



## Developing a Working Capital Management Model

**Najmeh Khodabakhshi**

Instructor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran. E-mail: n.khodabakhshi@pnu.ac.ir

**Gholamreza Soleimani Amiri**

\*Corresponding Author, Associate Prof., Department of Accounting, Faculty of Social and Economic Sciences, Al-Zahra University, Tehran, Iran. E-mail: gh\_soleimany@yahoo.com

### Abstract

**Objective:** Working capital management is a vital part of corporates' financial management, which is also related to profitability and reflects the financial health of the company. Since Iran's business environment, as well as its prevailing economic and political conditions, are different from some other countries, it was decided to specifically examine how to manage working capital in Iran qualitatively.

**Methods:** In this study, a qualitative content analysis method and in-depth interview tools were used and for this purpose, 26 board members, managers, deputies and financial advisors of companies in 10 listed industries of Tehran Stock Exchange were interviewed.

**Results:** In this study, in addition to the factors affecting working capital management (external factors including: global commodity prices, macroeconomic factors, political conditions, the role of government, suppliers, industry; and internal factors including: financial factors, corporate governance mechanisms, board of directors, Company credibility, type of goods, type of sales, dividends policy, production volume, company's credit policy, non-systematic risk, company's life, geographical location) and consequences of optimal working capital management (improving liquidity, increasing profitability, developing market share, improving Company's credibility, company's survival), some factors such as background conditions (economic structures, cultural structures and state's actions) and strategies to improve optimal working capital management (management, board structure, establishing risk committee, budget forecasting, financial regulation for each Industry, conducting internal audits and operational audits, industry's partnerships with universities and scientific centers, and conducting analytical work) are provided. Obstacles and problems that industries and companies encounter in Iran for the optimal implementation of working capital management are also presented.

**Conclusion:** According to the research findings, the most influential factor on working capital management is made by the economic and political conditions of the country and the role of the government, which can be provided by developing long-term economic plans according to the political and economic conditions of the country. Besides, research findings also provide managers and financial deputies with a broader perspective for optimal working capital management.

**Keywords:** Working capital management, External factors, Internal factors, Consequences, Model.

**Citation:** Khodabakhshi, Najmeh & Soleimani Amiri, Gholamreza (2020). Developing a Working Capital Management Model. *Financial Research Journal*, 22(4), 612-641. (in Persian)

Financial Research Journal, 2020, Vol. 22, No.4, pp. 612- 641

DOI: 10.22059/frj.2020.307735.1007053

Received: September 06, 2020; Accepted: December 15, 2020

Article Type: Research-based

© Faculty of Management, University of Tehran

## تدوین الگوی مدیریت سرمایه در گردش

نجمه خدابخش

مربی، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. رایانامه: n.khodabakhshi@pnu.ac.ir

غلامرضا سلیمانی امیری

\* نویسنده مسئول، دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران. رایانامه: gh\_soleimany@yahoo.com

### چکیده

**هدف:** مدیریت سرمایه در گردش، بخش حیاتی مدیریت مالی شرکت‌هاست که با سودآوری نیز ارتباط دارد و بیانگر سلامت مالی شرکت است. از آنجا که محیط تجاری ایران و همچنین وضعیت اقتصادی و سیاسی حاکم در ایران، با بسیاری از کشورها تفاوت دارد، بر آن شدیم تا به‌طور خاص و به‌صورت کیفی، الگویی برای نحوه مدیریت سرمایه در گردش در ایران تدوین کنیم.

**روش:** در این پژوهش از روش تحلیل محتوای کیفی جهت‌دار و ابزار مصاحبه عمیق استفاده شده است. به همین منظور، با ۲۶ نفر از اعضای هیئت‌مدیره، مدیران، معاونان و مشاوران مالی شرکت‌های موجود در ۱۰ صنعت فعال بورس اوراق بهادار تهران، مصاحبه شد.

**یافته‌ها:** در این پژوهش، علاوه بر عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش (عوامل بیرونی شامل قیمت جهانی کالا، عوامل کلان اقتصادی، شرایط سیاسی، نقش دولت، تأمین‌کنندگان، صنعت و عوامل درونی شامل عوامل مالی، سازوکارهای حاکمیت شرکتی، هیئت‌مدیره، اعتبار شرکت، نوع کالا، نوع فروش، سیاست تقسیم سود، حجم تولید، سیاست اعتباری شرکت، ریسک غیرسیستماتیک، عمر شرکت و موقعیت جغرافیایی) و پیامدهای حاصل از مدیریت بهینه سرمایه در گردش (بهبود وضعیت نقدینگی، افزایش سودآوری، افزایش سهم بازار، افزایش اعتبار شرکت و بقای شرکت)، مواردی مانند شرایط زمینه‌ای و راهکارهایی برای بهبود مدیریت بهینه سرمایه در گردش (مدیریت، ساختار هیئت‌مدیره، تشکیل کمیته ریسک، پیش‌بینی بودجه، تدوین نظام‌نامه مالی برای هر صنعت، انجام حسابرسی داخلی و حسابرسی عملیاتی، مشارکت صنعت با دانشگاه‌ها و مراکز علمی و انجام کارهای تحلیلی)، ارائه شده است. موانع و مشکلاتی که صنایع و شرکت‌ها در ایران برای پیاده‌سازی بهینه‌سازی مدیریت سرمایه در گردش دارند، نیز ارائه شده است.

**نتیجه‌گیری:** بر اساس یافته‌های پژوهش، بیشترین عامل تأثیرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش، از شرایط اقتصادی و سیاسی کشور و نقش دولت نشئت گرفته است که می‌توان با تدوین برنامه‌های بلندمدت اقتصادی و در نظر گرفتن شرایط سیاسی و اقتصادی کشور، زمینه لازم برای بهبود مدیریت سرمایه در گردش را فراهم کرد. یافته‌های پژوهش، برای مدیریت بهینه سرمایه در گردش، دید وسیع‌تری در اختیار مدیران و معاونان مالی قرار می‌دهد.

**کلیدواژه‌ها:** مدیریت سرمایه در گردش، عوامل بیرونی، عوامل درونی، پیامدها، الگو.

**استناد:** خدابخش، نجمه؛ سلیمانی امیری، غلامرضا (۱۳۹۹). تدوین الگوی مدیریت سرمایه در گردش. *تحقیقات مالی*، ۲۲(۴)، ۶۱۲-۶۴۱

تحقیقات مالی، ۱۳۹۹، دوره ۲۲، شماره ۴، صص. ۶۱۲-۶۴۱

DOI: 10.22059/frj.2020.307735.1007053

دریافت: ۱۳۹۹/۰۵/۱۶، پذیرش: ۱۳۹۹/۰۹/۲۵

نوع مقاله: عملی پژوهشی

© دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

## مقدمه

یکی از مهم‌ترین مباحث مدیریت مالی شرکت‌ها، نحوه مدیریت سرمایه در گردش است. مدیریت سرمایه در گردش عبارت است از ترکیب بهینه ارقام سرمایه در گردش، یعنی دارایی‌ها و بدهی‌های جاری، به طوری که باعث افزایش ثروت سهام‌داران شود. مدیریت بهینه سرمایه در گردش بسیار حیاتی است، زیرا تأثیر زیادی بر عملکرد شرکت دارد (ماباندلا و مکنی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹). در شرایط پرچالش اقتصاد امروز با فشارهای فزاینده محیطی و منابع خارجی محدود، دارایی‌ها و بدهی‌های جاری یعنی سرمایه در گردش شرکت‌ها، از اهمیت زیادی برخوردار شده است و مدیریت بهینه سرمایه در گردش شرکت‌ها می‌تواند برای آنها مزیتی رقابتی محسوب شود. به این ترتیب، مدیریت سرمایه در گردش اصولی با هدف برقراری تعادلی مناسب بین حفظ نقدینگی و حداکثرسازی فرصت‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، برای ادامه فعالیت یک شرکت، نیازی اساسی و حیاتی است (ناستیتی، آتاهو و سوپرامونو<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹). مدیریت سرمایه در گردش می‌تواند در رشد و بقای شرکت نقش مهمی ایفا کند. چنانچه مبالغ سرمایه‌گذاری شده در سرمایه در گردش نسبت به جمع دارایی‌های موجود شرکت نامتوازن باشد، ممکن است این مبالغ در یک موقعیت کارا، استفاده نشده باشند. کارایی در مدیریت سرمایه در گردش، به‌خصوص در شرکت‌های تولیدی، از اهمیت خاصی برخوردار است (الماوشکی، احمد و نوردین<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹).

در عمل، مدیران مالی برای شناسایی محرک‌های مدیریت سرمایه در گردش و سطح بهینه سرمایه در گردش تلاش می‌کنند. در حال حاضر، به دلیل شرایط سیاسی و اقتصادی حاکم بر کشور ایران، وضعیت نقدینگی برخی شرکت‌ها در شرایط نامناسبی قرار دارد و شرکت‌ها ترجیح می‌دهند وجه نقد را به دارایی‌های دیگر تبدیل کنند که این موضوع باعث می‌شود تا در سررسید بدهی‌ها با مشکل مواجه شوند و به اعتبار سازمان لطمه وارد شود. تجربه نشان داده که دلیل پریشانی مالی‌ای که اغلب شرکت‌ها با آن مواجه شده‌اند که به ورشکستگی آنها منجر شده، سوء مدیریت سرمایه در گردش بوده است. از این رو، در این پژوهش به دنبال مدلی بومی برای آنچه مدیران و تصمیم‌گیرندگان مالی شرکت‌ها، با توجه به آنها سرمایه در گردش را مدیریت می‌کنند، اهدافی که دنبال می‌کنند و موانع و مشکلاتی که برای مدیریت بهینه سرمایه در گردش با آنها مواجه هستند، هستیم. بنابراین، اهمیت و ضرورت انجام این پژوهش به‌خوبی نمایان می‌شود و می‌توان با شناسایی عوامل مؤثر در مدیریت سرمایه در گردش و بررسی آنها، راهکارهای مناسبی در این زمینه ارائه داد.

پژوهشگران بسیاری در خصوص شناسایی عوامل تأثیرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش و نوع تأثیر این عوامل بر آن، اقدام کرده‌اند. تمام مواردی که پژوهشگران بررسی کرده‌اند، به عوامل مالی شرکت یا برخی از عوامل کلان اقتصادی محدود هستند. در این پژوهش، با توجه به شرایط خاص سیاسی و اقتصادی ایران، به‌طور خاص به شناسایی اکثریت عوامل تأثیرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش، پیامدهای مدیریت بهینه سرمایه در گردش و موانع و مشکلات اجرایی بهینه مدیریت سرمایه در گردش از دید مدیران مالی، اعضای هیئت‌مدیره و مدیران عامل شرکت‌ها که به‌طور مستقیم با مدیریت سرمایه در گردش سروکار دارند، می‌پردازیم. از این رو، پرسش‌های اصلی این پژوهش عبارت‌اند از:

۱. از دیدگاه مدیران مالی و اعضای هیئت‌مدیره شرکت، عوامل اثرگذار بر نحوه مدیریت سرمایه در گردش کدام‌اند؟
۲. از دیدگاه مدیران مالی و اعضای هیئت‌مدیره شرکت، پیامدهای مدیریت بهینه سرمایه در گردش کدام‌اند؟
۳. از دیدگاه مدیران مالی و اعضای هیئت‌مدیره شرکت، راهکارهای بهبود مدیریت سرمایه در گردش، در سطح کلان و در سطح شرکت کدام‌اند؟
۴. از دیدگاه مدیران مالی و اعضای هیئت‌مدیره شرکت، چه مسائلی باعث اجرا نشدن بهینه مدیریت سرمایه در گردش می‌شوند؟

نوآوری پژوهش حاضر در وهله اول به لحاظ نوع روش پژوهش آن است که با استفاده از روش تحلیل محتوای کیفی، مدیریت سرمایه در گردش را بررسی کرده است. در وهله دوم، به لحاظ موضوع نوآوری دارد، زیرا به تدوین مدل مدیریت سرمایه در گردش پرداخته که تمام جنبه‌های مدیریت سرمایه در گردش از جمله عوامل تأثیرگذار، پیامدهای مدیریت بهینه، موانع اجرای بهینه و استراتژی‌های لازم برای اجرای بهینه مدیریت سرمایه در گردش بررسی شده است. نوآوری دیگر این پژوهش، بررسی دیدگاه مدیران و معاونان مالی، اعضای هیئت‌مدیره و مدیران عامل شرکت‌ها، به‌عنوان کسانی که به‌طور مستقیم با مدیریت سرمایه در گردش سروکار دارند، است که نتایج این پژوهش می‌تواند برای بهبود تصمیم‌گیری و برنامه‌ریزی و در نهایت، ایجاد ارزش برای شرکت، شواهدی فراهم کند. این پژوهش، دستاوردهایی نیز به‌همراه دارد، از جمله اینکه نتایج پژوهش می‌تواند موجب بسط مبانی نظری پژوهش‌های گذشته شود. دوم، شواهد پژوهش نشان خواهد داد که تا چه اندازه، شرایط اقتصادی و سیاسی و به‌طور کلی عوامل برون شرکتی می‌توانند بر نحوه مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها اثرگذار باشند که این موضوع به‌عنوان یک دستاورد علمی می‌تواند اطلاعات سودمندی در اختیار مدیران مالی، اعضای هیئت‌مدیره، مدیران عامل شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران، قانون‌گذاران بازار سرمایه و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری قرار دهد و در نهایت، معرفی حوزه جدید پژوهشی برای پژوهشگران مالی و حسابداری، به‌خصوص افرادی که در حوزه مطالعات بازار سرمایه فعالیت دارند. قسمت‌های مختلف این مقاله به این ترتیب است: در بخش دوم، مبانی نظری شامل اهمیت مدیریت سرمایه در گردش و پژوهش‌های انجام‌شده در خصوص آن ارائه شده است. در بخش سوم، عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش و پیامدهای آن بیان شده است. یافته‌های حاصل از تحلیل کیفی نیز در بخش چهارم ارائه شده و در نهایت، بحث و نتیجه‌گیری انجام شده و پیشنهادهای کاربردی ارائه شده است.

### پیشینه نظری پژوهش

مدیریت سرمایه در گردش در واقع عنصر اساسی فعالیت‌های روزانه شرکت‌ها است (میسباه و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵). مدیریت سرمایه در گردش شامل کلیه تصمیم‌هایی است که مربوط به مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌های جاری است، یعنی تعیین

مقدار بهینه پول نقد، مطالبات، موجودی کالا و بدهی‌های جاری و رابطه بین دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری (ابوزاید<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲). اجرای یک سیستم سرمایه در گردش اثربخش، روشی عالی برای بسیاری از شرکت‌ها، در راستای بهبود درآمدها است (باندرا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵).

با مدیریت بهینه سرمایه در گردش، شرکت‌ها می‌توانند چرخه‌های عملیاتی و نقدی خود را کوتاه کنند و در نهایت، سودآوری خود را افزایش دهند (تران، ابات و جین یاپ<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷ و رحمان، افزا، کایوم و بلدا<sup>۴</sup>، ۲۰۱۰). هرچه چرخه‌های عملیاتی و نقدی بنگاه‌ها کوتاه‌تر باشد، شرکت‌ها دارای سود بیشتری هستند (ناستیتی و همکاران، ۲۰۱۹).

اهمیت مدیریت سرمایه در گردش، ارتباط نزدیکی با این واقعیت دارد که اکثر شرکت‌ها مقادیر زیادی پول را در دارایی‌های جاری سرمایه‌گذاری می‌کنند و به‌عنوان منبع تأمین اعتبار، به بدهی‌های جاری تکیه می‌کنند (دیلوف<sup>۵</sup>، ۲۰۰۳ و کورالون<sup>۶</sup>، ۲۰۱۴). ناتوانی مدیریتی در مدیریت سرمایه در گردش، به‌طور بالقوه برای شرکت‌ها مشکل مالی ایجاد خواهد کرد (اسمیت<sup>۷</sup>، ۱۹۷۳). به‌عبارتی، شرکت‌هایی که سرمایه در گردش خوبی دارند، افزایش عملکرد را نشان می‌دهند (رحمان و نصر<sup>۸</sup>، ۲۰۰۷ و آفریفا و تینگ بانی<sup>۹</sup>، ۲۰۱۸). مدیریت اثربخش از یک سو به‌دنبال آن است که سرمایه در گردش بیش از حد لازم نگهداری نشود و از سوی دیگر، سرمایه در گردش بیش از حد کاهش نیابد تا موجب اختلال در روند فعالیت‌های شرکت شود. سرمایه در گردش بیش از حد باعث می‌شود پول نقد نگهداری شده، به‌طور بالقوه به اتلاف منابع، سرقت، رضایت نداشتن از بهره‌وری مدیریت و در نتیجه از دست دادن سود منجر شود. از طرف دیگر، سرمایه در گردش ناکافی به رکود، افزایش ناکارآمدی عملکرد و در نتیجه، کاهش سودآوری منجر می‌شود (ماباندلا و مکنی، ۲۰۱۹). در حقیقت، مدیریت اثربخش به‌دنبال برقراری تعادل بین این دو وضعیت است، زیرا سرمایه در گردش بیش از حد لزوم یا کمتر از آن، خطرها و مشکلاتی برای شرکت ایجاد می‌کند. در اصل، مدیریت سرمایه در گردش، صرف‌نظر از اندازه آن، برای حیات کسب‌وکار مهم است (اسیفوه<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۶).

مدیران واحدهای انتفاعی در شرایط مختلف با توجه به عوامل درونی و بیرونی واحد انتفاعی و با توجه به ریسک و بازده، باید استراتژی مناسبی برای اداره و مدیریت سرمایه در گردش واحد خود انتخاب کنند (رهنمای رودپشتی، ۱۳۸۷). تعیین عوامل مهم مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش، مدیران را قادر خواهد ساخت تا به‌طور مؤثر و کارا، سرمایه در گردش را مدیریت کنند (محمد و الیاس<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۳). تولید ناخالص داخلی، فروش، سودآوری، جریان نقد عملیاتی، صنعت، اندازه شرکت، نرخ رشد شرکت، چرخه عملیات، اندازه هیئت‌مدیره و مالکیت سهام‌داران نهادی به‌طور شایان توجهی کارایی مدیریت سرمایه در گردش شرکت را افزایش می‌دهند (ناستیتی و همکاران، ۲۰۱۹؛ علی و شاه<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۷؛ فاطمه

1. Abuzayed  
3. Tran, Abbott & Jin-Yap  
5. Deloof  
7. Smith  
9. Afrifa & Tingbani  
11. Mohammad & Elias

2. Bandara  
4. Raheman, Afza, Qayyum & Bodla  
6. Korallun  
8. Raheman & Nasr  
10. Oseifuah  
12. Ali & Shah

الزهره و کاسومستوتی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶؛ انائولپو و کجولا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵؛ وازوزمن و ارومگام<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳؛ اولاینکا<sup>۴</sup>، ۲۰۱۲؛ گیل<sup>۵</sup>، ۲۰۱۱ و سامسون، مری، یمیزی و ارکپیتن<sup>۶</sup>، ۲۰۱۲). به عقیده آنسای، آگوا و تاکن<sup>۷</sup> (۲۰۱۵)، عوامل بسیار زیادی بر مدیریت سرمایه در گردش اثربخش، تأثیرگذارند. برخی از آنها عبارت‌اند از: ماهیت تجارت، چرخه تجارت، سیاست تولید، سیاست اعتباری، افزایش سطح قیمت، بازده، در دسترس بودن مواد اولیه، سیاست استهلاک، مالیات، سیاست سود سهام و حفظ خطمشی، هزینه سرمایه، دسترسی به منابع مالی خارجی و ظرفیت تولید منابع داخلی. چيو و چنگ<sup>۸</sup> (۲۰۰۶) نیز معتقدند که برخی متغیرهای خرد اقتصادی و متغیرهای خاص شرکت از عوامل مهم تأثیرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های تایوانی هستند. آنها دریافتند که نسبت بدهی و جریان نقد عملیاتی، با مدیریت سرمایه در گردش رابطه منفی دارند، در حالی که سن شرکت‌ها و بازده دارایی‌ها با مدیریت سرمایه در گردش رابطه مثبت دارند. علاوه بر این، یافته‌های آنها حاکی از آن است که در زمان رکود اقتصادی، شرکت‌ها به مدیریت سرمایه در گردش نیاز بیشتری دارند.

مدیریت سرمایه در گردش، یکی از بخش‌هایی است که در ساختار مدیریتی یک شرکت نقشی حیاتی ایفا می‌کند. سیاست‌های ناکارآمد مدیریت سرمایه در گردش می‌توانند نتیجه حاکمیت شرکتی ضعیف باشند و در نهایت، به کاهش ثروت صاحبان سهام منجر شوند. به بیان دیگر، حاکمیت شرکتی اثربخش به‌عنوان عامل نظارتی در مدیریت کارآمد سرمایه در گردش شرکت محسوب می‌شود (کنگاداران و سانلی تیسرا<sup>۹</sup>، ۲۰۱۹؛ ساتیامورتی، امبکیمیز، مافرینگ و سلینکی<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۸؛ علی و شاه، ۲۰۱۷ و کامائو و باسوتی<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۳).

سرمایه در گردش، منبعی مهم برای بهبود عملکرد شرکت‌ها و یکی از دلایل عمده جلوگیری از پریشانی مالی یا حتی ورشکستگی اغلب شرکت‌ها است. اگر مدیریت سرمایه در گردش صحیح نباشد، احتمال دارد فروش و سود شرکت کاهش یابد و چه بسا شرکت در پرداخت به‌موقع دیون و تعهدهای خود ناتوان بماند (حسن‌پور، منصور و عثمانی، ۱۳۹۵). مدیریت سرمایه در گردش عملکرد، اقتصادی سازمان‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد، بنابراین مدیریت صحیح، به برقراری تعادل بین عملکرد و ریسک عدم تحقق تعهدات مالی در موعد مقرر، نیاز دارد (وامبیا و جاگنگو<sup>۱۲</sup>، ۲۰۲۰). همچنین، مدیریت سرمایه در گردش در موفقیت و شکست شرکت در کسب‌وکار، نقش مهمی ایفا می‌کند، زیرا تأثیر آن در سودآوری شرکت و همچنین نقدشوندگی است. به رابطه سودآوری و سرمایه در گردش، اغلب برای تصمیم‌گیری در خصوص میزان سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش تأکید می‌شود. همه شرکت‌های تولیدی باید ارتباط بین این دو متغیر را درک کنند تا بتوانند تصمیم‌های مالی بهینه بگیرند. اگرچه در این خصوص نظریه‌هایی وجود دارد، ولی روش‌های تجربی در رسیدن به نتیجه‌گیری‌ها، کافی نیستند (هایلو و ونکتسوارلو<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۶).

1. Fatimatuzzahra & Kusumastuti  
 3. Wasiuzzaman & Arumugam  
 5. Gill  
 7. Atseye, Ugwu & Takon  
 9. Kengatharan & Sanoli Tissera  
 11. Kamau & Basweti  
 13. Hailu & Venkateswarlu

2. Onalapo & Kajola  
 4. Olayinka  
 6. Samson, Mary, Yemisi & Erekipitan  
 8. Chiou & Cheng  
 10. Sathyamoorthi, Mbekomize, Mapharing & Selinkie  
 12. Wambia & Jagongo

هدف نهایی مدیریت سرمایه در گردش، رسیدن به سطح مطلوب نقدینگی و سودآوری است که بستگی به موجود بودن پول نقد، موجودی و سایر دارایی‌های فعلی دارد. سطح بهینه سرمایه در گردش، ارزش شرکت را به حداکثر می‌رساند. مدیرانی که به شدت سرمایه در گردش را کاهش می‌دهند، سودآوری شرکت را کاهش می‌دهند و هزینه فرصت را برای تأمین بودجه فراهم می‌کنند (آتسای و همکاران، ۲۰۱۵). نحوه مدیریت سرمایه در گردش، بر میزان فروش و به تبع آن بر میزان سود شرکت تأثیرگذار است. مدیریت سرمایه در گردش، با حفظ سطح بهینه نقدینگی، توانایی پرداخت تعهدات واحد تجاری در سررسید را تقویت می‌کند، از خطر ورشکستگی آن جلوگیری کرده و از آسیب رسیدن به رتبه اعتباری شرکت پیشگیری می‌کند (تم تایم<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶). توانایی شرکت‌ها برای مدیریت سرمایه در گردش خود، نه تنها سود آنها را افزایش می‌دهد، بلکه بر رشد آنها نیز می‌افزاید (ناستیتی و همکاران، ۲۰۱۹).

### پیشینه تجربی پژوهش

وامبیا و جاگنگو (۲۰۲۰)، تأثیر شیوه‌های مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد مالی شرکت‌های بیمه‌ای در کنیا را بررسی پرداختند. نتایج نشان دادند که مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد مالی شرکت‌های بیمه‌ای تأثیر مثبت دارد. ناستیتی و همکاران (۲۰۱۹)، تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری و تأثیر این رابطه بر رشد پایدار در بورس اندونزی را بررسی کردند. آنها به این نتایج دست یافتند که سرمایه در گردش به طور شایان توجهی بر سودآوری شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. با این حال، مدیریت سرمایه در گردش تأثیر مستقیمی بر رشد پایدار ندارد، اما تأثیر غیرمستقیم شایان توجهی از طریق سودآوری شرکت‌ها دارد.

ماباندلا و مکنی (۲۰۱۹)، پژوهشی با هدف بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی شرکت‌های غذایی و آشامیدنی آفریقای جنوبی، انجام دادند. آنها دریافتند که بین دوره تبدیل موجودی و میانگین دوره پرداخت با سودآوری شرکت‌ها رابطه مثبت و بین میانگین دوره وصول مطالبات و سودآوری، رابطه منفی وجود دارد. یافته‌های این مقاله حاکی از این است که مدیران مالی بنگاه‌ها برای ایجاد ثروت سهام‌داران از طریق افزایش عملکرد مالی شرکت، به اتخاذ سیاست‌های مدیریت سرمایه در گردش نیاز دارند.

کنگاداران و سانلی تیسرا (۲۰۱۹)، تأثیر عوامل حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش در سریلانکا را بررسی کردند. عواملی از قبیل ساختار هیئت‌مدیره، اندازه هیئت‌مدیره، تعداد جلسات هیئت‌مدیره و تفکیک پست رئیس هیئت‌مدیره از مدیرعامل، آزمون شدند. نتایج نشان دادند که تعداد جلسات هیئت‌مدیره و تفکیک پست رئیس هیئت‌مدیره از مدیرعامل با مدیریت سرمایه در گردش، رابطه مثبت و معناداری دارد. آنها دریافتند که هرچه چرخه تبدیل نقدی کوتاه‌تر باشد، برای تجارت بهتر است. همچنین، افزایش جلسه هیئت‌مدیره و تفکیک پست، باعث کاهش چشمگیر موقعیت نقدینگی در یک سازمان می‌شود.

البدری<sup>۲</sup> (۲۰۱۸)، عوامل اصلی اثرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های کوچک، رابطه بین عوامل

اصلی مدیریت سرمایه در گردش، تأثیر مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری و ساختار سرمایه‌های SMEs را بررسی کرد. نتایج منعکس‌کننده اثر منفی و معنادار سودآوری و اهرم شرکت‌های کوچک، بر سرمایه در گردش هستند.

خدابخشی و سلیمانی<sup>۱</sup> (۲۰۱۸)، عوامل تأثیرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش و نیز پیامدهای آن در شرکت‌های بورس ایران را بررسی کردند. نتایج نشان دادند که عواملی از قبیل مخارج سرمایه‌ای، اهرم مالی، بازده دارایی‌ها، چرخه عملیات، درصد مالکیت سهام‌داران نهادی، استقلال اعضای هیئت‌مدیره، تولید ناخالص داخلی، نرخ رشد قیمت‌ها و تغییر نرخ ارز، با مدیریت سرمایه در گردش رابطه معنادار دارند. همچنین مدیریت بهینه سرمایه در گردش باعث سودآوری شرکت می‌شود. در این پژوهش، رابطه دوطرفه سودآوری و مدیریت سرمایه در گردش نیز تأیید شد.

علی و شاه (۲۰۱۷)، تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی در کارایی مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های تولیدی پاکستان را بررسی کردند. نتایج نشان دادند که کمیته حسابرسی، اندازه هیئت‌مدیره و اثر جنسیتی، سرمایه در گردش را بهبود می‌بخشند.

دالابین<sup>۲</sup> (۲۰۱۷)، در پژوهشی با عنوان تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری واقعی در صنعت املاک و مستغلات اردن، به این نتیجه دست یافت که مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری واقعی شرکت‌های فعال در املاک، تأثیر شایان توجهی دارد.

اسیفوه (۲۰۱۶)، عوامل تعیین‌کننده مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های غیرمالی در بورس اوراق بهادار ژوهانسبورگ را بررسی کرد. این پژوهش، عوامل کلیدی درونی و بیرونی را که بر نیازهای سرمایه‌گذاری و مدیریت سرمایه در گردش، اثرگذار هستند، مد نظر قرار می‌دهد. نتایج نشان دادند که رشد فروش، هزینه سرمایه و مدیریت بدهکاران سه عامل مهم درون‌سازمانی هستند که بر سرمایه در گردش اثرگذارند. عوامل دیگر شناسایی شده عبارت‌اند از: رفع نیازهای انبار، نیازهای هیئت‌مدیره، تمرکز عرضه، هزینه‌های عملیاتی و محصولات ارائه‌شده. این پژوهش بیشتر نشان داد که نرخ بهره، نرخ ارز خارجی، رشد اقتصادی و نرخ تورم، چهار عامل کلیدی خارجی هستند که بر نیازهای مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های نمونه می‌افزاید.

هایلو و ونکتسوارلو (۲۰۱۶)، تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های تولیدی در اتیوپی را بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان می‌دهند که مدت زمان نگهداری حساب‌های دریافتی و موجودی با سودآوری پایین‌تر مرتبط هستند. بنابراین، مدیران می‌توانند با کاهش تعداد روزهای حساب‌های دریافتی و موجودی شرکت خود، ارزش ایجاد کنند. به‌طور مشابه، کوتاه شدن چرخه تبدیل وجه نقد نیز سودآوری شرکت را بهبود می‌بخشد.

راعی، فیاض حیدری، باسحا و موقری (۱۳۹۸)، عوامل مؤثر بر وجه نقد نگهداری شده در شرکت را با استفاده از روش انتخاب متغیر استوار شناسایی کردند و متغیرهایی مانند سائز شرکت، اهرم مالی، نسبت جریان‌های نقدی عملیاتی بر کل دارایی، نسبت سود خالص بر حقوق صاحبان سهام، نسبت سود نقدی بر سود هر سهم، نرخ بازده سهام و نسبت



جاری را آزمون کردند. نتایج نشان دادند که انتخاب متغیر استوار، متغیرهایی را به‌عنوان عوامل اثرگذار بر وجه نقد نگهداری شده معرفی می‌کند که روش‌های متداول رگرسیونی، قادر به شناسایی آنها نیستند.

اسکندر نژاد، برادران حسن زاده و طاهری (۱۳۹۶)، تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر قابلیت سودآوری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در چرخه‌های تجاری مبتنی بر شکاف تولید را بررسی کردند. نتایج علاوه بر وجود تأثیر معنادار منفی بین اجزای مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت‌های ایرانی نشان دادند که در دوره رونق اقتصادی در مقایسه با دوره رکود، اجزای مدیریت سرمایه در گردش تأثیر بیشتری بر بازده دارایی‌ها دارند.

شایان ذکر است، از آنجا که در سایر کشورها چنین شرایط اقتصادی و سیاسی به‌ندرت حکم‌فرما بوده و بر اساس پژوهش‌های انجام‌شده، مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها در سایر کشورها، بیشتر تحت تأثیر عوامل خاص شرکتی و عوامل کلان اقتصادی است، در خصوص تدوین مدل یا الگوی مدیریت سرمایه در گردش برای شرکت‌ها در کشورهای دیگر، پژوهش مشابهی انجام نشده است.

### روش‌شناسی پژوهش

رویکرد پژوهش حاضر، روش تحلیل محتوای کیفی است. در این پژوهش، بر اساس نظریه شی‌یه و شانون، از تحلیل محتوای کیفی جهت‌دار استفاده شده است. به‌طور معمول، تحلیل محتوای کیفی جهت‌دار، در مواقعی به‌کار می‌رود که نظریه یا پژوهش‌های پیشین در رابطه با یک پدیده، کامل نیستند یا به توصیف بیشتر نیاز دارند. این روش به‌طور معمول، بر اساس روش قیاسی و متکی بر نظریه، مقوله‌ها را شناسایی و طبقه‌بندی می‌کند که تمایز این روش با روش‌های دیگر تحلیل محتوای کیفی، نقش نظریه در این روش است. تحلیل محتوا با رویکرد جهت‌دار در مقایسه با سایر روش‌های تحلیل محتوا از فرایند ساختارمندتری برخوردار است، زیرا با به‌کار بردن نظریه‌های موجود یا پژوهش‌های پیشین، پژوهشگران کار خود را با شناسایی مقوله‌ها یا مفاهیم اصلی برای طبقه‌بندی رمزهای اولیه، آغاز می‌کنند (ایمان و نوشادی، ۱۳۹۰).

در این پژوهش، برای استخراج کدهای اولیه، از بررسی متون و ادبیات موضوع استفاده شده است. در این قسمت با بررسی ۸۰ پژوهش در خصوص مدیریت سرمایه در گردش، ماتریس نظریه عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش (جدول ۱) و ماتریس نظریه پیامدهای مدیریت سرمایه در گردش (جدول ۲) استخراج شد. با توجه به موارد مندرج در ماتریس نظریه، پرسش‌های مصاحبه طراحی شدند و با انجام مصاحبه عمیق (نیمه‌ساختاریافته) از مدیران و معاونان مالی و تصمیم‌گیرندگان در این زمینه از بین ۱۰ صنعت موجود در بورس تهران (در مجموع ۲۶ نفر)، نظرهای آنان جمع‌آوری و با تحلیل و کدگذاری نظرها، الگوی مدیریت سرمایه در گردش تدوین شد. در این پژوهش هر مصاحبه به‌طور متوسط ۶۵ دقیقه به طول انجامید. پس از انجام ۲۶ مصاحبه، به تشخیص پژوهشگر، داده‌های گردآوری‌شده به نقطه اشباع رسیدند و نیازی به انجام مصاحبه جدید در این صنایع وجود نداشت.

ردیف	نام متغیر (مقوله)	نام عوامل (تیم)	عوامل بیرونی	عوامل درونی
۱	واخط، قلمبر و شاکری، ۱۳۹۲			*
۲	دستگیر و هنرمند، ۱۳۹۳			
۳	انواری، سجادیپور و بیلویی، ۱۳۹۳			*
۴	علیپور و نامی، ۱۳۹۶			*
۵	کابالرو و گارسیا و مارتینز، ۲۰۰۹			*
۶	نظیر و افزار، ۲۰۰۹			*
۷	اسیفوه، ۲۰۱۶			*
۸	ارون کومار و رادهرمان، ۲۰۱۳			*
۹	روسو، ۲۰۱۳			*
۱۰	اتسای و همکاران، ۲۰۱۵			*
۱۱	اعظمی و جیحون تبار، ۲۰۱۶			*
۱۲	حسن پور و محمدزاده، ۲۰۱۷			*
۱۳	علی و شاه، ۲۰۱۷			
۱۴	البدری، ۲۰۱۸			*
۱۵	کنگاداران و سانلی تیسرا، ۲۰۱۹			
۱۶	فراوانی در ۴۰ پژوهش			
۱	نام متغیر (مقوله)	نام عوامل (تیم)	عوامل بیرونی	عوامل درونی
۲	بهره	عوامل اقتصادی	ویژگی‌های صنعت	ویژگی‌های شرکت
۳	بهره			
۴	نرخ تورم			
۵	GDP			
۶	عوامل فصلی و دوره‌ای			
۷	تغییرات تکنولوژی			
۸	مقررات دولتی			
۹	نوع صنعت			
۱۰	اندازه شرکت			
۱۱	چرخه عملیات (OC)			
۱۲	فروش			
۱۳	سودآوری (نرخ بازده)			
۱۴	مخارج سرمایه‌های			
۱۵	اهرم مالی			
۱۶	نسبت هزینه‌های مالی			
۱۷	جریان نقدی عملیاتی			

جدول ۱. ماتریس نظریه در خصوص عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش

نام عوامل (تم)	نام متغیر (مقوله)	فرآوانی در ۴۰ پژوهش	کنگاداران و سانلی تیسراه ۲۰۱۹	البدری، ۲۰۱۸	علی و شاه، ۲۰۱۷	حسن پور و محمدزاده، ۲۰۱۷	اعظمی و جیحون تبار، ۲۰۱۶	اتسای و همکاران، ۲۰۱۵	روسو، ۲۰۱۳	رادهرمنان، ۲۰۱۳	ارون کومار و اسبقوه، ۲۰۱۶	نظیر و افزار، ۲۰۰۹	کابالرو و گارسیا و مارتینز، ۲۰۰۹	علیپور و نامی، ۱۳۹۶	انواری، سجادیور و یبلویی، ۱۳۹۳	دستگیر و هنرمند، ۱۳۹۳	واعظ، قلمبر و شاکری، ۱۳۹۲		
عوامل درونی	ویژگی های شرکت	۵	*							*				*				*	
		عمر شرکت																	
		۱۹	*								*				*				
		نرخ رشد شرکت																	
		۱	*								*				*				
		اطلاعات نامتوازن																	
		۱	*																
		بین‌المللی بودن شرکت																	
		۲	*																
		نسبت جاری																	
		۸	*																
		ساختار هیئت‌مدیره																	
		۴	*																
		میزان مالکیت نهادی																	
		۴	*																
		تکرک پست رئیس هیئت‌مدیره																	
		۲	*																
نقوه و مالکیت دولت																			
۴	*																		
اندازه هیئت‌مدیره																			
۲	*																		
تعداد جلسات هیئت‌مدیره																			
۳	*																		
سیاست اعتباری شرکت																			
۱	*																		
حجم تولید																			
۳	*																		
سیاست تقسیم سود																			
۲	*																		
سیاست استهلاک																			
۲	*																		
اعتبارات نزد بانکها و مؤسسه‌های اعتباری																			

ادامه جدول ۱. ماتریس نظریه در خصوص عوامل موثر بر مدیریت سرمایه در گردش

برای ایجاد ماتریس نظریه عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش، با استفاده از تحلیل محتوای ۴۰ پژوهش انجام شده در کشورهای مختلف و همچنین متون نظری در این خصوص، اکثریت عوامل استخراج شدند. با توجه به زیاد بودن عوامل استخراج شده، عوامل را طبقه بندی کردیم. کلیه عوامل را به دو دسته عوامل بیرونی و عوامل درونی شرکت تقسیم کردیم. منظور از عوامل بیرونی، عواملی است که ارتباطی به یک شرکت خاص ندارند و به ویژگی‌های محیط کسب و کار مربوط هستند. منظور از عوامل درونی، عواملی است که مختص هر شرکت بوده و ناشی از نحوه عملیات و اداره شرکت هستند. خلاصه‌ای از ۱۵ پژوهش انجام شده در خصوص عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش در جدول ۱ ارائه شده است. همچنین، میزان فراوانی هر یک از این عوامل در ۴۰ پژوهش بررسی شده، بیان شده است.

همچنین برای ایجاد ماتریس نظریه تأثیرات و پیامدهای مدیریت سرمایه در گردش، از تحلیل محتوای ۴۰ پژوهش انجام شده در کشورهای مختلف در این خصوص، کدهای اولیه مربوط به پیامدها استخراج شدند. مواردی که مدیریت سرمایه در گردش بر آنها تأثیرگذار است، به دو گروه تقسیم شدند. این موارد شامل بهبود عملکرد مبتنی بر ارزش و افزایش سودآوری است. خلاصه‌ای از ۱۵ پژوهش انجام شده در این خصوص در قالب ماتریس نظریه پیامدهای مدیریت سرمایه در گردش در جدول ۲ ارائه شده است. همچنین، میزان فراوانی هر یک از این عوامل در ۴۰ پژوهش بررسی شده، بیان شده است.

جدول ۲. ماتریس نظریه پیامدهای مدیریت سرمایه در گردش

پیامدها	نام متغیر	فراوانی در ۴۰ پژوهش	الموشکی و همکاران، ۲۰۱۹	مایاندلا و مکنی، ۲۰۱۹	ناستی و همکاران، ۲۰۱۹	رازیه، لوکمن، هسنی و ادریماس، ۲۰۱۸	ان جی، یه، انگ و ته، ۲۰۱۷	نیم تاپیم، ۲۰۱۶	هایلو و ونکسوارلو، ۲۰۱۶	اوان، شهید، حسن و احمد، ۲۰۱۴	گیل، بیگر و مادور، ۲۰۱۰	اسکندر نژاد و همکاران، ۱۳۹۹	دولو، بسطامی و طهرانی، ۱۳۹۶	مرادی، نجار و ایزدپور، ۱۳۹۴	یوسف زاده و اعظمی، ۱۳۹۴	بهار مقدم، یزدی و یزدی، ۱۳۹۰	رضازاده و حیدریان، ۱۳۸۹
بهبود عملکرد مبتنی بر ارزش	ارزش افزوده اقتصادی	۷	*											*			
	ارزش افزوده بازار	۲												*			
	Q توبین	۸			*	*								*			
افزایش سودآوری	بازده حقوق صاحبان سهام	۵					*										
	سود عملیاتی خالص	۲۲				*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
	بازده دارایی ها	۲۷		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
	بازده سود عملیاتی	۴							*			*					

## یافته‌های پژوهش

در این پژوهش مصاحبه‌شوندگان از بین اعضای هیئت مدیره، مدیران، معاونان و مشاوران مالی شرکت‌های موجود در ۱۰ صنعت بورس اوراق بهادار تهران، به صورت نمونه‌گیری هدفمند انتخاب شدند. علت انتخاب این ۱۰ صنعت، وجود بیشترین شرکت‌ها در آنها بوده است تا انتخاب نمونه به صورت دقیق‌تری انجام شود. اطلاعات مشارکت‌کنندگان در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. اطلاعات مشارکت‌کنندگان در مصاحبه

ردیف	نوع صنعت	تحصیلات	بالاترین پست اجرایی	سابقه کار
۱	۱. خودرو و ساخت قطعات	کارشناسی ارشد مدیریت اجرایی	عضو هیئت مدیره	۳۶ سال
۲		کارشناسی ارشد مدیریت مالی	مدیر مالی	۳۰ سال
۳		DBA	رئیس هیئت مدیره	۳۰ سال
۴		دکتری حسابداری	مدیر مالی	۱۵ سال
۵	۲. مواد و محصولات دارویی	دکتری مدیریت مالی	معاون مالی	۱۰ سال
۶		دکتری حسابداری	معاون مالی و اداری	۱۵ سال
۷		کارشناسی ارشد حسابداری	معاون مالی	۱۲ سال
۸		دکتری حسابداری	معاون مالی	۱۸ سال
۹	۳. محصولات غذایی به جز قند و شکر	کارشناسی ارشد حسابداری	مدیر مالی	۱۷ سال
۱۰		دکتری حسابداری	مدیر مالی	۱۷ سال
۱۱	۴. محصولات شیمیایی	دکتری حسابداری	عضو هیئت مدیره	۱۸ سال
۱۲		کارشناسی ارشد حسابداری	معاون مالی	۲۲ سال
۱۳		دکتری حسابداری	معاون مالی	۱۵ سال
۱۴		دکتری حسابداری	مشاور مالی	۲۵ سال
۱۵	۵. سایر محصولات کانی غیرفلزی	کارشناسی ارشد حسابداری	مدیر مالی	۱۲ سال
۱۶		کارشناسی ارشد حسابداری	مدیر مالی	۱۵ سال
۱۷		کارشناسی ارشد حسابداری	مدیر مالی	۲۰ سال
۱۸	۶. قند و شکر	کارشناسی ارشد حسابداری	معاون مالی و اداری	۲۱ سال
۱۹		کارشناسی حسابداری	مدیر مالی	۱۷ سال
۲۰	۷. فراورده‌های نفتی	دکتری حسابداری	عضو هیئت مدیره	۲۵ سال
۲۱		دکتری حسابداری	مدیر مالی	۲۰ سال
۲۲	۸. فلزهای اساسی	کارشناسی ارشد حسابداری	معاون مالی	۲۴ سال
۲۳		کارشناسی ارشد مدیریت مالی	معاون مالی و اداری	۲۴ سال
۲۴	۹. سیمان، آهک و گچ	کارشناسی ارشد حسابداری	عضو هیئت مدیره	۴۰ سال
۲۵		کارشناسی ارشد حسابداری	مدیر مالی	۲۷ سال
۲۶	۱۰. لاستیک و پلاستیک	کارشناسی ارشد حسابداری	مدیر مالی	۱۳ سال

همان‌طور که اشاره شد، پرسش‌های مصاحبه با توجه به مبانی نظری پژوهش و عوامل و پیامدهای استخراج‌شده از پژوهش‌های انجام‌شده که به‌صورت خلاصه در ماتریس نظریه ارائه شده‌اند، طراحی شدند. از این رو، از مصاحبه‌شوندگان درخواست شد تا عواملی دیگری که در زمینه مدیریت سرمایه در گردش در شرکت آنها، تأثیرگذار هستند و همچنین پیامدها و موانع و مشکلات در این خصوص را نیز بیان کنند.

با توجه به کدگذاری اولیه (با توجه به ماتریس نظریه) و نظرهای مصاحبه‌شوندگان، کدهای نهایی (مفاهیم استخراج‌شده از صحبت‌های مصاحبه‌شوندگان) استخراج شدند و توانستیم عوامل تأثیرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش، عوامل زیربنایی (شرایط زمینه‌ای) برای بهبود مدیریت سرمایه در گردش، راهکارهای بهبود مدیریت سرمایه در گردش، پیامدهای مدیریت بهینه سرمایه در گردش و در نهایت، موانع و مشکلات اجرای بهینه مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌ها را استخراج کنیم که در ادامه همه موارد به‌تفصیل شرح داده شده‌اند.

### عوامل تأثیرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش

در نخستین گام، عوامل تأثیرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش بررسی شده‌اند. بر اساس آنچه از تحلیل گفتارهای مصاحبه‌شوندگان به دست آمده، عوامل به دو دسته عوامل بیرونی و عوامل درونی طبقه‌بندی شدند. در ادامه، هر یک از این عوامل به‌همراه کامل‌ترین نظرهای مصاحبه‌شوندگان، به‌اختصار شرح داده می‌شوند.

### عوامل بیرونی تأثیرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش

بر اساس تحلیل گفتارهای مصاحبه‌شوندگان، عوامل بیرونی به شش دسته قیمت جهانی کالا، عوامل کلان اقتصادی، شرایط سیاسی، نقش دولت، تأمین‌کنندگان و صنعت، طبقه‌بندی شد. خلاصه این عوامل در جدول ۴ آمده است. در ادامه به گفته‌های یکی از مصاحبه‌شوندگان اشاره شده است:

«افزایش نرخ ارز قطعاً بر سرمایه در گردش و نحوه مدیریت آن تأثیر دارد. تأثیرش هم قابل توجه است. تو همین دو سال اخیر یکی از علت‌هایی که الان صنعت خودرو یک واحد زمین‌گیر شده، به این دلیل است که به‌محض اینکه نرخ ارز میره بالا ادعای قطعه‌ساز اینه که اثر اینا روی قیمت قطعه‌ای که من به شما می‌دم باید ببینم، اونم با اون سرعت نمی‌تونه ببینه نهایتاً اینا تو بحث قیمت قطعه اون توافقی که بر اساس محفوظات قبلی داشتن عملاً ضوابطش و شرایطش به هم خورده. زمان می‌بره تا دوباره بخوان این رو جبران کنن و به یه توافقی برسن و این یه فشار در حقیقت مضاعفی روی سرمایه در گردش اینها میاره.»

بر اساس تحلیل گفتارهای مصاحبه‌شوندگان، در طبقه عوامل کلان اقتصادی، بر نرخ ارز و تورم؛ در طبقه شرایط سیاسی، بر روابط بین‌الملل؛ در طبقه نقش دولت، بر سازمان‌ها و وزارتخانه‌های دولتی و بانک مرکزی و در طبقه صنعت، بر ویژگی‌های خاص صنعت در مقایسه با سایر عوامل، بیشتر تأکید شده است.

جدول ۴. عوامل بیرونی تأثیرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش

ریزمقوله	مقوله	تم	
	قیمت جهانی نفت	قیمت جهانی کالا	۱
	بورس لندن		
دوران رونق	تولید ناخالص داخلی	عوامل کلان اقتصادی	۲
دوران رکود			
	نرخ بهره		
	نرخ ارز		
چندنرخی بودن ارز	تورم		
تغییرات شدید نرخ ارز			
تحریم	روابط بین‌الملل	شرایط سیاسی	۳
برجام			
	انتخابات	نقش دولت	۴
قوانین بانک مرکزی در خصوص اعمال نرخ ارز	بانک مرکزی		
قوانین اعمال شرایط تسهیلات	سیاست‌های مالی دولت		
سیاست انقباضی			
	سازمان‌ها و وزارتخانه‌های دولتی		
سیاست انبساطی			
تعیین قیمت کالا توسط نهادهای ذی‌ربط			
تعرفه‌ها و قوانین کمرگی			
بخش نامه‌ها و آیین نامه‌ها	استانداردگذاری		
	تغییر شرایط خرید	تأمین کنندگان	۵
	عملیات فصلی صنعت	صنعت	۶
	تکنولوژی		
	ماهیت فعالیت شرکت		
	ویژگی خاص صنعت		
استراتژیک بودن			
سرمایه‌بر بودن			
دوره بالای وصول مطالبات			

### عوامل درونی تأثیرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش

به گفته مصاحبه‌شوندگان، برخی از عوامل اثرگذار بر نحوه مدیریت سرمایه در گردش، به عوامل درونی شرکت مربوط هستند. این عوامل را که به گفته مصاحبه‌شوندگان، شامل ۳۶ کد هستند، به ۱۲ دسته طبقه‌بندی کردیم که شامل عوامل مالی، سازوکارهای حاکمیت شرکتی، هیئت‌مدیره، اعتبار شرکت، نوع کالا، سیاست تقسیم سود، حجم تولید، سیاست اعتباری شرکت، ریسک غیرسیستماتیک، عمر شرکت و موقعیت جغرافیایی است. خلاصه این عوامل در جدول ۵ آمده است.

جدول ۵. عوامل درونی تأثیرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش

ریز مقوله	مقوله	تم	
	جریان نقد عملیاتی	عوامل مالی	۱
	چرخه عملیات		
	سود		
	فروش		
	نرخ رشد شرکت		
	نسبت جاری		
	مخارج سرمایه‌ای		
	اندازه شرکت		
	اهرم مالی		
	حاشیه سود		
	سهام‌داران نهادی	سازوکارهای حاکمیت شرکتی	۲
نفوذ دولت در تعیین اعضای هیئت‌مدیره	نفوذ و مالکیت دولت		
نفوذ دولت در تعیین مدیرعامل			
تعداد اعضای غیرموظف و موظف	استقلال هیئت‌مدیره		
	تفکیک پست رئیس هیئت‌مدیره از مدیرعامل	هیئت‌مدیره	۳
	طرز تفکر هیئت‌مدیره		
	نفوذ و اعتبار اعضای هیئت‌مدیره		
	تسلط اعضای هیئت‌مدیره به مسائل مالی		
	خلاقیت هیئت‌مدیره		
	تسلط اعضای هیئت‌مدیره بر صنعت و شرایط بازار	اعتبار شرکت	۴
	تجربه مدیریت		
	خوش‌نامی شرکت		
	اعتبار نزد بانک‌ها		
	اعتبار نزد مشتری	نوع کالا	۵
	قدرت چانه‌زنی شرکت		
	کالای صادراتی		
	کالای برند		
	کالای لوکس		
	کالای استراتژیک	نوع فروش	۶
	کالای با ماندگاری کم		
	امانی	سیاست تقسیم سود	۷
	صادراتی		
		حجم تولید	۸
		سیاست اعتباری شرکت	۹
		ریسک غیرسیستماتیک	۱۰
		عمر شرکت	۱۱
		موقعیت جغرافیایی	۱۲



در ادامه به گفته‌های برخی از مصاحبه‌شوندگان اشاره شده است:

«جریان نقد عملیاتی روی سرمایه در گردش اثر داره، من اگر بدونم جریان نقد عملیاتی ما کی باشه یا دوران رونق باشه خب سعی می‌کنم سرمایه در گردش پایین‌تری نگه دارم.»

«سودآوری بر سرمایه در گردش به‌طور مستقیم تأثیرگذاره، دیگه هرچه اون میزان سودآوری شرکت بالاتر باشه اتومات روی مدیریت سرمایه در گردش شرکت هم اثرگذاره دیگه. حالا این سودآوری ممکنه از طریق افزایش تو فروش باشه ممکنه مدیریت تو هزینه‌ها باشه اینها باز اثرگذاره اینا اتومات روی جریان وجوه نقد اثر می‌ذاره و در نهایت روی سرمایه در گردش اثر می‌ذاره.»

«چند تا عامل اثر می‌ذاره روی سرمایه در گردش، یکی فروش یکی سود ناخالص. هر چی سود ناخالص بیشتر باشه نیاز به سرمایه در گردش کمتری هست ...»

بر اساس تحلیل گفتارهای مصاحبه‌شوندگان، در طبقه عوامل مالی، بر جریان نقد عملیاتی، فروش و سود؛ در طبقه سازوکارهای حاکمیت شرکتی، بر نفوذ و مالکیت دولت و استقلال هیئت‌مدیره؛ در طبقه هیئت‌مدیره، بر طرز تفکر مدیریت، تسلط اعضای هیئت‌مدیره به مسائل مالی و تجربه مدیریت؛ در طبقه اعتبار شرکت، بر اعتبار نزد بانک‌ها و قدرت چانه‌زنی شرکت؛ در طبقه نوع کالا، بر استراتژیک بودن و لوکس بودن کالا و در طبقه نوع فروش، بر صادراتی بودن در مقایسه با سایر عوامل، بیشتر تأکید شد است.

### عوامل زیربنایی (شرایط زمینه‌ای) برای بهبود مدیریت سرمایه در گردش

عوامل زیربنایی یا به عبارتی، شرایط زمینه‌ای مجموعه مشخصه‌های خاصی هستند که بر پدیده مد نظر دلالت می‌کنند و بستر پدیده مد نظر را فراهم می‌آورند. در این پژوهش بر اساس نظر مصاحبه‌شوندگان، ساختارهای اقتصادی، ساختارهای فرهنگی و اقدامات دولت، بستر لازم برای بهبود مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌ها را فراهم می‌کنند. خلاصه عوامل زیربنایی (شرایط زمینه‌ای) برای بهبود مدیریت سرمایه در گردش در جدول ۶ آمده است. در زیر، نمونه‌ای از گفتارهای مصاحبه‌شوندگان ارائه شده است:

«برای مدیریت بهینه سرمایه در گردش باید بستر مناسب وجود داشته باشه، مثل حمایت از تولید و یا اینکه اگر دولت سیاست ثابتی در زمینه تولید داشته باشه و برنامه بلندمدتی هم در این زمینه داشته باشه، خب شرکت‌ها بهتر می‌تونن برنامه‌ریزی کنن و رو همه چیزشون اثر مثبت داره مثل سرمایه در گردش و روش مدیریتی آن.»

در زمینه ساختارهای اقتصادی، اغلب مصاحبه‌شوندگان به ایجاد اتاق فکر برای هر صنعت برای تصمیم‌های کلیدی تأکید کردند. مصاحبه‌شوندگان در ساختارهای فرهنگی، بر صداقت و پرهیز از بدقولی در تجارت (در خصوص ارسال کالا و پرداخت مطالبات) که باعث به هم خوردن معادلات مدیریت سرمایه در گردش می‌شود، تأکید زیادی داشتند. عمده

نظرات مصاحبه‌شوندگان در خصوص زمینه‌سازی برای بهبود مدیریت سرمایه در گردش، مربوط به اقدامات دولت بود که بیشترین تأکید در این قسمت بر دخالت نداشتن دولت بر قیمت‌گذاری کالاها، نبود تغییرات زیاد در قوانین و بخش‌نامه‌ها و حمایت از تولید داخل بود.

جدول ۶. عوامل زیربنایی (شرایط زمینه‌ای) برای بهبود مدیریت سرمایه در گردش

مقوله	تم	
برنامه‌های اقتصادی بلندمدت	ساختارهای اقتصادی	۱
جذب سرمایه‌گذار خارجی		
ایجاد اتاق فکر برای هر صنعت		
پرهیز از بدقولی در تجارت	ساختارهای فرهنگی	۲
کنارگذاشتن فرهنگ رودرپایستی در تجارت		
دخالت نکردن در قیمت‌گذاری کالا در بخش خصوصی	اقدامات دولت	۳
نبود تغییرات زیاد در قوانین و بخش‌نامه‌ها		
حمایت از تولید داخل		
پرداخت به موقع تعهدها به بخش خصوصی		

### راهکارهای بهبود مدیریت سرمایه در گردش

منظور از راهکارهای بهبود مدیریت سرمایه در گردش، مجموعه اقدامات و عواملی است که شرکت‌ها می‌توانند انجام دهند تا باعث بهبود اجرای صحیح مدیریت سرمایه در گردش و همچنین افزایش کارایی مدیریت سرمایه در گردش شوند. بر اساس گفته‌های مصاحبه‌شوندگان، هشت دسته عوامل در سطح صنعت و شرکت وجود دارد که باعث بهبود روش‌های مدیریت سرمایه در گردش می‌شود که شامل مدیریت، ساختار هیئت‌مدیره، تشکیل کمیته ریسک، پیش‌بینی بودجه، تدوین نظام‌نامه مالی برای هر صنعت، انجام حسابرسی داخلی و حسابرسی عملیاتی، مشارکت صنعت با دانشگاه‌ها و مراکز علمی و در نهایت، انجام کارهای تحلیلی هستند. خلاصه راهکارهای بهبود مدیریت سرمایه در گردش در جدول ۷ آمده است.

در ادامه نمونه‌ای از گفتارهای مصاحبه‌شوندگان ارائه شده است:

«نگاه مدیر باید یک نگاه توسعه‌ای باشد، شخصیت مدیر، ریسک‌پذیری و عواملی مختلفی هم باز تو سرمایه در گردش و هم در توسعه تأثیر داره.»

«... در کنار نظام‌نامه کیفی کالا، باید به نظام‌نامه مالی وجود داشته باشه که هم کیفیت هزینه رو مدیریت کنه هم کلیت کاهش هزینه را. نظام‌نامه مالی بر مبنای مدیریت ریسک است، به عبارتی، امان‌های ریسک رو شناسایی می‌کنند، حالا در بخش امان‌های ریسک، ریسک‌های دولتی، ریسک‌های مقررات، ریسک‌های قانون، ریسک‌های داخلی، ریسک‌های خارجی، همه اینها شناسایی می‌شه، دیگه اگر این اتفاق بیفته اون امان‌های مالی

که شما دارین می‌گین در بحث سرمایه در گردش هم نقش خودشون رو نشون می‌دن و به تبع اثرگذاری زیادی دارند».

اکثر مصاحبه‌شوندگان نقش مدیریت و ساختار هیئت‌مدیره را در بهبود مدیریت سرمایه در گردش خیلی مهم دانستند. همچنین به مواردی همچون پیش‌بینی بودجه و انجام کارهای تحلیلی نیز به‌وفور اشاره شد.

جدول ۷. راهکارهای بهبود مدیریت سرمایه در گردش

مقوله	تم	
مدیریت بلندمدت	مدیریت	۱
استفاده مدیریت از روش‌های مدیریتی نوین و مناسب شرکت		
تعاملات هیئت‌مدیره با سهام‌داران عمده	ساختار هیئت‌مدیره	۲
انتخاب هیئت‌مدیره بانفوذ و باکفایت		
انتخاب هیئت‌مدیره مسلط بر صنعت		
تعداد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره بیشتر باشد.		
	تشکیل کمیته ریسک	۳
	پیش‌بینی بودجه	۴
	تدوین نظام‌نامه مالی برای هر صنعت	۵
	انجام حسابرسی داخلی و عملیاتی	۶
	مشارکت صنعت با دانشگاه‌ها و مراکز علمی	۷
	انجام کارهای تحلیلی	۸

### پیامدهای مدیریت بهینه مدیریت سرمایه در گردش

بر اساس نظر مصاحبه‌شوندگان، اجرای صحیح روش‌های مدیریت سرمایه در گردش پیامدهای مطلوبی به دنبال دارد. این پیامدها بر اساس نظر مصاحبه‌شوندگان به پنج دسته طبقه‌بندی شدند که شامل بهبود وضعیت نقدینگی، افزایش سودآوری، افزایش سهم بازار، افزایش اعتبار شرکت و بقای شرکت می‌شود. هر یک از این پیامدها، خود دارای مفاهیم دیگری هستند که در ادامه بیان شده است. خلاصه پیامدهای اجرای بهینه مدیریت سرمایه در گردش در جدول ۸ مطرح شده است.

در ادامه نمونه‌ای از گفتارهای مصاحبه‌شوندگان ارائه شده است:

«مدیریت بهینه سرمایه در گردش بر بهبود موقعیت رقابتی شرکت اثرگذاره مخصوصاً در شرکتی مثل ما که شرایط رقابتی الان زیاد شده خیلی از شرکت‌ها به‌خاطر نداشتن نقدینگی ممکنه وارد مسائلی نشن یا مثلاً ممکنه نقدینگی‌شون پایین باشه، مجبور بشن سیاست‌های فروششون رو دستکاری کنن یا مثلاً از فعالیت دیگه مجبور بشن پرهیز کنن ولی شرکت ما چون نقدینگی‌ش خوبه مدیریت سرمایه در گردشش خوب بوده خب می‌تونه تو تصمیم‌ها و پروژه‌هایی هم وارد بشه و اون مجدداً اثرگذار بشه رو نقدینگی...».

تمام مصاحبه‌شوندگان، بهبود وضعیت نقدینگی و افزایش سودآوری را از مهم‌ترین پیامدهای مدیریت بهینه سرمایه در گردش می‌دانستند. اکثر مصاحبه‌شوندگان در بخش بهبود وضعیت نقدینگی، بر پرداخت به موقع بدهی‌ها و در بخش افزایش اعتبار شرکت بر افزایش قدرت چانه‌زنی شرکت تأکید فراوانی داشتند. تمامی مصاحبه‌شوندگان، به رابطه دوطرفه بین مدیریت بهینه سرمایه در گردش و سودآوری اعتقاد داشتند.

#### جدول ۸. پیامدهای مدیریت بهینه سرمایه در گردش

مقوله	تم	
پرداخت به موقع بدهی‌ها	بهبود وضعیت نقدینگی	۱
نداشتن مطالبات راكد		
كاهش جرائم ديركرد		
كاهش هزینه بهره		
افزایش سود و ارزش شرکت	افزایش سودآوری	۲
بهبود موقعیت رقابتی	افزایش سهم بازار	۳
تنوع محصول		
افزایش قدرت چانه‌زنی شرکت	افزایش اعتبار شرکت	۴
رضایت مشتری و تأمین‌کنندگان		
	بقای شرکت	۵

#### موانع و مشکلات اجرای مدیریت بهینه سرمایه در گردش

برای اجرای هر کار به‌طور معمول، موانع و مشکلاتی وجود دارد. در خصوص اجرای بهینه مدیریت سرمایه در گردش نیز مشکلات و موانعی وجود دارد. به اعتقاد مصاحبه‌شوندگان، در ایران بر سر راه اجرای بهینه روش‌های مدیریت سرمایه در گردش، مشکلات زیادی وجود دارد که در ۱۱ دسته طبقه‌بندی شده‌اند. این مشکلات شامل شرایط اقتصادی، شرایط سیاسی، شرایط بازار، نقش دولت، عوامل خاص شرکت، تأمین‌کنندگان، حوادث پیش‌بینی‌نشده، بازار جهانی، بازار سرمایه، مسئولیت اجتماعی و مشکلات فرهنگی هستند. خلاصه موانع و مشکلات اجرای مدیریت بهینه سرمایه در گردش، در جدول ۹ آمده است. در ادامه دو نمونه از نظرهای مصاحبه‌شوندگان ارائه شده است:

«بارها اتفاق افتاده که به‌صورت عملیاتی سرمایه در گردش را برنامه‌ریزی کردیم، ولی متأسفانه با توجه به شرایط اقتصادی، با توجه به شرایط کشور، مثلاً نرخ تورم بالا می‌رفت و تأمین‌کننده می‌گفت من مواد اولیه به قیمت قبل نمی‌دم و یا شرایط معامله را عوض می‌کرد و کلاً نقدی معامله می‌کند».

«یکی از مسائل و مشکلاتی که تو شرکت‌های صادراتی وجود داره انتقال ارز است، چون شرکت‌هایی که صادرات انجام می‌دن به دلیل تحریم، تو گرفتن وجوه مشکل دارند. بنابراین مجبور می‌شن وجوهشون رو تو خارج از ایران نگه دارن تا کم‌کم وارد ایران بشه. اینم باعث می‌شه که یه مطالباتی رو اینجا داشته باشن اتومات روی سرمایه در گردششون اثر می‌ذاره... و باعث می‌شه سرمایه در گردششون رو بالا ببره».

«یکی از مشکلاتی که خیلی تأثیرگذار هست، سیستم بانکی ماست. ما قوانین دست‌وپاگیر سیستم بانکی داریم و همچنین تغییرات شدید قوانین. ما بارها برنامه‌ریزی کردیم که وام بگیریم، وام بلندمدت و یه بخشش رو هر سال کوتاه‌مدت پرداخت کنیم. می‌ریم جلو و می‌بینیم این قوانین تغییر کرده و شما وام رو ندارید. یکی از عواملی که می‌تونه تو به اصطلاح مدیریت بهینه سرمایه در گردش، مشکلی ایجاد کنه و عامل بازدارنده باشه سیستم بانکی هست».

### جدول ۹. موانع و مشکلات اجرای مدیریت بهینه سرمایه در گردش

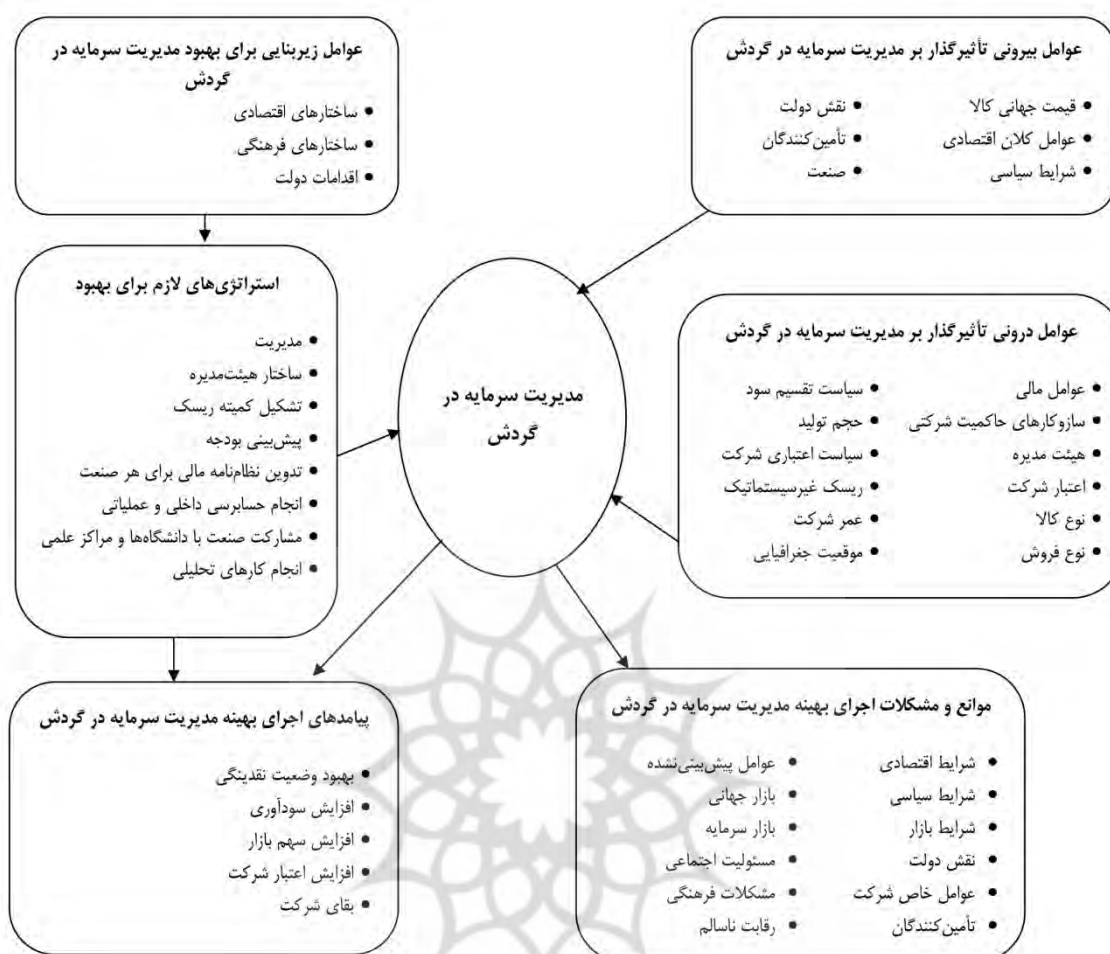
تم	مقوله	ریز مقوله
۱	شرایط اقتصادی	تورم
		نرخ ارز
۲	شرایط سیاسی	تغییر شرایط پرداخت وجه کالای وارداتی
		مشکلات ورود ارز ناشی از صادرات
		مشکلات انتقال ارز
۳	شرایط بازار	کمبود مواد اولیه
		انتخابات
		شرایط متلاطم بازار
۴	نقش دولت	محیط پیش‌بینی نشده
		متفاوت بودن ساختارها و نسبت‌های مالی
		تغییرات زیاد دستورالعمل مربوط به تسهیلات
		چندنرخی کردن ارز
		دستورالعمل‌های غیرکارشناسی در خصوص واردات و صادرات
		سازمان حمایت از مصرف‌کننده
		شورای رقابت
		سازمان‌ها و وزارتخانه‌های دولتی
		قوانین استانداردگذاری
		سیاست‌های دولت
پرداخت نکردن به موقع تعهدها به بخش خصوصی		
۵	عوامل خاص شرکت	دخالت در بخش خصوصی
		تعیین قیمت
		تعیین هیئت‌مدیره و مدیرعامل
		تفکر دولتی هیئت‌مدیره
۶	تأمین‌کنندگان	شخصیت مدیرعامل و مدیر مالی
		هیئت‌مدیره و مدیرعامل
		مدیریت کوتاه‌مدت
۷	حوادث پیش‌بینی نشده	دیدگاه سهام‌داران نهادی
		تغییر شرایط خرید اعتباری
		انحصاری بودن تأمین‌کننده مواد اولیه
۸	بازار جهانی	اعتصاب
		ورود رقبای جدید به بازار
۹	بازار سرمایه	حوادث غیرمترقبه
		تغییر ناگهانی قیمت‌ها
۱۰	مسئولیت اجتماعی	
۱۱	مشکلات فرهنگی	
۱۲	رقابت ناسالم	

بیشترین عواملی که مصاحبه‌شوندگان به آن اشاره داشتند، شرایط اقتصادی، شرایط سیاسی و نقش دولت است. به اعتقاد اکثر مصاحبه‌شوندگان، تورم و بالا رفتن نرخ ارز از مهم‌ترین عواملی هستند که بیشترین تأثیر را در نبود مدیریت بهینه سرمایه در گردش دارند. در تمامی شرکت‌هایی که درگیر واردات یا صادرات مواد و کالا بودند، عامل تحریم نیز یکی از مهم‌ترین موانع مدیریت بهینه سرمایه در گردش است. سیاست‌های دولت و بانک مرکزی در خصوص چندنرخ کردن ارز و دستورالعمل‌های غیرکارشناسی در خصوص واردات و صادرات نیز مواردی بودند که اکثر شرکت‌ها به آنها اشاره داشتند.

نمای کلی الگوی مدیریت سرمایه در گردش با توجه به نظرهای خبرگان در شرکت‌های موجود در ۱۰ صنعت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در شکل ۱ نشان داده شده است.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

پژوهش حاضر با هدف تدوین الگوی مدیریت سرمایه در گردش، این موضوع را در چهار بعد، با استفاده از روش تحلیل محتوای کیفی جهت‌دار، بررسی کرد. ابعاد بررسی‌شده شامل عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش، پیامدهای اجرای بهینه مدیریت سرمایه در گردش، عوامل زیربنایی و استراتژی‌های لازم برای اجرای بهینه مدیریت سرمایه در گردش و موانع و مشکلات اجرای بهینه مدیریت سرمایه در گردش هستند. بر اساس یافته‌های حاصل از تحلیل محتوای کیفی گفتارهای مصاحبه‌شوندگان، عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش به دو دسته کلی عوامل بیرونی و عوامل درونی تقسیم شدند. عوامل بیرونی تأثیرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش، در شش گروه طبقه‌بندی شدند که عبارت‌اند از: ۱. قیمت جهانی کالا شامل قیمت جهانی نفت و بورس لندن، ۲. عوامل کلان اقتصادی شامل تولید ناخالص داخلی، نرخ بهره، نرخ ارز و نرخ تورم، ۳. شرایط سیاسی شامل روابط بین‌الملل و انتخابات، ۴. نقش دولت شامل بانک مرکزی، سیاست‌های مالی دولت و سازمان‌ها و وزارتخانه‌های دولتی، ۵. تأمین‌کنندگان شامل تغییر شرایط خرید و ۶. صنعت شامل عملیات فصلی صنعت، تکنولوژی، ماهیت فعالیت شرکت و ویژگی‌های خاص صنعت. برخی از مصاحبه‌شوندگان نیز به تأثیر عوامل درونی شرکت بر مدیریت سرمایه در گردش تأکید داشتند. این عوامل به ۱۲ دسته طبقه‌بندی شدند که عبارت‌اند از: ۱. عوامل مالی شامل جریان نقد عملیاتی، چرخه عملیات، سود، فروش، نرخ رشد فروش، نسبت جاری، مخارج سرمایه‌ای، اندازه شرکت، اهرم مالی و حاشیه سود، ۲. سازوکارهای حاکمیت شرکتی شامل سهام‌داران نهادی، نفوذ و مالکیت دولت، استقلال هیئت‌مدیره و تفکیک پست رئیس هیئت‌مدیره از مدیرعامل، ۳. هیئت‌مدیره شامل طرز تفکر هیئت‌مدیره، نفوذ و اعتبار اعضای هیئت‌مدیره، تسلط اعضای هیئت‌مدیره به مسائل مالی، خلاقیت هیئت‌مدیره، تسلط اعضای هیئت‌مدیره بر صنعت و شرایط بازار و تجربه مدیریت، ۴. اعتبار شرکت شامل خوش‌نامی شرکت، اعتبار نزد بانک‌ها، اعتبار نزد مشتری و قدرت چانه‌زنی شرکت، ۵. نوع کالا شامل کالای صادراتی، کالای برند، کالای لوکس، کالای استراتژیک و کالای با ماندگاری کم، ۶. نوع فروش شامل امانی، صادراتی یا سفارشی، ۷. سیاست تقسیم سود، ۸. حجم تولید، ۹. سیاست اعتباری شرکت، ۱۰. ریسک غیرسیستماتیک، ۱۱. عمر شرکت و ۱۲. موقعیت جغرافیایی.



شکل ۱. الگوی مدیریت سرمایه در گردش در ۱۰ صنعت فعال بورس اوراق بهادار تهران

بر اساس تحلیل گفتارها، اکثر خبرگان اتفاق نظر داشتند که در سال‌های اخیر، عوامل بیرونی از جمله عوامل اقتصادی و سیاسی، در مقایسه با عوامل درونی شرکت، بیشترین تأثیر را بر مدیریت سرمایه در گردش دارند. نتایج حاصل از تأثیر عوامل بیرونی شرکت بر مدیریت سرمایه در گردش با نتایج پژوهش‌های محمد و الیاس (۲۰۱۳)، اناتولپو و کجولا (۲۰۱۵)، اعظمی و جیحون تبار (۲۰۱۶)، فاطمه‌الزهررا و کاسومستوتی (۲۰۱۶)، اسیفوه (۲۰۱۶)، البدری (۲۰۱۸)، خدابخشی و سلیمانی (۲۰۱۸) و واعظ، قلمبر و شاکری (۱۳۹۲) مطابقت دارند.

اکثر پژوهش‌های انجام‌شده در خصوص عوامل درونی، فقط به بررسی تأثیرات عوامل مالی و سازوکارهای حاکمیت شرکتی، محدود می‌شوند که یافته‌های پژوهش با نتایج حاصل از پژوهش‌های چنگ و چپو (۲۰۰۶)، نظیر و افزا (۲۰۰۹)، کابلرو، گارسیا و مارتینز (۲۰۰۹)، زاریاواتی، انور، توفیک و عبدالرحیم<sup>۱</sup> (۲۰۰۹)، گیل (۲۰۱۱)، وازوزمن و ارومگام (۲۰۱۳)، ناصر، نسیبه و الهادی<sup>۲</sup> (۲۰۱۳)، آرون کومار و رادهرمان (۲۰۱۳)، محمد و الیاس (۲۰۱۳)، اناتولپو و کجولا (۲۰۱۵)، اتسای و همکاران (۲۰۱۵)، فاطمه‌الزهررا و کاسومستوتی (۲۰۱۶)، اسیفوه (۲۰۱۶)، علی و شاه (۲۰۱۷)، البدری (۲۰۱۸)،

1. Zariyawati, Annuar, Taufiq & Abdul Rahim

2. Naser, Nuseibeh & Al-hadeya

خدابخشی و سلیمانی (۲۰۱۸)، واعظ و همکاران (۱۳۹۲)، انواری رستمی و همکاران (۱۳۹۳) و دستگیر و هنرمند (۱۳۹۳) مطابقت دارد. در هیچ یک از پژوهش‌های قبلی انجام‌شده خارجی و داخلی در خصوص عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش، به‌غیر از پژوهش خدابخشی و سلیمانی (۲۰۱۸)، متغیر تغییر نرخ ارز آزمون نشده بود، در صورتی که بر اساس نظر خبرگان، یکی از موثرترین عوامل تأثیرگذار محسوب می‌شود.

در زمینه ایجاد بستر مناسب برای بهبود مدیریت سرمایه در گردش، یافته‌ها نشان می‌دهند که باید در ساختارهای اقتصادی و فرهنگی و همچنین اقدامات دولت، تغییراتی انجام شود. مواردی که اکثر مصاحبه‌شوندگان بارها تکرار کردند شامل تدوین برنامه‌های اقتصادی بلندمدت، ایجاد اتاق فکر برای هر صنعت، خوش‌قول بودن در تجارت، دخالت نکردن دولت در قیمت‌گذاری کالای بخش خصوصی و نبود تغییرات زیاد در قوانین و بخش‌نامه‌های دولتی است.

بر اساس گفته‌های مصاحبه‌شوندگان هشت دسته عوامل در سطح صنعت و شرکت وجود دارند که باعث بهبود روش‌های مدیریت سرمایه در گردش می‌شوند که شامل مدیریت (از قبیل مدیریت بلندمدت، استفاده مدیریت از روش‌های مدیریتی نوین و مناسب شرکت)، ساختار هیئت‌مدیره (از قبیل تعاملات هیئت‌مدیره با سهام‌داران عمده، انتخاب هیئت‌مدیره بانفوذ و باکفایت، انتخاب هیئت‌مدیره مسلط بر صنعت و تعداد بیشتر اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره)، تشکیل کمیته ریسک، پیش‌بینی بودجه، تدوین نظام‌نامه مالی برای هر صنعت، انجام حسابرسی داخلی و حسابرسی عملیاتی، مشارکت صنعت با دانشگاه‌ها و مراکز علمی و در نهایت، انجام کارهای تحلیلی است.

بر اساس نظر مصاحبه‌شوندگان، اجرای صحیح روش‌های مدیریت سرمایه در گردش پیامدهای مطلوبی به‌دنبال دارد و به پنج دسته طبقه‌بندی شد که شامل بهبود وضعیت نقدینگی (شامل پرداخت به‌موقع بدهی‌ها، نداشتن مطالبات راكد، کاهش جرائم دیرکرد و کاهش هزینه بهره)، افزایش سودآوری (افزایش ارزش شرکت)، افزایش سهم بازار (از قبیل بهبود موقعیت رقابتی شرکت و تنوع محصول)، افزایش اعتبار شرکت (شامل افزایش قدرت چانه‌زنی شرکت و رضایت مشتری و تأمین‌کنندگان) و بقای شرکت می‌شود. در خصوص تأثیرات و پیامدهای مدیریت سرمایه در گردش، اکثر پژوهش‌ها در زمینه تأثیر آن بر سودآوری یا عملکرد شرکت هستند که یافته‌های حاصل از تحلیل گفتارهای مصاحبه‌شوندگان با پژوهش‌هایی از جمله پژوهش گیل، بیگر و مادور (۲۰۱۰)، هایلو و ونکتسوارلو (۲۰۱۶)، تم تایم (۲۰۱۶)، ان جی و همکاران (۲۰۱۷)، خدابخشی و سلیمانی (۲۰۱۸)، رازید و همکاران (۲۰۱۸)، ناستیتی و همکاران (۲۰۱۹)، ماباندلا و مکنی (۲۰۱۹)، الماوشکی و همکاران (۲۰۱۹)، بهار مقدم و همکاران (۱۳۹۰)، اسکندرنازاد و همکاران (۱۳۹۹) و دولو و همکاران (۱۳۹۶) مطابقت دارد. در ارتباط با وجود رابطه دوطرفه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌ها، نتایج حاصل از تحلیل گفتارهای مصاحبه‌شوندگان، با پژوهش‌های خدابخشی و سلیمانی (۲۰۱۸) و رازید و همکاران (۲۰۱۸) مطابقت دارد.

به اعتقاد مصاحبه‌شوندگان، مشکلات زیادی سر راه تدوین بهینه روش‌های مدیریت سرمایه در گردش و اجرای آن وجود دارد که در ۱۱ دسته طبقه‌بندی شده‌اند. این مشکلات شامل شرایط اقتصادی (تورم و نرخ ارز)، شرایط سیاسی (تغییرات زیاد در روابط بین‌الملل از جمله تحریم از سوی بسیار کشورها و همچنین دوران انتخابات ریاست جمهوری و



مجلس)، شرایط بازار (شرایط متلاطم بازار، محیط پیش‌بینی‌نشده و متفاوت بودن ساختارها و نسبت‌های مالی)، نقش دولت (شامل بانک مرکزی، سازمان‌ها و وزارتخانه‌های دولتی، قوانین استانداردگذاری، سیاست‌های دولت، پرداخت نشدن به‌موقع تعهدها به بخش خصوصی و دخالت در بخش خصوصی)، عوامل خاص شرکت (شامل خصوصیات هیئت‌مدیره و مدیرعامل، مدیریت کوتاه‌مدت و همچنین دیدگاه سهام‌داران نهادی)، تأمین‌کنندگان (تغییر شرایط خرید اعتباری و انحصاری بودن تأمین‌کننده مواد اولیه)، حوادث پیش‌بینی‌نشده (شامل اعتصاب کارگران یا اعتصاب کامیون دارها، ورود رقبای جدید به بازار و برخی حوادث غیرمترقبه)، بازار جهانی، بازار سرمایه، مسئولیت اجتماعی و مشکلات فرهنگی است. با توجه به یافته‌های پژوهش، می‌توان پیشنهادهای کاربردی زیادی، در سطح کلان و در سطح شرکت‌ها، برای بهبود وضعیت مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها ارائه کرد که به برخی از آنها اشاره می‌شود. پیشنهادها در سطح کلان شامل تدوین برنامه‌های بلندمدت اقتصادی با توجه به شرایط سیاسی و اقتصادی کشور، ایجاد اتاق فکر برای هر صنعت برای بررسی اقدامات و تصمیم‌های دولت و نتایج حاصل از آنها بر صنایع و شرکت‌ها، دولت در راستای حمایت از تولید، بدهی‌های خود به شرکت‌ها را به‌موقع پرداخت کند، دولت نقش کمتری در خصوص دخالت در قیمت‌گذاری کالاهای بخش خصوصی داشته باشد یا تا حد امکان در خصوص قیمت‌گذاری این کالاهای، منافع شرکت‌های بورسی را نیز مد نظر قرار دهد. پیشنهادها در سطح شرکت‌ها: برای بهبود وضعیت نقدینگی و جلوگیری از پریشانی مالی در شرکت‌ها، دولت و سازمان‌های وابسته به دولت، در خصوص قوانین و مقررات، برنامه مدونی داشته باشند و تغییرات زیاد و ناگهانی در قوانین نداشته باشند، در سطح صنایع یا به‌طور خاص‌تر در سطح شرکت‌ها، نظام‌نامه مالی تدوین شود تا معیار استاندارد برای تصمیم‌های مدیران وجود داشته باشد، مدیران و اعضای هیئت‌مدیره شرکت‌ها در استای بهبود مدیریت سرمایه در گردش شرکت خود به بررسی شرایط و عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش توجه کرده و تأثیر هر یک از این عوامل را در بهبود وضعیت تصمیم‌گیری خود مد نظر قرار دهند، مدیران و اعضای هیئت‌مدیره شرکت‌ها از بین افرادی انتخاب شوند که تخصص مالی داشته و توانایی پیش‌بینی وضعیت مالی شرکت را در پی تصمیم‌های خود داشته باشند، شرکت‌ها برای پیش‌بینی وضعیت‌های خاص و جلوگیری از پریشانی مالی، کمیته ریسک تشکیل داده و نتایج آن را در مدیریت سرمایه در گردش مد نظر قرار دهند، برای بهبود مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌ها از حسابرسی داخلی و حسابرسی عملیاتی استفاده شود، یکی از کارهای تخصصی که می‌تواند به تدوین و اجرای صحیح مدیریت سرمایه در گردش منجر شود، انجام کارهای تحلیلی و کارشناسی در زمینه صنعت و فعالیت شرکت است که توصیه می‌شود مدیران از آن غافل نشوند.

## منابع

اسکندر نژاد، سمیه؛ برادران حسن زاده، رسول؛ طاهری، حسن (۱۳۹۹). تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر قابلیت سودآوری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در چرخه‌های تجاری مبتنی بر شکاف تولید. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۸(۲)، ۳۱-۴۸.

- انواری رستمی، علی اصغر؛ سجاد پور، رحمان؛ ییلویی، مالک (۱۳۹۳). بررسی عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۶(۱)، ۱۵-۲۶.
- ایمان، محمدتقی؛ نوشادی، محمدرضا (۱۳۹۰). تحلیل محتوای کیفی. *پژوهش*، ۳(۲)، ۱۵-۴۴.
- بهار مقدم، مهدی؛ یزدی، زینب؛ یزدی، سمیه (۱۳۹۰). بررسی اثرات مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری مدیریت*، ۴(۳)، ۶۳-۷۵.
- حسن پور، احمد؛ منصور، ابراهیم؛ عثمانی، محمد (۱۳۹۵). عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه موردی: صنعت سیمان). *مجموعه مقالات سومین همایش ملی و سومین همایش بین‌المللی مدیریت و حسابداری ایران*.
- دستگیر، محسن؛ هنرمند، مهسا (۱۳۹۳). بررسی تأثیر سا و کارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش. *حسابداری مدیریت*، ۷(۳)، ۶۹-۸۸.
- دولو، مریم؛ بسطامی، فاطمه؛ طهرانی، محمد حسین (۱۳۹۶). مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در ادوار تجاری. *پژوهش‌های اقتصاد پولی، مالی*، ۲۴(۱۴)، ۱۸۱-۲۰۴.
- راعی، رضا؛ فیاض حیدری، کاظم؛ باسختا، حامد؛ موقری، هادی (۱۳۹۸). شناسایی عوامل مؤثر بر وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران: تکنیک انتخاب متغیر استوار. *تحقیقات مالی*، ۲۱(۱)، ۱-۱۸.
- رضازاده، جواد؛ حیدریان، جعفر (۱۳۸۹). تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های ایرانی. *تحقیقات حسابداری*، ۲(۷)، ۲۰-۳۳.
- رهنمای رودپشتی، فریدون (۱۳۸۷). بررسی تبیین استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش و پژوهش حسابداری*، ۴(۱۳)، ۶-۷۰.
- علیپور، حمیدرضا؛ نامی، ماندانا (۱۳۹۶). عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش، مورد مطالعه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران. *مجموعه مقالات نهمین کنفرانس بین‌المللی اقتصاد و مدیریت*.
- مرادی، محمدعلی؛ نجار، مصطفی؛ ایزدپور، مصطفی (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و معیارهای عملکرد مبتنی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۳(۲)، ۹۷-۱۱۴.
- واعظ، سیدعلی؛ قلمبر، محمدحسین؛ شاکری، فاطمه (۱۳۹۲). عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری مالی*، ۵(۲)، ۴۶-۶۸.
- یوسف زاده، نسرين؛ اعظمی، زینب (۱۳۹۴). بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت در چرخه‌های مختلف تجاری. *دانش حسابداری*، ۶(۲۳)، ۱۴۷-۱۷۱.

## References

- Abuzayed, B. (2012). Working capital management and firm's performance in emerging markets: The case of Jordan. *International Journal of Managerial Finance*, 8(2), 155-179.
- Afrifa, G. A. & Tingbani, I. (2018). Working capital management, cash flow and SME's performance. *International Journal Banking, Accounting, and Finance*, 9(1), 19-43.
- Ali, B. & Shah, S. (2017). The impact of corporate governance on working capital management efficiency: A quantitative study based on Pakistani manufacturing firms. *City University Research Journal*, 7(2), 272-284.
- Alipour, H., Nami, M. (2017). The Effective Factors on Working Capital Management in Tehran Stock Exchange. *Proceedings of the Ninth International Conference on Economics and Management. (in Persian)*
- Al-Mawsheki, R.M., Ahmad, N.B. & Nordin, N.B. (2019). The Effects of Efficient Working Capital Management and Working Capital Policies on Firm Performance: Evidence from Malaysian Manufacturing Firms. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 1(3), 59-69.
- Anvari Rostami, A. A., Sajjadpour, R. & Yablluei, M. (2014). The Effective Factors on Working Capital Management in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Research*, 6(1), 15-26. (in Persian)
- Arun Kumar, O. N. & Radharamanan, T. (2013). Factors affecting working capital management of indian manufacturing firms. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 5(4), 367-378.
- Atseye, F.A., Ugwu, J.K. & Takon S.M. (2015). Determinants of Working Capital Management, Theoretical Review. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 3(2), 1-11.
- Awan, A. Gh., Shahid P., Hassan J. & Ahmad W. (2014). Impact of Working Capital Management on Profitability Of Cement Sector In Pakistan. *International Journal of Business and Management Review*, 2(4), 1-20.
- Azami, Z. & Jeyhoon Tabar F. (2016). Investigating the Factors Affecting Working Capital of Companies Using the Generalized Method of Moments. *Bulletin de la Société Royale des Sciences de Liège*, 85, 1402 - 1415.
- Bahar Moghadam, M., Yazdi, Z. & Yazdi, S. (2011). The Impact of Working Capital Management on the Profitability in Tehran Stock Exchange, *Management Accounting journal*, 4 (3), 63-75. (in Persian)
- Bandara, R. (2015). Impact of working capital management policy on market value addition. *Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing and Business Ethics (GJCRA) An Online International Research Journal*, 1(1), 344-373.
- Caballero, B.S., Garcia-Teruel, P.J. & Martinez-Solano, P. (2009). How do market imperfections affect working capital management? *Accounting and Finance*, 50(3), 511-527.

- Chiou , J. R. Cheng , L. (2006). The Determinants of Working Capital Management. *The Journal of American Academy of Business, Cambridge*, 10(1), 149-155.
- Dalayeen, B. (2017). Working Capital Management and Profitability of Real Estate Industry in Jordan: An Empirical Study. *Journal of Applied Finance & Banking*, 7(2), 49-57.
- Dastgir, M. & Honarmand, M. (2014). The impact of corporate governance mechanisms on the efficiency of working capital management. *Management Accounting*, 7(3), 69-88. (in Persian)
- Davallou, M., Bastami, F. & Tehrani, M. H. (2017). Working capital management and profitability in business cycles. *Monetary and Financial Economics Research*, 24(14), 181-204. (in Persian)
- Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firm? *Journal of Business, Finance and Accounting*, 30(3&4), 573- 587.
- Elbadry, A. (2018). The Determinants of Working Capital Management in the Egyptian SMEs. *Accounting and Finance Research*, 7(2), 155-165.
- Fatimatuzzahra, M. & Kusumastuti, R. (2016). The Determinant of Working Capital Management of Manufacturing Companies. *MIMBAR*, 32(2), 276-281.
- Gill, A. (2011). Factors That Influence Working Capital Requirement in Canada. *Economics and Finance Review*, 1 (3), 30-40.
- Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2010). The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States. *Business and Economics Journal*, 2010, 1-9.
- Hailu, A.Y. & Venkateswarlu P. (2016). Effect of working capital management on firms profitability evidence from manufacturing companies in eastern, Ethiopia. *International Journal of Applied Research*, 2(1), 643-647.
- Hasanpor, A., Mohammad Zadeh, M. & Mansoori, E. (2017). The Effective Factors on Working Capital Management of Accepted Companies in Tehran Stock Market (Case Study: Cement Industry), *Palma Journal*, 16(3), 135-143.
- Hasanpour, A., Mansoori, E. & Osmani, M. (2016). The Effective Factors on Working Capital Management in Tehran Stock Exchange: Case study of the cement industry. *Proceedings of the Third National and International Conference of Management and Accounting Iran*. (in Persian)
- Iman, M. & Nowshadi, M. (2011). Qualitative Content Analysis. *Research*, 3(2), 15-44. (in Persian)
- Iskandarnejad, S., Baradaran Hassanzadeh, R., Taheri, H. (2020). The impact of working capital management on Listed companies profitability in business cycles based on the output gap. *Asset Management and Financing*, 8(2), 31-48. (in Persian)

- Kamau, S. M. & Basweti, K. A. (2013). The relationship between corporate governance and working capital management efficiency of firms listed at the Nairobi securities exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(19), 190-199.
- Kengatharan, L. & Sanoli Tissera, W. S. (2019). Do Corporate Governance Practices Influence Working Capital Management Efficiency? Evidence from Listed Manufacturing Companies in Sri Lanka. *Research in World Economy*, 10(3), 205-216.
- Khodabakhshi, N. & Soleimani Amiri, Gh. (2018). Explaining Factors and Consequences of Working Capital Management Using Content Analysis Approach. *Iranian Journal of Finance*, 2(2), 29-58.
- Koralun-Bereźnicka, J. (2014). On the relative importance of corporate working capital determinants: findings from the EU Countries. *Contemporary Economics*, 8 (4), 415-434.
- Mabandla, N. Z. & Makoni, P. L. (2019). Working Capital Management and Financial Performance: Evidence from Listed Food and Beverage Companies in South Africa. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(2), 1-10.
- Misbah, S., Anjum, M.J., Aqdas, M.I, Khan, N., Abdur, M. & Khan, R. (2015). The relationship between working capital management and profitability: evidence from listed companies in Kuala Lumpur Stock Exchange (KSE) Malaysia. *International Journal of Information Processing and Management*, 6 (1), 104-113.
- Mohamad, N. E. A. & Elias, S. B. (2013). An Assesment on Determinant of Working Capital Management from Malaysian Public Listed Companies. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance, and Management Science*, 3(4), 224-228.
- Moradi, M. A., Najjar, M., Ezadpour, M. (2015). Investigating the Relationship between Working Capital Management and Performance Criteria Based on the Value in Tehran Stock Exchange. *Asset Management and Financing*, 3(2), 97-114. (in Persian)
- Naser, K., Nuseibeh, R. & Al-hadeya, A. (2013). Factors Influencing Corporate Working Capital Management: Evidence From An Emerging Economy. *Journal of Contemporary Issues in Business Research*, 2(1), 11-30.
- Nastiti, P.K.Y., Atahau, A.D.R. & Supramono, S. (2019). Working Capital Management and Its Influence on Profitability and Sustainable Growth, *Business: Theory and Practice*, 20, 61-68.
- Nazir, M. S. & Afza, T. (2009). Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firms' Profitability. *The IUP Journal of Applied Finance*, 15(8), 19-30.
- Ng, S.H., Ye, Ch., Ong, T.S. & Teh, B.H. (2017). The Impact of Working Capital Management on Firm's Profitability: Evidence from Malaysian Listed Manufacturing Firms. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(3), 662-670.
- Olayinka, O.A. (2012). Determinants of Working Capital Requirements in Selected Quoted Companies in Nigeria. *Journal of African Business*, 13(1), 40-50.

- Onaolapo, A.A. & Kajola, S.O. (2015). What are the Determinants of Working Capital Requirements of Nigerian Firms? *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(6), 118-128.
- Oseifuah, E. (2016). Determinants of Working Capital Requirements: Evidence from Selected Non-financial Firms Listed on the Johannesburg Securities Exchange. *Journal of Accounting and Management*, 6(1), 35-45.
- Raei, R., Fayyaz Heidari, K., Basakha, H., Movaghari, H. (2019). Identification of the Factors Affecting Stored Corporate Cash in Tehran Stock Exchange: Robust Variable Selection Technique. *Financial Research Journal*, 21(1), 1-18. (in Persian)
- Raheman, A. & Nasr, M. (2007). Working capital management and profitability-case of Pakistani firms. *International Review of Business Research Papers*, 3 (1), 279-300.
- Raheman, A., Afza, T., Qayyum, A. & Bodla, M. A. (2010). Working capital management and corporate performance of manufacturing sector in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 47(1), 156-169.
- Rahnamarodposhti, F. (2008). Investigation Working Capital Management Strategies in Tehran Stock Exchange. *Accounting Knowledge and Research*, 4 (13), 6-70. (in Persian)
- Rasyid, R., Lukman, S., Husni, T. & Adrimas (2018). The Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firm's Value: A Mediating Effect of Company's Profitability. *Journal of Business and Management Sciences*, 6(1), 16-21.
- Rezazadeh, J. & Heydarian, J. (2010). The effect of working capital management on the profitability of Iranian companies. *Accounting Research*, 2(7), 20-33. (in Persian)
- Russo, F.T.B. (2013). *The Working Capital Management: The Determinants and the Effect on Profitability*. Project submitted as partial requirement for the conferral of Master in Finance. ISCTE Business School.
- Samson, A. A., Mary, J., Yemisi, B. F. & Erekpitan, I. O. (2012). The impact of working capital management on the profitability of small & medium scale enterprises in Nigeria. *Research Journal of Business Management*, 6(2), 61-69.
- Sathyamoorthi, C. R., Mbekomize, C. J., Mapharing, M. & Selinkie, P. (2018). The impact of corporate governance on working capital management efficiency: evidence from the listed companies in the consumer service sector in Botswana. *International Journal of Economics and Finance*, 10(2), 135-149.
- Smith, K. (1973). *Profitability versus Liquidity Tradeoffs in Working Capital Management, in Readings on the Management of Working Capital*. Ed. K. V. Smith, St. Paul, West Publishing Company, 549-562.
- Temtime, Z.T. (2016). *Relationship between Working Capital Management, Policies, and Profitability of Small Manufacturing Firms*. Walden Dissertations and Doctoral Studies, Walden University. Available in: **Error! Hyperlink reference not valid.**

- Tran, H., Abbott. M. & Jin-Yap, C. (2017). How does working capital management affect the profitability of Vietnamese small and medium-sized enterprises? *Introduction Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24(1), 2-11.
- Vaez, S. A., Ghalambor, M. H., Shakeri, F. (2013). The Effective Factors on Working Capital Management in Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting*, 5(2), 46-68. (in Persian)
- Wambia, W. O. & Jagongo, A. (2020). The effects of working capital management practices on the financial performance of insurance companies in Kenya. *International Academic Journal of Economics and Finance*, 3(5), 103-120.
- Wasiuzzaman, S. & Arumugam, V.C. (2013). Determinants of Working Capital Investment: A Study of Malaysian Public Listed Firms. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 7 (2), 49- 70.
- Yousefzadeh, N. & Azami, Z. (2015). The effects of working capital management on the company's profitability in different business cycles. *Accounting Knowledge*, 6(23), 147-171. (in Persian)
- Zariyawati, M. A., Annuar, M. N., Taufiq, H. & Abdul Rahim, A. S. (2009). Working capital management and corporate performance: Case of Malaysia. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 5(11), 47-54.

