

# بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی بنگاه‌های اقتصادی

سعید فتحی

(عضو هیأت علمی گروه مدیریت دانشگاه اصفهان)

fathiresearch@yahoo.com

سید یاسین توکلی

(دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی (مالی) دانشگاه اصفهان)

Yasin.tavakoli@yahoo.com

— توصیفی است که به مرور ادبیات موجود در این زمینه می پردازد.

مدیریت سرمایه در گردش / سودآوری / نقدینگی / عملکرد

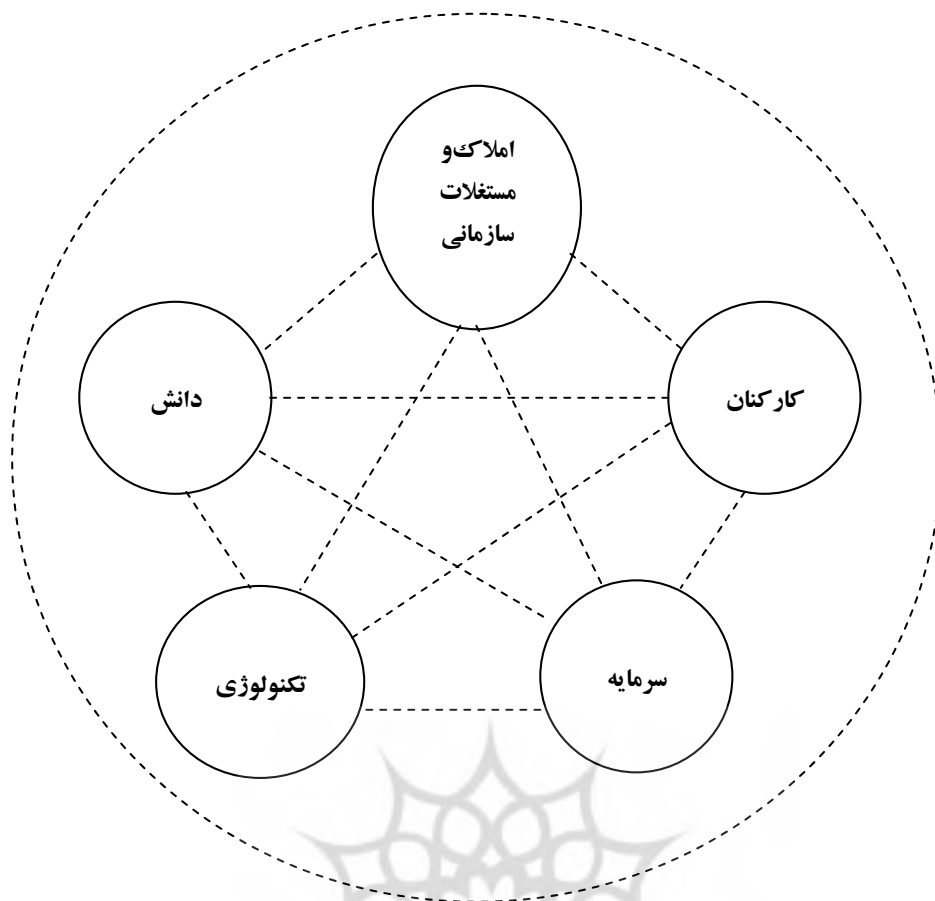
مالی

## مقدمه

شالوده مباحث مدیریت مالی را سرمایه تشکیل می‌دهد و می‌توان ادعا کرد که همه فعالیت‌های تجاری نیازمند سرمایه‌اند، سرمایه عبارت است از تمام منابع مالی که مورد مصرف شرکت قرار می‌گیرد و در این راستا مدیریت مالی چارچوب روابط بین سرمایه و شرکت را مشخص می‌کند [۱]. شکل (۱) نیز بیانگر جایگاه سرمایه در فرآیند سازمانی می‌باشد و یکی از پنج منبع حیاتی برای بقا و رشد سازمان به حساب می‌آید.

## چکیده

در اقتصاد پرچالش کنونی با فشارهای فزاینده محیطی و منابع خارجی محدود، دارایی‌ها و بدهی‌های جاری یعنی سرمایه در گردش بنگاه‌های اقتصادی از اهمیت زیادی برخوردار است و مدیریت بهینه سرمایه در گردش بنگاه‌ها می‌تواند به عنوان یک مزیت رقابتی برای آنها محسوب شود. از این رو محور اصلی این مقاله، شناسایی عوامل مؤثر بر سرمایه در گردش بنگاه‌های اقتصادی و تاثیر مدیریت سرمایه در گردش که شامل تعامل با تامین‌کنندگان و خریداران کالاهای شرکت در زنجیره تامین می‌شود، بر روی سودآوری و نقدینگی به عنوان دو فاکتور مهم عملکرد مالی است. لازم به ذکر است این مقاله تحلیلی



شکل ۱- پنج منبع سازمانی [۲]

می دهند و منابعی که با سر رسید کمتر از یک سال به کار برده می شود، قسمت عمده ارقام ترانزنامه شرکت را تشکیل می دهد [۶] و در این فضای اقتصاد چالشی که سازمان های بین المللی راه های جدیدی را برای رشد و بهبود عملکرد مالی و کاهش ریسک جستجو می کنند، سرمایه در گردش به عنوان منبعی مهم برای بهبود عملکرد مالی به شمار می آید [۷].

با این اوصاف مدیریت سرمایه در گردش فعال یک نیاز اساسی توانایی سازمان برای سازگاری در یک اقتصاد پرچالش است و هدف آن برقراری یک تعادل حساس بین حفظ نقدینگی برای پشتیبانی از عملیات روزانه و حداکثر سازی فرصت های سرمایه گذاری کوتاه مدت می باشد [۸]. فیلیک و همکاران [۹] نیز با اشاره به کاهش در قیمت سهام شرکت آمازون دات کام [۱۰] در اواسط سال ۲۰۰۰، مدیریت سرمایه در گردش کارا را کلیدی برای رسیدن به جریان نقدی سالم می دانند و بر این عقیده اند شرکت هایی که دارای استراتژی های مدیریت سرمایه در گردش ضعیف هستند به مرور زمان مزایای رقابتی و انعطاف پذیری خود را از دست می دهند [۱۱].

با توجه به جایگاه و اهمیت سرمایه در فرایندهای سازمانی، مدیریت آن از اهمیت خاصی برخوردار می باشد. در این میان سرمایه در گردش [۳] به طور کلی در همه سازمان ها و بخصوص در سازمان های با اندازه های کوچکتر، بخش عظیمی از سرمایه سازمان را به خود اختصاص می دهد، و مدیریت آن بر اساس مکانیزم های مدیریت عناصر زنجیره تامین [۴] نیز از اهمیت به سزایی برخوردار است. سرمایه در گردش یک شرکت مجموعه مبالغی است که در دارایی های جاری سرمایه گذاری می شود و مدیریت سرمایه در گردش [۵] نیز عبارت است از تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش به نحوی که ثروت سهامداران افزایش یابد [۱].

با وجود اهمیت زیاد سرمایه در گردش برای سازمان ها، ادبیات سازمانی به طور سنتی بر روی مطالعه تصمیمات مالی بلند مدت متمرکز است و پژوهشگران نیز بیشتر به مطالعه در زمینه تجزیه و تحلیل سرمایه گذاری، ساختار سرمایه، تقسیم سود، ارزشیابی سازمان و موارد مشابه پرداخته اند. اما باید توجه داشت سرمایه گذاری که شرکتها بر روی دارایی های کوتاه مدت انجام

## ۱. مبانی نظری

### ۱-۱. تعریف مفاهیم اساسی

**مدیریت سرمایه در گردش:** امور مالی شرکت می‌تواند به سه بخش اصلی بودجه بندی سرمایه، ساختار سرمایه و مدیریت سرمایه در گردش طبقه بندی شود. مدیریت سرمایه‌های بلندمدت به بودجه بندی سرمایه و ساختار سرمایه مربوط می‌شود در حالیکه مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌های جاری در حوزه مدیریت سرمایه در گردش می‌باشد [۱۴].

قبلاً اشاره شد که سرمایه در گردش یک شرکت مجموعه‌ی مالی است که در دارایی‌های جاری سرمایه‌گذاری می‌شود. طبق نظر اسکیلینگ [۱۵] نیز عموماً واژه سرمایه در گردش به سرمایه‌گذاری سازمان در دارایی‌های جاری، بدهی‌های جاری، وجوه نقد، اوراق بهادار کوتاه مدت، حسابهای دریافتی و موجودی کالا مربوط می‌شود و مدیریت سرمایه در گردش نیز عبارت است از تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش به نحوی که ثروت سهامداران افزایش یابد.

**سیاست‌های سرمایه در گردش:** سیاست‌های سرمایه در گردش شامل برخی اصول و برنامه‌هایی است که شامل اقداماتی در خصوص دارایی‌ها و بدهی‌های جاری می‌شود. بسیاری از نویسندگان و محققین به سه نوع سیاست سرمایه در گردش اشاره کرده‌اند: جسورانه (تهاجمی)، متعادل و محافظه کارانه. تفاوت اساسی این سیاست‌ها در میزان سرمایه در گردش خالص است که برابر با تفاضل دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری است [۱۳].

استراتژی محافظه کارانه در مدیریت سرمایه در گردش باعث خواهد شد که قدرت نقدینگی بیش از حد بالا رود. در اجرای این سیاست سعی می‌شود ریسک ناشی از ناتوانی بازپرداخت بدهی‌های سر رسید شده به پایین‌ترین حد خود برسد. مدیر در این نوع راهبرد می‌کوشد تا مقدار دارایی‌های جاری را در سطح بالایی نگه دارد. در مقابل مدیر سرمایه در گردش با راهبرد جسورانه می‌کوشد با داشتن کمترین میزان دارایی جاری از بدهی‌های جاری بیشترین استفاده را ببرد. در اجرای این راهبرد ریسک نقدینگی بسیار بالا خواهد بود. از سوی دیگر چون حجم دارایی‌های جاری به پایین‌ترین حد خود می‌رسد، نرخ بازده سرمایه‌گذاری بسیار بالا خواهد بود [۱].

اسمیت [۱۲] معتقد است مدیریت سرمایه در گردش به خاطر تاثیری که بر روی ریسک و سودآوری شرکت و در نتیجه در ارزش شرکت دارد از اهمیت به سزایی برخوردار است. چرا که سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش مبادله بین سودآوری و ریسک را شامل می‌شود و تصمیماتی که به افزایش سودآوری گرایش دارد منجر به افزایش ریسک نیز می‌شود و برعکس، تصمیماتی که بر روی کاهش ریسک متمرکز است به کاهش سودآوری بالقوه منجر می‌شود [۶].

ذکر این نکته نیز لازم به نظر می‌رسد که در اکثر مطالعات انجام شده در زمینه مدیریت سرمایه در گردش، تحلیل‌ها بر روی شرکتهای بزرگتر متمرکز است، اما باید توجه داشت که مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌های جاری برای شرکت‌های با اندازه کوچکتر یا متوسط از اهمیت بیشتری برخوردار است چرا که بخش اعظم دارایی‌های این شرکت‌ها به شکل دارایی‌های جاری نگهداری می‌شود، همچنین بدهی‌های جاری نیز یکی از اصلی‌ترین منابع مالی خارجی این شرکتها محسوب می‌شود. بلت [۱۳] نیز با اشاره به اهمیت سرمایه در گردش برای کسب و کارهای کوچک دلیل اصلی این اهمیت را این چنین توصیف می‌کند که کسب و کارهای کوچک به طور خاصی در زمینه عمده فروشی یا خرده فروشی فعالیت دارند و از آنجا که دارایی‌های جاری بخش بزرگی از کل دارایی‌های آنان را تشکیل می‌دهد که باید بودجه بندی گردد و این بودجه بندی نیز امری مهم و طولانی مدت است و اغلب کسب و کارهای کوچک در پیش بینی بلندمدت بودجه مشکل دارند. لذا باید توجه خاصی را به مدیریت سرمایه در گردش معطوف نمایند. بنابراین با مدیریت مناسب تعاملات مالی با خریداران و تامین کنندگان در زنجیره تامین می‌توان مبانی سرمایه در گردش مناسبی را طراحی کرده و توسعه داد.

در قسمت‌های بعدی این مقاله در بند دوم مبانی نظری ارائه می‌شود که شامل تعریف مفاهیم اساسی مطرح شده در این مقاله، عوامل موثر بر مدیریت سرمایه در گردش و تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد سازمانی می‌باشد و در نهایت در بند سوم نتایج اصلی و پیشنهادات و راهکارهایی جهت ارتقای عملکرد مالی با استفاده از ابزارهای مدیریت سرمایه در گردش ارائه شده است.

(  $\frac{\text{موجودی کالا}}{\text{خریدها}}$  ) \* ۳۶۵ = مدت زمان نگهداری موجودی کالا = رابطه (۲)

مدت زمان پرداخت حسابهای پرداختی نیز نشان دهنده میانگین زمانی که سازمان بدهی‌هایش را با عرضه کنندگان خود تصفیه می‌کند، می‌باشد و از طریق رابطه (۳) محاسبه می‌گردد. سیاست‌های اتخاذ شده در قبال عرضه کنندگان نیز بر روی سودآوری سازمان تاثیر خواهد گذاشت [۱۸].

(  $\frac{\text{حساب های پرداختی}}{\text{خریدها}}$  ) \* ۳۶۵ = مدت زمان پرداخت حساب های پرداختی = رابطه (۳)

چرخه نقدینگی نیز فاصله زمانی وجوه نقد برای خرید موجودی برای استفاده در فرآیند تولید و زمانی که وجوه نقد از طریق فروش محصول نهایی به شرکت باز می‌گردد را شامل می‌شود. این شاخص از طریق رابطه (۴) محاسبه می‌گردد. لازم به ذکر است که شاخص چرخه نقدینگی اگر چه در این مقاله به عنوان شاخص مدیریت سرمایه در گردش در نظر گرفته شده است ولی می‌تواند به عنوان یک شاخص عملکرد نیز در نظر گرفته شود. جانسون و سوئین [۲۰] نیز در بررسی شاخص‌های شرکت‌های موفق، چرخه نقدینگی را به عنوان یک معیار عملکرد در نظر گرفته‌اند.

مدت زمان پرداخت حسابهای پرداختی - تعداد روزهای نگهداری موجودی +

مدت زمان وصول مطالبات = چرخه نقدینگی : رابطه (۴)

**شاخص‌های عملکرد:** جانسون و سوئین [۱۵] در مطالعه‌ای که بر روی ۴۷۸ شرکت در دوره زمانی ۱۹۸۲-۱۹۹۸ داشته‌اند ۱۰ شاخص را به عنوان شاخص‌های شرکت‌های موفق در نظر گرفته‌اند که سودآوری و نقدینگی از بین این شاخص‌ها مرتبط با سرمایه در گردش می‌باشد. سودآوری یکی از شاخص‌های مهم در ارزیابی عملکرد مالی شرکتها محسوب می‌شود، که با استفاده از معیارهایی همچون بازده داراییها (ROA) و سود عملیاتی ناخالص و... محاسبه می‌گردد. نقدینگی نیز طبق نظر شلتون [۲۴] به توانایی سازمان برای ادای تعهدات کوتاه مدت خود مربوط می‌شود و سازمان باید سرمایه در گردش کافی یا دسترسی به وجوه کافی برای ادای این تعهدات را داشته باشد. پس می‌تواند این چنین استدلال کرد که یک سطح نقدینگی بهینه می‌تواند به عنوان معیار مناسبی برای عملکرد مالی سازمان در نظر گرفته شود.

با این اوصاف سیاست متعادل نیز در بین سیاست جسورانه و محافظه کارانه قرار می‌گیرد و مدیر سرمایه در گردش می‌کوشد که در ساختار سرمایه در گردش خود به صورت متعادل از دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری استفاده نماید، لذا این سیاست دارای ریسک و بازده متوسط می‌باشد.

**شاخص‌های مدیریت سرمایه در گردش:** سرمایه در گردش را با معیارها و مؤلفه‌های مختلفی می‌سنجند که در اینجا تحت عنوان شاخص‌های مدیریت سرمایه در گردش ذکر می‌گردد. چرخه نقدینگی [۱۶] (CCC) مؤلفه اصلی مدیریت سرمایه در گردش به حساب می‌آید که در برگیرنده مدت زمان وصول مطالبات، مدت زمان نگهداری موجودی کالا و مدت زمان پرداخت حسابهای پرداختی می‌باشد که به صورت مختصر توضیح داده می‌شوند.

مدت زمان وصول مطالبات که از طریق رابطه (۱) محاسبه می‌شود برابر میانگین تعداد روزهایی است که شرکت مطالبات خود را از مشتریان جمع آوری می‌کند.

طبق نظر لانگ و همکاران [۱۷] معاملات اعتباری و فروش‌های نسبی، وسیله‌ای برای جذب مشتریان جدید است و بسیاری از شرکتها در تلاش هستند تا استانداردهای اعتباری خود را در جهت جذب مشتریان جدید تغییر دهند. به علاوه اعطای امتیازات به مشتریان باعث تحریک فروش می‌گردد چرا که به مشتریان این اجازه را می‌دهد، کیفیت محصول را قبل از پرداخت ارزیابی نمایند. در نتیجه با توجه به سرمایه‌گذاری‌های مهم در حسابهای دریافتی به وسیله بسیاری از شرکت‌های بزرگ، مدیریت اعتبارات می‌تواند تاثیر مهمی بر روی سودآوری شرکت و در نتیجه ارزش آن داشته باشد.

(  $\frac{\text{حسابهای دریافتی}}{\text{فروش}}$  ) \* ۳۶۵ = مدت زمان وصول مطالبات : رابطه (۱)

مدت زمان نگهداری موجودی کالا که از طریق رابطه (۲) محاسبه می‌شود نشان دهنده میانگین تعداد روزهایی است که موجودی کالا به وسیله شرکت نگهداری می‌شود. سطح بهینه‌ای از موجودی کالا تاثیر مستقیمی بر روی سودآوری خواهد گذاشت چرا که منابع سرمایه در گردش را برای سرمایه‌گذاری در چرخه کسب و کار تجاری آزاد خواهد کرد [۱۸] و هدف آن کاهش هزینه‌ها و افزایش سود می‌باشد در حالی که نیازهای مشتریان به بهترین نحو پاسخ داده می‌شود [۱۹].

## ۲-۱. عوامل مؤثر بر سرمایه در گردش

عوامل زیادی ممکن است بر روی سرمایه در گردش و سیاستهای سرمایه در گردش سازمان تاثیر بگذارد. در اینجا چهار مورد از این عوامل که از اهمیت بیشتری برخوردار است توضیح داده می‌شود و بقیه عوامل نیز در حد اشاره خواهد آمد.

### ۲-۱-۱. مدیریت وجوه نقد [۲۳]

شرکت‌ها استراتژی‌های مدیریت وجوه نقد خود را بر محور دو هدف تعیین می‌کنند: ۱) تهیه و تأمین وجوه نقد برای انجام پرداخت‌های شرکت. ۲) به حداقل رساندن موجودی‌هایی که در شرکت به صورت راکد باقی می‌ماند [۱].

پلاک و کوکورک [۲۴] نیز اهداف مدیریت وجوه نقد را افزایش نقدینگی، کنترل جریان نقدی، افزایش ارزش سرمایه و کاهش هزینه‌های سرمایه بیان کرده‌اند و در مطالعه‌ای که در جمهوری چک داشته‌اند به این نتیجه رسیده‌اند که بسیاری از فعالیتهای بانکداری و خزانه داری در جمهوری چک بر روی مدیریت وجوه نقد که شامل بودجه بندی سرمایه، مدیریت بدهی‌ها، روابط خوب با بانکها، پرداخت به عرضه کنندگان، جمع آوری وجوه از مشتریان، کنترل پول خارجی و گزارش و حمایت فنی از این وظایف متمرکز شده‌اند. بنابراین می‌توان با توجه به این وظایف برای مدیریت وجوه نقد این چنین استدلال کرد که مدیریت مناسب و بهینه وجوه نقد بر روی مدیریت سرمایه در گردش سازمان تاثیر خواهد گذاشت چرا که بر روی مدت زمان وصول مطالبات و مدت زمان پرداخت بدهی‌ها تاثیر می‌گذارد و آنها را در سطح بهینه نگه می‌دارد [۲۵].

### ۲-۱-۲. نسبت بدهی [۲۶]

با این نسبت کل وجوهی که از محل بدهی‌ها تأمین شده محاسبه می‌شود و از تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید. چپو و چنگ [۲۷] در مطالعه‌ای که بر روی عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش داشته‌اند، دریافته‌اند که نسبت بدهی ارتباط منفی معناداری با تراز نقدینگی خالص و نیازمندی‌های سرمایه در گردش و در نتیجه با مدیریت سرمایه در گردش دارد و هر چه میزان نسبت بدهی بالاتر باشد میزان سرمایه در گردش لازم برای عملیات روزمره سازمان کاهش می‌یابد [۸].

### ۳-۲-۱. جریان نقدی عملیاتی

چپو و چنگ (۲۰۰۶) در مطالعه اثر جریان نقدی عملیاتی بر

روی مدیریت سرمایه در گردش دریافته‌اند که جریان نقدی عملیاتی ارتباط مثبت معناداری با تراز نقدینگی خالص و ارتباط منفی معنادار با نیازمندی‌های سرمایه در گردش دارد و در نتیجه بر روی مدیریت سرمایه در گردش سازمان تاثیرگذار می‌باشد.

### ۴-۲-۱. ابزارهای کنترل ریسک

یکی از مرتبط‌ترین ریسکها به سرمایه در گردش سازمان، ریسک نقدینگی می‌باشد. ریسک نقدینگی ریسک نبود وجه نقد برای بازپرداخت تعهدات است. عموماً شرکتها هنگامی که به علل مختلف نتوانند محصولات خود را به فروش برسانند (افزایش موجودی کالا)، یا نتوانند وجوه نقد ناشی از فروش را دریافت کنند (وصول مطالبات) و یا این که هزینه‌های آنها افزایش بی‌رویه داشته باشد با مشکل نقدینگی مواجه می‌شوند. بروز مشکل نقدینگی باعث نقصان در ساختار مالی شرکت گردیده و متعاقب آن خرید مواد اولیه و پرداخت تعهدات جاری با مشکل مواجه می‌شود [۲۸].

در این شرایط مدیریت ریسک به عنوان عاملی مؤثر برای حل مشکل نقدینگی شرکتها در نظر گرفته می‌شود.

گانداولی [۲۹] بحث می‌کند که مدیریت ریسک بخش مهمی از فرآیند جریان نقدی می‌باشد و شرکتها می‌توانند با انجام اقداماتی همچون سیاستهای اعتباری مناسب، هزینه‌های بدهی را کاهش داده و ریسک اعتباری خود را بهتر مدیریت کنند.

ابزارهای مدیریت ریسک زیادی موجود است که بر روی سرمایه در گردش سازمان تاثیر می‌گذارد. در اینجا در مورد استفاده از بیمه توضیحات مختصری ارائه می‌شود. بیمه یک ابزار است که به وسیله آن ریسک دو یا چند نفر یا شرکت از طریق مشارکت واقعی یا تعهد شده برای پرداخت به زیان دیده ترکیب می‌شود و می‌توان مزایای آن را این چنین برشمرد: ۱) افراد یا شرکت‌هایی را که متحمل خسارات غیر مترقبه می‌شوند تأمین مالی می‌کند. ۲) ناراحتی‌های فکری و فیزیکی ناشی از ترس و نگرانی بیمه گذار را از بین می‌برد. ۳) منجر به تولید، سطوح قیمت و ساختارهای قیمت بهینه می‌شود. ۴) وجوه مورد نیاز برای سرمایه گذاری را مهیا می‌کند. ۵) وضعیت رقابتی شرکتها را کوچک را بهبود می‌بخشد [۳۰].

غیر از عوامل اشاره شده در بالا عوامل دیگری نیز می‌تواند مدیریت سرمایه در گردش را تحت تاثیر خود قرار دهد که از آن

جمله می توان به خط مشی تولید شرکت، خط مشی اعتباری عرضه کنندگان، فعالیت شرکت در خصوص رشد و توسعه، سهولت دست یابی به مواد اولیه، سطح سود، سطح مالیات، خط مشی تقسیم سود، شیوه‌های مدیریت عملیات و غیره به عنوان عوامل موثر در تعیین میزان سرمایه در گردش سازمان اشاره کرد [۳۱].

نکته مهمی که باید مورد توجه قرار گیرد این مسأله است که سازمان‌ها باید توجه کافی به این عوامل بنمایند و با شناسایی دقیق این عوامل تاثیرگذار و اثرات آنها بر روی مدیریت سرمایه در گردش، از تاثیرات مثبت این عوامل در سازمان بهره مند گردند. همچنین ذکر این نکته نیز لازم به نظر می رسد که عوامل اشاره شده در بالا می‌تواند بر سیاست‌های سرمایه در گردش سازمان تاثیرگذار باشد و سازمانها می‌توانند با توجه به این عوامل سیاست‌های جسورانه یا محافظه کارانه در خصوص سرمایه در گردش اتخاذ نمایند.

### ۳-۱. تاثیر مدیریت سرمایه در گردش در عملکرد مالی سازمان

تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد مالی سازمان از دو جنبه تاثیر سیاست‌های سرمایه در گردش بر عملکرد و تاثیر شاخص‌های مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد مورد بررسی قرار می گیرد.

#### ۳-۱-۱. سیاست‌های سرمایه در گردش و عملکرد

شرکتها می‌توانند سرمایه گذاری در سرمایه در گردش خود را به حداقل برسانند یعنی یک سیاست جسورانه را در پیش گیرند و یا این که یک سیاست محافظه کارانه را انتخاب کنند بنابراین مدیریت شرکت مجبور است قبل از انتخاب سیاست سرمایه در گردش خود در مورد موازنه ریسک و بازده تصمیم گیری نماید. حداقل کردن سرمایه گذاری در سرمایه در گردش (سیاست تهاجمی) ممکن است به طور مثبت بر روی سودآوری شرکت تاثیر بگذارد. از سوی دیگر سرمایه گذاری سنگین در سرمایه در گردش (سیاست محافظه کارانه) نیز ممکن است منجر به سودآوری گردد چرا که به عنوان مثال، نگه داشتن موجودی کالای زیاد، هزینه وقفه های احتمالی در فرایند تولید و خسارات ناشی از کمیابی تولیدات را کاهش می‌دهد و همچنین هزینه‌های تامین را کاهش داده و در مقابل نوسانات قیمت از شرکت حمایت می کند [۶].

شواهد به دست آمده از مطالعات جوس و همکاران [۳۲]، شین و سوئین [۳۳]، دلف [۳۴] و محققین دیگر در ارتباط با سودآوری به عنوان معیاری برای عملکرد و سیاست‌های سرمایه در گردش، از این واقعیت حمایت می‌کنند که سیاست‌های سرمایه در گردش تهاجمی سودآوری را بالا می برد. جمعی نیز در مطالعه‌ای که بر روی ارتباط سیاست‌های سرمایه در گردش اتخاذ شده توسط شرکتهای داروسازی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بازده سهام این شرکتها داشته به این نتیجه رسیده است شرکت هایی که سیاست سرمایه در گردش جسورانه را انتخاب نموده‌اند در مقایسه با شرکت‌های با سیاست محافظه کارانه دارای بازده بیشتری بوده‌اند [۳۱].

مزایای یک سیاست تهاجمی کاهش هزینه‌ها و افزایش سود می‌باشد. چندین هزینه با استفاده از یک سیاست تهاجمی ممکن است کاهش یابد که از آن جمله به موارد زیر می‌توان اشاره کرد: (۱) هزینه‌های موجودی کالا پایین تر و در نتیجه نگهداری کمتر موجودی ها و حرکت چرخش سریع موجودی. (۲) هزینه‌های وصول مطالبات پایین تر با استفاده از سیاست اعتباری تهاجمی. (۳) کاهش هزینه‌های بودجه بندی به دلیل استفاده زیاد از بدهی‌های کوتاه مدت. لازم به ذکر است برای شرکت های کوچکتر به دلیل استفاده بیشتر از بدهی‌ها در مقایسه با شرکتهای بزرگتر، سیاست سرمایه در گردش تهاجمی می‌تواند سودآوری اشان را به طور قابل ملاحظه‌ای افزایش دهد. اگر چه باید توجه داشت که سیاست‌های سرمایه در گردش تهاجمی، ریسک ناتوانی در ادای تعهدات را هم افزایش می‌دهد [۱۳].

در کل می‌توان این چنین استدلال کرد که سیاست‌های سرمایه در گردش جسورانه، اگر چه ریسک زیادی را نیز دارا می‌باشد در مقایسه با سیاست‌های سرمایه در گردش محافظه کارانه دارای سودآوری بیشتری است. و شرکتها باید از طریق موازنه ریسک و بازده که شالوده تمام تصمیم‌گیری‌های مالی است، سیاست‌های سرمایه در گردش مناسب را اتخاذ نمایند.

#### ۳-۲-۱. شاخص‌های مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد

در این بخش ارتباط بین شاخص‌های مدیریت سرمایه در گردش یعنی مدت زمان وصول مطالبات، مدت زمان پرداخت حسابهای پرداختی، مدت زمان نگهداری موجودی کالا و چرخه

نقدینگی را با سودآوری و نقدینگی به عنوان دوشاخص عملکرد با استفاده از شواهد تجربی حاصل از یافته‌های محققین در این زمینه بررسی می‌کنیم.

الف) نقدینگی و شاخص‌های مدیریت سرمایه در گردش: سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش یک موقعیت نقدینگی خوب برای شرکت ایجاد می‌کند که برای بقای آن حیاتی است. نکته مهم این است که این نقدینگی باید به خوبی مدیریت شود و در حد بهینه قرار گیرد. اثلجلی [۳۵]. مدیریت نقدینگی کارا را شامل برنامه ریزی و کنترل دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری می‌داند به نحوی که ریسک ناتوانی در پرداخت تعهدات کوتاه مدت را کاهش دهد و از سوی دیگر از سرمایه‌گذاری افراطی در این دارایی‌ها اجتناب کند.

سطح بهینه نقدینگی حداقل سطح نقدینگی است که برای پشتیبانی از فعالیت‌های تجاری و تولیدی ضروری است و از آنجا که عامل کلیدی سطح نقدینگی بهینه چرخش نقدینگی است، برای رسیدن به نقدینگی بهینه باید چرخه نقدینگی را در حداقل ممکن نگه‌داریم. یعنی در سطح حداقل بهینه ای که با سطح جاری فعالیت‌های تجاری و تولیدی سازمان سازگار بوده و سازمان بتواند به اهداف خود دست یابد و خود را با تغییرات بازار تطبیق دهد [۲۲]. بنابراین نقدینگی بیش از اندازه نمی‌تواند به عنوان معیاری برای عملکرد خوب باشد. اثلجلی [۱۰] نیز در مطالعه‌ای که بر روی شرکت‌های عربستان سعودی انجام داد به ارتباط منفی معناداری بین سودآوری شرکت و سطح نقدینگی آن دست پیدا کرد. در این مطالعه وی درآمد عملیاتی خالص را به

عنوان معیار سودآوری و چرخه نقدینگی را به عنوان معیار نقدینگی در نظر گرفته است و همبستگی منفی معناداری (۰/۱۲۴) را بین این دو متغیر شناسایی کرده است.

پس می‌توان چنین نتیجه گرفت که برای رسیدن به نقدینگی بهینه به عنوان معیاری برای عملکرد، سازمانها باید چرخه نقدینگی خود را در حداقل ممکن نگه‌دارند و نگه داشتن چرخه نقدینگی در حداقل بهینه مستلزم کاهش مدت زمان وصول مطالبات، مدت زمان پرداخت حساب‌های پرداختی و کاهش تعداد روزهای نگهداری موجودی کالا می‌باشد.

ب) سودآوری و شاخص‌های مدیریت سرمایه در گردش: برای مشخص شدن ارتباط بین سودآوری و شاخص‌های مدیریت سرمایه در گردش به نمونه‌هایی از تحقیقاتی که در این زمینه انجام گرفته است اشاره می‌شود. و داده‌های آماری تعدادی از این تحقیقات برای روشن‌تر شدن بحث ذکر می‌گردد.

گارسیا و همکاران [۶] با مطالعه شرکت‌های کوچک و متوسط اسپانیایی در طی دوره زمانی ۲۰۰۲-۱۹۹۶ انجام دادند به این نتیجه رسیدند که مدیران می‌توانند از طریق کاهش مدت زمان نگهداری موجودی کالا و کاهش مدت زمان وصول مطالبات و در نتیجه کاهش چرخه نقدینگی ایجاد ارزش نموده و سودآوری خود را بهبود بخشند. در این مطالعه آنان میانگین داده‌های آماری مربوط به شرکت‌های با سودآوری بالا و شرکت‌های با سودآوری پایین یا زیان ده را با هم مقایسه کرده‌اند. جدول (۱) نشان‌دهنده این موضوع است.

جدول ۱ - مقایسه شاخص‌های مرتبط با سرمایه در گردش در شرکت‌های سودآور و کم سود ده [۱۲]

شاخص‌های عملکرد و مدیریت سرمایه در گردش	شرکت‌های کم سود ده و یا زیان ده	شرکت‌های سودآور
بازده دارایی‌ها (ROI)	-۰,۰۰۶۰	۰,۱۸۵۱
مدت زمان نگهداری موجودی	۸۱,۸۸۵۶ روز	۶۵,۵۵۸۳ روز
مدت زمان پرداخت حساب‌های پرداختی	۹۷,۰۰۳۱ روز	۹۴,۱۹۱۴ روز
مدت زمان دریافت حساب‌های دریافتی	۹۷,۴۹۲۰ روز	۹۳,۶۶۷۲ روز
چرخه نقدینگی	۸۲,۴۳۱۴ روز	۶۵,۱۳۵۰ روز

بدی دارند. این نتایج با یافته‌های شین و سوئن که یک ارتباط منفی قوی بین چرخه نقدینگی و سودآوری شرکت‌های آمریکایی شناسایی کردند، سازگار است. چن و همکاران [۳۸] نیز گزارش دادند که شرکتها با موجودی کالای بالای غیر عادی، بازده سهام خیلی ضعیف دارند و شرکتها با موجودی کالای پایین‌تر از حد بهینه بازده سهام معمولی دارند در حالی که شرکتها با موجودی کالای بهینه بازده سهام خوبی دارند. همچنین شان و شین [۳۹] نیز یک ارتباط مستقیم معنادار بین کاهش موجودی کالا و عملکرد مالی خوب شناسایی کردند. کوماناکوس [۴۰] با مطالعه شرکت‌های یونانی ارتباط منفی معناداری را بین عملکرد مالی خوب و سطح موجودی کالای بالا شناسایی کرد. جدول (۲) تجزیه و تحلیل همبستگی تعدادی از مطالعات اشاره شده در این رابطه را نشان می‌دهد که وجود یک رابطه معنادار منفی را بین شاخص‌های سودآوری و شاخص‌های مدیریت سرمایه در گردش تایید می‌کند.

همانطور که در جدول (۱) مشخص است، شرکت‌های سودآور دارای مدت زمان نگه داری موجودی، پرداخت حساب‌های پرداختی، دریافت مطالبات و چرخه نقدینگی به مراتب کمتری نسبت به شرکت‌های کم سود ده یا زیان ده هستند. لازم به ذکر است تجزیه و تحلیل همبستگی بین شاخص‌های اشاره شده در جدول (۱) در جدول (۲) بیان شده است.

دلف در مطالعه‌ای که بر روی شرکت‌های بزرگ بلژیکی در دوره زمانی ۱۹۹۶-۱۹۹۲ انجام داد به این نتیجه رسید که شرکت‌های بلژیکی می‌توانند سودآوری اشان را به وسیله کاهش تعداد روزهای وصول مطالبات، کاهش تعداد روزهای نگه‌داری موجودی کالا و کاهش تعداد روزهای پرداخت حساب‌های پرداختی و در نتیجه کاهش چرخه نقدینگی خود، افزایش دهند (جدول ۲ را ببینید). وانگ [۳۶] نیز یک نمونه از شرکت‌های تایوانی و ژاپنی را طی دوره ۱۹۹۶-۱۹۸۵ مورد بررسی قرار داد و دریافت که چرخه نقدینگی کوتاه‌تر با عملکرد عملیاتی بهتر مرتبط می‌باشد.

یافته‌های بوت و همکاران [۳۷] مبین این مساله است که سازمانها با نرخ موجودی کالای بالا به احتمال زیاد عملکرد مالی



## جدول ۲ - همبستگی موجود بین شاخص‌های عملکرد مالی و شاخص‌های سرمایه در گردش

نام محقق	دلف (۲۰۰۳)	گارسیا و همکاران (۲۰۰۷)	لازاریدیس و تریفانیدس (۲۰۰۶)
شاخص عملکرد مالی	درآمد عملیاتی خالص	بازده دارایی‌ها	سود عملیاتی ناخالص
مدت زمان نگهداری موجودی	-۰/۰۸۳	-۰/۰۹۰۸	-۰/۱۶۰
مدت زمان پرداخت حساب‌های پرداختی	-۰/۱۲۶	-۰/۰۳۲۴	+۰/۱۸۲
مدت زمان دریافت حساب‌های دریافتی	-۰/۱۵۰	-۰/۰۴۱۹	-۰/۲۰۱
چرخه نقدینگی	-۰/۰۸۵	-۰/۰۷۵	-۰/۲۹۴

ارتقای عملکرد سرمایه در گردش سازمان مفید واقع شود. به نوبه خود مدیریت سرمایه در گردش و سیاست‌های سرمایه در گردش اتخاذ شده در سازمان نیز می‌تواند بر عملکرد مالی سازمان تاثیرگذار باشد و موجب افزایش سودآوری سازمان گردیده و یک موقعیت نقدینگی بهینه را برای آن فراهم سازد.

با توجه به روابط فوق، توصیه‌های سیاستی این مقاله در قالب دو بخش دولتی و سازمانی ارائه می‌شود. توصیه‌های سیاستی مربوط به سازمان‌ها به شرح زیر است:

۱. سازمانها بایستی عوامل تاثیرگذار بر سرمایه گردش و سیاست‌های سرمایه در گردش سازمان را شناسایی کرده و از طریق توجه کافی به این عوامل موجب ارتقای عملکرد سرمایه در گردش سازمان شوند.

۲. برای رسیدن به مدیریت سرمایه در گردش بهینه سازمان‌ها باید با مدیریت مناسب بخش رو به جلوی زنجیره تامین (خریداران) که شامل مدت زمان وصول مطالبات و مدت زمان نگاه‌داری موجودی کالا می‌شود و همچنین با مدیریت مناسب بخش رو به عقب زنجیره تامین (تامین کنندگان) که در برگیرنده مدت زمان پرداخت حساب‌های پرداختی می‌شود چرخه نقدینگی خود را در حد بهینه نگه دارند.

از مجموع شواهد تجربی اشاره شده در بالا می‌توان چنین استدلال کرد که ارتباط معناداری بین کاهش مدت زمان وصول مطالبات، مدت زمان نگاه‌داری موجودی کالا و مدت زمان پرداخت حساب‌های پرداختی و در نتیجه چرخه نقدینگی کوتاه تر و سودآوری شرکتها وجود دارد و شرکتها با نگه داشتن چرخه نقدینگی و اجزای تشکیل دهنده آن در حد بهینه می‌توانند به سودآوری بالایی دست پیدا کنند.

### نتیجه گیری و توصیه‌های سیاستی

سرمایه در گردش یکی از مباحث مهم در مدیریت زنجیره تامین از نگاه مالی می‌باشد و اگر به خوبی مدیریت شود منافع عظیمی عاید سازمان‌ها می‌گردد. بالاخص برای سازمان‌ها با اندازه‌های کوچک تر که دارایی‌ها و بدهی‌های جاری حجم عظیمی از سرمایه آنها را تشکیل می‌دهد، مدیریت سرمایه در گردش و سیاست‌های اتخاذ شده در این زمینه از اهمیت فراوانی برخوردار است، چرا که این سیاست‌ها تعاملات مالی شرکت با تامین کنندگان و خریداران در زنجیره تامین را مدیریت می‌کند. عوامل زیادی همچون مدیریت وجوه نقد، ابزارهای کنترل ریسک، نسبت بدهی، جریان نقدی عملیاتی و غیره بر روی سرمایه در گردش سازمان تاثیر می‌گذارد که اگر به خوبی توسط سازمانها شناسایی شده و مورد استفاده قرار گیرد می‌تواند در

۳. برخلاف تصور عام که تاخیر در پرداخت حسابهای پرداختی را گامی مثبت در جهت بهبود عملکرد و سودآوری می دانند، شرکتها برای رسیدن به سودآوری باید مدت زمان پرداخت حساب های پرداختی خود را در حداقل بهینه نگه دارند و از سیاستهای اعتباری مناسب نسبت به مشتریان و عرضه کنندگان خود استفاده کنند.

۴. شرکتها لازم است با عوامل موثر بر سیاستهای سرمایه در گردش سیاست خود را (از بین سیاستهای تهاجمی، محافظه کارانه و متعادل) انتخاب و تاکتیکهای عملیاتی مدیریت سرمایه در گردش را طبق سیاستهای تعریف شده قبلی دنبال کنند.

۵. شرکتها باید با استفاده از ابزارهای کنترل ریسک، مدت زمان وصول مطالبات، مدت زمان نگه‌داری موجودی کالا، مدت زمان پرداخت حسابهای پرداختی و چرخه نقدینگی را کنترل و از این طریق اثرات مثبت بر روی شاخصهای عملکرد مالی را برای شرکت به ارمغان آورند.

توصیه‌های سیاستی مربوط به دولت به شرح زیر است:

۱. وزارت بازرگانی باید در فضای کسب و کار شرکت در حدامکان قابلیت مدیریت ریسک را برای شرکتها تامین نماید. این امر می‌تواند باعث بهبود شاخصهای سرمایه در گردش و نیز قدرت شرکتها برای انتخاب سیاست

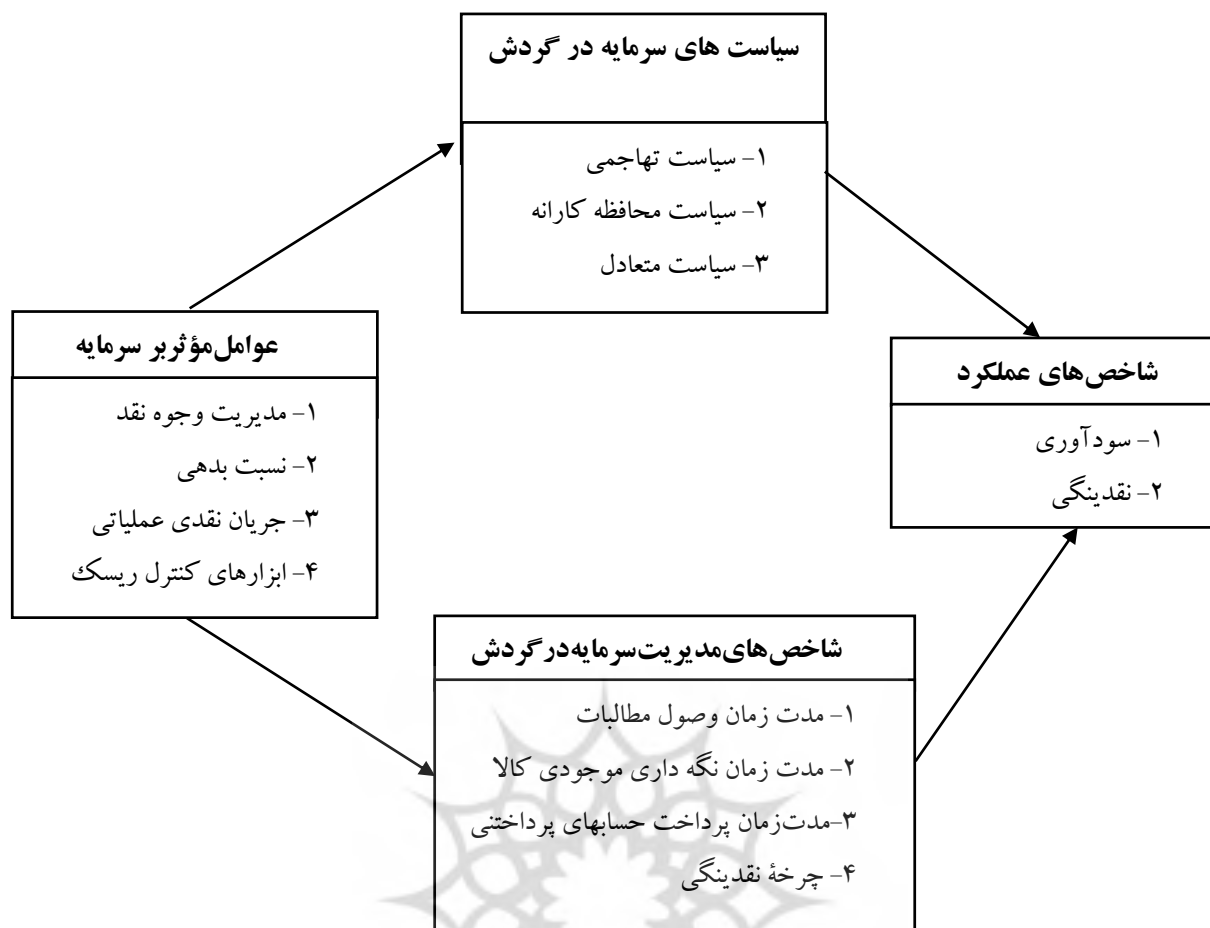
مناسب سرمایه در گردش شود. این امر بازدهی شرکتها و در نهایت بهره‌وری ملی را ارتقا خواهد داد.

۲. وزارت بازرگانی می‌تواند با حاکمیت مناسب بر زنجیره تامین به شرکتها کمک کند که در مدیریت زنجیره تامین قدرت مناسبی برای برنامه‌ریزی گردش وجه نقد بین عناصر زنجیره تامین پیدا کرده و بدین وسیله شاخصهای سرمایه در گردش خود را در راستای شاخصهای عملکرد ارتقا داده و گام مناسبی در راستای بهره‌وری سرمایه برداشته شود.

۳. دولت با هدایت مناسب برنامه‌های آموزشی شرکتها، می‌تواند توان آنها در مدیریت سرمایه در گردش را طبق الگوی ارائه شده در شکل (۲) ارتقا دهد.

۴. در نهایت سیاستهای تشویقی مناسب توسط دولت برای اینکه شرکتها سیاستهای مناسب سرمایه در گردش را پیش‌بگیرند، به بهره‌وری ملی و عملکرد مالی بنگاهها کمک خواهد کرد.

مدل ارائه شده در زیر نیز به خوبی روابط بین عوامل تاثیرگذار در سرمایه در گردش، مدیریت سرمایه در گردش، سیاستهای سرمایه در گردش و عملکرد مالی سازمان را نشان می‌دهد. لازم به ذکر است که متغیرهای دیگری نیز در این مدل تاثیرگذارند، ولی به دلیل تمرکز خاص این مقاله به مقوله سرمایه در گردش (آن هم در سطح خرد سازمانی)، این مدل از این منظر مورد توجه قرار گرفته است.



شکل شماره ۲ -

14. Chiou, J. R. Cheng, L. 2006.

15. Schilling 1996.

16. Cash conversion cycle

17. Long et.al 1993.

18. Lazaridis, I, Tryfondis, D. 2008.

19. Koumana Kos, D.D. 2008.

20. Johnson & Soenen 2003.

21. Johnson, R, Soenen, L. 2003.

22. Shelton 2002.

23. Cash management.

24. Polák & Kocurek 2007.

25. Polak, Pkocurek, K. 2007.

26. Debt ratio.

27. Chiou & Cheng 2006.

۲۸. راعی، رضا و علی سعیدی، ۱۳۸۳.

29. Gundavelli 2006.

۳۰. ویلیامز، سی آرتور، ۱۳۸۵.

## پی نوشت ها

۱. پی‌نو، ریموند، ۱۳۸۶.

2. Mealenbroek, A.R. Feijts, B. 2007.

3. Working capital.

4. Supply chain.

5. Working capital management.

6. Garcia, J.P. Martine Z.T. Martine Z, P. 2007 .

7. Gundavelli, V. 2006.

8. Havoutis, N. 2003.

9. Filbeck et.al. 2007.

10. Amazon.com.

11. Filbeck, G. Krueger, T. Preece, D. 2007.

12. Smith 1980.

13. Belt 1997.

- Cambridge, Vol. 10, No. 1, pp. 149-155, 2005.
- Deloof, M., "Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.30, No.3&4, pp. 573-87, 2003.
- Eljelly, M. A, "Liquidity – Profitability Tradeoff: an Empirical Investigation in an Emerging Market", *JCM*, Vol. 14, No. 2, pp. 48-61, 2004.
- Filbeck, G, Krueger, T, Preece, D, "Working Capital Survey "Do Selected Firms Work for Shareholders", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 46, No. 2, pp. 3-22, 2007.
- 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.
- Gundavelli, V, "7 Steps to Elevating Working Capital Performance", *Financial Executive*, Vol. 22, No.4, pp.52-54, 2006.
- Havoutis, N, "Profitability in the balance", *AFP Exchange*, Vol.23, No.6, pp.34-38, 2003.
- Johnson, R, Soenen, L "Indicators Of Successful Companies", *European Management Journal*, Vol.21, NO. 3, pp.364-69, 2003.
- Jose, M, L, Lancaster, C, Stevens, J, L, "Corporate Return and Cash Conversion Cycle", *Journal of Economics and Finance*, Vol.20, pp.33-46, 1996.
- Koumanakos, P, D, "The Effect of Inventory Management on Firm Performance", *International Journal of Productivity and Performance Management*, Vol. 57, No. 5, pp. 355-369, 2008
- Lazaridis, I, Tryfonidis, D, "Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange", *Journal of*
32. Jose et.al 1996.
33. Shin & Soenen 1996.
34. Deloof 2003.
35. Eljelly 2004.
36. Wang 2002.
37. Boute et al. 2006.
38. Chen et al. 2005.
39. Shah & Shin 2007.
40. Koumanakos 2008.

## منابع

- پی نوو، ریموند، مدیریت مالی جلد اول و جلد دوم، ترجمه جهانخانی، علی؛ پارسائیان، علی، انتشارات سمت، ۱۳۸۶.
- جمعی، حسین، بررسی وضعیت نقدینگی و سیاست‌های سرمایه در گردش در شرکت‌های داروسازی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۸-۱۳۷۲، دانشگاه اصفهان، ۱۳۸۰.
- راعی، رضا، سعیدی، علی، مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، انتشارات سمت، چاپ اول، ۱۳۸۳.
- ویلیامز، سی آرتور، هینز، جی آر-ریچاردام، مدیریت ریسک، ترجمه ونوس، داور، گودرزی، حجت الله، انتشارات نگاه دانش، ۱۳۸۵.
- Belt, B, "Working capital policy and liquidity in the small Business", *Journal of Small Business Management*, pp.43-51, 1979.
- 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 14th 2006 Euroma Conference.
- Chen, H., Murray, F. and Owen, W. "What Actually Happened to the Inventories of American Companies Between 1981 and 2000?", *Management Science*, Vol.51, No.7, pp. 1015-31, 2005.
- Chiou, J, R, Cheng, L "The Determinants of Working Capital Management", *The Journal of American Academy of Business*,

- Journal of Operations Management*, Vol.25, No.4, pp.768-84, 2007.
- Shelton, J,F, "Working Capital and the Construction Industry" *Journal of Construction Accounting & Taxation*, Vol.12, No.6, pp.23-27, 2002.
- Shin,H,H, Soenen,L, "Efficiency of Working Capital and Corporate Profitability", *Financial Practice and Education*, 1998.
- Smith, K, "Profitability Versus Liquidity Trade offs in Working Capital Management", in Smith k,v.(ED), *Readings on the Management of Working Capital*, West Publishing Company, St Paul, MN, pp. 549-62, 1980.
- Wang,Y,J. (2002), " Liquidity Management ,Operating Performance, and Corporate Value :Evidence from Japan and Taiwan", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol.12, pp.159-69, 2002.
- Financial Management and Analysis*, Vol. 19, No.1, pp. 26-35, 2006.
- Long, M.S., Malitz, I. B. and Ravid, S. A., "Trade Credit, Quality Guarantees, and Product Marketability, *Financial Management*, 1993.
- Meulenbroek, A, R, Feijts, B " CRE Effects on Organizational Performance: Measurement Tools for Management", *Journal of Corporate Real Estate*, Vol.9 ,No.4, pp.218-238, 2007.
- Polák, P Kocurek, K "Cash and Working Capital Management in the Czech Republic", *Investment Management & Financial Innovations*, Vol. 4, No. 1, pp. 17-30, 2007.
- Schilling, G, (1996) "Working Capital's Role in Maintaining Corporate Lliquidity", *TMA Journal*, Vol.16, No.5, pp.4-7, 1996.
- Shah, R. and Shin, H. "Relationships Among Information Technology, Inventory, and Profitability: an Investigation of Level Invariance Using Sector Level Data",

