

## تأثیر عمده‌ترین محرک‌های ارزش بر ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر بابک جمشیدی نوید<sup>۱</sup>، کمال زارعی مروج<sup>۲</sup>، محمدمهدی شکوری<sup>۳</sup>

۱- گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرمانشاه، کرمانشاه، ایران

۲- گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد همدان، همدان، ایران

۳- گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد همدان، همدان، ایران

ایمیل نویسنده اصلی: b.jamshidynavid@gmail.com

**چکیده-** قیمت سهام شرکت‌ها که بیان‌کننده ارزش شرکت‌هاست، یکی از بارزترین معیارهای سرمایه‌گذاری و ارزش‌گذاری شرکت‌ها می‌باشد. این که این ارزش‌ها از کجا سرچشمه می‌گیرند و چه عواملی در ایجاد آن موثرند، حوزه‌های تحقیقاتی بسیاری را به خود اختصاص داده است. در ادبیات موجود ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی از جمله عوامل موثر بر ارزش شرکت‌ها مطرح است. هدف کلی این تحقیق بررسی تأثیر عمده‌ترین محرک‌های ارزش بر ارزش سهام شرکت‌هاست. نمونه‌های این مطالعه شامل ۱۱۷ شرکت مندرج در فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۸-۱۳۹۳ می‌باشد. در این پژوهش متغیرهای نسبت جاری، نسبت آتی، متوسط دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی، متوسط دوره پرداخت بدهی و چرخه تبدیل وجه نقد به عنوان متغیرهای مستقل و متغیر ارزش سهام به عنوان متغیر وابسته و از دو متغیر کنترلی سودآوری و اندازه شرکت استفاده گردید. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون چندگانه و نرم‌افزار Eviews6 استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش حاکی از آن است که بین نسبت جاری، نسبت آتی و متوسط دوره پرداخت بدهی با ارزش سهام رابطه معناداری وجود ندارد. از طرف دیگر بین متوسط دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی و چرخه تبدیل وجه نقد با ارزش سهام رابطه معناداری ملاحظه گردید. این موضوع می‌تواند راهگشای تصمیم‌گیری‌های مهم اقتصادی برای گروه‌های مختلف ذینفع، به ویژه سرمایه‌گذاران باشد. زیرا عوامل تعیین‌کننده به دست آمده از این ریشه‌یابی، نه تنها به توضیح رفتار شرکت‌ها در گذشته کمک می‌نماید، بلکه ابزاری را برای پیش‌بینی حرکت و مسیر آتی آنها در این حوزه فراهم می‌آورد.

**کلید واژه‌ها:** نسبت جاری، نسبت آتی، متوسط دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی، متوسط دوره پرداخت بدهی، چرخه تبدیل وجه نقد، ارزش سهام.

## مقدمه

پیشرفت‌های اقتصادی، جهانی شدن، انقلاب صنعتی و ... باعث به وجود آمدن شرکت‌های بزرگ شد. این شرکت‌ها اغلب از نوع شرکت‌های سهامی بوده و برای ادامه حیات و افزایش توان رقابتی خود مجبور به تامین سرمایه از طریق فروش سهام می‌باشند. آنچه که سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری جهت خرید سهام بیشتر مورد توجه قرار می‌دهند، ارزش بازار شرکت‌ها و عوامل تاثیرگذار بر آن است. در واقع سرمایه‌گذاران با شناخت عوامل موثر بر ارزش شرکت‌ها، روند تغییرات قیمت و تغییرات ارزش را پیش‌بینی می‌کنند و بر این اساس تصمیمات لازم را برای خرید یا عدم خرید سهام اتخاذ می‌کنند (رضایی و پیری، ۱۳۹۰). امروزه کاربرد مباحث مدیریت مالی جایگاه ویژه‌ای را در ارتقای کارایی سازمان‌ها به خود اختصاص داده است. شالوده مباحث مدیریت مالی را سرمایه تشکیل می‌دهد و می‌توان ادعا کرد که همه‌ی فعالیت‌های تجاری نیازمند سرمایه‌اند. سرمایه عبارت است از تمام منابع مالی که مورد مصرف شرکت قرار می‌گیرد و در این راستا مدیریت مالی چارچوب روابط بین سرمایه و شرکت را مشخص می‌کند. با توجه به جایگاه و اهمیت سرمایه در فرآیند سازمانی، مدیریت آن از اهمیت خاصی برخوردار می‌باشد. در این میان سرمایه در گردش به طور کلی در همه سازمان‌ها بخش عظیمی از سرمایه سازمان را به خود اختصاص می‌دهد و مدیریت بر آن از اهمیت بسزایی برخوردار است. مدیریت کارآمد سرمایه در گردش نتایج مهمی بر بازده خواهد داشت و نبود آن می‌تواند خطرات زیادی را برای شرکت داشته باشد، بیشتر ورشکستگی شرکت‌ها مربوط به ناتوانی مدیران مالی در برنامه‌ریزی و کنترل صحیح دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری شرکت‌ها بوده است (بهارمقدم و همکاران، ۱۳۹۰). در این تحقیق میزان تاثیر عمده‌ترین محرک‌های ارزش بر ارزش سهام برای ارزشیابی و اندازه‌گیری ارزش خلق شده در واحدهای تجاری بررسی شده است تا مشخص شود این معیارها تا چه میزان برای دسترسی به هدف مزبور، مفید و مربوط می‌باشند.

با توجه به موارد ذکر شده، در این فصل به بررسی کلیات تحقیق می‌پردازیم. ابتدا مسأله تحقیق بیان می‌گردد و سپس اهمیت و ضرورت تحقیق مورد بررسی قرار می‌گیرد و در ادامه به اهداف اساسی تحقیق، فرضیات تحقیق، روش تحقیق، روش گردآوری اطلاعات و قلمرو تحقیق پرداخته شده و در انتها نیز واژه‌ها و اصطلاحات تخصصی تعریف می‌شود.

### بیان مسئله تحقیق

قیمت سهام شرکت‌ها که بیان‌کننده ارزش شرکت‌هاست، یکی از بارزترین معیارهای سرمایه‌گذاری و ارزش‌گذاری شرکت‌ها می‌باشد. این‌که این ارزش‌ها از کجا سرچشمه می‌گیرند و چه عواملی در ایجاد آن موثرند، حوزه‌های تحقیقاتی بسیاری را به خود اختصاص داده است. در ادبیات موجود ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی از جمله عوامل موثر بر ارزش شرکت‌ها مطرح است. موجودی نقد (نقدینگی) نیز با توجه به تاثیرات متفاوت آن (هم می‌تواند با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور موجب بهبود عملکرد و افزایش ارزش شرکت شده و هم می‌تواند با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ریسک زیاد موجب کاهش ارزش شرکت شود) همواره مورد توجه سرمایه‌گذاران بالقوه و مدیران شرکت‌ها بوده است (رضایی و پیری، ۱۳۹۰). بنگاه‌های اقتصادی حضور اثربخش در عرصه اقتصادی دارند. این اثربخشی به لحاظ مالی با دو شاخص قدرت نقدینگی و سودآوری تعیین می‌شود. سودآوری به اصطلاح علامت سلامت بنگاه و قدرت نقدینگی علامت ادامه حیات بنگاه اقتصادی است. به عبارت دیگر اگر شرکتی سودآور نباشد بیمار است و اگر نقدینگی نداشته باشد، بقای آن در خطر است. گرچه هر دو این عوامل بااهمیت هستند، ولی نقدینگی از اهمیت بیشتری برخوردار است (بردیا، ۱۹۸۸). در سال‌های اخیر بسیاری از شرکت‌ها با وضعیت نامناسب نقدینگی مواجه‌اند که بررسی عوامل مرتبط با این وضعیت حائز اهمیت است. مدیریت سرمایه در گردش کارا، به عنوان یکی از ابعاد مهم شیوه‌های مدیریت مالی، در همه اشکال سازمانی شناخته شده است. وجود ادبیات وسیع که بدان اشاره خواهد شد نشان می‌دهد که مدیریت سرمایه در گردش کارا، به طور مستقیم روی نقدینگی و سودآوری و ارزش شرکت‌ها تاثیر می‌گذارد. احتمال ورشکستگی برای شرکت‌هایی که در معرض مدیریت نادرست سرمایه در گردش قرار دارند، حتی با وجود سودآوری مثبت، افزایش می‌یابد. مدیریت سرمایه در گردش کارا، شامل برنامه‌ریزی و کنترل دارایی‌ها و بدهی‌های جاری به گونه‌ای است که ریسک ناتوانی در برآورده کردن تعهدات کوتاه مدت از یک طرف و اجتناب از سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌های جاری از طرف دیگر، برطرف نماید (رحمان و نصر، ۲۰۰۷). یکی از معیارهای جامع مدیریت سرمایه در گردش، چرخه تبدیل به نقد است که همه‌ی جریان‌ات مالی وابسته به موجودی کالا، دریافتی‌ها و پرداختی‌ها را در نظر می‌گیرد. پیوند سستی بین چرخه‌ی تبدیل به نقد با سودآوری و ارزش شرکت این است که کاهش چرخه‌ی تبدیل به نقد با

کاهش مدت زمانی که وجوه نقد در سرمایه حبس می‌شود، ارزش بازار و سودآوری شرکت را افزایش می‌دهد. این امر می‌تواند با کوتاه شدن دوره تبدیل موجودی‌ها، بوسیله فروش کالا به مشتریان و کوتاه شدن دوره وصول مطالبات، با تسریع در وصول و یا طولانی شدن دوره تعویق پرداختی‌ها بوسیله تاخیر در پرداخت به تامین‌کنندگان تحقق یابد. از طرف دیگر کوتاه بودن چرخه تبدیل به نقد می‌تواند به سودآوری شرکت لطمه وارد کند. کاهش دوره تبدیل موجودی‌ها می‌تواند هزینه‌های کمبود را افزایش دهد، کوتاه شدن دوره وصول دریافتی‌ها باعث می‌شود شرکت مشتریان معتبرش را از دست دهد و طولانی شدن دوره تعویق پرداختی‌ها می‌تواند به شهرت اعتباری شرکت صدمه وارد کند. بنابراین دستیابی به سطوح مطلوب موجودی‌ها؛ دریافتی و پرداختی‌ها، هزینه‌های نگهداری و فرصت آنها را حداقل می‌کند و منجر به یک چرخه تبدیل به نقد بهینه می‌شود (رن، ۲۰۱۲).

- بنابراین سوال اصلی مطرح در این پژوهش این است که آیا محرک‌های ارزش (نسبت‌های نقدینگی و مدیریت سرمایه در گردش) بر ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد؟ با رسیدن به جواب این سوال مدیران و تصمیم‌گیرندگان اصلی شرکت اقدامات مناسب‌تری در جهت افزایش ارزش شرکت‌ها انجام خواهند داد. اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران نیز با شناخت میزان تاثیر عوامل مذکور خواهند توانست نسبت به واکنش‌های بازار و محتوای اطلاعاتی اقلام سود و زیان شناخت بهتری کسب نمایند.

### اهمیت و ضرورت پژوهش

اهمیت سرمایه در گردش از این حقیقت نشات می‌گیرد که سطوح سرمایه در گردش، بر روی سودآوری و سطح ریسکی که شرکت می‌تواند متحمل شود و در نهایت بر ارزش شرکت موثر است. بحران‌های نقدینگی اخیر اهمیت مدیریت و کنترل سرمایه در گردش را پررنگ‌تر می‌کند. مدیران برای رسیدن به سرمایه در گردش بهینه باید بده - بستان بین پیشینه‌سازی سودآوری و نقدینگی را کنترل کنند. از یک مدیریت سرمایه در گردش بهینه انتظار می‌رود که به صورت مثبت برای شرکت ایجاد ارزش کند. تحقیقات تجربی در اقتصادهای پیشرفته‌ی دنیا نشان داد که مدیریت سرمایه در گردش کارا، ارزش بازار یک شرکت را افزایش می‌دهد و در نهایت تاثیر مثبتی بر ارزش صاحبان سهام دارد. یکی از معیارهای اصلی در سرمایه‌گذاری کوتاه مدت قابلیت نقدشوندگی سرمایه‌گذاری است. سهامی که در بازار خریداران زیادی دارند و پر معامله هستند از قابلیت نقدینگی بیشتری

برخوردارند. بی‌تردید تعداد دفعات معامله‌ی هر سهم و تعداد سهام معامله شده‌ی یک سهم شرکت می‌تواند نشانی از قابلیت نقدینگی سهام باشد. تغییر قیمت سهام در بورس تهران با دادوستد انجام می‌گیرد. اگر معاملات به نحو جهت‌داری قیمت سهام شرکت را به سمت افزایش یا کاهش هدایت کند، قیمت سهام شرکت تغییر خواهد کرد.

این پژوهش با رویکردی مبتنی بر برخی از مفاهیم مالی سعی بر این دارد تا در بین شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، تاثیر عمده‌ترین محرک‌های ارزش (نسبت‌های نقدینگی و مدیریت سرمایه در گردش) بر ارزش سهام شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دهد. امید است که نتایج این تحقیق بتواند گامی در جهت کمک به اتخاذ تصمیمات مناسب برای سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان بردارد.

## اهداف پژوهش

**هدف اصلی:** بررسی میزان تاثیر عمده‌ترین محرک‌های ارزش بر ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

**اهداف ویژه (فرعی):** در این راستا اهداف فرعی زیر موردنظر محقق می‌باشد:

- ۱) شناسایی تاثیر مدیریت سرمایه در گردش (متوسط دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی کالا، متوسط دوره پرداخت بدهی، چرخه تبدیل وجه نقد) بر ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- ۲) شناسایی تاثیر نسبت‌های نقدینگی (نسبت جاری و نسبت آتی) بر ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- ۳) توسعه ادبیات مرتبط با مدیریت سرمایه در گردش و نسبت‌های نقدینگی.

**هدف کاربردی:** پژوهش حاضر با شناخت و بررسی تاثیر عمده‌ترین محرک‌های ارزش بر ارزش سهام شرکت‌ها، مبانی کاربردی برای بازیگران بازار سرمایه شامل سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل و ..... فراهم خواهد نمود. بنابراین نتایج تحقیقات حاضر می‌تواند برای گروه‌های زیر قابل استفاده باشد:

- ۱) سرمایه‌گذاران بخش خصوصی، مردم و دولت
- ۲) سهام‌داران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- ۳) مدیران شرکت‌ها
- ۴) موسسات مالی و اعتباری و سرمایه‌گذاری

۵) متخصصین و تحلیل‌گران مالی

۶) محققان و دانشجویان.

### سوال‌های تحقیق

- ۱) آیا نسبت جاری همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد؟
- ۲) آیا نسبت آنی همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد؟
- ۳) آیا متوسط دوره وصول مطالبات همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد؟
- ۴) آیا دوره گردش موجودی همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد؟
- ۵) آیا متوسط دوره پرداخت بدهی همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد؟
- ۶) آیا چرخه تبدیل وجه نقد همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد؟

### فرضیه‌های تحقیق

فرضیه عبارت است از حدس یا گمان اندیشمندانه درباره ماهیت، چگونگی و روابط بین پدیده‌ها، اشیاء و متغیرها، که محقق را در تشخیص نزدیکترین و محتمل‌ترین راه برای کشف مجهول کمک می‌نماید؛ بنابراین، فرضیه گمانی است موقتی که درست بودن یا نبودنش باید مورد آزمایش قرار گیرد. فرضیه براساس معلومات کلی و شناخت‌های قبلی یا تجارب محقق پدید می‌آید. این شناخت‌ها ممکن است براساس تجارب یا مطالعات قبلی باشد، از منابع شفاهی بدست آمده باشد، یا در جریان مطالعه ادبیات تحقیق حاصل شده باشد (خاکی، ۱۳۸۸).

در ارتباط با یافتن پاسخ برای سوالات طرح شده و همچنین دستیابی به اهداف تحقیق، فرضیه‌های زیر انتخاب شده‌اند:

- ۱) نسبت جاری همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد.
- ۲) نسبت آنی همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد.
- ۳) متوسط دوره وصول مطالبات همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد.
- ۴) دوره گردش موجودی همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد.
- ۵) متوسط دوره پرداخت بدهی همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد.
- ۶) چرخه تبدیل وجه نقد همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد.

## متغیرهای تحقیق

### متغیر مستقل:

در این تحقیق متغیرهای مستقل، محرک‌های ارزش بوده که محرک‌های ارزش در این تحقیق در ۲ گروه نسبت‌های نقدینگی (نسبت جاری و نسبت آنی) و مدیریت سرمایه در گردش (متوسط دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی کالا، متوسط دوره پرداخت بدهی و چرخه‌ی تبدیل وجه نقد) در نظر گرفته شده است که معیارهای فوق عبارتند از:

(۱) نسبت جاری (CR): بدهی‌های جاری / دارایی جاری

(۲) نسبت آنی (QR): بدهی جاری / (موجودی کالا و سفارش‌ها - دارایی‌های جاری)

(۳) متوسط دوره وصول مطالبات (ACP):  $۳۶۵ * (\text{فروش خالص} / \text{متوسط حساب‌های دریافتی})$

(۴) دوره گردش موجودی (ITID):  $۳۶۵ * (\text{بهای تمام شده کالای فروش رفته} / \text{متوسط}$

موجودی کالا)

(۵) متوسط دوره پرداخت بدهی (APP):  $۳۶۵ * (\text{بهای تمام شده کالای خریداری شده} /$

متوسط حساب‌های پرداختی)

(۶) چرخه تبدیل وجه نقد (CCC): دوره وصول مطالبات + دوره گردش موجودی - دوره

پرداخت بدهی

### متغیر وابسته:

در این تحقیق ارزش سهام به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است.

### متغیرهای کنترل:

در این تحقیق اندازه شرکت و سودآوری به عنوان متغیر کنترل معرفی شده‌اند.

اندازه شرکت (SIZE): برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت (LNMV)

سودآوری (GOP): برابر است با سود عملیاتی تقسیم بر مجموع دارایی‌ها

## روش انجام تحقیق

این پژوهش برحسب ماهیت از نوع تحقیقات همبستگی است. در تحقیق همبستگی هدف اصلی آن است که مشخص شود آیا رابطه‌ای بین دو یا چند متغیر کمی (قابل سنجش) وجود دارد یا نه؟ و اگر وجود دارد اندازه و حد آن چقدر است؟ هدف از مطالعه همبستگی ممکن است که برقراری یک

رابطه یا نبود آن و بکارگیری روابط در انجام پیش‌بینی‌ها است. مطالعه همبستگی تعدادی از متغیرهایی را که تصور می‌رود با یک متغیر پیچیده عمده مرتبط هستند ارزیابی می‌کند و از نظر هدف کاربردی و از بعد روش انجام کار از نوع علی پس رویدادی می‌باشد. شیوه استدلال پژوهش، قیاسی - استقرایی می‌باشد. قیاسی به این دلیل که برای چارچوب نظری و پیشینه پژوهش از مسیر کتابخانه، مقالات و اینترنت استفاده شده است و استقرایی به دلیل آن که جمع‌آوری اطلاعات از مسیر داده‌های اولیه برای قبول یا رد فرضیه‌ها انجام پذیرفته است و جزء پژوهش‌های اثباتی حسابداری طبقه‌بندی می‌گردد. همچنین از لحاظ نوع داده‌ها کمی می‌باشد.

### قلمرو تحقیق

قلمرو هر پژوهش در ۳ زمینه قلمرو موضوعی، مکانی و زمانی قابل بررسی است تا بتوان داده‌ها را در چارچوب این قلمروها جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل نمود که به این شرح می‌باشد.

### قلمرو موضوعی

از لحاظ قلمرو موضوعی، پژوهش در حوزه حسابداری مالی و سرمایه‌گذاری قرار می‌گیرد.

### قلمرو مکانی

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

### قلمرو زمانی

قلمرو زمانی این تحقیق از ابتدای سال ۱۳۸۸ تا انتهای سال ۱۳۹۳ می‌باشد.

### جامعه آماری

یک جامعه آماری عبارت است از مجموعه‌ای از افراد یا واحدها که دارای حداقل یک صفت مشترک باشند. معمولاً در هر تحقیق، جامعه مورد بررسی یک جامعه آماری است که تحقیق‌گر مایل است درباره صفت یا صفت‌های متغیر واحدهای آن به مطالعه بپردازد. تعریف جامعه آماری باید جامع و مانع باشد. به عبارت دیگر، این تعریف باید چنان بیان شود که از نقطه نظر زمانی و مکانی، همه‌ی واحدهای مورد مطالعه را دربر گیرد و در عین حال، از شمول واحدهایی که نباید به مطالعه آن پرداخته شود، جلوگیری به عمل آید (سرمد و همکاران، ۱۳۸۴). جامعه آماری این تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.



### روش نمونه‌گیری

در این پژوهش، جهت انتخاب نمونه مورد بررسی از تکنیک غربال‌گیری استفاده شده است. در این روش، با قرار دادن مجموعه‌ای از معیارها جامعه آماری غربال می‌شود. معیارهای در نظر گرفته شده به قرار زیر است:

- ۱) حداقل قبل از سال ۱۳۸۸ به عضویت بورس اوراق بهادار تهران درآمده باشند.
- ۲) دوره مالی شرکت‌ها، منتهی به تاریخ ۲۹ اسفند هر سال باشد.
- ۳) شرکت‌های مزبور وقفه معاملاتی قابل ملاحظه بیش از ۶ ماه نداشته باشند.
- ۴) شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، بانک‌ها و واسطه‌گری‌های مالی به دلیل ساختار گزارشگری متفاوت از جامعه آماری حذف می‌گردند.
- ۵) در دوره زمانی مورد معامله، شرکت نباید در صورت حساب سود و زیان حسابرسی شده پایان سال مالی خود، زیان عملیاتی داشته باشد و همین‌طور نباید مانده بعد از مالیات صورت حساب سود و زیان منفی باشد.

### روش گردآوری اطلاعات

روش گردآوری داده‌ها روش کتابخانه‌ای است. جهت تدوین تاریخچه، ادبیات موضوعی و مبانی نظری تحقیق از مدارک و پایان‌نامه‌های موجود در کتابخانه‌ها دانشکده مدیریت علوم و تحقیقات و همچنین از مقالات موجود و پایگاه‌های جستجوی علمی در اینترنت استفاده شده است. همچنین داده‌های مورد نیاز این پژوهش از طریق بانک‌های اطلاعاتی رایانه‌ای و مراجعه به کتابخانه سازمان بورس و اوراق بهادار و استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و تدبیرپرداز و مراجعه به وب‌سایت [www.rdis.ir](http://www.rdis.ir) سایت متعلق به سازمان بورس و اوراق بهادار (مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی)، جمع‌آوری خواهد گردید.

### ابزار گردآوری اطلاعات

در این تحقیق اطلاعات فصل اول و دوم که مربوط به مباحث تئوریک و ادبیات موضوع می‌شود به شیوه کتابخانه‌ای یا اسنادی و فیش‌برداری و با استفاده از مقاله‌های خارجی و داخلی گردآوری خواهند شد. جهت گردآوری اطلاعات فصل سوم که داده‌های مالی شرکت‌هاست که در پایگاه

اطلاعاتی بورس اوراق بهادار و همچنین از اطلاعات صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها استخراج شده است.

### روش تجزیه و تحلیل اطلاعات

با ارائه روش پژوهش و جمع‌آوری داده‌های موردنیاز جهت آزمون فرضیه‌ها، با بهره‌گیری از روش‌های مناسب و مشخص آماری به بررسی و تجزیه و تحلیل این داده‌ها خواهیم پرداخت تا نهایتاً با تایید یا رد فرضیه‌های مطرح شده بتوانیم پاسخی مناسب برای پرسش‌های این پژوهش بیابیم. در این پژوهش برای بررسی میزان تاثیر محرک‌های ارزش بر ارزش سهام ابتدا به آمار توصیفی (میانگین، واریانس و انحراف معیار) پرداخته می‌شود و پس از آن با استفاده از آزمون‌های آماری تشریح شده به برآورد مدل و انتخاب الگوی مناسب و تجزیه و تحلیل همبستگی داده‌های پژوهش پرداخته خواهد شد. و سپس به کمک نرم‌افزار اقتصادسنجی Eviews6 به تجزیه و تحلیل الگوهای رگرسیونی حاصل از فرآیند پژوهش و بررسی معناداری مدل رگرسیون و اقدام به تایید یا رد فرضیه‌های ضرایب متغیرها، و به کمک آزمون T و F اقدام به تایید یا رد فرضیه‌های پژوهش خواهیم نمود.

### پیشینه پژوهش

از مهم‌ترین تحقیقات انجام شده مرتبط با موضوع این تحقیق در ایران و سایر کشورهای دیگر به شرح زیر است:

#### تحقیقات انجام شده در داخل کشور

**طالقانی و مهدی‌پور (۱۳۹۱)**، به بررسی رابطه بین نسبت‌های مالی و قیمت سهام از یک نمونه شامل ۱۸۳ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران طی سال‌های ۱۳۸۵-۱۳۸۹ پرداختند. نتایج بدست آمده از پژوهش آنها حاکی از این است که از بین نسبت‌های مالی منتخب، نسبت جاری، آنی، بدهی و بازده دارایی رابطه معنی‌داری با قیمت سهام دارند و بین سایر نسبت‌ها با قیمت سهام رابطه معنی‌داری مشاهده نشده است.

**صفری (۱۳۸۹)**، به بررسی رابطه سودآوری واحد تجاری و مدیریت سرمایه در گردش از یک نمونه شامل ۹۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲-۱۳۸۸ استفاده نموده است نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که رابطه منفی‌ای بین سودآوری، که از طریق نسبت سود ناخالص

اندازه‌گیری شده است و چرخه تبدیل وجه نقد و اجزای آن، وجود دارد و از نظر آماری نیز معنی‌دار است. یافته‌های تحقیق بیان می‌کنند که مدیران می‌توانند از طریق کنترل صحیح چرخه تبدیل وجه نقد و نگهداری حساب‌های دریافتی، موجودی کالا و حساب‌های پرداختی در یک سطح مطلوب برای واحدهای تجاریشان سود ایجاد کنند.

**ستایش و همکاران (۱۳۸۸)**، تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که بین متغیرهای دوره وصول مطالبات، دوره تبدیل موجودی کالا، چرخه تبدیل وجه نقد و اهرم مالی با سودآوری ارتباط منفی معنادار وجود دارد. علاوه بر آن، رشد فروش رابطه مثبت و معناداری با سودآوری داشته و تاثیر دوره پرداخت حساب‌های پرداختی بر سودآوری معنادار نیست.

**راهنمای رودپشتی و کیانی (۱۳۸۷)**، به بررسی و تبیین استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که ارتباط ضعیفی بین بازدهی و استراتژی مدیریت سرمایه در گردش وجود دارد که از نظر آماری معنادار نیست، اما بین نقدینگی و استراتژی مدیریت سرمایه در گردش ارتباط معناداری وجود دارد. همچنین بین توان پرداخت بدهی و استراتژی مدیریت سرمایه در گردش ارتباط معناداری وجود دارد.

**طرقه (۱۳۸۷)**، به بررسی رابطه‌ی مدیریت سرمایه در گردش و بازده دارایی‌های شرکت‌های کوچک و متوسط در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت و دریافت دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی‌ها و دوره تبدیل به وجه نقد با سودآوری شرکت‌ها رابطه معکوس دارند و دوره پرداخت بدهی‌ها با سودآوری رابطه مستقیم دارد.

**خدادادی و کارگرپور (۱۳۸۷)**، به بررسی رابطه بین جریان نقد عملیاتی و نسبت‌های نقدینگی و بازده سهام از یک نمونه شامل ۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۱۳۸۰-۱۳۸۵ پرداختند. نتایج آزمون نشان داد بین جریان نقد عملیاتی و نسبت آنی با بازده سهام رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد ولی بین نسبت خالص سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها با بازده سهام این رابطه تأیید نگردید که یکی از دلایل این امر را می‌توان کارایی ضعیف بازار سرمایه در ایران دانست که باعث عدم انعکاس همه اطلاعات موجود، در قیمت‌های سهام و به تبع آن بازده سهام شده است.

**نمازی و رستمی (۱۳۸۵)**، رابطه بین نسبت‌های مالی شامل نسبت‌های نقدینگی، سودآوری، فعالیت، بازده و بازار را با بازده سهام بررسی نمودند و دریافته‌اند که میان کلیه نسبت‌های مالی و بازده سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد اما نسبت‌های سودآوری و نقدینگی (شامل نسبت جاری و آبی) با بازده سهام از ضریب همبستگی بالایی برخوردار هستند این یافته‌ها نشان دهنده اهمیت نسبت‌های نقدینگی و همچنین سودآوری بازار بورس تهران می‌باشد.

**فدایی نژاد و عنایتی (۱۳۸۳)**، با بررسی و تبیین مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه دست یافتند که مدیریت وجه نقد، مدیریت مطالبات و روش‌های تامین مالی بر وضعیت نقدینگی اثر دارند و مدیریت موجودی کالا از نظر آماری معنادار نیست.

**شباهنگ (۱۳۷۳)**، به بررسی و تشریح ارقام تشکیل دهنده سرمایه در گردش و نقش مدیر مالی در اعمال مدیریت بر سرمایه در گردش پرداخت و نتیجه تحقیق بیانگر این بود که سرمایه‌گذاری بیش از اندازه در دارایی‌های جاری موجب ایجاد هزینه فرصت از دست رفته خواهد شد و از طرف دیگر سرمایه‌گذاری کمتر از حد لازم در دارایی‌های جاری نیز ممکن است پر هزینه باشد. مثلاً نگهداری موجودی کالا به میزان ناکافی موجب از دست رفتن فروش و نارضایتی مشتریان می‌گردد. همچنین وی در ارتباط با بدهی‌های جاری عنوان می‌کند که وام‌گیری کوتاه مدت نوعاً برای پشتیبانی سرمایه‌گذاری در دارایی‌های جاری به کار می‌رود. همچنین در انتخاب تامین مالی کوتاه مدت لازم است مواردی مانند هزینه تامین مالی، قابلیت اتکا، محدودیت‌ها و انعطاف‌پذیری مورد توجه مدیر مالی واقع شود.

### تحقیقات انجام شده در خارج از کشور

**سمیل اوغلو و دمیر گونس (۲۰۰۸)**، تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌ها را برای سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۷ مورد بررسی قرار دادند و نتیجه گرفتند که بین سودآوری و گردش حساب‌های دریافتی، گردش موجودی کالا و اهرم ارتباط منفی معناداری وجود دارد. علاوه بر آن بین سودآوری و رشد فروش ارتباط مثبت معناداری وجود دارد. همچنین چرخه تبدیل وجه نقد، اندازه شرکت و دارایی‌های ثابت از نظر آماری ارتباط معناداری با سودآوری شرکت ندارند.

**ویشنانی و کی آر. شا (۲۰۰۷)**، به مطالعه تجربی تاثیر سیاست‌های مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد شرکت‌ها در صنایع الکترونیک پرداختند و نشان دادند که بین سرمایه در گردش خالص و سودآوری رابطه معکوس وجود دارد. این تحقیق از نظر آماری نشان دهنده همبستگی یکنواختی (همیشه مثبت یا همیشه منفی) بین نقدینگی و سودآوری برای کل صنعت وجود ندارد.

**جان گارسیا و مارتینز سولانو (۲۰۰۷)**، تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری را مورد آزمون قرار دادند و اینگونه نتیجه گرفتند که مدیریت از طریق کاهش تعداد روزهای حساب‌های دریافتی و موجودی کالا (افزایش گردش آنها) می‌تواند برای شرکت ارزش ایجاد کند و نیز این کوتاه کردن چرخه تبدیل وجه نقد، سودآوری شرکت‌ها را بهبود می‌بخشد.

**پین کوتیز و همکاران (۲۰۰۶)**، در تحقیق خود به این نتیجه دست یافتند که ارتباط بین نقدینگی و ارزش شرکت در کشورهایی که حمایت سرمایه‌گذاری در آنها ضعیف است، نسبت به کشورهای دیگر خیلی ضعیف است.

**جان و همکاران (۲۰۰۳)**، به بررسی رابطه بین نقدینگی و بازده سهام در کشورهای در حال توسعه پرداخته‌اند. آن‌ها داده‌های مربوط به ۲۷ بازار سهام در حال توسعه را طی دوره از ژوئن ۱۹۹۲ تا دسامبر ۱۹۹۹ بررسی کرده‌اند. آن‌ها دریافتند که بازده سهام در کشورهای در حال توسعه دارای همبستگی معناداری با نقدینگی بازار که در قالب نسبت گردش معاملات، ارزش معاملاتی و ضریب نوسانات گردش معاملات اندازه‌گیری شده است، می‌باشد. نتایج در هر دو روش آنالیز مقطعی و سری زمانی بدست آمده است و حتی پس از کنترل بتای بازار جهانی و سرمایه‌گذاری در بازار و نسبت بازار به ارزش دفتری از شدت لازم برخوردار بودند.

**دلوف (۲۰۰۳)**، به بررسی این موضوع پرداخت که آیا مدیریت سرمایه در گردش، سودآوری شرکت‌های بلژیکی را تحت تاثیر قرار می‌دهد؟ وی به این نتیجه دست یافت که بین سود عملیاتی ناخالص و سه متغیر گردش حساب‌های دریافتی، گردش حساب‌های پرداختی و گردش موجودی کالا ارتباط منفی معناداری وجود دارد.

**بویل و گودری (۲۰۰۳)**، معتقدند که سطح بالایی از پول نقد برای سرمایه‌گذاری بالقوه ضروری است. در واقع موجودی نقدی ارزش شرکت‌ها را از طریق کاستن از هزینه‌های تامین مالی افزایش می‌دهد و بر تعداد سرمایه‌گذاری‌های پر ریسک که ایجادکننده ارزش هستند می‌افزاید.

**وانگ (۲۰۰۲)**، ارتباط مدیریت نقدینگی با سودآوری و ارزش شرکت در شرکت‌های تایوانی و ژاپنی را مورد مطالعه قرار داد. این تحقیق بر روی ۱۵۵۵ شرکت ژاپنی و ۳۷۵ شرکت تایوانی در طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۹۶ انجام گرفت. نتایج این تحقیق نشان داد که ارتباط منفی و معنی‌داری بین دوره گردش وجه نقد و نسبت‌های سودآوری (نسبت بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت بازده دارایی‌ها) وجود دارد. همچنین آنها دریافتند که ریسک‌پذیری در مدیریت نقدینگی با کاهش دوره گردش وجه نقد اتفاق می‌افتد، باعث بهبود عملکرد شرکت و در نتیجه افزایش ارزش شرکت‌ها می‌گردد.

**هارفورد (۱۹۹۹)**، نیز نشان داد که شرکت‌های با نقدینگی بیشتر ارزش بیشتری به دست می‌آورند. **اسمیت و بگمن (۱۹۹۷)**، ارتباط بین سرمایه در گردش و نسبت بازده دارایی‌ها را مورد مطالعه قرار دادند. آنها تحقیق خود را بر روی ۱۳۵ شرکت از شرکت‌های بورس اوراق بهادار ژوهانسبورگ در فاصله سال‌های ۱۹۸۴ تا ۱۹۹۳ انجام دادند. این پژوهشگران از نسبت‌های جاری، سریع، دوره گردش وجه نقد، خالص چرخه تجاری و نسبت خالص وجوه بر کل دارایی‌ها به عنوان شاخص‌های نقدینگی و نسبت بازده دارایی‌ها به عنوان شاخص سودآوری جهت بررسی ارتباط بین نقدینگی و سودآوری استفاده نمودند.

**موس و استین (۱۹۹۳)**، ارتباط بین نسبت‌های جاری و سریع را با دوره گردش وجه نقد در فاصله سال‌های ۱۹۹۰-۱۹۷۱ در شرکت‌های آمریکایی مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. آنها در تحقیق خود دریافتند که ارتباط بین دوره گردش وجه نقد با نسبت‌های جاری و سریع مثبت و معنی‌دار می‌باشد. این ارتباط مثبت نشان می‌دهد که اگرچه افزایش نسبت‌های جاری و سریع مطلوب به نظر می‌رسد، اما سرمایه‌گذاری زیاد در سرمایه در گردش که همزمان باعث افزایش طول دوره گردش وجه نقد می‌گردد منجر به ایجاد مشکلات جدی برای شرکت می‌گردد و لازم است که موقعیت نقدینگی بطور دقیق‌تری مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد.

**کاما (۱۹۸۹)**، به این نتیجه رسید که ارتباط معناداری بین چرخه تجاری خالص و چرخه تبدیل وجه نقد وجود دارد و او ارتباط بین نسبت‌های نقدینگی را تبیین و سودآوری شرکت‌ها را اندازه‌گیری نمود. تمرکز روی شرکت‌های بزرگ در شش صنعت خرده‌فروشی طی سال‌های ۱۹۸۴-۱۹۷۰ مورد بررسی قرار گرفت و نتایج بدین صورت دربر داشت که ارتباط مثبت معنی‌داری بین نسبت‌های جاری و سریع با سودآوری شرکت‌ها وجود دارد و چرخه خالص تجاری اطلاعات یکسانی را همانند

چرخه تبدیل وجه نقد فراهم می‌کند. همچنین هر دو چرخه ارتباط منفی با میزان سودآوری شرکت‌ها دارند. در نتیجه کاما به این نتیجه رسید که هر کدام از این نسبت‌ها اطلاعات ارزنده و راهنمای مفیدی در وضعیت نقدینگی شرکت‌ها ارائه می‌دهند که استفاده از هر یک از نسبت‌های فوق را در شرکت‌ها توصیه می‌کند و هر کدام از اینها بینش و تأثیرات متمایزی از مدیریت سرمایه در گردش به دست می‌دهد.

### آمار توصیفی

هنگامی که توده‌ای از اطلاعات کمی برای تحقیق گردآوری می‌شود، ابتدا سازماندهی و خلاصه کردن آنها به طریقی که به صورت معنی‌داری قابل درک و ارتباط باشند، ضروری است. روش‌های آمار توصیفی به همین منظور بکار برده می‌شوند. غالباً مفیدترین و در عین حال اولین قدم در سازماندهی داده‌ها مرتب کردن داده‌ها براساس یک ملاک منطقی است و سپس استخراج شاخص‌های مرکزی و پراکندگی می‌باشد. در یک جمع بندی با استفاده مناسب از روش‌های آمار توصیفی می‌توان دقیقاً ویژگی‌های یک دسته از اطلاعات را بیان کرد. آمار توصیفی همیشه برای تعیین و بیان ویژگی‌های اطلاعات پژوهش‌ها به کار برده می‌شوند. در ابتدا آمارهای توصیفی داده‌های تحت مطالعه محاسبه می‌گردد.

جدول (۴-۱) آمار توصیفی متغیرهای مدل را نشان می‌دهد که شامل اطلاعات مربوط به میانگین، میانه، حداکثر، حداقل و انحراف معیار داده‌های تحقیق می‌باشد. مقادیر مذکور تنها شمایی کلی از وضعیت توزیع داده‌های تحقیق را ارائه می‌کند. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر ارزش سهام ۷/۴۴۵۷ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود میانه این متغیر ۷/۳۸۳۳ می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. همچنین پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است.

جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای مدل

نوع متغیر	متغیر	نماد	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
وابسته	ارزش سهام	P0	۷۰۲	۷/۴۴۵۷	۷/۳۸۳۳	۹/۱۱۲۴	۵/۰۹۳۳	۰/۴۵۶۵
	نسبت جاری	CR	۷۰۲	۰/۳۵۶۸	۰/۳۰۹۷	۱/۴۲۶۵	۰/۰۰۰۱۸	۰/۲۶۱۸۵
مستقل	نسبت آنی	QR	۷۰۲	۰/۷۴۰۸۳	۰/۵۸۷۱	۴/۵۷۲۷	۰/۰۰۵۶۵	۰/۶۲۲۹
	متوسط دوره وصول مطالبات	ACP	۷۰۲	۴/۳۷۸۱	۴/۵۶۸۴	۸/۱۳۳۸	۰/۰۹۳۳	۱/۰۶۲۵
	دوره گردش موجودی	ITID	۷۰۲	۳/۱۳۳۳	۳/۲۱۸۶	۷/۶۶۵۹	۰/۰۲۱۸۳	۱/۲۲۶۶
	متوسط دوره پرداخت بدهی	APP	۷۰۲	۲/۹۷۰۶	۳/۱۲۴۵	۸/۰۵۶۳	۰/۰۲۸۷۹	۱/۱۹۲۲
	چرخه تبدیل وجه نقد	CCC	۷۰۲	۴/۴۲۰۱	۴/۶۷۵۲	۷/۸۳۰۶	-۱/۶۱۹۹	۱/۱۵۲۴۲
	سودآوری	GOP	۷۰۲	۲/۲۳۳۶	۱/۹۶۱۲	۷/۱۸۱۹	۰/۳۵۶۵	۱/۱۱۰۵۸
کنترلی	اندازه شرکت	SIZE	۷۰۲	۲/۵۹۳۸	۲/۵۸۵۴	۲/۹۲۰۵	۲/۳۰۵۷	۰/۰۹۷۵۵

### آزمون فرضیه‌های پژوهش

در این قسمت، نتایج مربوط به آزمون فرضیه‌های تحقیق ارائه شده است. فرضیه‌های تحقیق، براساس روش پژوهش ارائه شده در فصل قبل مورد آزمون قرار گرفته‌اند. برای بررسی آزمون فرضیه، با استفاده از رگرسیون، مدل پژوهش را با متغیر وابسته متغیرهای مستقل تخمین می‌زنیم. برای آزمون فرضیات از داده‌های تجمعی ۱۱۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ و نرم‌افزار Eviews6 استفاده شده است. سؤالی که اغلب در مطالعات کاربردی مطرح می‌شود، این است که آیا شواهدی دال بر قابلیت ادغام شدن داده‌ها وجود دارد یا اینکه مدل برای تمام واحدهای مقطعی متفاوت است. لذا باید ابتدا بررسی شود که آیا بین مقاطع، ناهمگنی یا تفاوت‌های فردی وجود دارد یا خیر؟

در صورت وجود ناهمگنی، از روش داده‌های تابلویی و در غیر این صورت، از روش داده‌های تلفیقی با رویکرد حداقل مربعات معمولی (OLS) برای تخمین مدل استفاده می‌گردد.

H: داده‌های تلفیقی

H<sub>۱</sub>: داده‌های تابلویی



برای این منظور در آزمون هر یک از فرضیه‌ها، ابتدا آزمون F لیمر و در صورت نیاز آزمون هاسمن انجام می‌گیرد.

### آزمون F لیمر و هاسمن

قبل از ورود به بحث تخمین مدل، لازم است مشخص شود که آیا برای تخمین مدل می‌توان از روش پانل استفاده نمود، یا باید از روش حداقل مربعات معمولی استفاده کرد. آزمون چاو برای تعیین به کارگیری مدل اثرات ثابت در مقابل تلفیق کل داده‌ها (یکپارچه شده) انجام می‌شود. در آزمون چاو، فرضیه  $H_0$  یکسان بودن عرض از مبدأ (داده‌های تلفیقی) در مقابل فرضیه  $H_1$  ناهمسانی عرض از مبدأها (داده‌های تابلویی) قرار می‌گیرد همچنین برای تشخیص اینکه در برآورد مدل‌های پانل دیتا کدام روش (اثرات ثابت و اثرات تصادفی) مناسب می‌باشد، از آزمون هاسمن (۱۹۸۰) استفاده می‌شود. در این آزمون در صورت پذیرفته شدن  $H_0$  از مدل اثرات تصادفی استفاده می‌گردد. خلاصه نتایج آزمون F لیمر و هاسمن، به شرح جدول (۴-۵) ارائه شده است:

جدول ۲- آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

فرضیات	آماره F لیمر	احتمال	p-value	نتیجه	آماره هاسمن	احتمال	p-value	نتیجه
فرضیه ۱	۴/۵۵۳۶	۰/۰۰۰	$P < ۰/۰۰۵$	داده‌های تابلویی	۷/۳۲۱۱	۰/۰۶۲۳	$P \geq ۰/۰۰۵$	اثرات تصادفی
فرضیه ۲	۴/۵۲۶۷	۰/۰۰۰	$P < ۰/۰۰۵$	داده‌های تابلویی	۶/۷۰۷۳	۰/۰۸۱۸	$P \geq ۰/۰۰۵$	اثرات تصادفی
فرضیه ۳	۴/۵۷۸۳	۰/۰۰۰	$P < ۰/۰۰۵$	داده‌های تابلویی	۶/۵۴۶۹	۰/۰۸۷۸	$P \geq ۰/۰۰۵$	اثرات تصادفی
فرضیه ۴	۴/۱۲۴۳	۰/۰۰۰	$P < ۰/۰۰۵$	داده‌های تابلویی	۴/۷۶۴۷	۰/۱۸۹۹	$P \geq ۰/۰۰۵$	اثرات تصادفی
فرضیه ۵	۴/۵۲۰۵	۰/۰۰۰	$P < ۰/۰۰۵$	داده‌های تابلویی	۶/۳۹۵۱	۰/۰۹۳۹	$P \geq ۰/۰۰۵$	اثرات تصادفی
فرضیه ۶	۳/۸۳۲۹	۰/۰۰۰	$P < ۰/۰۰۵$	داده‌های تابلویی	۵/۴۲۵۲	۰/۱۴۳۲	$P \geq ۰/۰۰۵$	اثرات تصادفی

در تمامی فرضیات با توجه به اینکه مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر با صفر می‌باشد، فرض صفر رد شده ( $p\text{-value} \leq ۰/۰۰۵$ ) و روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود. همچنین در تمامی فرضیات تحقیق با توجه به مقدار p-value به دست آمده از آزمون هاسمن که بزرگتر از ۰/۵

می‌باشد، فرض صفر آزمون هاسمن پذیرفته شده و در نتیجه روش اثرات تصادفی پذیرفته می‌شود.

### تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها

**فرضیه اول:** نسبت جاری همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد.

$$PO_{it} = \beta_0 + \beta_1 CR_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GOP_{it} + \epsilon_{it}$$

برای آزمون این مطلب، فرضیه صفر و یک به صورت زیر تعریف شده است:

$H_0$ : بین نسبت جاری و ارزش سهام همبستگی مثبتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران وجود ندارد.

$H_1$ : بین نسبت جاری و ارزش سهام همبستگی مثبتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران وجود دارد.

جدول ۳ نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول

متغیرها	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی استیودنت	معناداری
C	۵/۹۸۹۵	۱/۰۴۸۵۸	۵/۷۱۱۹۴	۰/۰۰۰۰
CR	-۰/۰۵۱۷۷	۰/۰۶۵۴۵	-۰/۷۹۱۱۵	۰/۴۲۹۲
GOP	-۰/۰۶۸۱۲	۰/۰۱۹۹۱	-۳/۴۲۲۶	۰/۰۰۰۷
SIZE	۰/۶۳۱۸۳	۰/۴۰۲۸۶	۱/۵۶۸۳۷	۰/۱۱۷۴
آماره دوربین واتسون		۱/۷۳	Adjusted R-squared	
Prob(F-statistic)		۰/۰۰۰	۰/۴۸	

مدل خروجی فرضیه ۱:

$$PO = 5/9895 - 0/06812 GOP$$

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون به شرح نگاره فوق، مشاهده می‌شود که مقدار P-Value مربوط به آماره F(prob (F-statistic)) که بیانگر معنی‌دار بودن کل رگرسیون است، برابر ۰/۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده  $R^2$  برابر ۰/۴۸ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۴۸٪ از تغییرات متغیر وابسته با

متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است، که نشان دهنده قدرت توضیح‌دهندگی نسبتا خوبی از این رگرسیون است. همچنین آماره دوربین واتسون برابر با  $1/73$  می‌باشد که این مقدار در فاصله  $1/5$  تا  $2/5$  نشان از عدم همبستگی بین متغیرها می‌باشد.

همانگونه که در جدول (۴-۶) ملاحظه می‌شود، ضریب متغیر مستقل نسبت جاری با  $0/05177$  - و عدد معناداری (Prob) آن  $0/4292$  می‌باشد. با توجه به آماره  $t$  و  $p$ -Value این متغیر، نتایج نشانگر عدم معنی‌داری این ضریب در سطح خطای  $5$  درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که بین نسبت جاری و ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ی معناداری وجود ندارد. در نتیجه فرض  $H_0$  تحقیق پذیرفته می‌شود و فرض  $H_1$  مبنی بر معنی‌دار بودن فرضیه تحقیق رد می‌شود.

**فرضیه دوم:** نسبت آتی همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد.

$$PO_{it} = \beta_0 + \beta_1 QR_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GOP_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون این مطلب، فرضیه صفر و یک به صورت زیر تعریف شده است:

$H_0$ : بین نسبت آتی و ارزش سهام همبستگی مثبتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران وجود ندارد.

$H_1$ : بین نسبت آتی و ارزش سهام همبستگی مثبتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران وجود دارد.

جدول ۴- نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه دوم

متغیرها	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی استیودنت	معناداری
C	۶/۰۲۹۸۹	۱/۰۴۷۴۹	۵/۷۵۶۵۳	۰/۰۰۰۰
QR	-۰/۰۳۶۷۷	۰/۰۲۹۷۱	-۱/۲۳۷۶۳	۰/۲۱۶۴
GOP	-۰/۰۶۰۱۳	۰/۰۱۹۸۶	-۳/۰۲۷۸۵	۰/۰۰۲۶
SIZE	۰/۶۱۳۸	۰/۴۰۲۹۱	۱/۵۲۳۵۵	۰/۱۲۸۲
آماره دوربین واتسون		۱/۷۴	Adjusted R-squared	
Prob(F-statistic)		۰/۰۰۰	۰/۴۸	

مدل خروجی فرضیه ۲:

$$PO = 6/02989 - 0/06013 \text{ GOP}$$

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون به شرح نگاره فوق، مشاهده می‌شود که مقدار P-Value مربوط به آماره F (F-statistic) که بیانگر معنی‌دار بودن کل رگرسیون است، برابر ۰/۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده  $R^2$  برابر ۰/۴۸ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۴۸٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است، که نشان‌دهنده قدرت توضیح‌دهندگی نسبتاً خوبی از این رگرسیون است. همچنین آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۷۴ می‌باشد که این مقدار در فاصله ۱/۵ تا ۲/۵ نشان از عدم همبستگی بین متغیرها می‌باشد.

همانگونه که در جدول ۴ ملاحظه می‌شود، ضریب متغیر مستقل نسبت آتی با ۰/۳۶۷۷- و عدد معناداری (Prob) آن ۰/۲۱۶۴ می‌باشد. با توجه به آماره t و p-Value این متغیر، نتایج نشانگر عدم معنی‌داری این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که بین نسبت آتی و ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ی منفی و عدم معناداری وجود دارد. در نتیجه فرض  $H_0$  تحقیق پذیرفته می‌شود و فرض  $H_1$  مبنی بر معنی‌دار بودن فرضیه تحقیق رد می‌شود.

**فرضیه سوم:** متوسط دوره وصول مطالبات همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد.

$$PO_{it} = \beta_0 + \beta_1 ACP_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GOP_{it} + \epsilon_{it}$$

برای آزمون این مطلب، فرضیه صفر و یک به صورت زیر تعریف شده است:

$H_0$ : بین متوسط دوره وصول مطالبات و ارزش سهام همبستگی مثبتی در شرکت‌های پذیرفته شده

در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد.

$H_1$ : بین متوسط دوره وصول مطالبات و ارزش سهام همبستگی مثبتی در شرکت‌های پذیرفته شده

در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون به شرح نگاره فوق، مشاهده می‌شود که مقدار P-Value مربوط به آماره F (F-statistic) که بیانگر معنی‌دار بودن کل رگرسیون است، برابر ۰/۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده  $R^2$  برابر ۰/۴۹ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۴۹٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است، که نشان‌دهنده قدرت توضیح‌دهندگی نسبتاً خوبی از این

رگرسیون است. همچنین آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۶۷ می‌باشد که این مقدار در فاصله ۱/۵ تا ۲/۵ نشان از عدم همبستگی بین متغیرها می‌باشد.

جدول ۵- نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه سوم

متغیرها	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی استیودنت	معناداری
C	۵/۹۴۰۶۲	۱/۰۴۵۶۴	۵/۶۸۱۳۱	۰/۰۰۰۰
ACP	۰/۰۳۳۲۶	۰/۰۲۱۲۳	۱/۵۶۶۵۹	۰/۰۴۲۵
GOP	-۰/۰۷۳۹۹	۰/۰۱۹۸۹	-۳/۷۱۸۷	۰/۰۰۰۲
SIZE	۰/۵۹۳۹۹	۰/۴۰۴۸۹	۱/۴۶۷۰۴	۰/۱۴۳۰
آماره دوربین واتسون		۱/۶۷	Adjusted R-squared	
Prob(F-statistic)		۰/۰۰۰	۰/۴۹	

مدل خروجی فرضیه ۳:

$$PO = 5/94062 + 0/03326ACP - 0/07399GOP$$

همانگونه که در جدول ۵ ملاحظه می‌شود، ضریب متغیر مستقل متوسط دوره وصول مطالبات با ۰/۰۳۳۲۶ و عدد معناداری (Prob) آن ۰/۰۴۲۵ می‌باشد. با توجه به آماره t و p-Value این متغیر، نتایج نشانگر معناداری این ضریب در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که بین متوسط دوره وصول مطالبات و ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ی مثبت و معناداری وجود دارد. در نتیجه فرض  $H_0$  تحقیق رد می‌شود و فرض  $H_1$  مبنی بر معنی-دار بودن فرضیه تحقیق پذیرفته می‌شود.

**فرضیه چهارم:** دوره گردش موجودی همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد.

$$PO_{it} = \beta_0 + \beta_1 ITTD_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GOP_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون این مطلب، فرضیه صفر و یک به صورت زیر تعریف شده است:

$H_0$ : بین دوره گردش موجودی و ارزش سهام همبستگی مثبتی در شرکت‌های پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد.

$H_1$ : بین دوره گردش موجودی و ارزش سهام همبستگی مثبتی در شرکت‌های پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

جدول ۶- نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه چهارم

متغیرها	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی استیودنت	معناداری
C	۵/۰۰۱۳	۱/۱۶۰۱۶	۴/۳۱۰۸۷	۰/۰۰۰۰
ITID	۰/۰۴۳۶۲	۰/۰۱۵۲۹	۰/۳۰۸۵	۰/۰۳۳۵
GOP	-۰/۰۶۰۵۲	۰/۰۲۱۱۳	-۲/۸۶۳۷	۰/۰۰۴۴
SIZE	۱/۰۰۰۳۱	۰/۴۴۷۲۸	۲/۲۳۶۴	۰/۰۲۵۸
آماره دورین واتسون		۱/۷۴	Adjusted R-squared	
Prob(F-statistic)		۰/۰۰۰	۰/۴۷	

مدل خروجی فرضیه ۴:

$$PO = 5/0013 + 0/04362ITID - 0/06052 GOP + 1/00031 SIZE$$

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون به شرح نگاره فوق، مشاهده می‌شود که مقدار P-Value مربوط به آماره F (prob (F-statistic)) که بیانگر معنی‌دار بودن کل رگرسیون است، برابر ۰/۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده  $R^2$  برابر ۰/۴۷ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۴۷٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است، که نشان‌دهنده قدرت توضیح‌دهندگی نسبتاً خوبی از این رگرسیون است. همچنین آماره دورین واتسون برابر با ۱/۷۴ می‌باشد که این مقدار در فاصله ۱/۵ تا ۲/۵ نشان از عدم همبستگی بین متغیرها می‌باشد.

همانگونه که در جدول ۶ ملاحظه می‌شود، ضریب متغیر مستقل دوره گردش موجودی با ۰/۰۴۳۶۲ و عدد معناداری (Prob) آن ۰/۰۳۳۵ می‌باشد. با توجه به آماره t و p-Value این متغیر، نتایج نشانگر معناداری این ضریب در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که بین دوره گردش موجودی و ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ی مثبت و معناداری وجود دارد. در نتیجه فرض  $H_0$  تحقیق رد می‌شود و فرض  $H_1$  مبنی بر معنی‌دار بودن فرضیه تحقیق پذیرفته می‌شود.

فرضیه پنجم: متوسط دوره پرداخت بدهی همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد.

$$PO_{it} = \beta_0 + \beta_1 APP_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GOP_{it} + \epsilon_{it}$$

برای آزمون این مطلب، فرضیه صفر و یک به صورت زیر تعریف شده است:

H: بین متوسط دوره پرداخت بدهی و ارزش سهام همبستگی مثبتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد.

H<sub>1</sub>: بین متوسط دوره پرداخت بدهی و ارزش سهام همبستگی مثبتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

جدول ۷- نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه پنجم

متغیرها	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی استیودنت	معناداری
C	۶/۱۳۵۳	۱/۰۵۰۴	۵/۸۴۰۹	۰/۰۰۰۰
APP	۰/۰۰۵۸	۰/۰۱۹۱۳	۰/۳۰۶۰۱	۰/۷۵۹۷
GOP	۰/۰۶۷۹	۰/۰۲۰۳۵	-۳/۳۳۷۸	۰/۰۰۰۹
SIZE	۰/۵۵۸۶	۰/۴۰۶۰۱	۱/۳۷۵۸	۰/۱۶۹۵
آماره دوربین واتسون		۱/۷۳	Adjusted R-squared	
Prob(F-statistic)		۰/۰۰۰	۰/۴۷	

مدل خروجی فرضیه ۵:

$$PO = 6/1353 + 0/0679 \text{ GOP}$$

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون به شرح نگاره فوق، مشاهده می‌شود که مقدار P-Value مربوط به آماره F(prob (F-statistic)) که بیانگر معنی‌دار بودن کل رگرسیون است، برابر ۰/۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده R<sup>۲</sup> برابر ۰/۴۷ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۴۷٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است، که نشان‌دهنده قدرت توضیح‌دهندگی نسبتاً خوبی از این رگرسیون است. همچنین آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۷۳ می‌باشد که این مقدار در فاصله ۱/۵ تا ۲/۵ نشان از عدم همبستگی بین متغیرها می‌باشد.

همانگونه که در جدول ۷ ملاحظه می‌شود، ضریب متغیر مستقل دوره پرداخت بدهی با ۰/۰۰۵۸ و عدد معناداری (Prob) آن ۰/۷۵۹۷ می‌باشد. با توجه به آماره t و p-Value این متغیر، نتایج نشانگر عدم معنی‌داری این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که بین دوره پرداخت بدهی و ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ی معناداری

وجود ندارد. در نتیجه فرض  $H_0$  تحقیق پذیرفته می‌شود و فرض  $H_1$  مبنی بر معنی‌دار بودن فرضیه تحقیق رد می‌شود.

**فرضیه ششم:** چرخه تبدیل وجه نقد همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد.

$$PO_{it} = \beta_0 + \beta_1 CCC_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GOP_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون این مطلب، فرضیه صفر و یک به صورت زیر تعریف شده است:

$H_0$ : بین چرخه تبدیل وجه نقد و ارزش سهام همبستگی مثبتی در شرکت‌های پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد.

$H_1$ : بین چرخه تبدیل وجه نقد و ارزش سهام همبستگی مثبتی در شرکت‌های پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

جدول ۸- نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه ششم

متغیرها	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی استیودنت	معناداری
C	۴/۲۰۳۹	۱/۱۶۶۸	۳/۶۰۲۷	۰/۰۰۰۳
CCC	۰/۰۰۵۷	۰/۰۱۷۶۶	۰/۳۲۱۲	۰/۰۲۶۴
GOP	-۰/۰۷۲۴	۰/۰۲۱۶	-۳/۳۴۹۳	۰/۰۰۰۹
SIZE	۱/۳۰۹۱	۰/۴۵۱۱	۲/۹۰۱۹	۰/۰۰۳۹
آماره دورین واتسون		۱/۸۳	Adjusted R-squared	
Prob(F-statistic)		۰/۰۰۰	۰/۴۶	

مدل خروجی فرضیه ۶:

$$PO = 4/2039 + 0/0057 CCC - 0/0724 GOP + 1/3091SIZE$$

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون به شرح نگاره فوق، مشاهده می‌شود که مقدار P-Value

مربوط به آماره  $F(\text{prob}(F\text{-statistic}))$  که بیانگر معنی‌دار بودن کل رگرسیون است، برابر

۰/۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. ضریب تعیین

تعدیل شده  $R^2$  برابر ۰/۴۶ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۴۶٪ از تغییرات متغیر وابسته با

متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است، که نشان‌دهنده قدرت توضیح‌دهندگی نسبتاً خوبی از این

رگرسیون است. همچنین آماره دورین واتسون برابر با ۱/۸۳ می‌باشد که این مقدار در فاصله ۱/۵ تا

۲/۵ نشان از عدم همبستگی بین متغیرها می‌باشد.



همانگونه که در جدول ۸ ملاحظه می‌شود، ضریب متغیر مستقل چرخه تبدیل وجه نقد با  $0/0057$  و عدد معناداری (Prob) آن  $0/0264$  می‌باشد. با توجه به آماره  $t$  و  $p$ -Value این متغیر، نتایج نشانگر معنی‌داری این ضریب در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که بین چرخه تبدیل وجه نقد و ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ی مثبت و معناداری وجود دارد. در نتیجه فرض  $H_0$  تحقیق رد می‌شود و فرض  $H_1$  مبنی بر معنی‌دار بودن فرضیه تحقیق پذیرفته می‌شود.

با بررسی ادبیات تحقیق مفاهیم پایه استخراج گردید و مبنای طراحی فرضیه‌ها قرار گرفت، سپس آزمون‌های آماری انجام شد و یافته‌های تحقیق به دست آمد. در این فصل با بهره‌گیری از یافته‌های پژوهش، ابتدا به ارزیابی و تشریح نتایج آزمون فرضیه‌ها می‌پردازیم و سپس به ارائه پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی و محدودیت‌های تحقیق خواهیم پرداخت. با توجه به مدل‌های برآوردی در فصل چهارم و تجزیه و تحلیل آن‌ها، نتایج فرضیه‌های تحقیق، به شرح زیر می‌باشد:

جدول ۹ خلاصه نتایج

نتایج	فرضیات
رد فرضیه	نسبت جاری همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت دارد.
رد فرضیه	نسبت آتی همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد.
تأیید فرضیه	متوسط دوره وصول مطالبات همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد.
تأیید فرضیه	دوره گردش موجودی همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد.
رد فرضیه	متوسط دوره پرداخت بدهی همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد.
تأیید فرضیه	چرخه تبدیل وجه نقد همبستگی مثبتی با ارزش سهام شرکت‌ها دارد.

### نتیجه‌گیری

معمولاً یکی از اساسی‌ترین و مهم‌ترین بخش هر تحقیق، نتیجه‌گیری و ارائه راهکار جهت بهبود بخشیدن به مسئله‌ای است که تحقیق جهت آن طراحی شده است. با توجه به آنچه در فصل‌های اول تا چهارم در مورد پیشینه تحقیق و یافته‌های مدل بدست آمده است، اکنون مصمم هستیم تا با نتیجه‌گیری از یافته‌ها و ارائه پیشنهاداتی چند، این پژوهش را به پایان ببریم. امید است گامی هر چند کوچک در اعتلای دانش مدیریت مالی و کمک به سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیرندگان این حوزه از دانش برداشته باشیم.

هدف کلی این تحقیق بررسی تأثیر عمده‌ترین محرک‌های ارزش بر ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، که در این مطالعه از اطلاعات ۱۱۷ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در طی بازه زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ استفاده گردید، که برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از مدل رگرسیونی چند متغیره استفاده شده است. که در این مطالعه از معیار ارزش سهام به عنوان متغیر وابسته انتخاب شده، تا ارتباط متغیرهای مستقل (نسبت جاری، نسبت آنی، متوسط دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی، متوسط دوره پرداخت بدهی، چرخه تبدیل وجه نقد) و متغیرهای کنترلی (سودآوری، اندازه شرکت) را بسنجند.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها با استفاده از شرکت‌های نمونه نشان می‌دهد که از بین نسبت‌های نقدینگی (نسبت جاری و نسبت آنی) انتخاب شده هیچکدام رابطه معنی‌داری با ارزش سهام شرکت‌ها ندارند، از طرف دیگر از بین نسبت‌های سرمایه در گردش (متوسط دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی، متوسط دوره پرداخت بدهی و چرخه تبدیل وجه نقد)، تنها متوسط دوره پرداخت بدهی نتوانست ارتباط معناداری را با ارزش سهام شرکت‌ها برقرار کند. از طرف دیگر رابطه معکوس و معنادار سودآوری در تمامی مدل‌های تحقیق مبین این مطلب است که کاهش در سودآوری موجب افزایش در ارزش سهام شده و در نهایت منجر به افزایش سودآوری می‌گردد. همچنین بین اندازه شرکت و ارزش سهام شرکت‌ها رابطه‌ی معناداری ملاحظه نگردید. امید است نتایج حاصل از پژوهش حاضر راهگشای تصمیم‌گیری‌های مهم اقتصادی برای گروه‌های مختلف ذینفع، به ویژه سرمایه‌گذاران باشد.

## منابع

۱. بهارمقدم، مهدی «و همکاران». (۱۳۹۰). "بررسی اثرات مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله حسابداری مدیریت، شماره دهم، سال چهارم.
۲. حاتمی، رامین (۱۳۹۲)، "بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد همدان.

۳. حافظ‌نیا، محمد. (۱۳۸۵). "مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی". چاپ دوازدهم، تهران، سازمان مطالعه و تدوین کتب درسی علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
۴. خاکی، غلامرضا. (۱۳۸۸). "روش تحقیق با رویکردی به پایان‌نامه نویسی". چاپ پنجم، انتشارات بازتاب.
۵. خدادادی، ولی، کارگرپور، خاطره. (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین جریان نقد عملیاتی و نسبت‌های نقدینگی با بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه حسابداری مالی، شماره ۱، سال اول، صص ۶۰-۷۵.
۶. خرم‌نژاد، مصطفی (۱۳۸۷)، "بررسی عملیات مدیریت سرمایه در گردش و عوامل موثر بر آن"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه فردوسی مشهد.
۷. رضازاده، جواد، حیدریان، جعفر. (۱۳۸۹). "تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های ایرانی"، تحقیقات حسابداری، شماره ۷، سال دوم.
۸. رضایی، فرزین، پیری، عبدالله. (۱۳۹۰). "تاثیر ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت‌ها"، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۱۱، سال سوم، صص ۱۵۵-۱۷۴.
۹. رهنمای رودپشتی، فریدون، کیائی، علی. (۱۳۸۷). "بررسی و تبیین استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پژوهش دانش و پژوهش حسابداری، شماره ۱۳، سال چهارم، صص ۶۰-۷۰.
۱۰. ستایش، محمدحسین «و همکاران». (۱۳۸۸). "بررسی تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات حسابداری، شماره ۲۳.
۱۱. ستایش، محمدحسین، منصوری، امید. (۱۳۸۹). "بررسی ارتباط بین سرمایه در گردش و اجزای مختلف سود حسابداری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۲، شماره ۸، صص ۱-۲۴.
۱۲. سرمد، زهره «و همکاران». (۱۳۸۴). "روش‌های تحقیق در علوم رفتاری". چاپ یازدهم، تهران، انتشارات آگه.

۱۳. شباهنگ، رضا. (۱۳۷۳). "مدیریت سرمایه و بودجه نقدی (چارچوب بودجه جامع)"، مجله حسابداری، شماره ۱۱، سال نهم، ۸۰-۹۲.
۱۴. صفری، حسین. (۱۳۸۹). "بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده مدیریت و حسابداری.
۱۵. طالقانی، محمد، مهدی‌پور، سیما. (۱۳۹۱). "بررسی رابطه بین نسبت‌های مالی و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله حسابداری و حسابرسی، شماره نهم، سال دوم، صص ۷۳-۸۶.
۱۶. طرقة، سهیلا. (۱۳۸۷). "بررسی اثرات مدیریت سرمایه در گردش بر شرکت‌های کوچک و متوسط ایرانی"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء.
۱۷. فدایی‌نژاد، محمداسماعیل، عنایتی، سحر. (۱۳۸۳). "بررسی و تبیین مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، مدیریت مالی، دانشگاه شهید بهشتی.
۱۸. قالیباف اصل، حسن «و همکاران»، (۱۳۹۳)، "مدیریت مالی پیشرفته"، انتشارات بورس.
۱۹. نمازی، محمد، رستمی، نورالدین. (۱۳۸۵). "بررسی رابطه بین نسبت‌های مالی و نرخ بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۴، صص ۱۰۵-۱۲۷.
۲۰. یعقوب‌نژاد، احمد «و همکاران» (۱۳۸۹)، "ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، شماره دوم، صص ۱۱۷-۱۳۷.
21. Bardia, S.C (1988) "working capital Management". Japur pointer publisher, pp32-38.
22. Belt, B (1980), "Working Capital Policy and Liquidity in the Small Business", Journal of Small Business Management, PP.4351.
23. Boyle, G.W. and Guthrie. G. A. (2003), "Investment Uncertainty and Liquidity", Journal of finance, Vol.58: pp.43-66.

24. Chiu, J, R. Cheng, L (2005). "The Dererminants of Working Capital Management", The Journal of American Academy of Business, Cambridge, Vol.10, No. 1, PP. 149-155.
25. Deloof, M,(2003), " Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian firms?"Journal of Business finance & Accounting, Vol.30&4, 573-587.
26. F. Samiloglue and K. Demirnes, (2008), "The Effect of Working Capital Management on Firm Profitability: Evidence From Turkey ", The International Journal of Applied Economics and Finance.
27. Filbeck, G, Krueger, T, Preece, D, (2007). "Working Capital Survey" Do Selected Firms Work for Shareholders", Quarterly Journal of Business and Economics, Vol.46, No. 2, PP.322.
28. Gundavelli, V, (2006). "7 Steps to Elevating Working Capital Performance", Financial Executive, Vol. 22, No. 4, PP. 52-54.
29. Harford, J. (1999), ' Corporate Cash Reserves and Acquisitions", Journal of finance, Vol.54: pp. 19.69-97.
30. Havoutis, N (2003). "Profitability in the Balance". AFP Exchang, Vol.23, No. 6, PP. 34-38.
31. Juan Garcia – Teruel.P.and Martinez- Solan, P, (2007), " Effects of working capital management on SME profitability", International Journal of managerial finance, Vol.3, No.2,164-197.
32. Juan, S.,A. Marathe, h. shawky,(2003), " Liquidity and stock returns in emerging equity markets", Emerging Markets Review4, pp.1-24, [www.elsivier.com/bcate/econbase](http://www.elsivier.com/bcate/econbase).
33. Kamath, (1989), "How Usefull are Common Liquidity Measures?", Journal of Cash Management, PP. 24-28.
34. Long M. S., Malitz, I. B. and Ravid, S. A. (1993). "Trade Credit, Quality Guarantees, and Product Marketability, Financial Management.
35. Moss, D. J. and B. Stine, (1993), "Cash Conversion Cycle and Firm Size: A Study Of Retail Firms", Managerial Finance, Vol. 19, Issue8.
36. Polak, P Kocurek, K (2007). "Cash and Working Capital Management in the Czech Republic". Investment Management & Financial Innovations, Vol. 4, No. 1, PP. 17-30.

37. Raheman and Nasr, (2007), "Working Capital Management and Profitability Case of Pakistan Firms", International Review of Business Research Papers, Vol. 3, PP. 279-300.
38. Rehn, E.(2012)."Effects of working capital management on company profitability", Master's Thesis. Hanken schoole of Economics. [www.google.com](http://www.google.com)
39. Smith, M. B. And E. Begemann, (1997), "Measuring Associations Between Working Capital and Return or Investment". South African Journal of Business Management, PP. 4-5.
40. Vishnani, S. and Kr. Shah, b., (2007), "Impact of Working Capital Management Policies on Corporate Performance An Empirical Study", Global Business Review, Vol. 8, No. 2, 267-281.
41. Wang, (2002), "Liquidity Management Operating Performance and Corporate Value: Evidence Form Japan and Taivan", Journal of Multinational Finance Management, No. 12, PP. 169.