

## نقش دسترسی به تسهیلات بانکی در مدیریت سرمایه در گردش شرکتی

زهرا نصیری<sup>۱</sup>  
رویا دارابی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۴/۱۸

تاریخ دریافت: ۹۶/۱۲/۰۷

---

### چکیده

یکی از مباحث بسیار مهم در حیطه مدیریت مالی، مدیریت سرمایه در گردش می‌باشد که نقش قابل توجهی در بقا و رشد واحد تجاری ایفا می‌نماید. هدف این پژوهش بررسی تأثیر تغییر در دسترسی به تسهیلات کوتاه‌مدت بانکی بر مدیریت سرمایه در گردش شرکتی می‌باشد. در این مطالعه از داده‌های ۵۲ شرکت تولیدی فعال در بخش صنعت در دوره زمانی ۸۵-۹۵ در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است، برای این منظور از روش شبه درست‌نمایی داده‌های پنلی استفاده گردید؛ که در راستا تأثیر تغییر در تسهیلات کوتاه‌مدت بانکی بر اجزاء سرمایه در گردش شامل موجودی نقد، دریافتی‌ها، موجودی مواد و کالا، سایر دارایی‌های جاری (پیش‌پرداخت‌ها و سفارشات)، اعتبار تجاری (پرداختی‌ها) و سایر بدهی‌های جاری بررسی شد. نتایج پژوهش نشان داد تغییر در دسترسی تسهیلات بانکی به‌طور قابل ملاحظه‌ای بر برخی از معیارهای سیاست سرمایه در گردش شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد و این تأثیرات در شرکت‌های که بیشتر یا کمتر وابسته به تسهیلات بانکی هستند متفاوت است.

**واژه‌های کلیدی:** تسهیلات بانکی، مدیریت سرمایه در گردش، روش شبه درست‌نمایی.

---

۱- دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران جنوب، تهران، ایران.

۲- دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران جنوب، تهران، ایران (نویسنده مسئول). Royadarabi110@yahoo.com

## ۱- مقدمه

بانک‌ها همواره نقش مهمی در تأمین مالی فعالیت‌های عملیاتی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها داشته‌اند و کسب منابع از این طریق برای شرکت‌ها اهمیت ویژه‌ای دارد. پژوهش‌ها نشان داده‌اند تأمین مالی بانکی یکی از عوامل بالقوه اثرگذار بر تصمیمات مدیر در حوزه مدیریت است (بانکر و فانگ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳). آنچه مدیران را به جذب چنین منابعی تشویق می‌کند، تمایل آن‌ها به کسب قدرت، شهرت و منفعت است. هرچه وجوه نقد آزاد و منابع در دسترس مدیران زیاد شود، مشاهده رفتارهای فرصت‌طلبانه از سوی آن‌ها محتمل‌تر خواهد بود (هوکو و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵). اگرچه مدیر در کنار اعمال قضاوت می‌تواند با اتکا به قدرت تصمیم‌گیری خود در ارتباط با زمان‌بندی تأمین منابع و ساختار آن‌ها، نیز عملکرد را مدیریت کند. چنانچه مدیر در تأمین مالی، انگیزه‌های فرصت‌طلبانه داشته باشد، آنگاه تلاش می‌کند با کاهش هزینه در دوره‌های کاهش درآمد، احتمال کسب منابع از طریق تأمین مالی را افزایش دهد. هرچه نرخ تأمین مالی بانکی در مقایسه با دیگر روش‌های تأمین مالی کمتر باشد، انگیزه مدیران برای کاهش رفتار نامتقارن هزینه به شکل فرصت‌طلبانه بیشتر است (بانکر و فانگ، ۲۰۱۳). بازار سرمایه از یک منظر به دو بازار اولیه و ثانویه تقسیم‌بندی می‌شود که در بازار اولیه، سهام و اوراق قرضه تازه منتشرشده مستقیماً از سوی دولت و یا شرکت‌ها عرضه می‌شود و چنانچه ارزش واقعی بالاتر از ارزش اسمی باشد، مابه‌التفاوت آن به‌عنوان سود عاید دولت یا شرکت منتشرکننده می‌شود. در بازار ثانویه سهام و اوراق قرضه برای خرید و فروش مجدد بین صاحبان خریداران مورد معامله قرار می‌گیرد. عمدتاً یکی از پایه‌های و الزامات اصلی شروع و ادامه فعالیت‌های اقتصادی، دسترسی به منابع مالی کافی جهت تأمین سرمایه‌گذاری ثابت و یا سرمایه در گردش بنگاه‌های اقتصادی است. به‌طور کلی برای تشکیل و تمرکز منابع مالی یا سرمایه در سطح بنگاه‌های اقتصادی، دو طریق عمده وجود دارد که عبارت‌اند از بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام. علاوه بر

این در یک دسته‌بندی کلی، می‌توان منابع تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی را به دودسته منابع درون بنگاهی و منابع خارج از بنگاه تقسیم‌بندی کرد. منظور از منابع درون بنگاهی در واقع آورده سهامداران و یا اندوخته‌های موجود در شرکت‌هاست که به‌منظور تأمین منابع مالی موردنیاز برای تأسیس، ادامه و یا توسعه فعالیت‌های بنگاه‌های اقتصادی مورد استفاده قرار می‌گیرد. منابع خارج از بنگاه نیز طیف وسیعی از ابزارهای بازار پول و سرمایه را شامل می‌شود که با توجه به گستردگی، میزان هزینه‌بر بودن و توسعه بازارهای مالی و همچنین متناسب با سطح آگاهی و دانش بنگاه‌های اقتصادی مورد استفاده قرار خواهد گرفت (شعبانی، ۱۳۸۸). در اقتصاد ایران رایج‌ترین منابع تأمین مالی از منابع خارج از بنگاه شامل تسهیلات بانکی، استقراض از بازارهای غیررسمی، استفاده از منابع اختصاص یافته در قالب طرح‌های دولتی از قبیل وجوه اداره شده و صندوق توسعه ملی و همچنین استفاده از ابزارهای مالی رایج در بازار سرمایه یعنی انتشار سهام و اوراق بهادار هستند. یکی از منابع عمده تأمین مالی کوتاه‌مدت در سطح خرد، استقراض و دریافت تسهیلات از بانک‌های تجاری است. در سیستم مالی اقتصاد ایران، دریافت تسهیلات برای وام‌های کوتاه‌مدت بر اساس عقود مربوطه (اجاره به‌شرط تملیک، مضاربه، مشارکت مدنی، فروش اقساطی مساقات) بین بانک و بنگاه اقتصادی انجام می‌پذیرد، اما در کشورهای صنعتی روش‌های دیگری وجود دارد که حسب مورد توسط واحدهای اقتصادی به کار گرفته می‌شود که می‌توان به وام‌های فصلی، اعتبار در حساب جاری اشاره کرد. بازار سرمایه با نقش انکارناپذیر خود در رشد و توسعه اقتصادی کشور، واسطه‌ای است تا شرکت‌ها با مراجعه به آن بتوانند سرمایه موردنیاز خود را تأمین کنند. فرایند تأمین مالی از جمله مسائلی است که در حوزه تصمیم‌گیری مدیریت حائز اهمیت است. فعالیت‌های تأمین مالی و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت و درنهایت، بر ثروت سهامداران مؤثر است (خانی و افشاری، ۱۳۹۱). سرمایه در گردش از اقلام مهم

به سبب استمرار آن در فعالیتهای روزمره کسب و کار است. از این رو، یکی از عوامل مهم تعیین کننده ارزش شرکت محسوب می شود. آغاز فعالیت و تداوم هر کسب و کار مستلزم سرمایه گذاری در سرمایه در گردش است. مدیریت بهینه سرمایه در گردش ضامن ارائه محصولات رقابت زیر و متعاقباً عملکرد مطلوب شرکت از یکسو و کاهش هزینه سرمایه از سوی دیگر است (دولو و محمودی، ۱۳۹۵). شرکتها باید سطوح کافی و مقدار مناسبی از سرمایه در گردش را برای ایفای تعهداتشان نگهداری کنند. سرمایه در گردش از مسائل حیاتی است که باید به طور شفاف قبل از تصمیم گیری های مالی در نظر گرفته شود، زیرا بخش جدایی ناپذیر از سرمایه گذاری است و دارای اثر مستقیم بر نقدینگی و عملکرد سازمان است (امامی و فرید، ۱۳۹۵). بخش عمده ای از برنامه ریزی مالی کوتاه مدت شرکتها شامل مدیریت وجه نقد، موجودی و حسابهای دریافتی است. مدیریت سرمایه در گردش مستلزم هردوی تصمیم گیری های کوتاه مدت و تأمین مالی، از جنبه دارایی ها و بدهی های جاری شرکت است. هدف، کسب اطمینان لازم نسبت به توانایی شرکت در ایجاد جریان وجوه نقد عملیاتی برای پرداخت بدهی های کوتاه مدت سررسید شده و هزینه های عملیاتی آینده است (واعظ و همکاران، ۱۳۹۲). جهانخانی و پارسائیان (۱۳۸۰)، بیان می کنند در اداره امور سرمایه در گردش یک واحد تجاری، استراتژی های گوناگونی وجود دارد که از تلفیق استراتژی های دارایی های جاری و استراتژی بدهی های جاری حاصل می شود. در مدیریت سرمایه در گردش با توجه به شرایط مختلف باید استراتژی های مناسب را برای شرکت انتخاب نمود تا بتواند به نحو مؤثر دارایی ها و بدهی های جاری یک واحد تجاری را اداره کرده و نیازهای تأمین مالی واحد تجاری به درستی تأمین شود. با توجه به آثار مثبت و منفی ناشی از سرمایه در گردش، باید تا جایی در سرمایه در گردش سرمایه گذاری شود که منافع آن بیش از ضررهای آن باشد و این به مفهوم حد بهینه سرمایه در گردش است. در نتیجه، شرکتها برای

دارایی های واحدها و بنگاه های اقتصادی تلقی می شود که در تصمیمات مالی نقش قابل توجهی دارد. توسعه کمی و کیفی فعالیت های تجاری، توسعه کمی و کیفی قلمرو مدیریت مالی را به دنبال داشته است و به تبع آن مدیریت مالی را پیچیده نموده است. تداوم فعالیت های بنگاه های اقتصادی تا میزان زیادی به مدیریت منابع کوتاه مدت آن بستگی دارد، زیرا فعالیت های عملیاتی در یک دوره عادی که معمولاً سالانه است به شناخت سرمایه در گردش و مدیریت مطلوب آن مربوط می شود، به طوری که از این طریق، نتایج مورد انتظار تحقق یابد و امکان تداوم فعالیت در بلندمدت فراهم شود (نیکومرام، رهنمای رودپشتی و هیبتی، ۱۳۸۰). پژوهش حاضر، رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش را با تسهیلات بانکی بررسی می نماید، ویژگی خاص این پژوهش تمرکز بر اجزاء سرمایه در گردش شرکتی که در بسیاری از مطالعات قبلی به واسطه استفاده از یک حساب سرمایه در گردش واحد، نادیده گرفته شده است، لذا این پژوهش در نوع خود در زمره اولین پژوهش ها در این حوزه است.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

در زمان حاضر محیطی که شرکتها در آن فعالیت می کنند، محیط در حال رشد و رقابتی است و شرکتها نیز برای پیشرفت، نیاز به توسعه فعالیت های خود از طریق سرمایه گذاری های جدید دارند. انجام پروژه های صنعتی نیازمند تهیه منابع مالی و وجوه نقد مورد نیاز است و در این راستا شرکتها ناگزیر به استفاده از سازوکارهای تأمین مالی هستند. شرکتها در تصمیم های تأمین مالی با دو منبع تأمین مالی داخلی و خارجی روبه رو هستند. مدیران باید تصمیم بگیرند وجوه مورد نیاز خود را چگونه تأمین کنند و منابع مالی مورد دسترس را چگونه مصرف کنند (فرانک و گوپال، ۲۰۰۳). مدیریت سرمایه در گردش در زمره مهم ترین تصمیماتی است که همواره مدیران را در موازنه بهینه دارایی ها و بدهی های جاری به چالش می کشد. اهمیت مدیریت سرمایه در گردش

بیشینه ساختن ارزش شرکت، سطح بهینه سرمایه در گردش را بر اساس منافع و ضررهای آن تعیین می‌کنند (کابالرو و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۳). هارفرد، کلاسا و ماکسول<sup>۵</sup> (۲۰۱۴) نشان دادند که ریسک تأمین مالی، عامل مهم نگاهداشت وجه نقد است، بنابراین اگر میزان اعتبار بانکی شرکت بیشتر شود یا توانایی تأمین مالی شرکت بالاتر رود، آنگاه شرکت باید وجه نقد کمتری را نگهداری کند. سپاسی و همکاران (۱۳۹۴)، بیان کردند اعطای اعتبار تجاری ممکن است به افزایش فروش یک شرکت منجر شود، زیرا از آن به عنوان ابزار کاهش قیمت مؤثر استفاده می‌شود. همچنین اعطای اعتبار تجاری، مشتریان را برای به دست آوردن کالا در زمان کاهش تقاضا برای کالا تشویق می‌کند. کابالرو و همکاران (۲۰۱۳) نشان دادند نگهداری ناکافی موجودی مواد و کالا در پایان آخرین فصل سال مالی منجر به تأخیر تحویل کالا به مشتری و از دست دادن فروش اولین فصل سال مالی بعد می‌شود. ماتوت<sup>۶</sup> (۲۰۱۴) با استفاده از داده‌های شرکت‌های فرانسوی دریافت که پیش‌پرداخت‌های نقدی، راهی برای ارائه سرمایه توسط مشتریان قوی‌تر به عرضه‌کنندگان ضعیف‌تر است. پیتروسن و راجان<sup>۷</sup> (۱۹۹۷) دریافتند که شرکت‌هایی که محدودیت مالی دارند زمانی از اعتبار تجاری استفاده می‌کنند که تأمین اعتبار از نهادهای مالی برای آنها امکان‌پذیر نباشد. این شواهد نشان می‌دهد اعتبار تجاری و اعتبار بانکی جانشین نهایی برای شرکت‌هایی هستند که محدودیت مالی دارند. ماتوت (۲۰۱۴) در تحقیق خود نشان داد بین تسهیلات بانکی و پیش‌دریافت‌های دریافتی از مشتریان رابطه مثبت وجود دارد. او دریافت که این پرداخت‌ها، جانشین وام بانکی هستند. از آنجایی که این بدهی‌ها در ترازنامه در مجموع سایر بدهی‌های جاری لحاظ می‌شود. انتظار رابطه مثبت بین این حساب و سایر حساب‌های جاری شرکت منطقی است.

تحقیقات داخلی و خارجی زیادی پیرامون تأثیر عوامل مختلف بر سرمایه در گردش وجود دارد؛ اما در خصوص تأثیر تغییرات تسهیلات بانکی بر عناصر

سرمایه در گردش شرکتی (شامل نگهداری وجه نقد، توسعه اعتبار تجاری، موجودی مواد و کالا، پیش‌پرداخت‌ها، استفاده از اعتبار تجاری و پیش‌دریافت‌ها) که در این پژوهش به آن پرداخته شده است، مطالعات داخلی وجود ندارد. در این پژوهش مسئله اصلی این است که نوسانات در دسترسی پذیری اعتبار بانکی چگونه بر شیوه مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها که برای عملیات اجرایی‌شان ضروری می‌باشد مؤثر است؟ بعلاوه، آیا این تأثیرات، در صورت وجود، برای شرکت‌هایی که بیشتر نسبت به دسترسی به تأمین مالی از سوی بانک متکی هستند بیشتر است یا خیر؟

چن و کیشنیک<sup>۸</sup> (۲۰۱۸)، در پژوهش خود با عنوان "تأثیر تغییرات در دسترسی به تسهیلات بانکی بر مدیریت سرمایه در گردش شرکتی شرکت‌های دولتی را ایالات متحده" نشان دادند که تغییر در دسترسی تسهیلات بانکی به‌طور قابل‌ملاحظه‌ای بر تعدادی از معیارهای سیاست سرمایه در گردش شرکتی تأثیر می‌گذارد؛ و همچنین سیاست‌های سرمایه در گردش شرکت‌های وابسته و غیر وابسته به بانک تا حد زیادی با یکدیگر تفاوت دارند. آن‌ها بیان کردند که شرکت‌های وابسته به بانک‌های جاری بیشتری نسبت به بدهی‌های جاری جهت مدیریت سرمایه در گردش خود نسبت به شرکت‌هایی که کمتر به بانک وابسته می‌باشند، دارند. خان و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۱۶)، در مقاله‌ای "رابطه مدیریت سرمایه در گردش، محدودیت مالی و عملکرد شرکت‌های پاکستانی" را بررسی کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد شرکت‌هایی که با محدودیت مالی بیشتری مواجه هستند، چرخه تجاری خالص کمتری دارند و رابطه یو شکل معکوس بین سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش و عملکرد شرکت‌ها وجود دارد. هارفورد و همکاران (۲۰۱۴)، در پژوهش خود با عنوان "رابطه ریسک تأمین مالی و نگر داشت وجه نقد" نشان دادند که شرکت‌ها با افزایش نگاهداشت وجه نقد و صرفه‌جویی در وجه نقد حاصل از جریان نقدی، ریسک تأمین مالی مجدد خود را کاهش می‌دهند.

می تواند کارایی اش را از طریق کاهش هزینه مبادله افزایش داده و از منابع مالی خود به صورت بهینه استفاده کند. مهدیان و نروش (۱۳۹۶)، به ارائه مدلی برای تبیین مدیریت سرمایه در گردش: رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری پرداختند. نتایج حاکی از آن است که مدیریت سرمایه در گردش، عملکرد مالی را کاهش می دهد. همچنین نتایج معادلات ساختاری این پژوهش نشان داد که مدیریت سرمایه در گردش با توجه به سیاست محافظه کارانه مدیر منجر به کاهش سودآوری شرکت می شود. بزرگ اصل و همکاران (۱۳۹۶)، به بررسی اثر تنوع گزایی دارایی و تسهیلات بانکی بر بازده بانکی (مورد مطالعه: بانک های خصوصی در ایران) پرداختند. نتایج حاصل نشان داد که رابطه معکوسی بین تنوع گزایی در بخش دارایی و بازده دارایی وجود دارد و رابطه معناداری بین تنوع گزایی در بخش تسهیلات و بازده دارایی وجود ندارد. همچنین بین تنوع گزایی در هر دو بخش تسهیلات و دارایی با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنی داری وجود ندارد. سپاسی و همکاران (۱۳۹۶)، بیان کردند رابطه غیرخطی و یو شکل بین چرخه تجاری خالص و عملکرد شرکت ها وجود دارد. آن ها دریافتند شرکت هایی که محدودیت مالی دارند، سرمایه گذاری در سرمایه در گردش کمتری نسبت به شرکت هایی دارند که بدون محدودیت مالی هستند؛ در نتیجه، محدودیت مالی شرکت ها، عامل مهمی در سطح سرمایه گذاری سرمایه در گردش آن ها است. فرمان آرا و همکاران (۱۳۹۵)، به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش و اهرم مالی بر سودآوری برخی شرکت های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج رگرسیون در میان نمونه مورد مطالعه نشان داد، بین ترکیب سرمایه در گردش و ارزش افزوده اقتصادی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و این رابطه با تأثیر میانجی اهرم مالی معکوس می شود، اما این رابطه در میان شرکت های فعال در فرا بورس ایران مشاهده نشد. همچنین نتایج نشان داد ترکیب سرمایه در گردش تأثیر معناداری بر متغیرهای اهرم مالی و

همچنین یافته های تحقیق حاکی از آن است که ریسک تأمین مالی مجدد یک عامل تعیین کننده کلیدی برای نگهداری وجه نقد است که وابستگی متقابل تصمیمات سیاست گذار تأمین مالی شرکت را نشان می دهد. بچوری<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۴)، در مطالعه خود به بررسی اثرات سرمایه و ریسک اعتبارات ناشی از پرداخت تسهیلات بر عملکرد نقش واسطه ای بانک های اندونزی پرداخت و نشان داد که نقش واسطه گری بانک ها تحت تأثیر میزان سرمایه است و با افزایش نسبت کفایت سرمایه توان واسطه گری بانک ها در ارائه خدمات اعتباری به مشتریان تقویت می شود. از طرفی مشخص گردید بانک هایی با عملکرد بهتر و سودآوری بالاتر در ایفای نقش واسطه گری خود موفق تر بودند. اینگمان و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۴)، در مقاله خود به بررسی نقش اعتبارات تجاری در تأمین مالی شرکت های بین المللی "پرداختند نتایج تحقیق آن ها بیان می کند که اعتبارات تجاری ابزار تأمین مالی مهمی برای شرکت های بین المللی است. این تعجب آور است، چراکه اعتبارات تجاری عموماً گران تر از اعتبارات بانکی هستند. بنابراین جایگزین گران قیمت تأمین مالی بانکی است. در این مقاله رابطه اعتبارات تجاری و اعتبارات بانکی شرکت های صادراتی مورد بررسی قرار گرفت و یک مدل نظری را توسعه داد. لیری<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۹)، به بررسی رابطه تأثیرات عرضه بازار سرمایه بر روی تصمیم گیری در مورد ساختار سرمایه شرکتی پرداخت و نشان داد با گسترش (کاهش) در دسترسی به وام های بانکی، نسبت اهرمی شرکت های وابسته به تسهیلات بانکی به طور قابل توجهی نسبت به شرکت های دارای امکان دسترسی به بازار اوراق قرضه، افزایش (کاهش) می یابد. عرب مازار و همکاران (۱۳۹۶)، به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش و اهرم مالی بر سودآوری برخی شرکت های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته های مطالعه نشان می دهد که روابط اعطای تسهیلات، از طریق اثرگذاری بر سایر متغیرهای مؤثر، منجر به کاهش هزینه مبادله در جهت اعطای تسهیلات شده و در نتیجه، بانک کشاورزی با تأکید بر این رویکرد

**فرضیه ۴:** توسعه (کاهش) تسهیلات بانکی تنها در شرکت های وابسته به بانک منجر می شود که اعتبار اعطای به مشتریان را افزایش (کاهش) دهند.

**فرضیه ۵:** توسعه تسهیلات بانکی باعث می شود شرکت سرمایه گذاری در موجودی مواد و کالا را افزایش دهند، درحالی که کاهش تسهیلات بانکی باعث می شود شرکت سرمایه گذاری در موجودی مواد و کالا را کاهش دهند.

**فرضیه ۶:** توسعه (کاهش) تسهیلات بانکی باعث می شوند فقط شرکت های وابسته به بانک، سرمایه گذاری در موجودی مواد و کالای خود را افزایش (کاهش) دهند.

**فرضیه ۷:** توسعه تسهیلات بانکی باعث می شود شرکت ها میزان پیش پرداخت های پرداختی به عرضه کنندگان را کم کنند، درحالی که کاهش تسهیلات بانکی باعث می شود شرکت ها میزان پیش پرداخت های پرداختی به عرضه کنندگان را افزایش دهند.

**فرضیه ۸:** توسعه (کاهش) تسهیلات باعث می شود تنها شرکت های وابسته به بانک، میزان پیش پرداخت های پرداختی به عرضه کنندگان را کاهش (افزایش) دهند.

**فرضیه ۹:** توسعه تسهیلات بانکی باعث می شود شرکت ها، استفاده از اعتبار تجاری (پرداختی ها) را کم کنند، درحالی که کاهش تسهیلات بانکی باعث می شود شرکت ها استفاده از اعتبار تجاری را افزایش دهند.

**فرضیه ۱۰:** توسعه (کاهش) تسهیلات بانکی تنها در شرکت های وابسته به تسهیلات بانک باعث می شود کمتر (بیشتر) از اعتبار تجاری استفاده کنند.

**فرضیه ۱۱:** توسعه (کاهش) تسهیلات بانکی باعث می شوند شرکت ها وابستگی خود به پیش پرداخت های مشتریان (پیش دریافت ها) کاهش (افزایش) دهند.

**فرضیه ۱۲:** توسعه (کاهش) تسهیلات بانکی فقط در شرکت های وابسته به بانک منجر می شود تا وابستگی خود را نسبت به پیش پرداخت های مشتریان کاهش (افزایش) دهند.

نسبت بازده حقوق صاحبان سهام در شرکت های فعال در سازمان بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران در دوره موردبررسی نداشته است. غفاری و همکاران (۱۳۹۵)، به بررسی تأثیر افزایش نرخ سود سپرده های بانکی بر متغیرهای کلان اقتصاد ایران پرداختند. نتایج نشان داد، افزایش نرخ سود سپرده های بانکی باعث کاهش تسهیلات بانکی، سرمایه گذاری و تولید ناخالص داخلی بدون نفت شده در نتیجه رشد اقتصادی را کاهش می دهد؛ بنابراین فرضیه مکینون و شاو<sup>۱۳</sup> در اقتصاد ایران رد می شود. پوپنده پور و همکاران (۱۳۹۵)، پژوهشی با عنوان تأثیر سرمایه در گردش بر ساختار سرمایه انجام دادند. یافته های این پژوهش نشان می دهد شاخص های سرمایه در گردش از جمله: نسبت موجودی کالا به فروش، نسبت حساب های پرداختی به فروش، نسبت حساب های دریافتی به فروش، نسبت سلامت ساختاری، نسبت دارایی های جاری به فروش و نسبت نقدینگی تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه می گذارد.

### ۳- فرضیه های پژوهش

بر اساس ادبیات نظری بیان شده و پژوهش های صوفی<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۹)، هارفورد، کلاسا و ماکسول (۲۰۱۴)، لون و مرگان<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۶)، چن و کیشنیک (۲۰۱۸)، فرضیه های موردبررسی در این مقاله به شرح زیر می باشد:

**فرضیه ۱:** توسعه تسهیلات بانکی باعث می شود شرکت ها نگاهداشت وجه نقد خود را کم کنند، درحالی که کاهش تسهیلات بانکی باعث می شود، شرکت ها نگاهداشت وجه نقد خود را افزایش دهند.

**فرضیه ۲:** توسعه (کاهش) تسهیلات بانکی بر نگاهداشت وجه نقد بر شرکت های وابسته به بانک بیشتر از شرکت های دیگر اثر می گذارند.

**فرضیه ۳:** توسعه تسهیلات بانکی باعث می شود شرکت ها ارائه اعتبار به مشتریان را افزایش دهند، درحالی که کاهش اعتبار بانکی باعث می شود شرکت ها ارائه اعتبار به مشتریان را کم کنند.

#### ۴- روش‌شناسی پژوهش

این نوع پژوهش از نظر هدف کاربردی است و روش انجام این پژوهش به صورت همبستگی، اجرای آن از طریق استدلال قیاسی استقرایی انجام می‌شود. داده‌های این پژوهش، مبتنی بر ارقام و اطلاعات واقعی بازار سهام و صورت‌های مالی شرکت‌ها، است که از طریق مراجعه به صورت‌های مالی، پایگاه اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار و با استفاده از نرم‌افزارهای تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین و... گردآوری شده‌اند. جامعه آماری شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۵ می‌باشد. برای این منظور اطلاعات آماری ۵۲ شرکت تولیدی فعال در بخش صنعت انتخاب شده است. دلیل انتخاب این محدوده زمانی این می‌باشد که به دلیل تحریم‌های اقتصادی در سال‌های اخیر با دوران رکود مواجه بوده و تعریف متغیر دامی برای لحاظ کردن این شکست‌های ساختاری در مدل منجر به کاهش در درجه آزادی مدل می‌شود. نمونه آماری این تحقیق به روش غربال‌گری و با لحاظ شرایط زیر انتخاب می‌شود:

#### جدول ۱- روند انتخاب جامعه غربال‌گری شده

۲۵۶	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس در بخش صنعت در پایان سال ۱۳۹۵
۳۰	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۸۵-۹۵ در بورس فعال نبوده‌اند.
۱۲۷	تعداد شرکت‌هایی که بعد از سال ۸۵ در بورس پذیرفته شده‌اند.
۳۶	تعداد شرکت‌هایی که جز هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یالیزینگ‌ها بوده‌اند.
۴۰	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۸۵-۹۵ تغییر سال مالی داده و یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نمی‌باشد.
۶۵	تعداد شرکت‌هایی که سهام آن‌ها در قلمرو زمانی ۸۵-۹۵ توقف فعالیت داشته‌اند.
۶۳	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۸۵-۹۵ اطلاعات مورد آن‌ها در دسترس نمی‌باشد.
۵۲	تعداد شرکت‌های غربال‌گری شده

با توجه به ماهیت پژوهش و نیز وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک (هدفمند) استفاده می‌شود. به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق از روش داده‌های پنلی استفاده شده است که این روش منجر به کاهش خطای هم خطی، خودهمبستگی و واریانس ناهمسانی شده و از طرفی منجر به افزایش در دقت برآوردگرها و کاهش در تورش ضرایب می‌شود.

#### ۵- مدل پژوهش و متغیرهای آن

در این پژوهش، به پیروی از تحقیق چن و کیشنیک (۲۰۱۸) متغیرهای تحقیق شامل:

##### ۱-۵- متغیر مستقل

درصد تغییر در تسهیلات کوتاه‌مدت شرکت در سال جاری نسبت به سال قبل تقسیم‌بر سال قبل است. سرمایه در گردش در نظر اقتصادی، مالی و بانکی دارای رویکرد کوتاه‌مدت بوده و می‌بایست طی یک دوره مالی و حداکثر یک سال مورد بهره‌برداری واقع شود، ضمناً در مدل‌های رشد و سرمایه‌گذاری اصولاً تسهیلات و تأمین مالی کوتاه‌مدت است که بیشترین تأثیر را در مسیر زمانی سرمایه‌گذاری دارد تا تسهیلات بلندمدت برای همین دلیل در این مطالعه نیز از تسهیلات کوتاه‌مدت استفاده شده است.

##### ۲-۵- متغیرهای وابسته

شامل اجزاء سرمایه در گردش شامل اجزاء دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری شرکت است. مالیات بر درآمد پرداختی را نیز با توجه به اینکه تحت تأثیر اعتبار بانکی قرار نمی‌گیرد، از اجزاء بدهی‌های جاری حذف گردید.

##### • دارایی‌های جاری

نقد شامل مجموع موجودی نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت (CHE) تقسیم‌بر کل دارایی (AT) است.

موجودی‌ها شامل نسبت کل موجودی مواد و کالا شرکت (INVT) تقسیم‌بر کل دارایی‌های (AT)

### نوسانات نقدینگی

عامل مهمی در تعیین توانایی شرکت برای تأمین مالی برای سرمایه‌گذاری‌های سرمایه در گردش خارج از جریان نقدی عملیاتی است. برای اغلب شرکت‌ها، نوسانات جریان نقدی با عدم اطمینان موجود در جریان نقدی آتی مرتبط است. وفق پژوهش دی وی‌رمن و لیوین<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۴) برای اندازه‌گیری نوسانات جریان نقدی شرکت از باقیمانده به‌دست‌آمده از مدل رگرسیون زیر استفاده خواهد شد:

رابطه (۱)

$$GOCF_{it} = \beta_0 + \beta_1 YEAR + \beta_2 IND + \beta_3 SIZE + \beta_4 YEAR \times IND + \beta_5 YEAR \times SIZE + \varepsilon_{it}$$

$GOCF_{it}$ : رشد جریان نقد عملیاتی شرکت، YEAR: بردار ساختگی سال، IND: بردار ساختگی صنعت، SIZE: بردار ساختگی اندازه بر مبنای کل درآمد

بر اساس باقیمانده‌های رگرسیون فوق، می‌توان نتیجه گرفت:

رابطه (۲)

$$CCFVOL_{it} = \sqrt{\frac{\pi}{2}} |\varepsilon_{it}|$$

$CCFVOL_{it}$ : معیار نوسان جریان نقدی شرکت I در سال t است.

SGA نشان‌دهنده نسبت هزینه‌های فروش و عمومی اداری به کل فروش است.

ادعاهای ثابت نشان‌دهنده نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها: این متغیر نه تنها تغییرات در کل ادعاهای ثابت را کنترل می‌کند، بلکه نشان‌دهنده استفاده شرکت از تأمین مالی اعتباری است.

رشد واقعی تولید ناخالص داخلی: از این متغیر به‌عنوان کنترلی برای عوامل اقتصاد کلان و به‌ویژه شرایط اقتصادی عمومی استفاده می‌کنیم.

مدل شبه درست‌نمایی<sup>۱۸</sup>: نظر به اینکه استفاده از مدل‌های رگرسیون خطی در مدل‌های دارای نوسانات بالا در متغیرهای مالی، باعث ارائه برآوردهایی

است. این طبقه شامل موجودی مواد خام، کالای در جریان تکمیل و همچنین محصولات تکمیل‌شده است.

### دریافتنی‌ها

نسبت کل حساب‌های دریافتنی شرکت (RECT) تقسیم‌بر کل دارایی‌های شرکت (AT).

### سایر دارایی جاری

نسبت سایر دارایی‌های جاری (ACO) به دارایی‌های کل (AT) است.

### بدهی‌های جاری

اعتبار تجاری شامل حساب‌های پرداختی (AP) تقسیم‌بر کل بدهی‌ها (LT)

### سایر بدهی‌های جاری (CL)

نسبت سایر بدهی‌های جاری (LCO) به کل بدهی‌ها (LT) است. سایر بدهی‌های جاری شامل پیش‌پرداخت‌های اخذشده از مشتری (پیش‌دریافت‌ها و سفارشات) می‌شود.

## ۵-۳- متغیرهای کنترلی

### دارایی ثابت مشهود

شامل: اموال، دارای ثابت و تجهیزات (PPENTt) به کل دارایی‌ها (ATt). پژوهش‌های انجام‌شده نشان می‌دهد که شرکت‌ها با دارایی‌های مشهود بیشتر توانایی استقراض بیشتر به‌ویژه در قالب بدهی‌های بلندمدت دارند.

### حاشیه سود

از تقسیم سود عملیاتی (OIBPt) بر کل دارایی‌های شروع سال ( $AT_{t-1}$ ) به دست می‌آید. مطالعات رفتاری تصمیمات اعتباری تجاری نشانگر نقش تعیین‌کننده حاشیه سود شرکت در گسترش اعتبار تجاری است.

### رشد فروش

تغییر درصد فروش شرکت در سال جاری نسبت به سال قبل تقسیم‌بر فروش سال قبل است. تحقیق لیو و زائو<sup>۱۶</sup> (۲۰۱۴) نشان داد که رشد فروش یک عامل مهم برای استفاده از اعتبار تجاری شرکت است.



شرکت‌های وابسته به تسهیلات بانکی: بر اساس تحقیق لیری (۲۰۰۹) و چن و کیشینیک (۲۰۱۸) و فالکندر و پیترسون<sup>۲۰</sup> (۲۰۰۵) اندازه شرکت یکی از عوامل تعیین کننده وابستگی شرکت به تأمین مالی بانک‌ها است. در نتیجه شرکت‌های کوچک که سود سهام پرداخت نمی‌کنند، به تسهیلات بانکی برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های در سرمایه در گردش وابستگی بیشتری دارند و اینکه این موضوع با اندازه‌گیری محدودیت مالی نیز مطابقت دارد.

#### ۶- نتایج پژوهش

برای بررسی ارتباط بین متغیرهای مستقل و متغیرهای وابسته از رگرسیون پانلی استفاده خواهد شد. همچنین برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش از نرم‌افزارهای EXCEL و Eviews استفاده می‌شود.

#### ۶-۱- آمار توصیفی پژوهش

نظر به اینکه عملکرد مدل‌های مختلف رگرسیونی، با توجه به داده‌های مختلف می‌تواند تحت تأثیر قرار گیرد، پیش از انجام هر اقدامی، به بررسی آماره‌های توصیفی متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش در قالب جدول (۲) می‌پردازیم.

جدول ۲- آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	میانگین	انحراف معیار	حداکثر	حداقل	چولگی	کشدگی
نسبت موجودی نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها	۰,۱۲۹	۰,۲۹۴	۰,۵۸۷	۰,۰۸۷	-۰,۱۲۲	۲,۳۸۳
موجودی مواد و کالا به کل دارایی‌ها	۰,۲۳۴	۰,۱۲۳	۰,۴۴۹	۰,۱۰۴	۰,۵۳۹	۳,۴۹۸
دریافتنی‌های تجاری و غیر تجاری به کل دارایی‌ها	۰,۳۲۵	۰,۵۴۸	۰,۳۴۳	۰,۰۲۹	-۰,۱۸۴	۲,۳۱۰
نسبت سایر دارایی‌های جاری (پیش‌پرداخت‌ها و سفارشات) به کل دارایی‌ها	۰,۱۹۴	۰,۲۳۳	۰,۳۲۹	۰,۰۰۲	۰,۲۹۳	۳,۴۹۵
پرداختنی‌های تجاری و غیر تجاری به کل بدهی‌ها	۰,۱۰۹	۰,۵۸۳	۰,۴۳۲	۰,۰۲۴	-۰,۵۳۸	۵,۴۰۰
سایر بدهی‌های جاری (پیش دریافت‌ها) به کل بدهی‌ها	۰,۲۸۷	۰,۹۸۶	۰,۴۹۳	۰,۱۹۲	۰,۴۲۹	۰,۳۹۸
کل دارایی‌ها	۱۸,۷۸	۱,۱۸۳	۲۲,۳۸	۱۱,۹۸	-۰,۳۴۳	۱,۵۸۴
نسبت دارایی ثابت مشهود به کل دارایی‌ها	۰,۲۳۶	۰,۴۲۹	۰,۴۳۸	۰,۱۳۸	-۰,۰۴۳	۳,۲۹۳
حاشیه سود	۰,۰۶۲	۰,۳۵۵	۰,۰۸۷	۰,۰۲۳	-۰,۲۸۱	۲,۵۹۴
رشد فروش	۰,۱۴۶	۰,۲۱۱	۰,۳۸۲	۰,۰۴۶	۰,۴۲۹	۳,۲۳۷
نوسانات نقدینگی	۰,۰۶۹	۰,۹۴۳	۰,۰۸۳	۰,۰۲۱	-۰,۲۱۳	۳,۲۱۰
نسبت هزینه‌های فروش و عمومی اداری به کل فروش	۰,۱۲۴	۰,۲۹۳	۰,۳۹۵	۰,۰۲۸	۰,۱۹۸	۱,۷۴۳
نسبت بدهی به کل دارایی‌ها	۰,۶۵۱	۰,۲۱۳	۰,۹۸۴	۰,۱۸۷	۰,۱۲۱	۲,۶۳۴
رشد تولید ناخالص داخلی	۱,۳۲۳	۰,۷۸۴	۳,۲۹۳	۰,۱۳۹	-۰,۳۴۳	۴,۲۹۳

اشتباهی از ضرایب و خطاهای استاندارد می‌گردد. در نتیجه، ما از مدل شبه درستی‌نمایی پاک و وودریج<sup>۱۹</sup> (۲۰۰۸) برای برآورد مدل استفاده کردیم. رابطه (۳)

$$\frac{\partial Y}{\partial X_i} = \beta_i \left[ \frac{\exp(X\beta)}{(\exp(X\beta) + 1)^2} \right]$$

در این معادله  $Y$  متغیر مستقل و  $X_i$  وابسته متغیر و  $\beta_i$  بیانگر ضریب خوشه‌ای اثرگذاری متغیر مستقل بر روی متغیر وابسته است.

$\frac{\exp(X\beta)}{(\exp(X\beta)+1)^2}$  بیانگر محاسبه اثر نهائی متغیر می‌باشد.

با توجه به اینکه بسیاری از سری‌های زمانی مالی و اقتصادی در دوره‌هایی با نوسانات زیادی همراه هستند و متعاقب آن در دوره‌هایی نوسان پذیری (واریانس) کمی دارند یعنی نوسان پذیری خوشه‌ای است. در این موقعیت فرض وجود واریانس ثابت معقول نیست. یکی از ابزارهای مدل بندی تغییرات، استفاده از روش شبه درستی‌نمایی است. از آنجایی که این برآوردگر فرم بسته‌ای ندارد و برآوردگرهای کارایی می‌باشند برای برآورد پارامترهای مدل از این روش استفاده شده است. روش شبه درستی‌نمایی دارای ویژگی سازگاری قوی و توزیع مجانبی نرمال نیز می‌باشد.

جدول ۳ نتایج تخمین مدل رگرسیون خطی پنل دیتا را برای هریک از معیارهای سرمایه در گردش نشان می‌دهد و جدول ۴ نتایج تخمین مدل شبه درستمایی پنل دیتا پیک و ووودریج (۲۰۰۸) را برای همان متغیرها نشان می‌دهد. نتایج جدول‌های ۳ و ۴ نشان می‌دهند که حدوداً ۲۰ نتیجه‌گیری مختلف در مورد معنی داری یا علامت ضریب رگرسیون بین این دو مدل وجود دارد. استفاده از روش شبه درستمایی در برآورد صورت گرفته منجر به دقت بالاتر مدل و استخراج انحراف معیار ضرایب مدل به روش صحیح‌تر شده است. بنابراین از مدل شبه درستمایی در تحلیل‌های بعدی خود استفاده نمودیم.

در جدول ۲ نشان می‌دهد انحراف معیار مشاهدات بالا است که بیانگر پراکندگی مشاهدات می‌باشد. همچنین بر اساس چولگی و کشیدگی گزارش شده می‌توان بیان کرد که توزیع مشاهدات تقریباً نرمال می‌باشد.

### ۲-۶- آزمون فرضیه‌های پژوهش

به منظور بررسی تأثیر شاخص تسهیلات بانکی بر اجزای مدیریت سرمایه در گردش شرکت های بورس اوراق بهادار تهران از روش داده‌های پنلی خطی و غیرخطی با اثرات ثابت و تصادفی به فراخور استفاده شده است که نتایج آن در جدول ۳ نمایش داده شده است.

جدول ۳- مدیریت سرمایه در گردش با رویکرد مدل‌های خطی

متغیرها	موجودی نقد	دریافتنی‌ها	موجودی مواد و کالا	سایر دارایی‌های جاری	پرداختنی‌ها	سایر بدهی‌های جاری
عرض از مبدأ	۰,۱۳۲ (۰,۰۰)	۰,۱۶۵ (۰,۰۴)	۰,۱۵۶ (۰,۰۲)	۰,۲۱۴ (۰,۰۰)	۰,۲۸۹ (۰,۰۰)	۰,۱۸۵ (۰,۰۲)
لگاریتم کل دارایی‌ها	-۰,۰۲۹ (۰,۰۲)	-۰,۰۲۵ (۰,۰۱)	-۰,۰۱۸ (۰,۰۰)	-۰,۰۱۰ (۰,۰۰)	-۰,۰۳۵ (۰,۰۳)	-۰,۰۳۲ (۰,۰۱)
لگاریتم نوسانات نقدینگی	-۰,۰۰۹ (۰,۱۳)	-۰,۰۱۱ (۰,۰۴)	-۰,۰۰۸ (۰,۲۷)	-۰,۰۰۷ (۰,۱۸)	-۰,۰۱۵ (۰,۳۸)	-۰,۰۱۰ (۰,۱۲)
نسبت دارایی ثابت مشهود	-۰,۱۵۴ (۰,۰۱)	-۰,۰۰۲ (۰,۰۰)	-۰,۱۰۱ (۰,۰۴)	-۰,۰۰۵ (۰,۰۰)	-۰,۰۷۵ (۰,۰۳)	-۰,۰۸۷ (۰,۰۰)
حاشیه سود	۰,۰۰۹ (۰,۰۰)	۰,۰۰۳ (۰,۰۲)	۰,۰۰۳ (۰,۰۰)	۰,۰۰۴ (۰,۰۰)	۰,۰۰۲ (۰,۰۳)	۰,۰۰۳ (۰,۰۰)
رشد فروش	-۰,۰۱۷ (۰,۰۰)	۰,۰۱۲ (۰,۰۰)	-۰,۰۰۹ (۰,۰۲)	-۰,۰۱۰ (۰,۰۰)	۰,۰۰۹ (۰,۰۲)	-۰,۰۱۱ (۰,۰۴)
هزینه‌های فروش و عمومی اداری به کل فروش	۰,۰۰۹ (۰,۰۰)	-۰,۰۱۲ (۰,۰۰)	-۰,۰۱۰ (۰,۰۲)	-۰,۰۱۹ (۰,۶۷)	۰,۰۰۸ (۰,۳۴)	۰,۰۰۹ (۰,۱۲)
نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها	-۰,۰۲۸ (۰,۰۳)	-۰,۰۰۴ (۰,۷۶)	-۰,۰۰۶ (۰,۵۷)	-۰,۰۰۹ (۰,۰۰)	-۰,۰۲۱ (۰,۰۳)	-۰,۰۱۶ (۰,۰۱)
رشد اقتصادی	۰,۰۰۶ (۰,۰۰)	۰,۰۰۲ (۰,۴۳)	۰,۰۰۵ (۰,۲۹)	۰,۰۰۹ (۰,۵۷)	۰,۰۱۰ (۰,۳۵)	۰,۰۰۸ (۰,۰۰)
ضریب تعیین آماره دوربین واتسون آماره F (سطح معنی داری)	۰,۷۸ ۱,۹۰ ۳۴,۲۳ (۰,۰۰)	۰,۷۷ ۱,۶۹ ۴۳,۲۲ (۰,۰۰)	۰,۶۵ ۱,۸۹ ۲۷,۴۸ (۰,۰۰)	۰,۸۱ ۱,۷۶ ۱۸,۴۵ (۰,۰۰)	۰,۷۸ ۱,۸۷ ۳۳,۵۹ (۰,۰۰)	۰,۶۹ ۱,۸۸ ۴۷,۳۴ (۰,۰۰)

اعداد داخل پرانتز بیانگر سطح معنی داری متغیرها می‌باشد. سطح خطا در این مطالعه ۵ درصد (Prob=0.05) می‌باشد.

جدول ۴- مدیریت سرمایه در گردش با روش شبه درست‌نمایی

متغیرها	موجودی نقد	دریافتنی‌ها	موجودی مواد و کالا	سایر دارایی‌های جاری	اعتبار تجاری	سایر بدهی‌های جاری
عرض از مبدأ	۰,۵۸۴ (۰,۰۰)	۰,۴۹۵ (۰,۰۰)	۰,۶۵۳ (۰,۰۰)	۰,۷۶۵ (۰,۰۰)	۰,۳۹۸ (۰,۰۲)	۰,۸۹۷ (۰,۰۰)
لگاریتم کل دارایی‌ها	-۰,۱۶۵ (۰,۰۰)	-۰,۱۰۳ (۰,۰۰)	-۰,۱۱۲ (۰,۰۰)	-۰,۱۰۶ (۰,۰۰)	-۰,۱۸۷ (۰,۰۰)	-۰,۱۳۲ (۰,۰۰)
لگاریتم نوسانات نقدینگی	۰,۰۱۸ (۰,۰۰)	۰,۰۰۸ (۰,۰۰)	-۰,۰۰۶ (۰,۶۳)	-۰,۰۳۲ (۰,۳۸)	-۰,۰۰۵ (۰,۵۴)	-۰,۰۰۴ (۰,۶۷)
نسبت دارایی ثابت مشهود	-۰,۵۴۶ (۰,۰۰)	-۰,۲۳۱ (۰,۰۰)	-۰,۱۹۴ (۰,۰۱)	-۰,۰۸۷ (۰,۰۰)	-۰,۱۲۳ (۰,۰۰)	-۰,۴۳۹ (۰,۰۰)
حاشیه سود	۰,۰۳۲ (۰,۰۰)	-۰,۰۵۴ (۰,۰۰)	-۰,۰۲۸ (۰,۰۳)	-۰,۰۰۹ (۰,۰۸)	-۰,۰۰۶ (۰,۰۲)	۰,۰۰۳ (۰,۰۰)
رشد فروش	-۰,۰۰۸ (۰,۰۱)	-۰,۰۱۳ (۰,۰۲)	-۰,۱۰۴ (۰,۰۰)	۰,۰۲۱ (۰,۴۹)	-۰,۰۰۸ (۰,۰۰)	-۰,۰۴۱ (۰,۰۰)
نسبت هزینه‌های فروش و عمومی اداری به کل فروش	۰,۰۱۷ (۰,۰۰)	-۰,۱۰۲ (۰,۰۳)	-۰,۱۶۲ (۰,۰۲)	-۰,۰۸۳ (۰,۰۱)	۰,۰۳۷ (۰,۳۴)	۰,۰۱۳ (۰,۰۰)
نسبت بدهی به کل دارایی‌ها	-۰,۰۶۵ (۰,۰۰)	۰,۰۳۱ (۰,۰۰)	۰,۰۱۸ (۰,۰۰)	۰,۰۲۵ (۰,۰۱)	-۰,۰۴۲ (۰,۰۱)	-۰,۰۳۸ (۰,۰۲)
رشد اقتصادی	۰,۰۱۰ (۰,۱۵)	۰,۰۱۷ (۰,۳۷)	۰,۰۲۷ (۰,۲۱)	۰,۰۱۶ (۰,۱۶)	۰,۰۱۹ (۰,۰۵)	۰,۰۲۳ (۰,۸۶)
ضریب تعیین آماره دوربین واتسون آماره F (سطح معنی‌داری)	۰,۷۷ ۱,۹۲ ۵۴,۰۴ (۰,۰۰)	۰,۶۸ ۱,۷۹ ۳۴,۷۸ (۰,۰۰)	۰,۷۸ ۱,۸۶ ۳۷,۴۹ (۰,۰۰)	۰,۶۵ ۱,۹۰ ۴۳,۵۹ (۰,۰۰)	۰,۷۸ ۱,۹۶ ۳۳,۵۱ (۰,۰۰)	۰,۸۴ ۱,۸۸ ۲۹,۳۴ (۰,۰۰)

اعداد داخل پرانتز بیانگر سطح معنی‌داری متغیرها می‌باشد. سطح خطا در این مطالعه ۵ درصد (Prob=0.05) می‌باشد.

جدول ۵- برآورد مدل مدیریت سرمایه در گردش با روش شبه درست‌نمایی با استفاده از متغیر تغییر در تسهیلات بانکی کوتاه‌مدت

متغیرها	موجودی نقد	دریافتنی‌ها	موجودی مواد و کالا	سایر دارایی‌های جاری	اعتبار تجاری	سایر بدهی‌های جاری
عرض از مبدأ	۰,۶۴۸ (۰,۰۰)	۰,۸۷۶ (۰,۰۰)	۰,۹۷۸ (۰,۰۱)	۰,۶۵۸ (۰,۰۰)	۰,۵۸۷ (۰,۰۰)	۰,۶۶۸ (۰,۰۰)
لگاریتم کل دارایی‌ها	-۰,۱۴۵ (۰,۰۱)	-۰,۱۰۷ (۰,۰۰)	-۰,۱۰۳ (۰,۰۰)	-۰,۰۹۷ (۰,۰۰)	-۰,۱۹۸ (۰,۰۰)	-۰,۱۲۴ (۰,۰۱)
درصد تغییرات در تسهیلات کوتاه	۰,۰۱۳۹ (۰,۰۰)	-۰,۰۱۹ (۰,۰۰)	۰,۰۰۹ (۰,۰۱)	۰,۰۰۷ (۰,۶۴)	۰,۰۰۸ (۰,۰۳)	۰,۰۰۳ (۰,۹۵)
لگاریتم نوسانات نقدینگی	۰,۰۱۴ (۰,۰۳)	-۰,۰۰۹ (۰,۵۴)	-۰,۰۲۳ (۰,۱۹)	۰,۰۲۱ (۰,۰۶)	۰,۰۰۷ (۰,۲۳)	۰,۰۰۸ (۰,۱۲)
نسبت دارایی ثابت مشهود	-۰,۸۷۶ (۰,۰۰)	-۰,۳۰۶ (۰,۰۰)	-۰,۴۷۴ (۰,۰۱)	-۰,۴۲۶ (۰,۰۱)	-۰,۳۸۷ (۰,۰۰)	-۰,۷۰۴ (۰,۰۰)

متغیرها	موجودی نقد	دریافتنی‌ها	موجودی مواد و کالا	سایر دارایی‌های جاری	اعتبار تجاری	سایر بدهی‌های جاری
حاشیه سود	۰,۰۴۲ (۰,۰۰)	-۰,۰۶۸ (۰,۰۰)	-۰,۰۳۳ (۰,۰۲)	-۰,۰۰۶ (۰,۳۲)	-۰,۰۰۹ (۰,۰۰)	۰,۰۰۹ (۰,۰۰)
رشد فروش	-۰,۰۰۵ (۰,۰۰)	-۰,۰۱۹ (۰,۰۱)	-۰,۰۷۸ (۰,۰۳)	-۰,۰۶۴ (۰,۰۰)	-۰,۰۱۲ (۰,۰۰)	-۰,۰۴۸ (۰,۰۵)
نسبت هزینه‌های فروش و عمومی اداری به کل فروش	۰,۰۵۶ (۰,۰۱)	-۰,۱۲۱ (۰,۰۰)	-۰,۰۹۷ (۰,۰۲)	-۰,۰۰۸ (۰,۰۱)	-۰,۰۳۱ (۰,۰۲)	۰,۰۱۷ (۰,۰۰)
نسبت بدهی به کل دارایی‌ها	-۰,۰۸۵ (۰,۰۰)	۰,۰۳۲ (۰,۰۰)	۰,۰۱۶ (۰,۰۳)	۰,۰۳۲ (۰,۰۰)	۰,۰۵۴ (۰,۰۳)	-۰,۰۴۹ (۰,۰۰)
رشد اقتصادی	۰,۰۲۹ (۰,۰۰)	۰,۰۳۳ (۰,۰۰)	۰,۰۵۴ (۰,۰۷)	۰,۰۴۸ (۰,۰۰)	۰,۰۲۸ (۰,۰۰)	۰,۰۳۲ (۰,۰۲)
ضریب تعیین آماره دوربین واتسون آماره F (سطح معنی‌داری)	۰,۶۸ ۱,۸۹ ۲۸,۶۵ (۰,۰۰)	۰,۷۴ ۱,۸۷ ۲۳,۶۷ (۰,۰۰)	۰,۶۹ ۱,۷۶ ۴۰,۵۶ (۰,۰۰)	۰,۷۸ ۱,۸۹ ۳۳,۴۵ (۰,۰۰)	۰,۶۹ ۱,۷۷ ۵۶,۲۱ (۰,۰۰)	۰,۷۷ ۱,۹۷ ۴۳,۲۲ (۰,۰۰)

اعداد داخل پرانتز بیانگر سطح معنی‌داری متغیرها می‌باشد. سطح خطا در این مطالعه ۵ درصد (Prob=۰,۰۵) می‌باشد.

پیش‌بینی نشده و غیرمنتظره و کسری وجه نقد در آینده، نیاز به ذخیره‌سازی وجه نقد دارند (عدم تأیید فرضیه ۱).

رابطه مثبت بین افزایش دسترسی به تسهیلات بانکی و میزان سرمایه‌گذاری در موجودی مواد و کالا منطبق با نتایج تحقیق چن و کیشینیک (۲۰۱۸) و لون و مرگان (۲۰۰۶) می‌باشند که می‌توان علت آن را شرایط اقتصادی موجود، میزان تورم و همچنین عدم امکان تأمین مدام و مستمر موجودی مواد و کالا و خطر کمبود آن دانست که علی‌رغم هزینه بالای نگهداری موجودی مواد و کالا، شرکت‌ها را ناچار به ذخیره‌سازی می‌کند (تأیید فرضیه ۵).

بر اساس یافته‌های جدول فوق بین درصد تغییرات در تسهیلات و دریافتی‌های تجاری و غیرتجاری رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد که نشان می‌دهد افزایش دسترسی به تسهیلات بانکی موجب کاهش ارائه اعتبار تجاری توسط شرکت‌ها به مشتریان می‌شود. هنگامی که تسهیلات بانکی به‌طور گسترده‌ای در دسترس شرکت‌هاست، شرکت‌ها ارائه اعتبار به مشتریان خود را با توجه به هزینه بالای مطالبات غیرقابل وصول کاهش می‌دهند، چراکه دیگر

نتایج برآورد مدل تاثیر متغیر مستقل تغییر در تسهیلات کوتاه‌مدت بانکی بر روی اجزاء سرمایه در گردش نشان می‌دهد، درصد تغییرات در تسهیلات دریافتی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر متغیرهای موجودی نقد، موجودی مواد و کالا دارد. یعنی افزایش در دسترسی به تسهیلات بانکی موجب افزایش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در موجودی مواد و کالا و موجودی نقد می‌شود. رابطه مثبت بین دسترسی به تسهیلات بانکی و موجودی نقد با نتایج تحقیقات چن و کیشینیک (۲۰۱۸) و داسگوپتا، نو و وانگ<sup>۲۱</sup> (۲۰۱۱) منطبق است که بیان می‌کنند شرکت‌ها هنگام ایجاد بدهی جدید، ابتدا ذخایر نقدی خود را افزایش می‌دهند و با نتایج تحقیقات ماکسول<sup>۲۲</sup> (۲۰۱۴) و فرانسس، حسن و وانگ<sup>۲۳</sup> (۲۰۱۴) مغایرت دارد. لذا بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر می‌توان استنباط کرد شرکت‌های موردبررسی مانده موجودی نقد خود را در زمانی که به تسهیلات بانکی دسترسی بیشتری دارند، افزایش می‌دهند که موضوع منطبق با انگیزه احتیاطی است. بر اساس انگیزه احتیاطی که وسیله کینز<sup>۲۴</sup> (۱۹۳۶) مطرح شد که شرکت‌ها برای مصون شدن و ایمن ماندن در برابر ریسک‌های

سایر بدهی‌های جاری (پیش‌دریافت‌ها) مثبت و معنی‌دار است. نتایج به‌دست‌آمده بیانگر آن است که شرکت‌های وابسته به بانک تفاوت معناداری با شرکت‌های غیر وابسته در سیاست‌های سرمایه در گردش خود دارند. شرکت‌های وابسته به تسهیلات بانکی وجه نقد بیشتری نگه می‌دارند و از اعتبار تجاری بیشتری استفاده و موجودی مواد و کالای بیشتری نگه‌داری می‌کنند و همچنین پیش‌پرداخت‌های بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند. این شواهد نشان می‌دهد که شرکت‌های وابسته به تسهیلات بانکی، دارایی‌های جاری بیشتری دارند و این شرکت‌ها به دلیل نگرانی از محدودیت در دسترسی به تسهیلات بانکی، از اعتبار ارائه‌شده به مشتریان و اعتبار دریافتی از عرضه‌کننده‌ها بیشتر استفاده و همچنین اوراق بهادار و وجه نقد بیشتری نیز نسبت به سایر شرکت‌ها ذخیره می‌کنند.

نتایج برآورد مدل تاثیر متغیر مستقل تغییر در تسهیلات کوتاه‌مدت بانکی بر روی اجزاء سرمایه در گردش در شرکت‌های وابسته و عدم وابسته به تسهیلات بانکی نشان می‌دهد، تغییرات در دسترسی به تسهیلات بانکی در شرکت‌های وابسته به تسهیلات بانکی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر متغیرهای موجودی نقد و موجودی مواد و کالا داشته اما تأثیر معنی‌داری بر دریافتی‌ها، سایر دارایی‌ها و سایر بدهی‌ها یعنی پیش‌پرداخت‌ها و پیش‌دریافت‌ها مشاهده نشد (عدم تأیید فرضیات ۴، ۸ و ۱۲).

بر اساس یافته‌های پژوهش می‌توان استنباط کرد شرکت‌های وابسته به بانک همانند سایر شرکت‌ها، مانده موجودی نقد خود را در زمانی که به اعتبار بانکی دسترس بیشتری دارند، افزایش می‌دهند که موضوع مطابق با انگیزه احتیاطی است و با نتایج تحقیق داسگوپتا، نو و وانگ (۲۰۱۱) و چن و کیشنیک (۲۰۱۸) نیز منطبق است (عدم تأیید فرضیه ۲).

بر اساس نتایج فوق تغییرات در دسترسی به تسهیلات بانکی در شرکت‌های وابسته به تسهیلات بانکی همانند سایر شرکت‌ها تأثیر مثبت و معنی‌داری بر موجودی مواد و کالا داشته که بیشتر بودن ضریب

نیازی به گسترش چنین اعتباری برای فروش خود ندارند که با یافته‌های پژوهش چن و کیشنیک (۲۰۱۸) نیز منطبق می‌باشد (عدم تأیید فرضیه ۳).

نتایج بالا نشان می‌دهد، درصد تغییرات در تسهیلات دریافتی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر متغیر استفاده از اعتبار تجاری (پرداختنی‌ها) دارد. یعنی افزایش در دسترسی به تسهیلات بانکی موجب افزایش در استفاده از اعتبار تجاری می‌شود یعنی استفاده از اعتبار تجاری و تسهیلات بانکی برای شرکت‌هایی ایرانی با توجه به محدودیت‌های مالی ناشی شرایط اقتصادی موجود، مکمل همدیگر محسوب می‌شوند که با نتایج تحقیق برکارت و الینگسن<sup>۲۵</sup> (۲۰۰۴) منطبق است و با نتایج تحقیق پیترسن و راجان (۱۹۹۷) مغایرت دارد (عدم تأیید فرضیه ۹).

ضمناً رابطه معنی‌داری بین درصد تغییر در تسهیلات بانکی و متغیرهای سایر دارایی‌های جاری و سایر بدهی‌های جاری یعنی پیش‌دریافت‌ها و پیش‌پرداخت‌ها مشاهده نشد (عدم تأیید فرضیه ۷ و فرضیه ۱۱). همچنین ضرایب متغیرهای کنترلی دارایی‌های ثابت مشهود، حاشیه سود، رشد فروش، نسبت هزینه‌های فروش و عمومی اداری به کل فروش، نسبت بدهی به کل دارایی‌ها و رشد اقتصادی در مدل برآورد شده معنی‌دار است که بر اساس نتایج به‌دست‌آمده مهم‌ترین عوامل مؤثر بر سیاست‌های سرمایه در گردش شرکت‌ها اندازه و نسبت دارایی‌های ثابت مشهود است.

در این قسمت شرکت‌های وابسته به تسهیلات بانکی را بر این اساس که شرکت کوچک (جزء پایین سه دهک اندازه شرکت) بوده و سود پرداختی هم نداشته باشد تعریف و به آن عدد یک اختصاص داده و متغیر مجازی ایجادشده را با استفاده از روش غیرخطی شبه درستمایی در مدل مربوط به تأثیر تغییر تسهیلات بانکی بر مدیریت سرمایه در گردش برآورد که نتایج آن در جدول ۶ ارائه شده است.

رابطه بین متغیر مجازی شرکت وابسته به تسهیلات بانکی با موجودی نقد، موجودی مواد و کالا، دریافتی‌ها، سایر دارایی‌های جاری و پرداختنی‌ها و

بانکی موجب کاهش استفاده از اعتبار تجاری می‌شود که با توجه به عدم مشاهده رابطه معنی‌دار در شرکت‌های غیر وابسته می‌توان استنباط کرد توسعه (کاهش) تسهیلات بانکی فقط در شرکت‌های وابسته به بانک باعث استفاده کمتر (بیشتر) از اعتبار تجاری می‌شود (تأیید فرضیه ۱۰).

در شرکت‌های وابسته به بانک نشان می‌دهد این شرکت‌ها به تغییرات در تسهیلات بانکی واکنش بیشتری نشان می‌دهند (تأیید فرضیه ۶).

همچنین تغییرات در دسترسی به تسهیلات بانکی در شرکت‌های وابسته به تسهیلات بانکی، تأثیر منفی و معنی‌داری بر متغیر پرداختنی‌ها (استفاده از اعتبار تجاری) دارد یعنی افزایش در دسترسی به تسهیلات

جدول ۶- برآورد مدل تأثیر تسهیلات بانکی بر مدیریت سرمایه در گردش بر اساس تفکیک شرکت‌ها مبتنی بر وابستگی به تسهیلات

متغیرها	موجودی نقد	دریافتنی‌ها	موجودی مواد و کالا	سایر دارایی‌های جاری	اعتبار تجاری	سایر بدهی‌های جاری
عرض از مبدأ	۰,۵۹۸ (۰,۰۰)	۰,۳۲۴ (۰,۰۰)	۰,۶۳۴ (۰,۰۰)	۰,۵۵۴ (۰,۰۲)	۰,۳۶۵ (۰,۰۰)	۰,۴۸۳ (۰,۰۰)
درصد تغییرات در تسهیلات	۰,۰۱۸۲ (۰,۰۰)	-۰,۰۰۷۵ (۰,۰۰)	۰,۰۰۴۷ (۰,۰۰)	-۰,۰۰۲۳ (۰,۴۵)	-۰,۰۰۳۸ (۰,۶۴)	-۰,۰۰۱۲ (۰,۳۸)
شرکت وابسته بانک	۰,۲۹۸ (۰,۰۰)	۰,۳۱۲ (۰,۰۰)	۰,۳۴۷ (۰,۰۰)	۰,۲۶۷ (۰,۰۰)	۰,۴۳۵ (۰,۰۰)	۰,۲۵۴ (۰,۰۱)
درصد تغییرات در تسهیلات * شرکت وابسته بانک	۰,۰۰۵۶ (۰,۰۰)	-۰,۰۰۷۶ (۰,۵۶)	۰,۰۰۴۸ (۰,۰۱)	-۰,۰۰۵۴ (۰,۴۳)	-۰,۰۰۲۷ (۰,۰۳)	-۰,۰۰۱۹ (۰,۴۲)
لگاریتم نوسانات نقدینگی	-۰,۰۳۹۸ (۰,۰۰)	-۰,۰۳۷۶ (۰,۰۰)	-۰,۰۲۳۴ (۰,۰۰)	-۰,۰۰۵۸ (۰,۰۰)	-۰,۰۴۵۶ (۰,۰۰)	-۰,۰۴۳۵ (۰,۰۰)
نسبت دارایی ثابت مشهود	-۰,۷۶۸۹ (۰,۰۰)	-۰,۴۶۳۴ (۰,۰۰)	-۰,۲۳۱۲ (۰,۰۰)	-۰,۲۲۳۰ (۰,۰۰)	-۰,۳۲۱۲ (۰,۰۳)	-۰,۶۸۷۰ (۰,۰۰)
حاشیه سود	۰,۰۳۱۲ (۰,۰۰)	-۰,۰۳۲۹ (۰,۰۰)	-۰,۰۲۱۲ (۰,۰۰)	-۰,۰۱۴۲ (۰,۷۵)	-۰,۰۰۵۳ (۰,۰۰)	۰,۰۱۸۴ (۰,۰۰)
رشد فروش	-۰,۰۰۹ (۰,۰۰)	-۰,۰۲۱۳ (۰,۰۰)	-۰,۰۹۲۱ (۰,۰۰)	-۰,۰۲۱۳ (۰,۰۰)	۰,۰۱۸۶ (۰,۰۱)	-۰,۰۵۲۱ (۰,۰۰)
نسبت هزینه‌های فروش و عمومی اداری به کل فروش	۰,۰۶۵ (۰,۰۰)	-۰,۱۹۶ (۰,۰۰)	-۰,۰۸۸ (۰,۰۰)	-۰,۰۰۶۸ (۰,۰۲)	-۰,۰۰۳۲ (۰,۰۸)	۰,۰۲۷ (۰,۰۰)
بدهی به کل دارایی‌ها	-۰,۰۲۷ (۰,۰۰)	۰,۰۲۲ (۰,۰۰)	۰,۰۱۹ (۰,۰۰)	۰,۰۲۱ (۰,۰۰)	-۰,۰۲۸ (۰,۰۰)	-۰,۰۱۶ (۰,۰۰)
رشد اقتصادی	۰,۰۰۲۳ (۰,۰۰)	۰,۰۰۴۳ (۰,۳۴)	-۰,۰۰۱۸ (۰,۵۶)	۰,۰۰۲۸ (۰,۰۰)	۰,۰۰۱۹ (۰,۰۰)	۰,۰۰۱۵ (۰,۰۰)
ضریب تعیین آماره دوربین واتسون آماره F (سطح معنی‌داری)	۰,۶۷ ۱,۹۳ ۳۵,۲۲ (۰,۰۰)	۰,۵۸ ۱,۸۹ ۳۸,۵۶ (۰,۰۰)	۰,۶۸ ۱,۹۴ ۴۲,۱۶ (۰,۰۰)	۰,۶۳ ۱,۷۸ ۳۷,۴۵ (۰,۰۰)	۰,۷۱ ۱,۹۰ ۴۴,۵۰ (۰,۰۰)	۰,۷۹ ۱,۸۸ ۳۸,۶۹ (۰,۰۰)

اعداد داخل پرانتز بیانگر سطح معنی‌داری متغیرها می‌باشد. سطح خطا در این مطالعه ۵ درصد (Prob=0.05) می‌باشد.

## ۷- نتیجه‌گیری و بحث

مدیریت سرمایه در گردش یکی از مهم‌ترین تصمیماتی است که مدیران را در موازنه بهینه دارایی‌ها و بدهی‌های جاری به چالش می‌کشد. مدیریت سرمایه در گردش به سبب استمرار آن در فعالیت‌های روزمره کسب‌وکار اهمیت دارد. از این‌رو، یکی از عوامل مهم تعیین‌کننده ارزش شرکت محسوب می‌شود. هدف پژوهش حاضر برآورد تأثیر تسهیلات کوتاه بانکی بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۵ می‌باشد. در این مطالعه از اطلاعات آماری ۵۲ شرکت تولیدی فعال در بخش صنعت استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد تغییر در دسترسی تسهیلات بانکی به‌طور قابل‌ملاحظه‌ای بر برخی از معیارهای سیاست سرمایه در گردش شرکتی تأثیر می‌گذارد؛ که این نتایج با یافته‌های هلیپر، نیکلسون و نونان<sup>۶</sup> (۲۰۱۴)، ماتوت (۲۰۱۴)، کابلرو و همکاران (۲۰۱۳) مطابقت دارد. افزایش دسترسی به تسهیلات بانکی موجب افزایش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در موجودی مواد و کالا، موجودی نقد و همچنین کاهش ارائه اعتبار تجاری به مشتریان می‌شود. ضمناً نسبت هزینه‌های فروش و عمومی اداری به کل فروش نقش مهمی در سیاست‌های سرمایه در گردش شرکت‌ها بازی می‌کنند. همچنین یافته‌های دیگر پژوهش نشان داد که سیاست‌های سرمایه در گردش شرکت‌های وابسته به بانک و غیر وابسته به بانک اختلاف معناداری باهم دارند، به طوری که شرکت‌های وابسته به تسهیلات بانکی نسبت به غیر وابسته، دارایی‌های جاری بیشتری نگهداری و وابستگی بیشتری به بدهی‌های جاری در مدیریت سرمایه در گردش خود دارند. ضمناً واکنش برخی معیارهای سرمایه در گردش شرکت‌های وابسته به بانک، به تغییر در دسترسی به تسهیلات بانکی، متفاوت و شدیدتر از واکنش سایر شرکت‌ها است. نتایج این پژوهش با یافته‌های چن و کیشنیک (۲۰۱۸)، مطابقت دارد به طوری که در پژوهش خود بیان می‌کنند که سیاست‌های سرمایه

کاری شرکت‌های وابسته و غیر وابسته به بانک تا حد زیادی باهم تفاوت دارند. همان‌طور که انتظار می‌رود، شرکت‌های وابسته به بانک بیشتر، دارایی‌های جاری داشته و به بدهی‌های کنونی جهت مدیریت سرمایه کاری خود نسبت به شرکت‌هایی که کمتر به بانک وابسته می‌باشند متکی هستند.

با توجه به نتایج پژوهش که نقش نوع تأمین مالی و تسهیلات بانکی را در مدیریت سرمایه در گردش تأیید می‌کند و از طرفی در پژوهش‌های مختلف تأثیر سطوح مختلف سرمایه در گردش بر ارزش و بازده سهام شرکت تأیید شده است، در نتیجه به مدیران واحدهای اقتصادی پیشنهاد می‌شود برای تصمیم‌گیری بهینه و مدیریت صحیح سرمایه در گردش بر اجزاء سرمایه در گردش شرکت تمرکز و توجه نمایند، چراکه سرمایه در گردش بخش جدایی‌ناپذیر از سرمایه‌گذاری و دارای اثر مستقیم بر نقدینگی و عملکرد سازمان است.

از طرف دیگر به تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران بیان می‌شود که به ساختار تأمین مالی و دریافت تسهیلات شرکت نیز توجه داشته باشند، زیرا که تصمیم‌گیری صحیح مدیران شرکت در این حوزه، منتج به ساختار بهینه و مطلوب مدیریت سرمایه در گردش و در نهایت می‌تواند بر مدیریت عملکرد شرکت و افزایش ثروت سهامداران تا حدود زیادی تأثیرگذار باشد.

به پژوهشگران جهت تحقیقات آتی پیشنهاد می‌شود که نقش نظام راهبری و نظارت خارجی را بر تسهیلات بانکی و مدیریت سرمایه در گردش موردبررسی قرار دهند و همچنین با توجه به اینکه نیازها و کاربردهای منابع تأمین شده در صنایع مختلف ممکن است متفاوت باشد، در نتیجه این پژوهش را می‌توان در صنایع مختلف بررسی کرد و با نتایج تحقیق حاضر مورد مقایسه قرار دهند.

## فهرست منابع

- \* امامی، مریم سادات و فرید، داریوش (۱۳۹۵).  
"سرمایه در گردش، عملکرد شرکت و محدودیت‌های مالی: شواهدی از بورس اوراق

- بهادار تهران". اقتصاد مالی. دوره ۱۱. شماره ۳۸. صص ۲۱-۴۶.
- \* غفاری، هادی؛ سعادت مهر، مسعود؛ سوری، علی؛ رنجبر فلاح، محمدرضا (۱۳۹۵). "تأثیر افزایش نرخ سود سپرده‌های بانکی بر متغیرهای کلان اقتصاد ایران". مطالعات اقتصادی کاربردی ایران. دوره ۵. شماره ۱۸. صص ۱۰۹-۱۳۲.
- \* فرمان آرا، امید؛ عارف نژاد، میثم؛ جعفری، محبوبه (۱۳۹۵). "تأثیر مدیریت سرمایه در گردش و اهرم مالی بر سودآوری برخی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، اقتصاد مالی". دوره ۱۰. شماره ۳۴. صص ۱۶۷-۱۸۷.
- \* مهدیان، سید علی و نوروش، ایرج (۱۳۹۶). "ارائه مدلی برای تبیین مدیریت سرمایه در گردش: رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری". فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری. سال ششم. شماره بیست و چهار.
- \* نیکومرام، هاشم؛ رهنمای رودپشتی، فریدون و هیبتی، فرشاد (۱۳۸۰). مبانی مدیریت مالی. جلد دوم. انتشارات ترمه.
- \* واعظ، سیدعلی؛ قلمبر، محمدحسین و شاکری، فاطمه (۱۳۹۲). "عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های بورس اوراق بهادار". فصلنامه حسابداری مالی. سال پنجم. شماره ۱۹. صص ۴۶-۶۸.
- \* Banker, R., & Fang, S. (2013). Loan Financing and Real Cost Management. Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- \* Buchory, H. A. (2014). Analysis of the Effect of Capital, Net Interest and Margin Debt Risk on Profitability in the Implementation of Banking Intermediation. *European Journal of Business and management*. 6(24), 48-96.
- \* Burkart, M., & Ellingsen, T. (2004). In-kind Finance: A Theory of Trade Debt. *American Economic Review*, 94, 569-90.
- \* Caballero, S., & Garcia, P., & Martinez, P. (2013). Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *Journal of Business Research*, 332-338.
- بهادار تهران". فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی. دوره ۸. شماره ۴. شماره پیاپی ۱: ۳۰-۱۶.
- \* بزرگ اصل، موسی؛ اکبری ماسوله، علیرضا؛ محقق نیا، محمدجواد؛ تقوی فرد، محمدتقی (۱۳۹۶). "بررسی اثر تنوع‌گرایی دارایی و تسهیلات بانک‌ها بر بازده بانکی (مورد مطالعه: بانک‌های خصوصی در ایران)". مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار. شماره ۳۰. صص ۲۰۱-۲۱۲.
- \* پوینده پور، علیرضا؛ فروغی، داریوش؛ قاسمی، محمدرضا (۱۳۹۵). "تأثیر سرمایه در گردش بر ساختار سرمایه، کنفرانس بین‌المللی مدیریت و اقتصاد مقاومتی". مالزی. مرکز توسعه آموزش‌های نوین ایران (متانا).
- \* جهانخانی، علی و پارسائیان، علی (۱۳۸۰). مدیریت مالی. جلد دوم. ترجمه و اقتباس از کتاب ریموند پی نوو. انتشارات سمت.
- \* خانی، عبدالله و افشاری، حمیده (۱۳۹۱). "نابهنجاری تأمین مالی و نابهنجاری سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۸۹-۱۳۸۳". تحقیقات مالی. دوره ۱۴. شماره ۲. صص ۳۱-۴۶.
- \* دولو، مریم و محمودی، مسعود (۱۳۹۵). "سرمایه در گردش، عملکرد شرکت و محدودیت‌های تأمین مالی". دانش حسابداری مالی، دوره دوم، شماره چهارم، پیاپی (۱۱) صص ۱۰۷-۱۳۰.
- \* سپاسی، سحر؛ حسنی، حسن و سلمانیان، لیدا. (۱۳۹۶). "مدیریت سرمایه در گردش، عملکرد مالی و محدودیت‌های تأمین مالی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی. دوره ۵. شماره ۴. شماره پیاپی ۱۹: صص ۹۹-۱۱۶.
- \* شعبانی، محمد (۱۳۸۸). بازارهای پولی و مالی بین‌المللی، قم: انتشارات مهر.
- \* عرب مازار، عباس؛ نعمتی، مهرداد؛ درویشی، امیر (۱۳۹۶). "تأثیر مدیریت سرمایه در گردش و اهرم مالی بر سودآوری برخی شرکت‌های بورس اوراق



- \* Mateut, S. (2014). Reverse trade debt or default risk? Explaining the use of prepayments by firms. *Journal of Corporate Finance*, 29, 303-326.
- \* Maxwell, W. F. (2014). Refinancing risk and cash holdings. *Journal of Finance*, 69, 975-1012.
- \* Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1997). Trade Debt: Theories and evidence. *Review of Financial Studies*, 10, 661-691.
- \* Sufi, A. (2009). Bank lines of debt in corporate finance: An empirical analysis. *Review of Financial Studies*, 22(3), 1057-1088.
- \* Chen, C., & Kieschnick, R. (2018). Bank debt and corporate working capital management. *Journal of Corporate Finance*.
- \* Dasgupta, S., Noe, T., & Wang, Z. (2011). Where Did All the Dollars Go? The Effect of Cash Flows on Capital and Asset Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46, 1259-1294.
- \* Engemann, M., Eck, K., & Schnitzer, M. (2014). Trade Debts and Bank Debts in International Trade: Substitutes or Complements? *The World Economy*, 37, 1507-1540.
- \* Francis, B., Hasan, I., & Wang, H. (2014). Banking deregulation, consolidation, and corporate cash holdings: U.S. Evidence. *Journal of Banking and Finance*, 41, 45-56.
- \* Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67 (2): 217-248.
- \* Harford, J., Sandy, L., & Maxwell, W. F. (2014). Refinancing risk and cash holdings. *Journal of Finance*, 69, 975-1012.
- \* Helper, S., Nicholson, J., & Noonan, R. (2014). The Economic Benefits of Reducing Supplier Working Capital Costs, U.S. Department of Commerce. *Economics and Statistics Administration*.
- \* Ho Koo, J, Song, S., & Paik, T. (2015). Earnings Management and Cost Stickiness. *Accounting Science and Technology Letter*. Vol 84, 40-44.
- \* Khan, N., Akbar, M., & Akbar, A. (2016). Does an optimal working capital exist? The role of financial constraints. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(9), 131-136.
- \* Leary, M. T. (2009). Bank loan supply, lender choice, and corporate capital structure. *Journal of Finance*, 64, 1143-1185.
- \* Liu, Z., & Zhao, X. (2014). How Does Supplier Lending Differ from Bank Lending. working paper presented at the 2014 FMA meetings.
- \* Lown, C., & Morgan, D. (2006). The Debt Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Loan Officer Opinion Survey. *Journal of Money, Debt and Banking*, 38, 1575-1597.
- \* Lown, C., & Morgan, D. (2006). The Debt Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Loan Officer Opinion Survey. *Journal of Money, Debt and Banking*, 38, 1575-1597.

### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Banker, R., and S. Fang.
- <sup>2</sup> Ho Koo, J, Song, S., and T. Paik.
- <sup>3</sup> Frank & Goyal.
- <sup>4</sup> Caballero, S.
- <sup>5</sup> Harford, Klasa and Maxwell.
- <sup>6</sup> Mateut.
- <sup>7</sup> Petersen and Rajan.
- <sup>8</sup> Chen, Chongyang and Kieschnick.
- <sup>9</sup> Khan et al.
- <sup>10</sup> Buchory.
- <sup>11</sup> Engeman et al.
- <sup>12</sup> Leary.
- <sup>13</sup> Mckinnon-Show.
- <sup>14</sup> Sufi.
- <sup>15</sup> Lown and Morgan.
- <sup>16</sup> Liu and Zhao.
- <sup>17</sup> De Veirman and Levin.
- <sup>18</sup> Quasi-likelihood model.
- <sup>19</sup> Papke and Wooldridge.
- <sup>20</sup> Faulkender and Petersen.
- <sup>21</sup> Dasgupta, Noe and Wang.
- <sup>22</sup> Maxwell.
- <sup>23</sup> Francis, Hasan and Wang.
- <sup>24</sup> Keynes.
- <sup>25</sup> Burkart and Ellingsen.
- <sup>26</sup> Helper, Nicholson and Noonan.