ها انجام شد از پانزده فرضیه ۳ فرضیه بین متغیرهای بازاریابی رابطه - مند به ترتیب گرایش به روابط با سهامداران، بازاریابی روابط با سهامداران، اعتماد و تعهد با متغیرهای نقد شوندگی و بازده سهام و هزینه سرمایه شرکت همبستگی معناداری وجود دارد و پذیرفته شده اند اما بین متغیرهای بازاریابی روابط با نقد

شوندگی، تعهد و بازده سهام، گرایش به روابط، بازاریابی روابط، اعتماد و تعهد و هزینه سرمایه شرکت ارتباط معناداری ندارد و این فرضیه ها رد میشوند. با توجه به نتایج جدول فرضیه ها، که مقدار آماره F در سطح خطای ۰ درصد در تمام مدل ها معنادار میباشد؛ لذا شاخص نیکویی برازش مدل با ۳۰ درصد اطمینان، صحت برازش مدل ها را تأیید میکند. ضریب تبیین مدل‌های آزمون شده بیانگر آن است که متغیرهای مستقل توانسته اند بیش از ۲۱ درصد تغییرات در متغیر وابسته نقد شوندگی سهام، بازده سهام و هزینه سرمایه شرکت را توضیح دهند. مقادیر آماره دوربین - واتسون در تمام مدل ها با مقداری در

قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در آذرماه ۰۹۲۱ و ماموریت سازمان بورس و اوراق بهادار در حمایت از حقوق سرمایه گذاران و شفافیت اطلاعاتی مطابق قانون مذکور، این یافته میتواند مورد استفاده سازمان بورس واقع شود و پیشنهادات ذیل ارائه شده است.

منابع

علی احمدی (۱۳۹۱)، " بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در بورس اوراق بهادار تهران: یک مطالعه از صنعت مواد غذایی. (13)4 .

بولو، قاسمی، بابا جانی، جعفری محسنی ملکی، بهرام (۱۳۹۱)، رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، ۱۱، ۷-۲۹

جواد رضا زاده و جعفر حیدریان (۱۳۸۹) تاثیر مدیریت در گردش بر سود آوری شرکتهای ایرانی فصلنامه، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۷ صفحه ۲۰.

فریدون رهنمای رود پستی؛ (۱۳۸۸)، بررسی کاربرد مدل های پیش بینی ورشکستگی آلتمن و فالمریو در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دوره ۱۶، شماره ۲ پاییز ۱۳۸۸

غلامحسین اسدی و بهاره باغدار. (۱۳۹۴). تاثیر سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابرسی، سال ۱۵، شماره ۶۱.

رهنمای رودپستی، فریدون، علی کیایی (۱۳۸۷)، "بررسی و تبیین استراتژی های مدیریت سرمایه در گردش در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" ، مجله دانش و پژوهش حسابداری شماره ۱۳

صفری، حسین (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سود آوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.

مهدی عربصالحی، رزیتا مویدفر و سجاد کریمی (۱۳۹۱). تاثیر ریسک محیط، استراتژی شرکت و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش های حسابداری مالی. شماره ۱۳

خسرو فغانی ماکرانی، زهرا بینشیان و یاسر احمدی، (۱۳۹۲). بررسی تأثیر اجزای بین چرخه تبدیل وجه نقد و بازده دارائی ها (مطالعه موردی شرکت آبکامه)، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، سال دوم شماره ۸.

کیایی علی، (۱۳۸۷)، " بررسی و تبیین استراتژی های مدیریت

محدوده ۲، استقلال خطاها در مدل های برآزش شده را تأیید می کند. با توجه به ستون معناداری آزمون t استیودنت، متغیرهای مستقل که ابعاد بازاریابی رابطه مند میباشند در نزدیک به نیمی از مدل ها رابطه معنی داری را با نقد شوندگی، بازده سهام و هزینه سرمایه نمایش می دهند. علامت ضرایب تخمین زده شده در مدل حاکی از آن است که ابعاد بازاریابی رابطه مند با معیارهای نقد شوندگی، بازده سهام و هزینه سرمایه رابطه مثبت و مستقیمی دارد. بنابراین فرضیه ها در مورد نیمی از معیارها در سطح خطای کمتر از ۰ درصد به تأیید میرسد. با توجه به مواد بیان شده، نتایج این پژوهش نشان داد بین نقد شوندگی سهام و تمام ابعاد بازاریابی رابطه مند به جز بازاریابی روابط با سهامداران رابطه مثبت و معنی دار وجود دارد. یافته های دیگر پژوهش بیان کرد بین بازده سهام و تمام ابعاد بازاریابی رابطه مند به جز تعهد رابطه مثبت و معنی دار وجود دارد. از سوی دیگر به بررسی تأثیر ابعاد بازاریابی رابطه مند بر روی هزینه سرمایه پرداخته شد که در مورد گرایش به روابط، بازاریابی روابط، تعهد و اعتماد با هزینه سرمایه شواهدی یافت نشد. اما ارتباط بین عمل متقابل و هزینه سرمایه رابطه مثبت و معناداری بدست آمد. گروه های مختلفی میتوانند از نتایج این پژوهش به لحاظ عملی بهره برداری نمایند. همانگونه که نتایج این پژوهش نشان میدهد ابعاد بازاریابی رابطه مند که در این پژوهش تشکیل دهنده کیفیت مدیریت روابط با سهامداران است و هدف اصلی این پژوهش به چالش کشیدن روابط با سهامداران بوده که با متغیرهای مالی بازار سهام که برای سهامداران و شرکتهای از جمله نقد شوندگی سهام، بازده سهام و هزینه سرمایه که از درجه بالایی از اهمیت برخوردار است رابطه دارد. حال با توجه به نتایج حاصل از پژوهش حاضر پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه میشود: وجود رابطه مثبت میان ابعاد بازاریابی رابطه مند و نقد شوندگی سهام حاکی از آن است که هر چه کیفیت روابط با سهامداران با بهبود بخشیدن ابعاد بازاریابی رابطه مند بالاتر باشد، نقد شوندگی سهام در بازار بیشتر میشود، این یافته برای قانون گذاران که معمول حداقل الزامات افشا را تعیین می کنند دارای کاربرد است. قانون گذاران میتوانند از طریق الزامات افشای موثر و کارآمد، زمینه نقد شوندگی سهام در بازار را افزایش دهند و از این طریق ارزش شرکت ها و بازار را افزایش دهند، زیرا این الزامات میتواند نقش اساسی در سهولت معامله در بازار ایفا نماید به این صورت که شرکتهای ملزم به افشای اطلاعات مالی مورد نیاز سهامداران حقیقی بر طبق قانون شده و نسبت به سهامداران خود تعهد داشته و این موضوع اعتماد سهامداران به شرکتهای را به دنبال داشته و منجر به جریان دوطرفه اطلاعات در شرکتهای خواهد بود. با توجه به تصویب

- Arbidane, Lgnatjeva, (2013), "The Relationship between Working capital management and profitability: A Latvian case", *Global Review of Accounting and Finance*, Vol. 4. No 1. Pp 148-158.
- Chiti Khalid Ashraf, (2012), "The Relationship between Working capital Efficiency and Profitability". Vol 5(12) .
- Karadagli.C, (2012)," The Effet of Working capital management on profitability of Turkish SMEs". *British Journal of Economics, Finance and manangement Sciences*, Vol .5(2).
- Charitou, A.; Lambertides, N. and Trigeorgis, L. (2011). "Distress Risk, Growth and Earnings Quality." *Abacus*, Vol. 47, Issue 2, pp. 158-181.
- Enqvist, J. Graham, M. Nikkinen, J. (2011). "The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability in Different Business Cycles: Evidence from Finland". *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 66.
- Gill, A, Biger N. and Mathur, N (2010)." The Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evidence from the United States". *Business and Economics Journal* 10. pp 1-9.
- Jose, M, L, Lancaster, C, Stevens, J, L, "Corporate Return and Cash Conversion Cycle", *Journal of Economics and finance*, Vol.20, pp.3346, 1996.
- M.Deloof, .2003."Does Working Capital Management Affects Profit ability of Belgian Firms?", *Journal of Business Finance& Accounting*, Vol 30 No 3 & 4PP.573-587.
- Nazir, Y., Afza, A., (2007). Additional international evidence of corporate cash holdings. Working paper. University of York.
- Padachi, K. (2006)." Trends in Working Capital Management and its Impact on Firms Performance: An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms". *International Review of Business Research Papers*, vol.2(3) .
- سرمایه در گردش در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد ، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات محمدی محمد، (۱۳۸۸) تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت ها در جامعه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدیریت، سال ششم، شماره ۱۴ .
- ملکی پورغربی محمود، (۱۳۷۵)، " بررسی تحلیلی تأثیر استفاده از اهرم مالی بر سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه ارشد حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده علوم اداری؛ موسوی سید احمد، حقیقت حمید، (۱۳۸۶). بررسی نقش عوامل رشد فروش و شاخص بحران مالی در پیش بینی بازده سهام"، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۴.(۱)
- مهدوی، قربانی، (۱۳۹۱)، بررسی مقایسه ای نقش شاخصه ای نوین و سنتی نقدینگی در ارزیابی عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال ۴، شماره ۱. صص ۶۷-۸۸
- یداله نوری فرد و حسن چناری بوکت (۱۳۹۶). تأثیر تخصص حسابرس در صنعت بر رابطه بین کیفیت حسابرسی با سطح وجه نقد نگهداری شده. پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، ۸(۱۴)-۷۱. ۸۱.
- Abdul Rahman, Dr Abdul Qayyum, Dr Tala Afza, (2011), "Sector-wise performance of working capital management measures and profitability using ratio analysis. Lahor, Pakistan.
- Chowdhary, A .and Amin ,M.M (2007), "Working capital management practices in pharmaceutical companies listed in Dhaka Stock Exchange" , *BRAC univercity Journal* . Vol 4(2). Pp 75-86.
- Haq, I.U., Sohail, M, Zaman, K, Alam, Z, (2011)," The Relationship between Working capital management and profitability: Acase study of Cement Industry in Pakistan", *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 2.