



مطالعه تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس

اوراق بهادار

تهران

آذرعزیزی<sup>۱</sup>، جعفر زرین<sup>۲</sup>

۱- گروه مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد ملایر، ملایر، ایران

۲- گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران، صندوق پستی ۳۶۹۷-۱۹۳۹۵

ایمیل نویسنده اصلی: [azar.azizi4545@gmail.com](mailto:azar.azizi4545@gmail.com)

#### چکیده

تحقیق حاضر، تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. نمونه آماری این تحقیق شامل ۱۲۰ شرکت می باشد که بین سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفته اند. در این تحقیق از متغیر  $Q$  تو بین به عنوان معیار ارزش شرکت و از متغیر  $RoA$  (نرخ بازده داراییها) به عنوان معیار ارزیابی عملکرد استفاده شده است و از متغیرهای، دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی ها و دوره واریز بستانکاران به عنوان معیارهای مدیریت سرمایه در گردش و از متغیرهای اندازه شرکت، رشد فروش و نسبت بدهی های مالی به کل دارایی ها به عنوان متغیرهای کنترل استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل داده ها از همبستگی پیرسون و رگرسیون استفاده شده است. نتایج بدست آمده از این تحقیق نشان داد که رابطه معکوس معناداری بین دوره وصول مطالبات با عملکرد شرکت وجود دارد و شرکت ها می توانند با کوتاه تر کردن دوره وصول مطالبات عملکرد خود را افزایش دهند. ولی بین دوره گردش موجودی و دوره واریز بستانکاران با عملکرد شرکت رابطه معناداری پیدا نشد. همچنین نتایج نشان داد که رابطه معکوس معناداری بین نسبت بدهی و عملکرد وجود دارد. طبق نتایج بدست آمده از این تحقیق مدیریت شاخص های سرمایه در گردش تأثیر با اهمیتی بر ارزش شرکت نداشته ولی بین اندازه شرکت و ارزش شرکت رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.

واژه های کلیدی: مدیریت سرمایه در گردش، ارزش شرکت، عملکرد شرکت.



## مقدمه

بحران مالی که امروزه تقریباً دامنگیر کل دنیا شده است، و آغاز آن از سال ۲۰۰۸ میلادی بود بیشتر توجه ها را به سمت سرمایه گذاریهای جلب کرده است که واحدهای تجاری بر روی دارایی های کوتاه مدت انجام می دهند. این موضوع بحث سرمایه در گردش و مدیریت آن را بیش از پیش در شرکت های سراسر دنیا داغ کرد. گروهی از پژوهشگران اعتقاد دارند که مدیریتی کارا برای سرمایه در گردش امری حیاتی برای واحدهای تجاری در شرایط سخت اقتصادی می باشد، و باید به گونه ای استراتژیک باعث ارتقاء موقعیت رقابتی شرکت شده و سود آوری آن را افزایش دهد.

در مقابل گروهی دیگر معتقدند که مدیریت باید به گونه ای باشد که شرکت در این شرایط سخت مقاومت کرده و در مقابل نوسانات شدید ناشی از بحران های اقتصادی توان استقامت را داشته باشد (ابوزید، ۲۰۱۲).

مدیریت سرمایه در گردش کارا شامل برنامه ریزی و کنترل دارایی ها و بدهی های جاری است. به گونه ای که ریسک ناتوانی در برآورده کردن تعهدات کوتاه مدت از یک طرف و اجتناب از سرمایه گذاری بیش از حد در این دارایی ها را از طرف دیگر برطرف سازد (رحمان و نصر، ۲۰۰۷).

## بیان مسئله

مدیریت سرمایه در گردش یکی از حوزه های بسیار مهم در مدیریت مالی و مدیریت سازمانها به شمار می آید، زیرا به طور مستقیم نقدینگی و سود آوری شرکتها را تحت تأثیر قرار می دهد.

احتمال ورشکستگی برای شرکتهایی که در معرض مدیریت غیر صحیح و نادرست سرمایه در گردش قرار دارند، وجود دارد حتی با وجود سودآوری مثبت. مدیریت سرمایه در گردش با داراییها و بدهیهای جاری مرتبط است. داراییهای جاری یک شرکت قسمت قابل توجهی از کل دارایی های آن را تشکیل می دهد. سطوح بیش از حد داراییهای جاری می تواند به بازده کمتر از حد متعارف منجر شود از طرفی شرکتهایی که داراییهای جاری کمی دارند در روند عادی عملیات کمبودها و مشکلات خواهند داشت (رحمان و نصر، ۲۰۰۷)

مدیریت سرمایه در گردش یکی از بخشهایی است که در ساختار مدیریتی یک سازمان نقش حیاتی ایفا می کند به طوری که در برخی موارد بحث سرمایه در گردش و نقدینگی را مانند خونی تشبیه کرده اند که در رگهای یک واحد تجاری در جریان است تا واحد تجاری بتواند به حیات خود ادامه دهد و از مدیریت این بخش به عنوان قلب تپنده واحد تجاری یاد شده است که وظیفه پمپاژ خون به رگهای سازمان را به عهده دارد (کیسی ون، ۲۰۰۶)<sup>۳</sup>

در این تحقیق برآنیم تا تأثیر مدیریت سرمایه در گردش را بر عملکرد شرکت ها مورد بررسی قرار دهیم.

1- Abuzayed  
2- Rahman & Nasr  
1-Kesseven



## اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

اهمیت روزافزون مدیریت سرمایه در گردش باعث شده است که این موضوع به صورت یک رشته تخصصی مدیریت مالی درآید. در شرکتهای بسیار بزرگ، تعدادی مدیر اجرایی متخصص حضور دارند که تمام وقت و انرژی خود را منحصراً صرف اداره سرمایه در گردش شرکت می کنند دلایل اهمیت این موضوع به شرح زیر است (ریموند پی نوو، ۱۳۸۰)

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

۲- شاید با توجه به تغییراتی که در میزان داراییهای جاری رخ داده است، مدیران مجبور شوند در تصمیماتی که قبلاً برای تأمین مالی گرفته اند تجدید نظر کنند؛ مثلاً اگر برای تأمین مالی داراییهای جاری از مبالغ سنگینی وام کوتاه مدت استفاده شده است، گرفتن وامهای اضافی و تمدید وامهایی که به سر رسید می رسند مستلزم صرف وقت و انرژی بیشتر مدیریت خواهد بود.

۳- میزان منابع و مصارف وجوهی که به سرمایه در گردش تخصیص داده می شود. باید مشخص شود. داراییهای جاری حدود ۷۵ درصد کل داراییهای شرکت و بدهیهای جاری حدود ۶۰ درصد ساختار سرمایه هستند. این بدان معناست که به عنوان مثال اگر کل داراییهای یک شرکت ۵۰۰ میلیارد ریال باشد، مبلغ ۳۷۳۵ میلیارد ریال آن ممکن است به صورت داراییهای جاری باشد و بدهیهای جاری هم حدود ۳۰۰ میلیارد ریال خواهد شد.

۴- اگر مدیریت در گردش صحیح نباشد، احتمال دارد فروش و سود شرکت کاهش یابد و چه بسا شرکت در پرداخت به موقع دیون و تعهدات خود ناتوان بماند.

عدم وجود تحقیقی جامع که به بررسی تأثیر مؤلفه های سرمایه در گردش بر ارزش شرکت پرداخته باشد ضرورت انجام تحقیق حاضر را روشن می کند.

لازم به ذکر است که نتایج حاصل از تحقیق حاضر، به توان تحلیل سازمان بورس اوراق بهادار تهران در زمینه آگاهی از تأثیر شاخص های سرمایه در گردش بر ارزش و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس یاری می رساند.

## اهداف تحقیق

### هدف اصلی تحقیق

بررسی تأثیر شیوه مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

### اهداف فرعی تحقیق

۱- بررسی تأثیر شیوه مدیریت حسابهای دریافتی بر ارزش و عملکرد شرکت

۲- بررسی تأثیر شیوه مدیریت حسابهای پرداختی بر ارزش و عملکرد شرکت

## فرضیه های تحقیق

به منظور بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر ارزش و عملکرد شرکت، فرضیه هایی به شرح زیر آزمون شده است.

فرضیه اول: مدیریت دوره گردش موجودی ها بر عملکرد شرکت تأثیر گذار است.

فرضیه دوم: مدیریت دوره وصول مطالبات بر عملکرد شرکت تأثیر گذار است.



### متغیرهای تحقیق

#### متغیرهای مستقل

در تحقیق حاضر ۱- دوره وصول مطالبات ۲- دوره پرداخت حسابهای پرداختی ۳- دوره گردش موجودی ها به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده اند

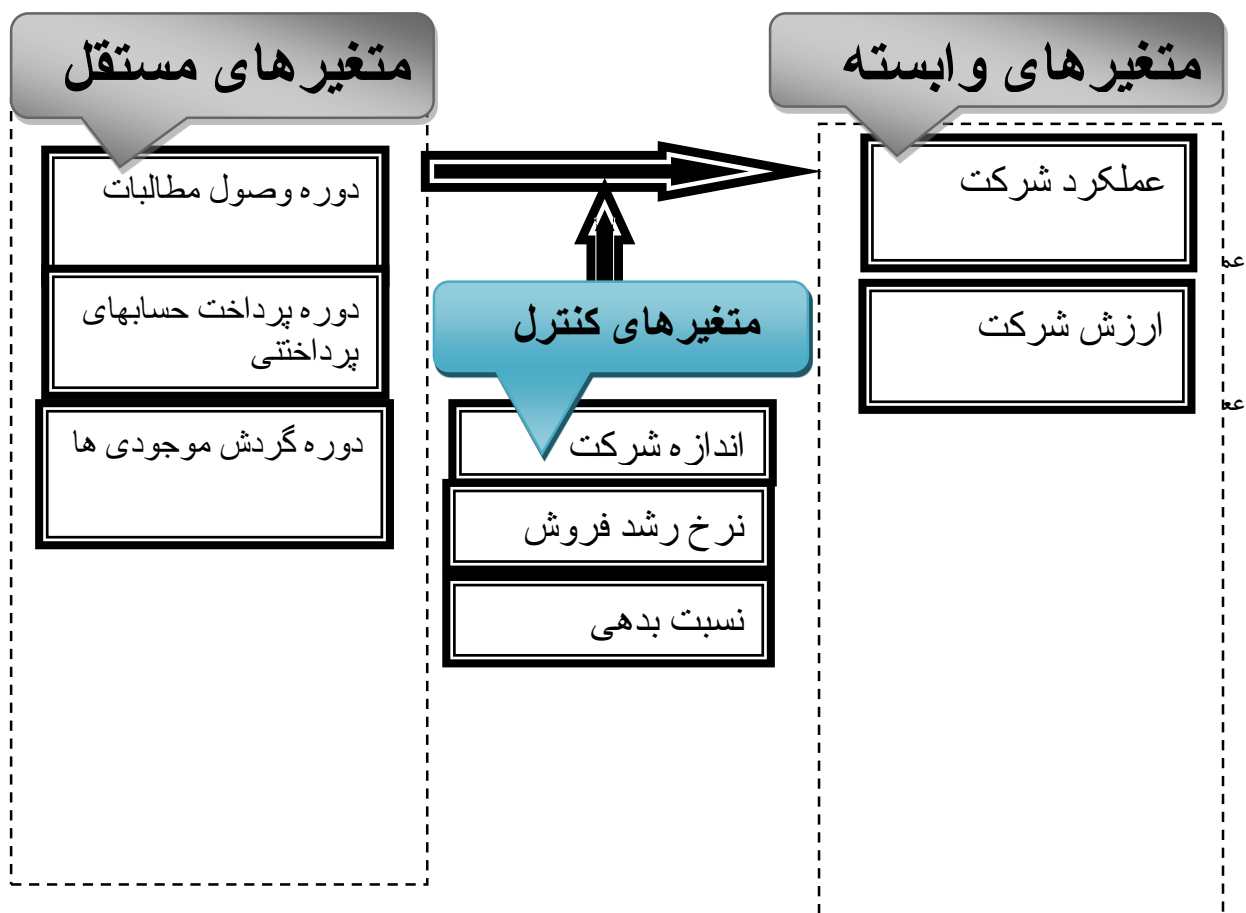
#### متغیرهای وابسته

همچنین در این تحقیق نرخ بازده داراییهای (ROA) به عنوان معیار ارزشیابی عملکرد شرکت و Q توبین به عنوان معیار اندازه گیری ارزش شرکت به عنوان متغیرهای وابسته در نظر گرفته شده اند.

#### متغیرهای کنترل

متغیرهای کنترل شامل اندازه شرکت، نرخ رشد فروش و نسبت بدهی می باشند که با توجه به تحقیقات انجام شده قبلی و مطالعه ادبیات موضوع در نظر گرفته شده اند.

### مدل مفهومی تحقیق



### قلمرو و تحقیق

قلمرو مکانی تحقیق:



شرکتهای پذیرفته شده در بورسی اوراق بهادار تهران می باشد

### قلمرو زمانی تحقیق:

دوره زمانی تحقیق از ابتدای سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ می باشد.

### جامعه و نمونه آماری

#### جامعه آماری:

جامعه آماری در برگزیده شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند که تعداد آنها ۴۴۸ شرکت است.

#### نمونه آماری:

برای تعیین شرکت های مورد بررسی از محدود کردن جامعه آماری استفاده شده است و تعداد نمونه برابر ۱۲۰ شرکت می باشد.

### روش تحقیق

روش پژوهش حاضر از نوع همبستگی و از لحاظ هدف کاربردی می باشد.

#### پیشینه تحقیق

#### پژوهش های داخلی

پیشکاری، مژگان (۱۳۷۵) در تحقیق خود که از طریق پرسشنامه انجام شده است سوالات زیر را مطرح کرده است.

(۱) آیا مدیریت سرمایه در گردش در شرکت های ایرانی وجود دارند؟

(۲) آیا روش های مختلفی که در ارزیابی سرمایه در گردش استفاده می شود بر بهای تمام شده کالا یا خدمات آن ها تأثیر دارد؟

(۳) آیا میزان سرمایه در گردش مناسب در شرکت های نمونه اندازه گیری می شود؟

در کل از پرسشنامه های بیست شرکت که به طور نمونه انتخاب شده بودند دریافتند که ۶۷ درصد از شرکت ها از روشی که برای مدیریت سرمایه در گردش خود استفاده می کنند باعث تأثیر بر بهای تمام شده کالا یا خدمات خود شده اند و نیز ۷۱٪ از شرکت ها با مدیریت صحیح سرمایه در گردش خود توانسته اند حجم مناسبی از سرمایه در گردش را انتخاب کنند. طالبی، محمد (۱۳۷۷) در پایانامه دکتری خود تحت عنوان «ارزیابی وضعیت موجود مدیریت سرمایه در گردش در شرکت های ایرانی» نشان داده که روش های مدیران شرکت های ایرانی در فراهم آوردن سرمایه در گردش مناسب، بر خلاف روش های علمی است. طالبی در این پژوهش نشان داده است که مدیران این شرکت ها از روش هایی استفاده می کنند که از درجه علمی برخوردار نبوده و بیشتر این روش ها براساس سلیقه های شخصی آنان اعمال شده است.

عنایتی، سحر (۱۳۸۳) در پایانامه ی کارشناسی ارشد خود به بررسی وضعیت موجود سرمایه در گردش و تأثیر آن بر وضعیت نقدینگی شرکت ها و همچنین شناخت سایر عوامل موثر بر نقدینگی شرکت ها پرداخته است. عنایتی پس از بررسی وضعیت سرمایه در گردش شرکت های مورد مطالعه در طی سال های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۱ به این نتیجه رسیده است که مدیریت وجه نقد، مدیریت مطالبات و روش های تأمین مالی بر وضعیت نقدینگی تأثیر دارند و مدیریت موجودی کالا از نظر آماری معنی دار نیست همچنین در این پژوهش در قالب یک فرضیه اثر ماهیت فعالیت شرکت ها بر نقدینگی آن ها نیز بررسی شد. بررسی مذکور نشان داد که وضعیت نقدینگی شرکتها به مقدار زیادی تحت تأثیر ماهیت فعالیت شرکت ها است.

#### پژوهش های خارجی

شین و سوینین<sup>۴</sup> (۱۹۹۸)



در تحقیق خود کارائی مدیریت سرمایه در گردش را مورد بررسی قرار دادند آن ها با استفاده از نمونه ای به اندازه ۵۸۹۸۵ شرکت آمریکایی برای دوره ۹۴-۱۹۷۵ دریافتند که بین چرخه تبدیل وجه نقد و سودآوری شرکت ها رابطه معکوس معناداری وجود دارد و مدیران می توانند از طریق کاهش چرخه تبدیل وجه نقد تا یک حد معقول برای سهامداران ایجاد ارزش نمایند.

### مارک دلاف<sup>۵</sup> (۲۰۰۳)

مارک دلاف در تحقیقی در بلژیک ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت ها را در سال های ۱۹۹۱ تا ۱۹۹۵ بر روی نمونه ای به اندازه ۱۶۳۷ شرکت انجام داد و از نسبت سود ناخالص به جمع دارائی ها به عنوان معیار سودآوری استفاده کرد. نتایج این تحقیق نشان داده است که رابطه معکوس معناداری بین چرخه تبدیل وجه نقد و اجزاء آن شامل، دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی و دوره واریز بستانکاران با سودآوری شرکت ها وجود دارد. که نتایج این تحقیق با نتایج تحقیق شین و سوینین همخوانی دارد.

### کسیون پادچی<sup>۶</sup> (۲۰۰۴)

کسیون پادچی در تحقیق بر روی ۵۸ شرکت تولیدی کوچک در پنج صنعت مختلف شامل محصولات غذایی و آشامیدنی، مبلمان و اثاثه، پوشاک، محصولات پیش ساخته و محصولات کاغذی، بین سال های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۳ به این نتیجه رسید که سرمایه گذاری بیش از حد بر روی حساب های دریافتی و موجودی ها سودآوری شرکت های را کاهش می دهد. همچنین با تحلیل نقدینگی، سودآوری و کارائی عملیاتی پنج صنعت ذکر شده دریافتند که انتخاب روش های مختلف در مدیریت سرمایه در گردش می تواند تأثیر با اهمیتی بر سودآوری شرکت ها داشته باشد.

### لازاریدس و تریفونیدس<sup>۷</sup> (۲۰۰۶)

لازاریدس و تریفونیدس در تحقیق خود بر روی ۱۳۱ شرکت طی سال های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۴ به این نتیجه رسیدند که رابطه معکوس معناداری بین چرخه تبدیل وجه نقد و سودآوری شرکت ها وجود دارد و شرکت ها می توانند با نگهداری سطح مطلوبی از دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی و دوره واریز بستانکاران سودآوری شرکت را افزایش دهند. آزمون فرضیه ها

**فرضیه اول: مدیریت دوره گردش موجودی کالا بر عملکرد شرکت تاثیر گذار است**

H0: مدیریت دوره گردش موجودی کالا بر عملکرد شرکت تاثیر گذار نیست

H1: مدیریت دوره گردش موجودی کالا بر عملکرد شرکت تاثیر گذار است

2- Mark Delof  
1- Kesseven Padachi  
2- Lazaridis & Tryfonodis



جدول ۴-۹ تاثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته برای فرضیه اول پژوهش

$ROA_{it} = a_0 + \beta_1 INV_{it} + \beta_2 SGROW_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 DEBT_{it} + e_{it}$				
متغیرها	B(ضریب)	خطای	t	سطح معنی
مقدار ثابت	۱۳/۸۱	۴/۴۵	۳/۰۹۹	۰/۰۰۲
گردش موجودی	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۲	-۱/۱۲۴	۰/۲۶۱
نرخ رشد	۱/۱۲۶	۱/۳۶	۰/۸۲۸	۰/۴۰۸
اندازه شرکت	۱/۴۰۲	۰/۷۲۵	۱/۹۳۴	۰/۰۵۴
نسبت بدهی	-۱۲/۹۸	۱/۷۸۵	-۷/۲۷۲	۰/۰۰۰
F (احتمال): ۱۶/۳۸ (۰/۰۰۰)				
ضریب تعیین استاندارد ( $R^2$ ): ۰/۱۰۷				
ضریب همبستگی: ۰/۳۳۷				
خطای تخمین: ۹/۵۶				
دوربین واتسون: ۱/۹۵				

جهت بررسی استقلال خطاها از یکدیگر از آزمون دوربین واتسون کمک گرفته می شود مشاهده می شود. مقدار دوربین واتسون به دست آمده ۱/۹۵ می باشد و چون این مقدار بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار می گیرد، بنابراین فرضیه استقلال خطاها پذیرفته می شود. ضریب همبستگی به دست آمده ۰/۳۳۷ می باشد که حاکی از همبستگی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته می باشد و ضریب تعیین استاندارد برابر با ۰/۱۰۷ بوده پس میزان تبیین مدل توسط متغیر مستقل برابر ۱۰ درصد می باشد. بنابراین ۱۰٪ تغییر در متغیر وابسته ناشی از تغییرات در متغیرهای مستقل می باشد. سطح معنی داری آزمون F کمتر از ۱ درصد بوده، پس فرض صفر مبنی بر عدم رابطه خطی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته رد می شود بنابراین طبق این جدول فرض وجود رابطه خطی بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل تایید می شود. سطح معنی داری آزمون t برای متغیرهای گردش موجودی کالا، نرخ رشد فروش و SIZE بیشتر از ۵ درصد بوده، بنابراین این متغیرها توانایی ورود به معادله را ندارند. ولی سطح معنی داری آزمون t برای مقدار ثابت و متغیر نسبت بدهی کمتر از ۱ درصد بوده در نتیجه مقدار ثابت و این متغیر توانایی ورود به معادله را داشته و می تواند بر متغیر وابسته تاثیر گذار باشد. بنابراین با خارج کردن متغیرهای نامربوط معادله رگرسیون بدین صورت استخراج می شود:

$$ROA = 13/81 - 12/98 (DEBT)$$

طبق معادله فوق مشاهده می شود از بین متغیرهای گردش موجودی کالا، نرخ رشد فروش، SIZE و نسبت بدهی فقط نسبت بدهی بر متغیر وابسته تاثیر گذار است و نسبت بدهی تاثیر منفی بر متغیر وابسته دارد. مشاهده می شود که متغیر گردش موجودی کالا در معادله شرکت نکرده است بنابراین فرضیه مورد تایید قرار نمی گیرد.

**فرضیه دوم: مدیریت دوره وصول مطالبات بر عملکرد شرکت تاثیر گذار است**

H0: مدیریت دوره وصول مطالبات بر عملکرد شرکت تاثیر گذار نیست

H1: مدیریت دوره وصول مطالبات بر عملکرد شرکت تاثیر گذار است



جدول ۴-۱۰ تاثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته برای فرضیه دو پژوهش

$ROA_{it} = a_0 + \beta_1 AR_{it} + \beta_2 SGROW_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 DEBT_{it} + e_{it}$				
متغیرها	B(ضریب)	خطای	t	سطح معنی
مقدار ثابت	۱۴/۹	۴/۴۶	۳/۳۴	۰/۰۰۱
دوره وصول	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	-۲/۵	۰/۰۱۲
نرخ رشد	۱/۰۹	۱/۳۵	۰/۸۱۱	۰/۴۱۸
اندازه شرکت	۱/۲۴	۰/۷۲۴	۱/۷۱	۰/۰۸۷
نسبت بدهی	-۱۳/۱۲	۱/۷۶	-۷/۴۳	۰/۰۰۰
F (احتمال): ۱۷/۰۸ (۰/۰۰۰)				
ضریب تعیین استاندارد (R <sup>2</sup> ): ۰/۱۱۶				
ضریب همبستگی: ۰/۳۵۰				
خطای تخمین: ۹/۵۱				
دوربین واتسون: ۱/۹۸				

جهت بررسی استقلال خطاها از یکدیگر از آزمون دوربین واتسون کمک گرفته می شود. در جدول فوق مشاهده می شود مقدار دوربین واتسون به دست آمده ۱/۹۸ می باشد و چون این مقدار بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار می گیرد، بنابراین فرضیه استقلال خطاها پذیرفته می شود. ضریب همبستگی به دست آمده ۰/۳۵۰ می باشد که حاکی از همبستگی بین متغیر مستقل و متغیر وابسته می باشد و ضریب تعیین استاندارد برابر با ۰/۱۱۶ بوده پس میزان تبیین مدل توسط متغیر مستقل برابر ۱۱ درصد می باشد. بنابراین ۱۱٪ تغییر در متغیر وابسته ناشی از تغییرات در متغیرهای مستقل می باشد. سطح معنی داری آزمون F کمتر از ۱ درصد بوده، پس فرض صفر مبنی بر عدم رابطه خطی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته رد می شود. بنابراین طبق این جدول فرض وجود رابطه خطی بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل تایید می شود. سطح معنی داری آزمون t برای مقدار ثابت کمتر از ۱ درصد و دوره وصول مطالبات کمتر از ۵ درصد و نسبت بدهی کمتر از ۱ درصد می باشد در نتیجه می توانند در معادله شرکت کنند و بر متغیر وابسته تاثیر گذار باشند. ولی سطح معنی داری آزمون t برای متغیرهای نرخ رشد فروش و SIZE بیشتر از ۵ درصد بوده بنابراین این متغیرها توانایی ورود به معادله را ندارند، بنابراین مدل رگرسیون به صورت زیر در می آید:

$$ROA = 14/9 - 0/002 (AR) - 13/12 (DEBT)$$

طبق معادله فوق مشاهده می شود که دوره وصول مطالبات بر متغیر وابسته تاثیر گذار است و یا به عبارتی دوره وصول مطالبات بر عملکرد شرکت تاثیر گذار است. به طوری که هر چه دوره وصول مطالبات افزایش یابد عملکرد شرکت پایین می آید. در نتیجه فرضیه تایید می شود. متغیر کنترل نسبت بدهی نیز دارای رابطه معکوس معناداری با متغیر وابسته است.

#### ۵ یافته های پژوهش

پژوهش حاضر در پی روشن ساختن این موضوع است که آیا مدیریت سرمایه در گردش می تواند بر ارزش و عملکرد شرکت ها تأثیر گذار باشد.

برای روشن شدن این موضوع شش فرضیه طراحی شد که در فصل چهارم با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون فرضیه ها مورد آزمون قرار گرفت. در ادامه، ضمن بیان این فرضیه ها و یادآوری نتایج حاصل از آزمون آنها، به بحث و بررسی بیشتر پیرامون فرضیه های اخیر و نتیجه گیری و اظهار نظر کلی درباره آنها پرداخته می شود.





## نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول: مدیریت دوره گردش موجودها بر عملکرد شرکت تأثیرگذار است. فرضیه ی اول این پژوهش بیانگر آن است که مدت زمان گردش موجودی ها بر عملکرد شرکت تأثیرگذار است به منظور بررسی این فرضیه از آزمون رگرسیون استفاده شده است. طبق جدول (۴-۹) سطح معنی داری آزمون t برای متغیرهای گردش موجودی کالا، نرخ رشد فروش و size بیشتر از ۵٪ بوده بنابراین این متغیرها توانایی ورود به معادله را ندارند. ولی سطح معنی داری آزمون t برای مقدار ثابت و متغیر نسبت بدهی کمتر از ۱٪ بوده، بنابراین توانایی ورود به معادله را داشته و می تواند بر متغیر وابسته تأثیر گذار باشد. نتایج نشان می دهد که بین متغیرهای دوره گردش موجودی، نرخ رشد فروش، اندازه شرکت (size) و نسبت بدهی، فقط نسبت بدهی بر متغیر وابسته (ROA) تأثیرگذار است و نسبت بدهی تأثیر منفی بر متغیر وابسته دارد. بطوریکه با کاهش نسبت بدهی، عملکرد شرکت افزایش می یابد (و بر عکس). بنابراین دوره ی گردش موجودی در معادله شرکت نکرده است و فرضیه اول مبنی بر تأثیرگذاری دوره گردش موجودی بر عملکرد شرکت مورد تأیید قرار نمی گیرد. پادچی<sup>۸</sup> (۲۰۰۶)، واسستلاگ و وایبارک<sup>۹</sup> (۲۰۰۵)، بوت و همکاران<sup>۱۰</sup>، دیمتر<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۳)، در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که ارتباط معناداری بین مدیریت دوره گردش موجودی و عملکرد مالی شرکت وجود ندارد. نتیجه به دست آمده از این پژوهش با پژوهش های مذکور سازگار است.

## نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم: مدیریت دوره وصول مطالبات بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است. فرضیه دوم این پژوهش بیانگر این است که مدت زمان وصول مطالبات بر عملکرد شرکت (نرخ بازده دارایی ها) تأثیرگذار است برای بررسی فرضیه ی دوم از آزمون رگرسیون استفاده شده است. طبق جدول (۴-۱۰) سطح معنی داری آزمون t برای مقدار ثابت کمتر از ۱٪ و دوره وصول مطالبات کمتر از ۵٪ و برای نسبت بدهی کمتر از ۱٪ می باشد در نتیجه هر سه توانایی ورود به معادله را داشته و می توانند بر متغیر وابسته تأثیر گذار باشند ولی سطح معنی داری آزمون t برای متغیرهای نرخ رشد فروش و size بیشتر از ۵٪ بوده بنابراین این متغیرها توانایی ورود به معادله را ندارند. نتایج نشان می دهد که دوره ی وصول مطالبات و نسبت بدهی بر متغیر وابسته تأثیرگذار است به طوری که رابطه منفی معناداری بین مدت زمان وصول مطالبات و نسبت بدهی با نرخ بازده دارایی ها وجود دارد. مدیریت می تواند با کاهش دوره وصول مطالبات و کاهش نسبت بدهی، عملکرد شرکت را افزایش دهد. بنابراین فرضیه دوم مبنی بر تأثیرگذاری مدیریت دوره وصول مطالبات بر عملکرد شرکت تأیید می شود. لازاریدیس و تریفانیدس (۲۰۰۶) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که ارتباط منفی بین دوره وصول مطالبات و عملکرد مالی شرکت ها وجود دارد که نتیجه بدست آمده از این پژوهش با پژوهش های مذکور سازگار است.

## محدودیت های پژوهش

در این قسمت با ارئه محدودیت های پژوهش، سعی بر آن است به خواننده این پیام داده شود که در تعمیم نتایج پژوهش یا آگاهی بیشتری عمل کند و در مورد فرآیند پژوهش قضاوت عادلانه ای داشته باشد. در این راستا محدودیت پژوهش حاضر به شرح زیر قابل شرح است:

- ۱- پژوهش حاضر با استفاده از داده های ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی سال های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۳ انجام شده و در برگیرنده همه ی طبقات صنایع موجود در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.
- ۲- به لحاظ در نظر گرفتن دوره زمانی خاص، نتایج پژوهش از قطعیت لازم برای تعمیم دادن به همه ی دوره ها برخوردار نیست.

1- Padachi  
2-Vastag and Whybark  
3-Boute  
4-Demeter



۳- داده های استخراج شده از صورت های مالی شرکت ها از بابت تورم تعدیل نگردیده اند. در صورت تعدیل اطلاعات مذکور ممکن است نتایج متفاوت از نتایج فعلی حاصل شود.

۴- عامل برون سازمانی از قبیل تغییر در ساخت های پولی و بانک ها که دریافت تسهیلات بانکی را تحت تأثیر قرار می دهد بر مدیریت سرمایه در گردش اثر می گذارد که تأثیر عوامل مذکور نیز باید مدنظر قرار گیرد. پس از بحث و نتیجه گیری کلی پیرامون فرضیه های پژوهش، به محدودیت هایی که ممکن است بر قابلیت اتکا و تعمیم پذیری نتایج پژوهش تأثیرگذار باشد، اشاره گردید و در پایان نیز، پیشنهادهای حاصل از نتایج پژوهش برای تحلیل گران و همچنین برای پژوهش های آتی مطرح گردید.

### سپاسگذاری

این مقاله برگرفته از پایاننامه کارشناسی ارشد خانم آذر عزیزی می باشد که در سال ۱۳۹۵ در دانشگاه آزاد اسلامی واحد ملایر انجام گرفته است

### منابع فارسی

- (۱۳۷۹)، شناخت ابعاد مدیریت نقدینگی در شرکت ها، مجله تحقیقات مالی شماره ۱۱-۱۲.
- آزاد، محمد، (۱۳۸۶)، سود باقیمانده و روش های ارزیابی سهام. فصلنامه دانش و پژوهش حسابداری. شماره یازدهم.
- انواری رستمی، علی اصغر، رضا تهرانی و حسن سراجی، (۱۳۸۳)، بررسی ارتباط میان ارزش افزوده اقتصادی، سود قبل از بهره و مالیات و جریان های نقدی فعالیت های عملیاتی با ارزش بازار سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی حسابداری و حسابرسی. شماره ۳۷، ص ص ۲۱-۳.
- پی نوو، ریموند، (۱۳۸۰)، مدیریت مالی، جلد اول، ترجمه و اقتباس علی جهانخوانی و علی پارسائیان، انتشارات سمت.
- پیشکاری، مژگان، (۱۳۸۳)، "بررسی وضعیت موجود مدیریت سرمایه در گردش در شرکت های منتخب ایرانی"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
- جهانخوانی، علی. و علی پارسائیان. مدیریت مالی. انتشارات سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه ها. (۱۳۸۴)
- حافظ نیا، محمد رضا، (۱۳۸۲)، مقدمه ای بر روش تحقیق در علوم انسانی. تهران. سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهی (سمت). چاپ هشتم.
- خرم نژاد، مصطفی، (۱۳۸۶)، "بررسی عملیات مدیریتی سرمایه در گردش و عوامل مؤثر بر آن"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه فردوسی مشهد.
- خلیلی شورینی، سیاوش، (۱۳۸۰)، روش های تحقیق در علوم انسانی، تهران، یادواره کتاب، چاپ نوزدهم.
- رایلی، فران کی، براون، کیت سی، (۱۳۸۵)، تجزیه و تحلیل سرمایه گذاری و مدیریت سبد اوراق بهادار، اسلامی بیدگلی، غلامرضا، فرشاد هیبتی، فریدون رهنمای رود پستی، پژوهشکده امور اقتصادی، چاپ دوم، تهران.
- رهنمای رود پستی، فریدون، هاشم نیکومرام. شادی شاهوردیان. مدیریت مالی راهبردی (ارزش آفرینی). انتشارات کسا کاوش. چاپ اول..
- رهنمای رود پستی و علی کیائی، (۱۳۸۷)، بررسی تبیین استراتژی های مدیریت سرمایه در گردش در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش و پژوهش حسابداری، شماره ۱۳.



- شباهنگ، رضا، (۱۳۸۷)، «مدیریت مالی»، جلد اول، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی، تهران، چاپ یازدهم.
- صالحی، عبدالهی، (۱۳۸۰)، تأثیر وجود همبستگی بین Q ساده توپین و سایر نسخه های Q در ارزیابی عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبایی.
- صمدی لرگانی، محمود، (۱۳۸۷)، بررسی مقایسه ای شاخص های سنتی و نوین سنجش عملکرد، مجله حسابداری، شماره ۱۹۴.
- طالبی، محمد، (۱۳۷۷)، بررسی وضعیت موجود سرمایه در گردش در شرکت های ایرانی، پایان نامه دکتری، دانشگاه تهران.
- عباس بازرگان، زهره سرمد، الهه حجازی روش های تحقیق در علوم رفتاری. انتشارات آگاه. تهران.
- عبدالهی نژاد، هادی، (۱۳۷۶)، رابطه نسبت های مالی تعهدی و نسبت های مبتنی بر جریان های نقدی. بررسی حسابداری و حسابرسی، انتشارات دانشگاه تهران، شماره های ۲۰ و ۲۱.
- عنایتی، سحر، (۱۳۸۳)، "بررسی و تبیین مدیریت سرمایه در گردش در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده علوم اداری.
- کاشانی پور، محمد و امیر رساییان، (۱۳۸۸)، رابطه Q توپین و معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت ها در ایران، فصلنامه حسابداری مالی، سال اول، شماره ۳، ص ص ۱۴۶-۱۳۱.
- محمد طالبی، (۱۳۷۸)، بررسی و نقد انواع شاخص های نقدینگی شرکت ها، مجله تحقیقات مالی، شماره ۱۴-۱۳.
- مدرس، احمد و فرهاد عبدالله زاده، (۱۳۸۶)، مدیریت مالی، جلد دوم، تهران، شرکت چاپ و نشر بازرگانی، چاپ هفتم.
- مهدوی، ابوالقاسم و احمد میدیری، (۱۳۸۴)، ساختار مالکیت و کارایی شرکت های فعال در بازار اوراق بهادار تهران، مجله پژوهشان اقتصادیف شماره ۷۱، صص ۱۳۲-۱۰۳.
- و فرشاد هبیتی، (۱۳۸۱)، مبانی مدیریت مالی، جلد دوم، انتشارات ترمه.

#### منابع انگلیسی

- Garcia-Teruel, P.J., & Martinez-Solano, P. (2007). *Effects of working capital management on SME profitability*. International Journal of Managerial Finance, 164-177.
- Abuzayed, B. (2012). *Working capital management and Firm's performance in emerging markets: the case of Jordan*. International Journal of Managerial Finance.
- Banomyong, Ruth, (2005), "*Measuring the Cash Conversion Cycle in an International Supply Chain*", Annual Logistics Research Network (LRN) Conference Proceedings, Plymouth, UK, P.P. 29-34.
- Bardia, S.C., (1988), "*Working Capital Management*", Pointer Publisher.
- Bardia, S.C., (2001), "*Liquidity of Working Capital: An Overview of Five Indian Petrochemical Companies*", Economic Administration Review, Vol. 1, No.2, Jaipur, P.P. 151-158.
- Bardia, S.C., (2004), "*Liquidity Management: A Case Study of Steel Authority of India Ltd*", The Management Accountant, ICWAI, Kolkata, P.P. 463-67.
- Boute, R., Lambrecht, M., Lambrechts, O., Sterckx, P. "*An Analysis of Inventory Turnover in the Belgian Manufacturing Industry*, Wholesale and Retail and the



- Financial Impact of Inventory Reduction:, in Proceedings of the 14<sup>th</sup>( 2006) Euroma Conference.
- Deloof, M., (2003) "**Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?**", Journal of Business Finance & Accounting, Vol.30, No.3&4, pp. 573-87.
  - 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.
  - Garcia, J, P, Martinez, T, Martinez, P "**Effects Working Capital Management on SME Profitability**", Journal of Management Finance, Vol.3, No.2, pp. 164-177, 2007.
  - Kesseven Padachi,( 2006), "**Trends in Working Capital Management and its Impact on Firms Performance: An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms**" International Review of Business Research Papers Vo.2 No.2., Pp. 45-58.
  - Khan, M. Fouzui Kabir & Robert J. Parra, (2003), "**Financing Larg Projects: Using Project Finance Techniques and Practices**", Pearson/Prentice Hall, Singapore.
  - Kiesch nick, R., Laplante, M., & Moussawi, R. (2011). **Working capital management and shave holder wealth**. SSRN.
  - Koumanakos, Dimitrios P., (2008), "**The Effect of Inventory Management on Firm Performance**", International Journal of Productivity and Performance Management, Vol. 57, No. 5, P.P. 355-369.
  - Lazaridis, I, Tryfonidis, D, "**Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange**", Journal of Belt,B, "Working capital policy and liquidity in the small Business", Journal of Small Business Management, pp. 43-51, (1979).
  - Lazaridis, Ioannis & Dimitrios Tryfonidis, (2006), "**Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange**", Journal of Finance Management and Analysis, Vol. 19, No. 1, P.P. 26-35.
  - Raheman AND Nasr,( 2007), "**Working Capital Management And Profitability-Case Of Pakistan Firms**", International Review of Business Research Papers, Vol.3, Pp.279-300.
  - Shin,H,H, Soenen,L, "**Efficiency of Working Capital and Corporate Profitability**", Financial Practice and Education,( 1998).
  - VanHorn, James.C, **Financial Management and Policy**, prentice-Hall International, Editions (1989).



## The study effect of working capital management on performance of companies listed on Tehran securities stock exchange

### Abstract

The study effect of working capital management on performance of companies listed on Tehran securities exchange. The sample consists of 120 companies during 1389-1393. toobin'sQ ratio and ROA are used as the measures for firm value and performance, respectively. Receivables collection period, inventories turnover and payment duration are used as metrics for working capital management. Control variables are firm size, sales growth and debts on assets ratio. The pearson correlation and regression model are used for analyzing data. The findings show that there is a negative and significant relationship between receivables collection period and performance and the companies can enhance the performance by shortening this period but it evidenced no significant relationship between inventories turnover and payment duration with performance. Also the results show negative relationship between debts ratio and performance and as a whole, this research evidenced that working capital management has no impact on firms value but there is a direct and significant relationship between firm's size and value.

**Key words:** working capital management, firm's Value, firm's Performance.