

## تأثیر درماندگی مالی و سهم بازار بر سیاست سرمایه در گردش در فضای رقابتی بازار

سیدحسین سجادی

استاد حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز

نسرین قنواتی\*

دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه شهید چمران اهواز

### چکیده

هدف پژوهش بررسی تأثیر درماندگی مالی و سهم بازار بر سیاست سرمایه در گردش با توجه به فضای رقابتی موجود در بازار محصول شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران است. به همین منظور، الگوهای رگرسیونی پژوهش بر پایه‌ی داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت و با استفاده از اطلاعات ۱۲۲ شرکت موجود در بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ بررسی و آزمون شدند. بر این اساس، نتایج پژوهش نشان داد درماندگی مالی تأثیر معناداری بر سیاست سرمایه در گردش ندارد اما، سهم بازار رابطه‌ی منفی و معناداری با سرمایه در گردش مورد نیاز دارد. به بیان دیگر، شرکت‌هایی که سهم بیشتری از بازار را در اختیار دارند، سیاست جسورانه‌ی سرمایه در گردش را در پیش می‌گیرند. افزون بر این، دیگر نتایج پژوهش حکایت از این دارد که فضای رقابتی موجود در بازار محصول تأثیری بر رابطه‌ی درماندگی مالی و سهم بازار با سیاست سرمایه در گردش ندارد. در واقع، می‌توان نتیجه‌گیری کرد که سیاست سرمایه در گردش شرکت‌ها تحت تأثیر فضای رقابتی موجود در بازار محصول آن‌ها قرار نمی‌گیرد و به‌این ترتیب، رقابت بازار نیز مانند درماندگی مالی عامل مهم و تأثیرگذاری بر اتخاذ سیاست‌های سرمایه در گردش شرکت‌های ایرانی به حساب نمی‌آید.

**واژگان کلیدی:** درماندگی مالی، رقابت در بازار، سهم بازار، سیاست سرمایه در گردش.

## ۱- مقدمه

هر سازمانی صرف نظر از اندازه، ماهیت تجاری و اینکه سودآور یا زیان ده است، به مقدار لازم سرمایه در گردش نیاز دارد. طبق نظر اسکیلینگ<sup>۱</sup> (۱۹۹۶)، واژه‌ی سرمایه در گردش به سرمایه‌گذاری بنگاه در دارایی‌های جاری، بدهی‌های جاری، وجوه نقد، اوراق بهادار کوتاه‌مدت، حساب‌های دریافتی و موجودی کالا مربوط می‌شود که در این میان تصمیم‌گیری درباره‌ی میزان سرمایه‌گذاری در حساب‌های دریافتی، موجودی کالا و همچنین تأمین اعتبار، مؤلفه‌های اصلی مدیریت سرمایه در گردش را تشکیل می‌دهد. این ادعا وجود دارد که نیاز به سرمایه در گردش متأثر از بازارهای با رقابت ناقص است؛ زیرا بازارهای رقابتی ناقص باعث می‌شوند که طول چرخه‌ی عملیاتی شرکت‌ها به تأخیر بیفتد. به بیان دیگر، شرکت‌ها باید در شرایط رقابت ناقص به منظور حفظ روند عملیات روزانه‌ی خود، با توجه به محیط عملیاتی و توانایی خود در تأمین مالی، مقدار مشخصی از دارایی‌ها و بدهی‌های کوتاه‌مدت را نگهداری کنند (الشویری<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰). اما، باید توجه داشت که وجوه کوتاه‌مدتی که شرکت‌ها در دارایی‌های جاری سرمایه‌گذاری می‌کنند، از یک‌سو ضامن حفظ نقدینگی شرکت و از سوی دیگر کم‌بازده هستند. بنابراین، تعیین حد بهینه و مطلوب دارایی‌ها باید مشخص شود. افزون بر این، در صورت دسترسی شرکت به حد مطلوب نقدینگی، باید در زمینه‌ی تأمین مالی کوتاه‌مدت، سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و همچنین مطالبات و موجودهای کالا برنامه‌ریزی دوره‌ای انجام شود (محمدزاده و نوفرستی، ۱۳۸۸). در همین راستا، بیزلی و همکاران<sup>۳</sup> (۱۹۸۷) معتقدند، دلیل عدم موفقیت بخش عمده‌ای از شرکت‌های ورشکسته، وضعیت نامطلوب و مدیریت نامناسب سرمایه در گردش آن‌ها است. حال آن‌که این شرکت‌ها در بلندمدت وضعیت مالی خوبی دارند اما به دلیل عدم کفایت سرمایه در گردش، توانایی رقابت خود را از دست داده و از دور رقابت خارج می‌شوند (زه‌دی و همکاران، ۱۳۸۸).

به دلایل مزبور، بررسی عوامل تأثیرگذار بر سرمایه در گردش شرکت‌ها به منظور تعیین حد بهینه‌ی آن و در نتیجه افزایش ثروت سهامداران، موضوعی مهم در حوزه‌ی وظایف مدیریت مالی به‌شمار می‌رود. پژوهش‌های بسیاری نیز در این راستا انجام گرفته که بیشتر به بررسی ویژگی‌های شرکت و عوامل حاکمیتی مؤثر بر اجزای سرمایه در گردش پرداخته‌اند اما به مواردی نظیر سهم بازار<sup>۴</sup>، درماندگی مالی<sup>۵</sup> و همچنین رقابت در بازار محصول<sup>۶</sup> شرکت‌ها به عنوان عوامل تأثیرگذار بر سرمایه در گردش توجهی نشده است. ضمن آن‌که تحقیقات قبلی توجه زیادی نیز به انگیزه‌های مرتبط با سیاست سرمایه در گردش و تأثیر این انگیزه‌ها بر مطالبات، موجودی‌ها و پرداختنی‌ها که به عنوان اجزای اصلی سرمایه در گردش محسوب می‌شوند، نداشته‌اند. در حالی‌که، مدیریت توأم این اجزا تحت عنوان «سرمایه در گردش مورد نیاز»<sup>۷</sup> ابزاری مفید در جهت بهبود جریان‌های نقدی و افزایش ثروت سهامداران، به حساب

می‌آید (هیل و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۱۰). به همین منظور، هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر درماندگی مالی و سهم بازار بر سیاست سرمایه در گردش با توجه به فضای رقابتی موجود در بازار محصول شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران است. در ادامه نیز با بیان ادبیات پژوهش به بررسی و آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته شده است.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

### ۲-۱- مفهوم سیاست (استراتژی) سرمایه در گردش

اهمیت روزافزون سرمایه در گردش در تداوم فعالیت بنگاه‌های اقتصادی موجب شده است که راهبردهای مختلفی برای مدیریت سرمایه در گردش مد نظر قرار گیرد. این راهبردهای گوناگون که میزان نقدینگی شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند، میزان ریسک و بازدهی آن‌ها را مشخص می‌کند. به طور کلی، مدیران در اداره‌ی بنگاه‌های اقتصادی ریسک‌پذیر و یا اینکه ریسک‌گریزند و مدیریت سرمایه در گردش نیز از این مقوله مستثنی نیست (رهنمای رودپشتی و کیانی، ۱۳۸۷). به بیان دیگر، اتخاذ سیاست (استراتژی) سرمایه در گردش به میزان پذیرش ریسک و بازده بستگی دارد. بسیاری از نویسندگان و محققان به سه نوع سیاست سرمایه در گردش محافظه‌کارانه<sup>۹</sup>، جسورانه<sup>۱۰</sup> و متعادل اشاره کرده‌اند. تفاوت اساسی این سیاست‌ها در میزان سرمایه در گردش خالص است که برابر با تفاضل دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری است (مالکی‌نیا و همکاران، ۱۳۹۰).

یک سیاست محافظه‌کارانه‌ی سرمایه در گردش باعث خواهد شد که قدرت نقدینگی بیش از حد افزایش یابد و ریسک ناشی از ناتوانی بازپرداخت بدهی‌های سررسید شده به پایین‌ترین حد خود برسد. در این حالت، مدیر می‌کوشد تا مقدار زیادی دارایی جاری (که نرخ بازده‌شان پایین است) نگهداری کند. به همین دلیل، شرکت‌هایی با این استراتژی، به اصطلاح دارای ریسک نقدینگی و بازدهی کم خواهند بود. در مقابل، اتخاذ یک سیاست جسورانه باعث می‌شود تا مدیر با داشتن کمترین میزان دارایی جاری، از بدهی‌های جاری بیشترین استفاده را برد. در واقع، شرکت‌هایی که چنین استراتژی را در پیش می‌گیرند، ریسک زیادی را در ازای نرخ بازدهی بالای دارایی‌های جاری می‌پذیرند (بی‌نو، ۱۳۸۶). با این اوصاف می‌توان استدلال کرد، سیاست‌های محافظه‌کارانه و جسورانه در دو سر یک طیف قرار دارند و در نتیجه، سیاست متعادل سرمایه در گردش در حد وسط این طیف قرار گرفته و دارای ریسک و بازدهی متوسطی است.

با توجه مطالب مزبور می‌توان گفت، مقدار سرمایه در گردش مثبت بیانگر اتخاذ یک سیاست سرمایه در گردش محافظه‌کارانه است که شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا برای کسب سرمایه‌ی بیشتر به تأمین مالی داخلی از طریق جریان‌های نقد آزاد و یا تأمین مالی برون‌سازمانی از طریق اوراق بهادار و یا اعتبارات تجاری روی آورند. در مقابل، میزان سرمایه

در گردش منفی نشان‌دهنده‌ی یک سیاست جسورانه بوده که قادر است برای شرکت‌ها، شرایط تأمین مالی را به منظور کسب دارایی‌های بلندمدت فراهم آورد (هیل و همکاران، ۲۰۱۰).

## ۲-۲- سهم بازار شرکت و تأثیر آن بر سیاست سرمایه در گردش

سهم بازار (مقدار فروش شرکت) در بردارنده‌ی موقعیت بازار شرکت و اندازه‌ی نسبی آن است. به بیان دیگر، مقدار فروش شرکت می‌تواند نشان‌دهنده‌ی میزان نفوذ شرکت در بازار و به طور غیرمستقیم دلیل شهرت، تشخیص، قابلیت‌های توزیع یا حتی کیفیت واقعی شرکت باشد. به طور اساسی، مقدار فروش شرکت حاکی از اندازه‌ی آن نسبت به دیگر رقبای بالقوه، بخش‌ها یا کل بازار است. معمولاً این استدلال وجود دارد که هر چه سهم بازار شرکت بیشتر باشد، آن شرکت موفق‌تر است. هر چه تعداد رقبای تجاری در صنعت زیادتر باشد، شرکت برای به دست آوردن سهم فروش و تأمین مالی با تعداد رقبای بیشتری روبرو می‌شود و برای تأمین نیازهای خود مجبور به رقابت با تعداد بیشتری از شرکت‌ها است (گریفیس<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۱).

هیل و همکاران (۲۰۱۰) معتقدند که زیاد بودن سهم بازار محصول شرکت به نوعی نشان‌دهنده‌ی قدرت چانه‌زنی بیشتر و در نتیجه توانایی بالای آن شرکت در به دست آوردن وجوه داخلی و تأمین مالی برون‌سازمانی است. به همین دلیل، مدت دوره‌ی اعتبار تجاری ارتباط مستقیمی با سهم بازار شرکت دارد؛ زیرا مشتریانی که از اعتبار بیشتری در بازار برخوردار هستند می‌توانند در شرایط اعتباری مناسب‌تری با تأمین‌کنندگان کالاها و خدمات مذاکره نمایند. ضمن اینکه داشتن ارتباط قوی با فروشنندگان کالاها برای شرکت‌هایی با قدرت بازار زیاد، این امکان را فراهم می‌آورد تا مقدار کالای کمتری را نگهداری کنند. افزون بر این، به دلیل اینکه برای بقای تأمین‌کنندگان خرده‌پای بازار، داشتن قرارداد و روابط تجاری با مشتریان دارای سهم زیادی از بازار (پیشگامان صنایع) موضوعی حیاتی است، لذا چنین مشتریانی قادرند تا از این فرصت نهایت استفاده را برده و مدت اعتبار تجاری ارائه شده توسط تأمین‌کنندگان را تا حد امکان طولانی کنند. لازم به ذکر است، تأمین‌کنندگانی که نسبت به مشتریان، قدرت بازار بیشتری دارند حداقل به ۲ دلیل توانایی آن را دارند که در شرایط اعتباری کوتاه‌تری به لحاظ مدت اعتبار تجاری با مشتریان خود مذاکره نمایند. دلیل اول؛ سطح رقابت بین فعالان حاضر در یک بازار اعم از تأمین‌کننده و مشتری، برای شرکت‌هایی با سهم بازار بیشتر، کاهش می‌یابد و براین اساس، کاهش احتمال از دست دادن مشتریان برای این تأمین‌کنندگان کالاها و خدمات به مراتب بیش از کاهش در مدت دوره‌ی اعتباری است. این ادعا مطابق با نظر لی<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۰) است که معتقد است شرکت‌های حاضر در یک صنعت به دلیل داشتن موقعیت و سهم بازار متفاوت الزاماً متحمل شدت رقابت یکسانی نیستند؛ به طوری که شرکت‌های پیشگام<sup>۱۳</sup> معمولاً با رقابت کمتری نسبت به دیگر رقبا (شرکت‌های پیرو<sup>۱۴</sup>)

مواجه هستند. دوم؛ تأمین‌کنندگانی با سهم بازار بیشتر به دلیل هزینه‌های زیاد تغییر و تعویض، تمایل دارند روابط ساختگی طولانی با مشتریان خود داشته باشند. دمیروگوکانت و ماکسیموویک<sup>۱۵</sup> (۱۹۹۸) نیز در این باره معتقدند، شرکت‌هایی که از قدرت بازار مناسبی برخوردار بوده و یا با تقاضای زیاد بازار مواجه هستند، می‌توانند جریان‌های نقد کافی به دست آورند.

بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌هایی که سهم بیشتری از بازار را در اختیار دارند، حساب‌های پرداختی بیشتر، دریافتی‌های کمتر و همچنین موجودی‌های مواد و کالای کمتری را نگهداری کرده و در نتیجه، سرمایه در گردش کمتری را داشته باشند. به بیان دیگر، بین سهم بازار شرکت و سرمایه در گردش مورد نیاز رابطه‌ی منفی وجود دارد که این نشان‌دهنده‌ی اتخاذ سیاست جسوانه‌ای از سرمایه در گردش است.

### ۲-۳- درماندگی مالی و تأثیر آن بر سیاست سرمایه در گردش

از نقطه‌نظر اقتصادی، درماندگی مالی را می‌توان به زیان‌ده بودن شرکت تعبیر کرد که در این حالت شرکت دچار عدم موفقیت شده است. به بیان دیگر، نرخ بازدهی سرمایه کمتر از نرخ هزینه‌ی سرمایه است. حالت دیگر درماندگی زمانی رخ می‌دهد که شرکت موفق به رعایت یک یا تعداد بیشتری از بندهای مربوط به قرارداد بدهی، مانند نگه‌داشتن نسبت جاری یا نسبت ارزش ویژه به کل دارایی‌ها طبق قرارداد نمی‌شود. حالت دیگر درماندگی نیز زمانی است که ارزش ویژه‌ی شرکت عددی منفی شود (راعی و فلاح پور، ۱۳۸۷). در ادبیات مالی نیز تعاریف مختلفی از درماندگی دیده می‌شود. گوردون (۱۹۷۱) در یکی از مطالعات خود بر روی نظریه‌ی درماندگی، آن را به عنوان کاهش قدرت سودآوری شرکت تعریف کرده است که احتمال عدم توانایی پرداخت بهره و اصل بدهی را افزایش می‌دهد (سعیدی و آقایی، ۱۳۸۷). با توجه به ماده‌ی ۱۴۱ قانون تجارت ایران نیز شرکت‌هایی به عنوان شرکت‌های درمانده‌ی مالی محسوب می‌شوند که بر اساس زیان‌های وارده به آن‌ها حداقل نصف سرمایه‌ی شرکت از بین برود. در این حال هیئت‌مدیره مکلف است بلافاصله مجمع عمومی فوق‌العاده‌ی صاحبان سهام را دعوت کند تا موضوع انحلال یا بقای شرکت مورد رأی واقع شود.

مولینا و پریو<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۹) استدلال می‌کنند، شرکت‌های درمانده‌ی مالی به وجوه نقد نیازمندند اما این بدین معنا نیست که چنین شرکت‌هایی قادر خواهند بود که بدون پیامدهایی در زمینه‌ی روابط تجاری خود با طرفین قرارداد، دوره‌ی وصول مطالبات تجاری خود را کاهش دهند. آنان معتقدند که توانایی چانه‌زنی با طرفین قرارداد ممکن است بر سیاست‌های تجاری شرکت‌های درمانده تأثیر بگذارد. بر این اساس، بسته به میزان قدرت بازاریشان، این شرکت‌ها ممکن است قادر به وصول مطالبات خود بدون پیامد منفی درماندگی مالی‌شان بر رابطه‌ی تجاری با

مشتریان، نباشند. در استدلالی دیگر، این اعتقاد وجود دارد که شرکت‌های درمانده درگیر کساد مالی هستند، در نتیجه دستیابی به جریان‌های نقدی در آن‌ها به شدت پایین است. به همین دلیل، فشار ناشی از درماندگی مالی در این شرکت‌ها، می‌تواند آن‌ها را به کاهش سرمایه‌گذاری در بخش سرمایه در گردش عملیاتی سوق دهد. این موضوع از طریق اتخاذ سیاست‌هایی هم‌چون وصول سریع مطالبات تجاری، شرایط اعتباری سفت و سخت، تبدیل موجودی‌های مواد و کالا به نقد و طولانی کردن دوره اعتبار تجاری با تأمین‌کنندگان کالاها و خدمات، امکان‌پذیر است.

بنابراین، انتظار می‌رود بین درماندگی مالی و سرمایه در گردش مورد نیاز رابطه‌ی منفی وجود داشته باشد که این نشان‌دهنده‌ی اتخاذ سیاست جسورانه‌ی از سرمایه در گردش در مواجهه با درماندگی مالی است. با این حال، در بررسی سیاست اعتباری شرکت‌های درمانده باید به ماهیت درماندگی مالی آن‌ها توجه داشت؛ به عنوان مثال، شرکت‌هایی که با مشکلات سودآوری مواجه‌اند (که معمولاً در آستانه‌ی درماندگی مالی قرار دارند)، ممکن است به منظور دستیابی به سهم بیشتری از بازار، یک سیاست اعتباری جسورانه را در پیش گیرند. به ویژه، هنگامی که قادر باشند این کار را بدون تحمل ضرر و زیان ناشی از آن انجام دهند. اما، شرکت‌هایی که با مشکلات ایجاد جریان‌های نقدی مواجه هستند (که معمولاً در مرحله‌ی بروز کامل درماندگی مالی قرار دارند)، باید به منظور دستیابی به وجوه نقد بیشتر، سرمایه‌گذاری کمتری در حوزه‌ی اعتباردهی تجاری به مشتریان‌شان انجام دهند. خصوصاً هنگامی که این توانایی را داشته باشند تا بدون از دست دادن حجم عمده‌ی فروش خود، این سیاست را دنبال کنند (پترسون و راجان<sup>۱۷</sup>، ۱۹۹۷).

## ۲-۴- رقابت بازار و تأثیر آن بر رابطه‌ی درماندگی مالی و سهم بازار با سیاست سرمایه در گردش

رقابت‌پذیری در بازار «توانایی سازمان در جهت ماندگاری در کسب و کار، حفاظت از سرمایه‌های سازمان، بازگشت سرمایه و تضمین شغل‌ها در آینده است که نتیجه‌ی آن افزایش سهم بازار، سود دهی، رشد ارزش افزوده و ماندن در صحنه‌ی رقابت برای مدت طولانی است» (آکیموا<sup>۱۸</sup>، ۲۰۰۰). از میان شاخص‌های سنجش رقابت بازار، تمرکز صنعت از جمله متغیرهای رایج و ساختاری است که از آن برای اندازه‌گیری سطح فعالیت‌های رقابتی و انحصاری استفاده می‌شود. تمرکز در بازار یک صنعت بیانگر چگونگی و نحوه‌ی تقسیم بازار در بین بنگاه‌های حاضر در آن صنعت است (موسوی جهرمی و همکاران، ۱۳۸۸) و در صورتی که حجم عمده‌ی تولید و فروش (نسبت تمرکز) در صناعی محدود به یک یا چند بنگاه باشد، شدت رقابت در این صنایع کمتر خواهد بود (پورحیدری و غفارلو، ۱۳۹۱).

این ادعا وجود دارد که توانایی یک شرکت طی هر معامله‌ی تجاری تابعی از ساختار رقابتی بازار است؛ به طوری که شرکت‌های حاضر در صنایع با تمرکز زیاد (انحصاری) به دلیل برخورداری از قدرت چانه‌زنی و اعتبار بیشتر، این توانایی را دارند تا شرایط اعتباری مطلوب و همچنین سیاست‌های مدنظر خود در ارتباط با موجودی‌های کالا را بر طرف‌های قرارداد دیکته نمایند. در واقع، در این صنایع احتمال کمی وجود دارد که رقبای خرده‌پای بازار با پیشنهاد شرایط بهتر اعتباری به طرف‌های قرارداد، جای شرکت‌های قدرتمند بازار را بگیرند. افزون بر این، شرکت‌هایی که در این صنایع فعالیت دارند، معمولاً روابط طولانی‌تری با تأمین‌کنندگان کالاها و خدمات خواهند داشت. به همین دلیل، میزان تمرکز صنعت می‌تواند مدیریت سرمایه در گردش و رابطه‌ی آن با شرایط عملیاتی و توانایی تأمین مالی شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. مطابق همین استدلال، آلتونوک<sup>۹</sup> (۲۰۱۱) معتقد است، ساختار بازار تأثیر مهمی بر اعتبارات تجاری و شرایط آن دارد؛ به این صورت که بازارهای با تمرکز زیاد، امکان دستیابی به اعتبار تجاری را افزایش می‌دهند در حالی که، شرکت‌های حاضر در بازارهای با تمرکز کم (رقابتی) مجبور هستند برای بقا در بازار، اعتبارات تجاری را با شرایط بهتری پیشنهاد داده و از تخفیفات تجاری بهره ببرند تا از این طریق بر اعتبار و شهرت خود در بازار بیفزایند. در همین راستا، راس (۱۳۹۱) نیز معتقد است رقابت یکی از عواملی است که بر طول دوره‌ی اعتبار تجاری اثر می‌گذارد؛ زیرا وقتی یک فروشنده در یک بازار بسیار رقابتی فعالیت می‌کند ممکن است برای جذب مشتری بیشتر، دوره‌ی اعتباری را طولانی‌تر نماید.

بنابراین، انتظار می‌رود که در بازارهای با تمرکز کم (رقابتی)، واحدهای اقتصادی برای جذب سهم بیشتری از بازار ناچار به ارائه‌ی خدمات و تسهیلات بیشتری در معاملات تجاری باشند و به این ترتیب به سرمایه در گردش بیشتری نیازمند هستند در حالی که، شرکت‌های حاضر در بازارهای با تمرکز زیاد (انحصاری)، به دلیل سهولت بیشتر در دستیابی به اعتبارات تجاری، به سرمایه در گردش کمتری نیازمند هستند. بنابراین، به نظر می‌رسد که فضای رقابتی موجود در بازار محصول می‌تواند به تشدید رابطه‌ی در ماندگی مالی و سهم بازار با سیاست سرمایه در گردش کمک کند.

## ۲-۵- پیشینه‌ی تحقیق

نتایج تحقیق مونگروت و همکاران<sup>۲۰</sup> (۲۰۱۴) حاکی از این است که قدرت بازار تنها چرخه‌ی تبدیل وجه نقد شرکت‌های بزرگ را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ به این صورت که شرکت‌هایی با اندازه‌ی بزرگ‌تر به دلیل داشتن قدرت بیشتر در بازار، چرخه‌ی تبدیل وجه نقد کوتاه‌تری دارند و در نتیجه مدیریت سرمایه در گردش آن‌ها کارایی بیشتری خواهد داشت.

مولینا و پریو (۲۰۰۹؛ ۲۰۱۲) نیز طی تحقیقاتی نشان دادند که شرکت‌های در مانده‌ی مالی

به طور قابل توجهی مطالبات تجاری خود را کاهش می‌دهند و تأثیر درماندگی مالی بر سیاست اعتباری، برای شرکت‌های حاضر در صنایع با تمرکز زیاد بیش از شرکت‌های حاضر در صنایع با تمرکز کم است. افزون بر این، نتایج آن‌ها حکایت از این دارد که شرکت‌های درمانده به جای تأمین مالی برون سازمانی به تأمین مالی کوتاه‌مدت از طریق اعتبارات تجاری روی می‌آورند به ویژه هنگامی که سهم بیشتری از بازار را در اختیار داشته باشند.

آلتونوک (۲۰۱۱) نیز به شواهدی دست یافت مبنی بر اینکه تمایل تأمین‌کنندگان به تبعیض در پیشنهاد قیمت، نابرابری اطلاعاتی بین تأمین‌کنندگان و مشتریان، ساختار بازار، مراحل چرخه‌ی تجاری و همچنین اعتبار مشتریان همگی نقش مهمی در تعیین شرایط قرارداد تجاری بازی می‌کنند.

هیل و همکاران (۲۰۱۰) به این نتیجه رسیدند که رشد فروش و نوسان‌های آن، توان تأمین مالی برون‌سازمانی و همچنین درماندگی مالی، شرکت‌ها را به اتخاذ سیاست‌های جسورانه‌ی سرمایه در گردش سوق می‌دهد اما، شرکت‌هایی با ظرفیت تأمین مالی داخلی و دسترسی بیشتر به بازار سرمایه، سیاست سرمایه در گردش محافظه‌کارانه‌تری را در پیش می‌گیرند. افزون بر این، نتایج تحقیق آنان نشان داد که تمرکز صنعت تأثیر معناداری بر سرمایه در گردش مورد نیاز شرکت‌ها نداشته و رابطه‌ی متغیرهای تأثیرگذار بر سرمایه در گردش برای شرکت‌های حاضر در صنایع متمرکز و رقابتی تفاوت معناداری با هم ندارند.

بهارمقدم و همکاران (۱۳۹۱) در تحقیقی بر روی داده‌های ۸۰ شرکت بورسی اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹، تأثیر ویژگی‌های خاص شرکت‌ها را بر مدیریت سرمایه در گردش بررسی کردند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که بین فرصت‌های رشد و جریان نقد عملیاتی با مدیریت سرمایه در گردش ارتباط منفی و معناداری وجود دارد در حالی که، ساختار سرمایه ارتباط مثبت و معناداری با مدیریت سرمایه در گردش دارد. افزون بر این، نتایج حاکی از این است که سودآوری تأثیر معناداری بر چرخه‌ی تبدیل وجه نقد ندارد.

ضیایی بیگدلی و همکاران (۱۳۹۱) نیز با استفاده از دو شاخص خالص مانده‌ی نقدینگی و سرمایه در گردش مورد نیاز به عنوان پارامترهای ارزیابی مدیریت سرمایه در گردش، تأثیر هزینه‌های سرمایه‌ای، هزینه‌های مالی و هزینه‌های عملیاتی را بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های دارویی بورس تهران برای یک دوره‌ی ۶ ساله (۱۳۸۴-۱۳۸۹) بررسی کردند. بر اساس نتایج آزمون فرضیه‌ها، به ترتیب ارتباط معنادار مستقیم و معکوسی بین هزینه‌های سرمایه‌ای با خالص مانده‌ی نقدینگی و سرمایه در گردش مورد نیاز وجود دارد اما، ارتباط معناداری بین هزینه‌های مالی و عملیاتی با شاخص‌های مدیریت سرمایه در گردش یافت نشد.



هرمزی و علی احمدی (۱۳۹۱) در تحقیقی تأثیر برخی عوامل حاکمیتی نظیر دوره‌ی تصدی مدیریت، درصد مالکیت دولتی و درصد مالکیت نهادی را بر چرخه‌ی تبدیل وجه نقد بررسی کردند و به جز دوره‌ی تصدی مدیریت که تأثیر معناداری بر مدیریت سرمایه در گردش داشت، به شواهدی دال بر عدم وجود رابطه‌ی معنادار بین درصد مالکیت دولتی و مالکیت نهادی با مدیریت سرمایه در گردش دست یافتند.

### **فرضیه‌های پژوهش**

با توجه به مبانی نظری مطرح شده و پیشینه‌ی پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه‌ی اول: سهم بازار بر سیاست سرمایه در گردش شرکت‌ها تأثیر منفی معناداری دارد.  
فرضیه‌ی دوم: درماندگی مالی بر سیاست سرمایه در گردش شرکت‌ها تأثیر منفی معناداری دارد.

فرضیه‌ی سوم: تأثیر منفی سهم بازار بر سیاست سرمایه در گردش در شرکت‌های حاضر در صنایع با تمرکز زیاد نسبت به دیگر شرکت‌ها، معنادارتر است.

فرضیه‌ی چهارم: تأثیر منفی درماندگی مالی بر سیاست سرمایه در گردش در شرکت‌های حاضر در صنایع با تمرکز زیاد نسبت به دیگر شرکت‌ها، معنادارتر است.

### **۳- روش شناسی پژوهش**

این پژوهش با توجه به عدم امکان کنترل کلیه‌ی متغیرهای مربوط و در عین حال استفاده از اطلاعات گذشته در تجزیه و تحلیل نتایج، از نوع پژوهش‌های شبه تجربی است. افزون بر این، با توجه به اینکه هدف پژوهش حل یک مشکل یا موضوع خاص می‌باشد، از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و از نظر روش نیز از نوع تجزیه و تحلیل همبستگی با رویکرد رگرسیونی است.

گردآوری اطلاعات نیز در دو مرحله انجام شده است؛ در مرحله‌ی اول برای تدوین مبانی نظری پژوهش از روش کتابخانه‌ای و در مرحله‌ی دوم، برای گردآوری داده‌های مورد نظر از سایت‌های بورس، نرم‌افزارهای اطلاعات مالی شرکت‌ها و صورت‌های مالی حسابرسی شده‌ی آنها استفاده شده است. پس از آن فرآیند آماده‌سازی داده‌ها در محیط اکسل انجام شده و در نهایت نیز آزمون فرضیه‌ها با استفاده از نرم‌افزار Eviews انجام شده است.

## روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات ابتدا داده‌ها با استفاده از ابزارهای کمی موجود در آمار توصیفی مانند میانگین، میانه، انحراف معیار و ... تشریح شده‌اند. سپس آزمون فرضیه‌ها با استفاده از الگوهای اقتصادسنجی انجام شده است. برای این منظور، در راستای تعیین روش آزمون فرضیه‌ها و انتخاب از بین الگوهای رگرسیونی ترکیبی و داده‌های تابلویی با اثرات ثابت از آزمون چاو (F لیمر) استفاده شد. این آزمون متکی بر ضریب تعیین دو روش بوده و به بررسی این موضوع می‌پردازد که آیا ضریب تعیین رگرسیون داده‌های تابلویی به طور معناداری بزرگتر از ضریب تعیین الگوی رگرسیون ترکیبی است یا خیر. اگر الگوی تلفیقی ارجح بود کار تمام است، ولی اگر مدل اثرات ثابت ارجح بود، باید آن را در مقابل مدل اثرات تصادفی آزمون کنیم که این کار با آزمون هاسمن صورت می‌گیرد. این آزمون بر پایه‌ی وجود یا عدم وجود ارتباط بین خطای رگرسیون تخمین زده شده و متغیرهای مستقل الگو شکل گرفته است. اگر چنین ارتباطی وجود داشته باشد، الگوی اثرات ثابت و اگر این ارتباط وجود نداشته باشد، الگوی اثرات تصادفی کاربرد خواهد داشت (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۸۹).

لازم به ذکر است که با توجه به اینکه شرکت‌های مورد استفاده در این پژوهش مربوط به صنایع مختلف هستند، در نتیجه امکان وجود ناهمسانی واریانس وجود دارد که برای رفع این مشکل از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته برای برازش الگوها استفاده شده است.

## جامعه‌ی آماری پژوهش

جامعه‌ی مورد نظر این پژوهش کلیه‌ی شرکت‌هایی است که در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ در سازمان بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند. نمونه‌گیری تحقیق نیز به صورت هدفمند بوده است؛ به این صورت که در هر مرحله از بین کلیه‌ی شرکت‌های موجود در پایان سال ۱۳۸۴، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر نبوده‌اند حذف شده و شرکت‌های باقیمانده برای انجام آزمون انتخاب شدند:

- شرکت‌ها باید در طول دوره‌ی بررسی تداوم فعالیت داشته‌باشند.
  - شرکت‌ها نباید جزء شرکت‌های بیمه، واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری باشند.
  - شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به ۱۲/۲۹ ختم می‌شود.
  - شرکت‌هایی که اطلاعات را لازم برای اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش داشته‌باشند.
- با توجه به محدودیت‌های ذکر شده، تعداد ۱۲۲ شرکت برای یک دوره‌ی ۷ ساله از ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ در قالب ۸۵۴ شرکت-سال برای انجام آزمون فرضیه‌های پژوهش انتخاب شدند.

## مدل و متغیرهای پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش، از مدل‌های رگرسیونی زیر برای انجام آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است:

$$WCR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MktShare_{i,t} + \beta_2 Distress_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 SaleGrowth_{i,t} + \beta_5 GPM_{i,t} + \beta_6 OCF_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$WCR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IndConc_{i,t} + \beta_2 MktShare_{i,t} + \beta_3 Distress_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 SaleGrowth_{i,t} + \beta_6 GPM_{i,t} + \beta_7 OCF_{i,t} + \beta_8 IndConc_{i,t} \times MktShare_{i,t} + \beta_9 IndConc_{i,t} \times Distress_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

در مدل‌های فوق؛ WCR سرمایه در گردش مورد نیاز؛ MktShare سهم بازار؛ Distress درماندگی مالی؛ Size اندازه‌ی شرکت؛ SaleGrowth رشد فروش؛ GPM حاشیه سود؛ OCF جریان نقد عملیاتی؛ IndConc تمرکز صنعت؛ IndConc × MktShare سهم بازار شرکت‌های حاضر در صنایع با تمرکز زیاد؛ IndConc × Distress درماندگی مالی شرکت‌های حاضر در صنایع با تمرکز زیاد؛ شرکت مورد نظر و t سال مورد نظر تعریف شده است. در ادامه نیز متغیرهای مورد استفاده در مدل‌ها توضیح داده شده است.

متغیر وابسته

در این پژوهش، متغیر وابسته سرمایه در گردش مورد نیاز است که با استفاده از رابطه‌ی (۱) محاسبه می‌شود (هیل و همکاران، ۲۰۱۰):

$$WCR_{i,t} = \frac{Receivables_{i,t} + Inventory_{i,t} - Payables_{i,t}}{Sale_{i,t}} \quad (1)$$

در رابطه‌ی فوق؛ Receivables مطالبات تجاری؛ Inventory موجودی‌های مواد و کالا؛ Payables حساب‌های پرداختنی؛ Sale فروش شرکت است. مقادیر بیشتر و کمتر فرمول به ترتیب بیانگر اتخاذ سیاست سرمایه در گردش محافظه کارانه‌تر و جسورانه‌تر توسط شرکت‌ها است.

## متغیرهای مستقل

در این پژوهش متغیرهای مستقل به شرح زیر هستند:

سهم بازار؛ به صورت نسبت فروش هر شرکت به کل فروش صنعتی که شرکت مزبور در آن فعالیت دارد، تعریف شده است. بنابراین، بالا بودن این نسبت نشان‌دهنده‌ی سهم بیشتر شرکت در بازار است (لوتنیس و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱)

درماندگی مالی؛ در این پژوهش ملاک درماندگی یا عدم درماندگی مالی شرکت‌های مورد بررسی، ماده‌ی ۱۴۱ قانون تجارت است (دستگیر و همکاران، ۱۳۹۱؛ سعیدی و آقایی، ۱۳۸۸). بر این اساس، درماندگی مالی به صورت یک متغیر موهومی تعریف شده است؛ به‌دین معنا که اگر زیان انباشته‌ی شرکت حداقل برابر با سرمایه‌ی آن باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر اختیار می‌کند.

تمرکز صنعت؛ در این پژوهش برای اندازه‌گیری میزان رقابت در بازار محصول صنایع مختلف، مطابق با پژوهش‌های نمازی و ابراهیمی (۱۳۹۱) و ستایش و کارگرفرد (۱۳۹۰) از مفهوم تمرکز صنعت استفاده شده است. نسبت تمرکز صنعت رایج‌ترین معیار سنجش ساختارهای رقابتی در بازار است که با استفاده از رابطه‌ی (۲) محاسبه می‌شود. این شاخص که به عنوان شاخص هرفیندال هیرشمن معروف است مقداری بین صفر و یک بوده که هرچه به عدد یک نزدیک‌تر باشد، بیانگر تمرکز بیشتر و رقابت کمتر در صنعت است و برعکس.

$$\text{رابطه‌ی (۲)} \quad \text{Herfindahl – Hirschman Index (HHI)} = \sum_{i=1}^n \left(\frac{s_i}{S}\right)^2$$

در این رابطه؛  $S_i$  درآمد فروش شرکت  $i$  ام،  $S$  مجموع درآمد فروش شرکت‌های موجود در صنعتی که شرکت  $i$  در آن فعالیت می‌کند و  $n$  تعداد شرکت‌های موجود در صنعت مورد نظر می‌باشد. گفتنی است که در پژوهش حاضر برای تفکیک شرکت‌های حاضر در صنایع با تمرکز زیاد از شرکت‌های حاضر در صنایع با تمرکز کم، از یک متغیر موهومی استفاده شده است؛ به این معنا که به مقادیر بیشتر از میانه‌ی شاخص فوق عدد یک و به مقادیر کمتر از میانه، عدد صفر نسبت داده می‌شود.

## ۳-۱- متغیرهای کنترل

متغیرهای کنترل پژوهش به شرح زیر هستند:

اندازه‌ی شرکت؛ به صورت لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تعریف شده است. وایتند (۱۹۹۲) معتقد است، شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ‌تر هستند، به دلیل دسترسی به بازارهای سرمایه‌ی بیشتر، با محدودیت‌های تأمین مالی کمتری نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر مواجه‌اند. بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌های بزرگ‌تر، سرمایه در گردش

بیشتری داشته باشند.

رشد فروش؛ به صورت درصد تغییر فروش یک سال نسبت به سال قبل تعریف شده است. رشد فروش بیشتر باعث تسهیل فرآیند تأمین مالی می‌شود؛ زیرا تمایل اعتباردهندگان به دادن وام با شرایط اعتباری مناسب، در مورد شرکت‌هایی با رشد بالا بیشتر است (پترسون و راجان، ۱۹۹۷). از سویی شرکت‌های با رشد فروش زیاد، مطالبات تجاری کمتری را نگهداری می‌کنند. بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌های دارای رشد فروش بیشتر، نیاز به نگهداری سرمایه در گردش کمتری را داشته باشند.

حاشیه سود؛ به صورت نسبت سود ناخالص به کل فروش تعریف شده است. به اعتقاد محققان، شرکت‌ها در طی یک چرخه‌ی معمول عملیاتی، موجودی‌های کالای مورد نیاز خود را با ایجاد حساب‌های پرداختی خریداری نموده و سپس محصولات مشخصی را از طریق ایجاد مطالبات تجاری به فروش می‌رسانند. از آنجا که معمولاً ارزش پولی یک کالا در قالب حساب‌های دریافتی بیش از ارزش پولی آن به صورت حساب‌های پرداختی است، لذا انتظار می‌رود حاشیه سود شرکت ارتباط مستقیمی با سرمایه در گردش آن داشته باشد.

جریان نقد عملیاتی؛ به صورت جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی تعریف شده است. براساس ادبیات موجود، وجود یک جریان نقد عملیاتی مثبت به شرکت این اجازه را می‌دهد تا یک سیاست سرمایه در گردش محافظه‌کارانه را اتخاذ نموده و در نتیجه امکان رشد آتی فروش را برای شرکت میسر می‌سازد. بنابراین، انتظار می‌رود یک ارتباط مثبتی بین جریان‌های نقد عملیاتی و سرمایه در گردش مورد نیاز شرکت وجود داشته باشد.

## ۴- یافته‌های پژوهش

### ۴-۱- آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول (۱) نشان داده شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش\*

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
سرمایه در گردش مورد نیاز	۰/۶۹۸	۰/۴۸۵	۲۸/۰۱۸	-۲۱/۶۳۶	۱/۷۹۲
سهم بازار	۰/۰۹۵	۰/۰۴۹	۰/۸۳۶	۰/۰۰۰۰۳۱	۰/۱۲۸
درماندگی مالی	۰/۰۶۹	۰	۱	۰	۰/۲۵۳
اندازه‌ی شرکت	۱۲/۸۸	۱۲/۷۸۵	۱۷/۸۷۵	۸/۷۵۷	۱/۳۲۶
رشد فروش	۰/۱۷۵	۰/۱۴	۴/۷۴۸	-۰/۹۹۵	۰/۳۵۹
حاشیه سود	۰/۱۹۵	۰/۲۱۸	۰/۹۱۱	-۸/۵۱	۰/۴۹۵

جریان نقد عملیاتی	۰/۱۹۵	۰/۱۳۹	۴/۷۴۸	-۰/۹۹۵	۰/۳۷۸
-------------------	-------	-------	-------	--------	-------

از موارد قابل توجه اینکه میانگین و میانه‌ی سرمایه در گردش مورد نیاز به ترتیب ۰/۶۹۸ و ۰/۴۸۵ بوده و بیانگر این است که شرکت‌های ایرانی سیاست محافظه‌کارانه‌تری را در مورد سرمایه در گردش به کار می‌گیرند. همچنین، مقادیر میانگین (۰/۰۹۵) و میانه‌ی (۰/۰۴۹) سهم بازار حکایت از این دارد که بیشتر شرکت‌های حاضر در یک بازار سهم کمی از فروش کل بازار را در اختیار دارند که این موضوع می‌تواند به نوعی نشان‌دهنده‌ی آن باشد که بیشتر سهم بازار در هر صنعت در دست تعداد محدودی شرکت است. به عبارتی، فضای رقابتی چندان زیادی در بین شرکت‌های حاضر در هر صنعت وجود ندارد. افزون بر این، با توجه به نتایج کلی به دست آمده و این‌که میانگین و میانه در بیشتر متغیرهای پژوهش نزدیک به هم هستند، می‌توان بیان کرد که کلیه‌ی متغیرها از توزیع مناسبی برخوردار هستند.

#### ۴-۲- آمار استنباطی

همان‌طور که اشاره شد، قبل از برآورد مدل‌ها لازم است تا آزمون‌های تشخیصی جهت بهترین روش برآورد انجام شود. برای این منظور، نتایج آزمون‌های تشخیصی مدل‌های پژوهش در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون‌های تشخیصی مدل‌های پژوهش\*

نوع آزمون	مدل شماره (۱)	مدل شماره (۲)
	آماره	سطح خطا
آزمون F لیمر	۱۵/۲۲۶	۰/۰۰۰
آزمون هاسمن	۱۴/۹۸۴	۰/۰۲
روش پذیرفته شده	داده‌های تابلویی با اثرات ثابت	داده‌های تابلویی با اثرات ثابت

نتایج به دست آمده در جدول (۲) مؤید این موضوع است که هر دو مدل پژوهش باید به روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برآورد شوند که در ادامه، نتایج این برآوردها ارائه خواهد شد.

#### ۸-۲-۱- نتایج برآورد مدل (۱) پژوهش

همان‌طور که مشاهده می‌شود، نتایج برآورد مدل (۱) پژوهش به منظور بررسی آزمون فرضیه‌های اول و دوم، در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج برآورد مدل (۱) پژوهش\*

متغیر	ضرایب	آماره t	سطح خطا
عرض از میداء	۰/۱۸۶	۱/۴۱۵	۰/۱۵۷
سهم بازار	-۱/۲۲۶	-۶/۲۹۸	۰/۰۰۰
درماندگی مالی	-۰/۰۲۳	-۰/۹۷۴	۰/۳۳
اندازه‌ی شرکت	۰/۰۴۷	۴/۷۲۲	۰/۰۰۰
رشد فروش	-۰/۱۷۲	-۵/۷۳۴	۰/۰۰۰
حاشیه سود	۰/۰۵۶	۱/۵۶	۰/۱۱۹
جریان نقد عملیاتی	۰/۱۲۲	۳/۸۱۶	۰/۰۰۰
F-statistic (P-Value)		۵۴/۷۷۹ (۰/۰۰۰)	
R- Squared		۰/۹۰۵	
Adjusted R- Squared		۰/۸۸۸	
Durbin – Watson Stat.		۱/۵۵۷	

با توجه به معناداری آماره‌ی F (۵۴/۷۷۹) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، فرض وجود روابط خطی بین متغیرها تأیید شده و در نتیجه مدل (۱) پژوهش دارای اعتبار زیادی است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده‌ی الگو (۰/۸۸۸)، می‌توان گفت که در مجموع بیش از ۸۸ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش قابل تبیین است. افزون بر این، مقدار آماره‌ی دوربین واتسون (۱/۵۵۷) نیز بیانگر عدم وجود خودهمبستگی مرتبه‌ی اول میان باقی‌مانده‌های مدل است. لازم به ذکر است که بر اساس نتایج به دست آمده از متغیرهای کنترلی، اندازه‌ی شرکت (۰/۰۴۷) و جریان نقد عملیاتی (۰/۱۲۲) ارتباط مثبت و معنادار و رشد فروش (-۰/۱۷۲) ارتباط منفی و معناداری با سرمایه در گردش مورد نیاز دارند که این نتایج منطبق با مبانی نظری است.

#### ۸-۲-۲- آزمون فرضیه‌های اول و دوم

با توجه به نتایج به دست آمده از جدول (۳) که به بررسی تأثیر درماندگی مالی و سهم بازار بر سیاست سرمایه در گردش شرکت‌های بورسی پرداخته شده است، می‌توان ادعا کرد که در سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد، متغیر سهم بازار با توجه به ضریب (-۱/۲۲۶) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰) تأثیر منفی و معناداری بر سرمایه در گردش مورد نیاز شرکت‌ها دارد. به

بیان دیگر، شرکت‌هایی که سهم بیشتری از بازار را در اختیار دارند، سیاست جسورانه‌ی سرمایه در گردش را در پیش می‌گیرند. بنابراین، فرضیه‌ی اول پژوهش تأیید شده و این نتیجه منطبق با مبانی نظری است اما، با نتایج پژوهش هیل و همکاران (۲۰۱۰) مطابقت ندارد. افزون بر این، با توجه به ضریب متغیر درماندگی مالی (۰/۰۲۳-) و سطح خطای آن (۰/۳۳) می‌توان ادعا کرد، در سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد، درماندگی مالی تأثیر معناداری بر سرمایه در گردش مورد نیاز شرکت‌ها ندارد. به این ترتیب، فرضیه‌ی دوم پژوهش مورد تأیید قرار نمی‌گیرد و این نتیجه مطابق با مبانی نظری و پژوهش‌های هیل و همکاران (۲۰۱۰) و مولینا و پریو (۲۰۰۹) نیست.

#### ۸-۲-۳- نتایج برآورد مدل (۲) پژوهش

همان‌طور که مشاهده می‌شود، نتایج برآورد مدل (۲) پژوهش به منظور بررسی آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم، در جدول (۴) ارائه شده است. با توجه به معناداری آماره‌ی F (۵۳/۲۹۸) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، فرض وجود روابط خطی بین متغیرها تأیید شده و در نتیجه مدل (۲) پژوهش نیز از اعتبار زیادی برخوردار است. همچنین، ضریب تعیین تعدیل شده‌ی الگو (۰/۸۸۸)، نشان می‌دهد که در مجموع بیش از ۸۸ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش قابل تبیین است. افزون بر این، مقدار آماره‌ی دوربین واتسون (۱/۵۷۲) نیز بیانگر عدم وجود خودهمبستگی مرتبه‌ی اول میان باقی‌مانده‌های مدل است. لازم به ذکر است که نتایج مربوط به متغیرهای سهم بازار، درماندگی مالی و کنترلی با وجود متغیر تمرکز صنعت در این مدل، مشابه با نتایج به دست آمده از مدل (۱) پژوهش است.

جدول ۴. نتایج برآورد مدل (۲) پژوهش\*

متغیر	ضرایب	آماره t	سطح خطا
عرض از مبدا	۰/۱۹۴	۱/۴۷۲	۰/۱۴۱
تمرکز صنعت	-۰/۰۴۸	-۰/۷۸۴	۰/۴۳۳
سهم بازار	-۱/۱۶۳	-۶/۸۲۹	۰/۰۰۰
درماندگی مالی	-۰/۰۱۴۶	-۰/۵۳۹	۰/۵۸۹
اندازه‌ی شرکت	۰/۰۴۷	۴/۶۸۷	۰/۰۰۰
رشد فروش	-۰/۱۷۲	-۵/۷۵۵	۰/۰۰۰
حاشیه سود	۰/۰۵۶	۱/۵۷۱	۰/۱۱۶
جریان نقد عملیاتی	۰/۱۲۴	۳/۸۶۶	۰/۰۰۰
تمرکز صنعت × سهم بازار	-۰/۰۴۶	-۰/۱۷۲	۰/۸۶۳
تمرکز صنعت × درماندگی مالی	-۰/۰۵۱	-۰/۹۴۵	۰/۳۴۴



(۰/۰۰۰) ۵۳/۳۳۹	F-statistic (P-Value)
۰/۹۰۵	R- Squared
۰/۸۸۸	Adjusted R- Squared
۱/۵۷۲	Durbin – Watson Stat.

#### ۸-۲-۴- آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم

نتایج به دست آمده از جدول (۴) به بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر رابطه‌ی سهم بازار و درماندگی مالی با سیاست سرمایه در گردش شرکت‌های بورسی پرداخته است. با توجه به ضریب متغیرهای (تمرکز صنعت × سهم بازار) و (تمرکز صنعت × درماندگی مالی) که به ترتیب برابر با ۰/۸۶۳ و ۰/۳۴۴ بوده و سطح خطای آن‌ها نیز برابر با ۰/۸۶۳ و ۰/۳۴۴ است، می‌توان ادعا کرد در سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد، سهم بازار و درماندگی مالی شرکت‌های حاضر در صنایع با تمرکز زیاد تأثیر معناداری بر سرمایه در گردش مورد نیاز و در نتیجه، سیاست سرمایه در گردش آن‌ها ندارند. به بیان دیگر، ارتباط سهم بازار و درماندگی مالی با سیاست سرمایه در گردش شرکت‌های مورد بررسی تحت تأثیر رقابت بازار قرار نمی‌گیرد. بنابراین، فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش مورد تأیید قرار نمی‌گیرند و این نتایج منطبق با مبانی نظری نیست اما، با پژوهش هیل و همکاران (۲۰۱۰) مطابقت دارد.

#### ۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف پژوهش بررسی تأثیر درماندگی مالی و سهم بازار بر سیاست سرمایه در گردش با توجه به فضای رقابتی موجود در بازار محصول شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران است. به همین منظور ۴ فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و با استفاده از اطلاعات ۱۲۲ شرکت موجود در بورس تهران در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ بررسی و آزمون شدند. بر این اساس، نتیجه‌ی فرضیه‌ی اول پژوهش نشان داد که سهم بازار رابطه‌ی منفی و معناداری با سیاست سرمایه در گردش دارد. به بیان دیگر، سهم زیاد بازار فروش شرکت با افزایش قدرت چانه‌زنی، توانایی آن را در به دست آوردن وجوه داخلی و تأمین مالی برون‌سازمانی افزایش داده و باعث می‌شود که این شرکت‌ها در شرایط اعتباری مناسب‌تری با طرفین قرارداد مذاکره کرده و به همین دلیل از نگهداری وجوه مازاد راکد خودداری کنند. در نتیجه، اتخاذ سیاست جسورانه بهترین راه‌حلی است که این شرکت‌ها در پیش می‌گیرند. نتیجه‌ی فرضیه‌ی دوم نشان داد که درماندگی مالی تأثیر معناداری بر سیاست سرمایه در گردش ندارد. از جمله دلایل احتمالی عدم تأیید این فرضیه می‌توان به شاخص اندازه‌گیری درماندگی مالی در این تحقیق

اشاره کرد؛ زیرا همان‌طور که در بخش‌های قبل ذکر شد، در این پژوهش برخلاف پژوهش‌های خارجی، مبنای تفکیک شرکت‌های درمانده از غیردرمانده، ماده‌ی ۱۴۱ قانون تجارت ایران است؛ به این معنا که، شرکت‌هایی مشمول درماندگی مالی قرار می‌گیرند که بر اثر زیان‌های وارده حداقل نصف سرمایه‌ی آن‌ها از بین برود. در واقع، الزامات قانونی نقش تعیین‌کننده را در تعیین شرکت‌های درمانده ایفا می‌کند در حالی که، توجیه نظری برای این موضوع در قانون تجارت ایران ذکر نشده است. افزون بر این، نتایج فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش حکایت از عدم تأثیر فضای رقابتی بازار بر رابطه‌ی درماندگی مالی و سهم بازار با سیاست سرمایه در گردش دارد؛ به بیان دیگر، براساس نتایج به دست آمده مشخص شد که سهم بازار و درماندگی مالی شرکت‌های حاضر در صنایع با تمرکز زیاد تأثیری بر سیاست سرمایه در گردش آن‌ها ندارد. در واقع، می‌توان نتیجه‌گیری کرد که سیاست سرمایه در گردش شرکت‌ها تحت تأثیر فضای رقابتی موجود در بازار محصول آن‌ها قرار نمی‌گیرد. از جمله دلایل احتمالی عدم تأثیر رقابت بازار، می‌توان به وابستگی دولتی بیشتر شرکت‌های ایرانی اشاره کرد. در واقع، سازمان‌ها و مؤسسات دولتی جزء سهام‌داران عمده‌ی بیشتر شرکت‌های بورسی به حساب می‌آیند و به همین دلیل، می‌توان گفت که به دلیل عدم اجرای کامل اصل خصوصی‌سازی در شرکت‌های ایرانی، رقابت به معنای واقعی در بازار ایران وجود ندارد.

به منظور انجام پژوهش‌های آتی موارد زیر پیشنهاد می‌شود:

۱. انجام پژوهش حاضر به تفکیک صنایع مختلف و با استفاده از معیارهای دیگری برای سنجش سرمایه در گردش
۲. استفاده از معیارهای دیگری برای تعیین درماندگی مالی شرکت‌ها مانند شاخص آلتنن
۳. استفاده از معیارهای دیگری برای تعیین وضعیت رقابت بازار مانند نسبت تمرکز  $n$  بنگاه، هزینه‌ی ورود به بازار، تعداد شرکت‌های حاضر در بازار، قابلیت جانشینی محصولات و ...
۴. بررسی تأثیر درماندگی مالی و سهم بازار بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش.

## یادداشت‌ها

1. Schiling
2. Al-Shubiri
3. Beasley et al
4. Market Share
5. Financial Distress
6. Product Market Competition
7. Working Capital Requirement (WCR)
8. Hill et al

9. Conservative
10. Aggressive
11. Griffith
12. Li
13. Leader Firms
14. Followers Firms
15. Demirci-Kun & Maksimovic
16. Molina & Preve
17. Petersen & Rajan
18. Akimova
19. Altunok
20. Mongrut et al
21. Leventis et al

### کتابنامه

۱. افلاطونی، عباس و نیکبخت، لیلی، (۱۳۸۹)، کاربرد اقتصادسنجی در تحقیقات حسابداری، مدیریت مالی و علوم اقتصادی. تهران: ترمه.
۲. بهارمقدم، مهدی، محمدرضاخانی، وحید و هوشمند زعفرانی، رحمت‌اله، (۱۳۹۱)، بررسی اثر ویژگی‌های خاص شرکت‌ها بر مدیریت سرمایه در گردش، پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی (۴)، ۷۱-۸۹.
۳. پورحیدری، امید و غفارلو، عباس، (۱۳۹۱)، بررسی ارتباط بین ساختارهای رقابتی محصولات و محافظه‌کاری مشروط حسابداری. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴(۲)، ۴۱-۶۲.
۴. پی‌نو، ریموند، (۱۳۸۶)، مدیریت مالی، علی پارسائیان و علی جهانخانی، تهران: انتشارات سمت.
۵. دستگیر، محسن، حسین‌زاده، علی حسین، خدادادی، ولی و واعظ، سید علی. (۱۳۹۱). کیفیت سود در شرکت‌های درمانده مالی. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴(۱)، ۱-۱۶.
۶. راس، استفان، (۱۳۹۱)، مدیریت مالی نوین ۲، (جلد دوم)، علی جهانخانی و مجتبی شوری، تهران: انتشارات سمت.
۷. راعی، رضا و فلاح پور، سعید، (۱۳۸۸)، کاربرد ماشین بردار پشتیبان در پیش‌بینی درماندگی مالی شرکت‌ها با استفاده از نسبت‌های مالی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۵(۴)، ۱۷-۳۴.
۸. رهنمای رودپشتی، فریدون و کیائی، علی، (۱۳۸۷)، بررسی و تبیین استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش و پژوهش حسابداری، ۴(۱۳)، ۶۰-۷۰.
۹. زهدی، محمد هادی، ولی پور، هاشم و شهابی، علیرضا، (۱۳۸۹)، سیاست‌های سرمایه در

- گردش و ریسک شرکت، پژوهشنامه‌ی حسابداری مالی و حسابرسی، ۲(۸)، ۲۱۰-۱۸۸.
۱۰. ستایش، محمد حسین، و کارگرفرد، محدثه، (۱۳۹۰)، بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه، پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، ۱(۱)، ۳۰-۹.
۱۱. سعیدی، علی و آقایی، آرزو، (۱۳۸۷)، پیش‌بینی در ماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از شبکه‌های بیز، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۶(۵۶)، ۵۹-۷۸.
۱۲. ضیایی بیگدلی، محمد تقی، منطقی، خسرو، و رحیمی، کیهان، (۱۳۹۱)، بررسی عوامل تأثیرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری. گلستان: دانشگاه جامع علمی-کاربردی.
۱۳. مالکی نیا، ناهید، عسگری آلوج، حسین، و قزلباش، اعظم، (۱۳۹۰)، رابطه بین استراتژی سرمایه در گردش و معیارهای سودآوری شرکت‌های خودرو، داروسازی و کانی بورس اوراق بهادار تهران، دو فصلنامه اقتصاد پولی مالی، ۱۸(۲)، ۱۶۲-۱۴۰.
۱۴. محمد زاده، امیر و نوفرستی، لیلیا، (۱۳۸۸)، بررسی تأثیر سیاست‌های سرمایه در گردش بر بازده سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس تهران در صنایع شیمیایی و مواد غذایی، پژوهش‌های مدیریت (۸۱)، ۱۵۷-۱۳۵.
۱۵. موسوی جهرمی، یگانه، خداداد کاشی، فرهاد و زیارتی، مینو، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه بین درجه تمرکز بازار و نرخ مؤثر مالیات بر شرکت‌ها: مطالعه موردی صنایع لاستیک و پلاستیک ایران. مالیات، دوره جدید (۷)، ۱۰۰-۸۵.
۱۶. نمازی، محمد و ابراهیمی، شهلا، (۱۳۹۱)، بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی بازار محصول و بازده سهام، پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، ۲(۱)، ۲۷-۹.

17. Akimova, I. (2000). Development of market orientation and competitiveness of Ukrainian firms. *European Journal of Marketing*, 34(9/10), 1128-1148.
18. Al-Shubiri, N. F. (2010). Analysis of the relationship between working capital policy and operating risk: an empirical study on Jordanian industrial companies. *Investment Management and Financial Innovations*, 7(2), 167-176.
19. Altunok, F. (2011). Determinants of Trade Credit Contract Terms. Working Paper, North Carolina State University, Raleigh, NC.
20. Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1998). Law, Finance, and Firm Growth. *Journal of Finance*, 53(6), 2107-2137.

21. Griffith, R. (2001). Product market competition, efficiency and agency costs: an empirical analysis. *Institute for Fiscal Studies*.
22. Hill, M. D., Kelly, G. W., & Highfield, M. J. (2010). Net operating working capital behavior: a first look. *Financial Management*, 39(2), 783-805.
23. Leventis, S., Weetman, P., & Caramanis, C. (2011). Agency costs and product market competition: The case of audit pricing in Greece. *The British Accounting Review*, 43(2), 112-119.
24. Li, X. (2010). The impacts of product market competition on the quantity and quality of voluntary disclosures. *Review of Accounting Studies*, 15(3), 663-711.
25. Long, M., Malitz, I., & Ravid, S. (1993). Trade Credit, Quality Guarantees, and Product Marketability. *Financial Management*, 22, 117-127.
26. Molina, C. A., & Preve, L. A. (2009). Trade receivables policy of distressed firms and its effect on the costs of financial distress. *Financial Management*, 38(3), 663-686.
27. Molina, C. A., & Preve, L. A. (2012). An Empirical Analysis of the Effect of Financial Distress on Trade Credit. *Financial Management*, 187-205.
28. Mongrut, S., O'Shee, D. F., Zavaleta, C. C., & Zavaleta, J. C. (2014). Determinants of Working Capital Management in Latin American Companies. *Revista Innovar Journal*, 24(51), 5-17.
29. Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1997). Trade credit: theories and evidence. *Review of Financial Studies*, 10(3), 661-691.
30. Schilling, G. (1996). Working Capital's Role in Maintaining Corporate Liquidity. *TMA Journal*, 16(5), 4-7.
31. Whited, T. M. (1992). Whited, T. M. (1992). Debt, liquidity constraints, and corporate investment: Evidence from panel data. *The Journal of Finance*, 47(4), 1425-1460.