

مروری بر تحقیقات تجربی پیرامون تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکتها

امید پورحیدری

دانشیار حسابداری دانشگاه شهید باهنر کرمان

رحمت اله هوشمندزعفرانی*

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه شهید باهنر کرمان

چکیده

هدف این پژوهش ارزیابی نتایج تحقیقات داخلی و بین المللی پیرامون ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش با سودآوری شرکتها می باشد. در این پژوهش ادبیات مدیریت سرمایه در گردش و تأثیر آن بر سودآوری شرکتها برای دوره زمانی ۵ ساله از ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۲، جمع آوری شده است. یافته‌های ما، نشان می‌دهد که بین دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی‌ها و چرخه تبدیل به نقد با سودآوری شرکتها رابطه معکوس و معناداری وجود دارد؛ و مدیران شرکتها می‌توانند با کاهش دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی‌ها و چرخه تبدیل به نقد، سودآوری شرکت را افزایش دهند. ولی در رابطه با ارتباط دوره پرداخت حسابهای پرداختی با سودآوری شرکتها، پژوهش‌های انجام شده در این زمینه به نتایج یکسانی دست نیافته اند. کلیه پژوهش‌های انجام شده در این زمینه بر این واقعیت که مدیریت سرمایه در گردش باعث بهبود سودآوری شرکتها می‌شود، تأکید کرده اند.

واژه‌های کلیدی: مدیریت سرمایه در گردش، سودآوری شرکت

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

مقدمه

مدیریت سرمایه در گردش نقش اساسی را در عملکرد روزانه واحدهای تجاری ایجاد می‌کند. بنابراین مدیریت سرمایه در گردش یک عنصر مالی مهم شرکت می‌باشد به طوری که تأثیر مستقیمی بر نقدینگی و سودآوری هر موسسه‌ای دارد (Raheman & Nasr, ۲۰۰۷). همچنین، مدیریت سرمایه در گردش یکی از مهمترین مسائل پیش روی مدیران واحدهای تجاری است که در رشد و بقای شرکت نقش مهمی دارد. مدیریت سرمایه در گردش، مدیریت دارایی‌های جاری مانند وجوه نقد، سرمایه گذاری کوتاه مدت، حساب‌های دریافتی و موجودی‌ها، و بدهی‌های جاری واحدهای تجاری است. پاداجی (۲۰۰۶)، بیان می‌کند به چند دلیل مدیریت سرمایه در گردش برای سلامت مالی واحدهای تجاری ضروری است. اولاً، اگر مبالغ سرمایه گذاری شده در سرمایه در گردش نسبت به جمع دارایی‌های موجود شرکت، ناموزون باشد؛ ممکن است که این مبالغ در یک موقعیت کارا، استفاده نشده باشد. کارایی در مدیریت سرمایه در گردش مخصوصاً در شرکت‌های تولیدی از اهمیت خاصی برخوردار است. به عبارتی دیگر، مدیریت خوب و منظم سرمایه در گردش منجر به افزایش ارزش بازار واحد تجاری می‌شود و مدیریت کارای سرمایه در گردش می‌تواند نتایج اساسی به بار آورد و چشم پوشی از آن برای هر شرکتی ممکن است خطر ناک باشد. ثانیاً، مدیریت سرمایه در گردش به طور مستقیم بر نقدینگی و سودآوری واحدهای تجاری و همچنین ارزش خالص آن‌ها، اثر می‌گذارد. از طرفی دیگر، مدیران شرکت‌ها انتظار دارند که با مدیریت سرمایه در گردش بتوانند تأثیر بااهمیتی بر سودآوری شرکت بگذارند. بنابراین، برای بسیاری از شرکت‌ها، مدیریت سرمایه در گردش یکی از مباحث مهم مدیریت مالی می‌باشد.

تحقیقات تجربی بسیاری در سطح بین الملل تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد شرکت را تایید کرده اند که از جمله آن‌ها می‌توان به تحقیق شاین و سوئتن (۱۹۹۸)؛ وانگ (۲۰۰۲)؛ دی لوف (۲۰۰۳)؛ نروار (۲۰۰۴)؛ فیلیک و کروجر (۲۰۰۵)؛ رحمان و نصر (۲۰۰۷)؛ زاریاوتی و همکاران (۲۰۰۹) و کیدچینک و همکاران (۲۰۱۱) اشاره نمود. این پژوهش با رویکرد مروری می‌باشد و هدف آن ارزیابی نتایج تحقیقات داخلی و بین المللی پیرامون ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش با سودآوری شرکت‌ها می‌باشد.

ساختار بقیه مقاله به این صورت است که در بخش دوم مبانی نظری ارائه می‌شود. این بخش شامل مدیریت سرمایه در گردش، استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش، شاخص‌های مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد می‌باشد. در بخش سوم روش بررسی ارتباط مدیریت سرمایه در گردش با سودآوری و نتایج حاصله ارائه خواهد شد. در بخش پایانی نیز نتیجه‌گیری و پیشنهادات تحقیق ارائه خواهد شد.

۲. مبانی نظری تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری

۲.۱. مدیریت سرمایه در گردش

سرمایه در گردش عبارت است از مجموعه مبالغی که در دارایی‌های جاری یک شرکت سرمایه گذاری می‌شود. طبق نظر اسپچلینگ (۱۹۹۶) نیز عموماً واژه‌ی سرمایه در گردش به سرمایه گذاری سازمان در دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری مربوط می‌شود. خالص سرمایه در گردش تفاوت دارایی‌های جاری با بدهی‌های جاری می‌باشد. سرمایه در گردش خالص، مصرف آن بخش از دارایی‌های جاری است که بر بدهی‌های جاری فزونی دارد و از طریق استقراض بلندمدت و حقوق صاحبان سهام سرمایه پشتیبانی مالی شده است (شباهنگ، ۱۳۸۱، ۵۹). مدیریت سرمایه در گردش یعنی تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش به طوری که ثروت سهامداران حداکثر شود. وستون و بریگام (۱۹۷۵) مدیریت سرمایه در گردش را «کلیه جنبه‌های اداره دارایی‌ها و بدهی‌های جاری» تعریف می‌نمایند. دی لوف (۲۰۰۳) مدیریت سرمایه در گردش را مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌های کوتاه مدت یک واحد تجاری تعریف کرده است.

۲.۲. استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش

شرکت‌ها با توجه به مزایای نسبی دو استراتژی اصلی مدیریت سرمایه در گردش، یعنی سیاست جسورانه و محافظه کارانه، می‌توانند یکی را اتخاذ کنند. با اتخاذ سیاست جسورانه، سرمایه گذاری در اجزای سرمایه در گردش در حداقل ممکن حفظ می‌شود و با اتخاذ سیاست محافظه کارانه می‌توان فقط به فکر افزایش فروش بود و دغدغه تناسب سرمایه گذاری در سرمایه در گردش با سودآوری را نداشت، به عبارت دیگر، قدرت نقدینگی را بالا برد. با حداقل کردن سرمایه گذاری در سرمایه در گردش (انتخاب سیاست جسورانه) می‌توان تأثیر مثبتی بر سودآوری شرکت گذاشت و بدین شکل کل دارایی‌ها و بطور متناسب خالص دارایی‌های جاری را کاهش داد. البته اگر شرکت‌ها سطح موجودی مواد و کالای خود را بیش از حد کاهش دهند، احتمال اینکه مشتریان خود را از دست دهند زیاد است. یا چنانچه حساب‌های پرداختی خود را به موقع پرداخت

نکنند، تخفیفات نقدی مربوطه را از دست خواهند داد، که در برخی از موارد هزینه فرصت از دست رفته مربوط به این موارد چشم گیر است. در نتیجه لازم است مدیران در هنگام انتخاب خط مشی جسورانه به این موارد توجه نمایند.

اتخاذ سیاست محافظه کارانه و سرمایه گذاری زیاد در سرمایه در گردش، سودآوری را کاهش می دهد. مثلاً نگهداری موجودی مواد و کالای زیاد، گرچه باعث کاهش ضرر و زیان ناشی از کمبود مواد اولیه و توقف خط تولید، نوسانات قیمت مواد و از دست دادن مشتریان بدلیل نبود کالای قابل عرضه می شود. اما بازده حاصل از آن تنها عموماً به اندازه نرخ تورم خواهد بود. همچنین، اتخاذ سیاست جسورانه در خصوص اعطای اعتبار به مشتریان باعث افزایش فروش می شود، چون از طرفی به منزله نوعی کاهش قیمت است و باعث می شود که مشتری در دوره های رکود نیز ترغیب شود که خریدهای خود را انجام دهد و از طرفی دیگر باعث تقویت رابطه شرکت با مشتریان در بلندمدت می شود.

بسیاری از تحقیقات مربوط به تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری از این واقعیت حمایت می کنند که انتخاب سیاست جسورانه، سودآوری شرکت ها را بهبود می بخشد (Shin & Soenen, ۱۹۹۸). در این رابطه جوز و همکارانش (Jose & et.al, ۱۹۹۶) درباره ی شرکت های آمریکایی، شواهدی بدست آوردند که از سیاست جسورانه در سرمایه در گردش حمایت می کرد. افزا و نظیر (Afza & Nazir, ۲۰۰۹) در مطالعه ای بر روی شرکت های پذیرفته شده در بورس کراچی ارتباط بین سیاست های مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت ها را بررسی کردند و به این نتیجه دست یافتند که مدیران می توانند با اتخاذ رویکرد محافظه کارانه نسبت به سرمایه گذاری در سرمایه در گردش و تأمین مالی سرمایه در گردش نیز ارزش شرکت را تغییر دهند. ام والا (Mwalla, ۲۰۱۲) نیز در مطالعه ای بر روی شرکت های پذیرفته شده در بورس عمان تأثیر استراتژی های مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری و ارزش شرکت ها را بررسی کرد. نتایج پژوهش آنان حاکی از آن بود که اتخاذ سیاست محافظه کارانه تأثیر مثبتی بر سودآوری و ایجاد ارزش شرکت دارد و اتخاذ سیاست جسورانه تأثیر منفی بر سودآوری و ایجاد ارزش شرکت دارد.

به طور مشخص، سرمایه گذاری در سرمایه در گردش با ایجاد توازن بین سودآوری و ریسک، مرتبط است. زیرا معمولاً تصمیماتی که سودآوری را افزایش می دهند منجر به افزایش ریسک می شوند و تصمیماتی که کاهش ریسک را مورد توجه قرار می دهند منجر به کاهش سودآوری بالقوه می شوند (Teruel & Solano, 2007). به طور خاص، سیاست جسورانه تر سرمایه در گردش (سرمایه گذاری کمتر در سرمایه در گردش) با ریسک و بازده بالاتر در ارتباط است. در حالی که اتخاذ سیاست محافظه کارانه در سرمایه در گردش (سرمایه گذاری بیشتر در سرمایه در گردش) با ریسک و بازده کمتر مرتبط است. بنابراین، مدیریت یک شرکت باید قبل از تصمیم گیری در خصوص سطح بهینه سرمایه گذاری در دارایی های جاری، سودآوری و ریسک را که مبنای اصلی تصمیمات مالی است، مورد ارزیابی قرار دهند و با توجه به آن، سیاست مدیریت سرمایه در گردش شرکت را انتخاب کنند. در نمودار شماره (۱) مفهوم ترکیب این دو استراتژی در اجرای سیاست سرمایه در گردش نشان داده شده است. که در آن LS نشان دهنده نسبت بدهی های جاری به مجموع دارایی ها و AS نشان دهنده نسبت دارایی های جاری به مجموع دارایی هاست.



نمودار شماره (۱) - استراتژی خالص مدیریت سرمایه در گردش (Meszek & Polewski, 2006)

۳.۲. شاخص‌های مدیریت سرمایه در گردش

برای اندازه‌گیری مدیریت سرمایه در گردش معمولاً از معیار چرخه تبدیل به نقد استفاده می‌شود. تصمیم‌گیری در مورد حساب‌های دریافتی و موجودی‌ها و میزان اعتبار دریافتی از عرضه کنندگان، در چرخه تبدیل به نقد شرکت منعکس می‌شود (Teruel & Solano, ۲۰۰۷). چرخه نقدینگی (CCC) مؤلفه اصلی مدیریت سرمایه در گردش به شمار می‌رود. برای اندازه‌گیری تأثیر مشترک دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی‌ها و دوره پرداخت حساب‌های پرداختی از متغیر چرخه تبدیل به نقد استفاده می‌شود. چرخه تبدیل وجه نقد به فاصله زمانی پرداخت وجه بابت خرید موجودی جهت استفاده در فرایند تولید و وصول وجه نقد ناشی از فروش محصول نهایی اشاره دارد. هر چه قدر این مدت طولانی‌تر باشد، سرمایه‌گذاری بیشتری در سرمایه در گردش مورد نیاز می‌باشد. چرخه تبدیل وجه نقد طولانی‌تر ممکن است باعث افزایش سودآوری شرکت شود زیرا منجر به افزایش فروش می‌شود. با این وجود ممکن است با افزایش طول چرخه تبدیل به نقد، سودآوری شرکت کاهش یابد. این حالت هنگامی اتفاق می‌افتد که هزینه‌های ناشی از افزایش سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش، بیشتر از مزایای ناشی از نگهداری موجودی بیشتر یا اعطای اعتبار بیشتر به مشتریان باشد (Deloof, ۲۰۰۷)، و هر چه قدر این دوره کمتر باشد نشان دهنده وضعیت نقدینگی بهتر شرکت است. این معیار، ابزار رایج اندازه‌گیری مدیریت سرمایه در گردش است و نشان می‌دهد که شرکت تا چه اندازه خریدها، فروشها، وصول وجوه و پرداخت‌های خود را مدیریت می‌کند (Eduardo & Deloof, ۲۰۰۲, ۲۰۰۳). این متغیر با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

مدت زمان پرداخت حساب‌های پرداختی - مدت زمان نگهداری موجودی کالا + مدت زمان وصول مطالبات = چرخه نقدینگی

چرخه تبدیل به نقد را می‌توان به صورت نمودار شماره (۲) نشان داد.

روستکاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی



نمودار شماره (۲) - چرخه تبدیل به نقد (Jose & et.al, 1996)

افزایش در مطالبات در یک شرکت هم باعث افزایش سرمایه در گردش و هم باعث افزایش هزینه نگهداری و مدیریت مطالبات می‌شود که این هزینه‌ها ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. اما یک سیاست درست در مدیریت مطالبات می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد (Michalski, ۲۰۰۷). دوره وصول مطالبات کارایی واحد انتفاعی در وصول وجوه مرتبط با فروش‌های نسیه و همچنین سیاست‌های اعتباری شرکت را نشان می‌دهد و عبارت است از فاصله زمانی بین فروش کالا به صورت نسیه تا ورود وجه نقد بابت وصول فروش‌های نسیه، که هرچه این متغیر بزرگتر باشد نشان دهنده سرمایه گذاری بیشتر در حساب‌های دریافتی است. این متغیر از طریق رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{حساب دریافتی‌های} = \frac{\text{فروش}}{\text{مدت زمان وصول مطالبات}} * ۳۶۵$$

داشتن سطحی بهینه از موجودی کالا و اعمال کنترل‌های مناسب بر موجودی‌ها از طریق کاهش هزینه نگهداری و سرمایه گذاری در موجودی کالا امکان پذیر می‌باشد. از این رو عرضه و تحویل به موقع کالاها به مشتریان و همچنین کاهش هزینه مربوط به موجودی کالا یکی از چالش‌های مدیران می‌باشد. که این امر با استفاده از اقدامات مناسب مرتفع می‌شود. مدت زمان نگهداری موجودی کالا نشان دهنده میانگین تعداد روزهایی است که موجودی کالا به وسیله واحد تجاری

نگهداری می‌شود. رقم بزرگتر این متغیر نشان دهنده سرمایه گذاری بیشتر در موجودی برای یک سطح مشخص از عملیات است و از طریق رابطه زیر بدست می‌آید:

$$\text{مدت زمان نگهداری موجودی کالا} = \frac{\text{موجودی کالا}}{\text{بهای تمام شده کالای فروش رفته}} * ۳۶۵ = \text{مدت زمان نگهداری موجودی کالا}$$

مدت زمان پرداخت حسابهای پرداختی نیز نشان دهنده میانگین زمانی است که سازمان بدهی‌هایش را با عرضه کنندگان خود تسویه می‌کند و از طریق رابطه زیر بدست می‌آید:

$$\text{مدت زمان پرداخت حسابهای پرداختی} = \frac{\text{حساب پرداختی‌های خریدها}}{۳۶۵} * \text{مدت زمان پرداخت حسابهای پرداختی}$$

۲.۴. شاخص‌های عملکرد

از شاخص‌های مهم در ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌ها می‌توان به شاخص‌های سودآوری و نقدینگی اشاره کرد. سودآوری به توانایی شرکت در کسب درآمد اشاره دارد. سودآوری نتیجه نهایی همه برنامه‌ها و تصمیمات مالی شرکت است و آخرین پاسخ‌ها را در مورد نحوه اداره شرکت به تحلیل‌گران می‌دهد (وستون و بریگام، ۱۹۷۵). در تحقیقات برای اندازه‌گیری سودآوری از معیارهای بازده مجموع دارایی‌ها که برابر با سود عملیاتی قبل از کسر مالیات تقسیم بر مجموع دارایی‌ها می‌باشد، بدست می‌آید، (Samiloglu & DemirgOnes, ۲۰۰۸ Falope; Ajilore & ۲۰۰۹). نقدینگی نیز به توانایی سازمان در ادای تعهدات کوتاه مدت خود گفته می‌شود که سازمان باید برای ادای این تعهدات دسترسی به وجه نقد کافی داشته باشد. لذا، از یک سطح نقدینگی بهینه می‌تواند به عنوان معیار ارزیابی عملکرد استفاده کرد.

۳. روش بررسی ارتباط مدیریت سرمایه در گردش با سودآوری و نتایج

حاصله

در رابطه با اهمیت و جایگاه ویژه مدیریت سرمایه در گردش مطالعات زیادی صورت گرفته است که از جمله آن‌ها می‌توان به مطالعه لازاریدیس و تریفونیدیس (۲۰۰۶)، آرکوز و بناویدز (۲۰۰۶)، گانسن (۲۰۰۷)، رحمان و نصر (۲۰۰۷) و یویار (۲۰۰۹) اشاره نمود. در این پژوهش برای مشخص شدن ارتباط بین سودآوری و شاخص‌های مدیریت سرمایه در گردش به نمونه‌هایی

از تحقیقاتی که در این زمینه طی دوره زمانی ۲۰۰۸ الی ۲۰۱۲ در ایران و سطح بین الملل صورت گرفته است، اشاره شده است. با توجه به اینکه محیط اقتصادی ایران بدلیل دولتی بودن اکثر شرکتها متفاوت از سایر کشورها می باشد. لذا، تحقیقات انجام شده به دو گروه مطالعات انجام شده در سطح بین الملل (خارجی) و مطالعات انجام شده در ایران (داخلی) تقسیم بندی شده اند. در جدول شماره (۱) به خلاصه‌ای از تحقیقات انجام شده در زمینه تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکتها اشاره شده است.

جدول شماره (۱) - خلاصه‌ای از تحقیقات انجام شده درباره تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکتها

تحقیقات خارجی و داخلی:			
نویسنده (گان)	دوره زمانی تحقیق	روش آزمون	متغیرهای تحقیق
Samiloglu & DemirgOnes, (2008)	۱۹۹۸-۲۰۰۷	رگرسیون چند متغیره	بازده دارایی‌ها، دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی‌ها و چرخه تبدیل به نقد
Falope & Ajilore, (2009)	۱۹۹۶-۲۰۰۵	رگرسیون چند متغیره	بازده دارایی‌ها، تعداد روزهای وصول مطالبات، تعداد روزهای گردش موجودی، تعداد روزهای پرداخت بدهی‌ها و چرخه تبدیل به نقد
Zariyawati & (et.al, (2009	۱۹۹۶-۲۰۰۶	رگرسیون OLS	سود عملیاتی، نسبت جاری و چرخه تبدیل به نقد
Charitou & (et.al, (2010	۱۹۹۸-۲۰۰۷	رگرسیون چند متغیره	بازده دارایی‌ها، چرخه تبدیل به نقد، دوره وصول مطالبات، دوره نگهداری موجودی‌ها و دوره پرداخت حساب‌های پرداختی
Mohamad & (Saad, (2010	۲۰۰۳-۲۰۰۷	همبستگی و رگرسیون چندگانه	بازده دارایی‌ها، چرخه تبدیل به نقد، نسبت جاری، نسبت دارایی‌های جاری به مجموع دارایی‌ها، نسبت بدهی‌های جاری به مجموع دارایی‌ها، نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها

تحقیقات خارجی و داخلی:			
متغیرهای تحقیق	روش آزمون	دوره زمانی تحقیق	نویسنده (گان)
سود ناخالص عملیاتی، تعداد روزهای وصول مطالبات، تعداد روزهای نگهداری موجودی کالا، تعداد روزهای پرداخت حساب‌های پرداختی و چرخه تبدیل به نقد	رگرسیون	۲۰۰۵-۲۰۰۷	Gill & et.al, (2010)
سود ناخالص عملیاتی، تعداد روزهای حساب‌های دریافتی، تعداد روزهای موجودی‌ها، تعداد روزهای حساب‌های پرداختی و چرخه تبدیل به نقد	رگرسیون	۲۰۰۶-۲۰۰۸	Dong & Su, (2010)
سود خالص عملیاتی، دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی‌ها، دوره میانگین حساب‌های پرداختی و چرخه تبدیل به نقد	رگرسیون OLS	۱۹۹۳-۲۰۰۸	Mathuva, (2010)
بازده دارایی‌ها، چرخه تبدیل به نقد، دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی‌ها و دوره واریزی به بستانکاران	همبستگی پیرسون و رگرسیون چند متغیره	۲۰۰۱-۲۰۰۶	Saghir & (et.al, (2011)
حاشیه سود ناخالص، حاشیه سود خالص، بازده سرمایه در گردش، چرخه تبدیل به نقد، دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی‌ها و دوره واریزی به بستانکاران	رگرسیون چند متغیره OLS	۲۰۰۹	Samson & (et.al, (2012)
نرخ بازده دارایی‌ها، چرخه تبدیل به نقد، دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی‌ها، دوره پرداخت حساب‌های پرداختی	رگرسیون	۱۳۸۲-۱۳۸۶	ستایش و همکاران (۱۳۸۸)
نسبت سود ناخالص به جمع دارایی‌ها، دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی‌ها، دوره واریزی بستانکاران و چرخه تبدیل به نقد	همبستگی پیرسون و رگرسیون چند متغیره	۱۳۷۵-۱۳۸۴	محمدی (۱۳۸۸)

تحقیقات خارجی و داخلی:			
نویسنده (گان)	دوره زمانی تحقیق	روش آزمون	متغیرهای تحقیق
رضازاده و حیدریان (۱۳۸۹)	۱۳۷۷-۱۳۸۶	ماتریس همبستگی و رگرسیون چند متغیره	بازده دارایی‌ها، تعداد روزهای وصول مطالبات، تعداد روزهای نگهداری موجودی‌ها و تعداد روزهای پرداخت بدهی‌ها
ایزدی نیا و تاکی (۱۳۸۹)	۱۳۸۰-۱۳۸۷	رگرسیون چند متغیره	بازده دارایی‌ها، چرخه تبدیل به نقد
مجتهدزاده و همکاران (۲۰۱۱)	۱۳۸۳-۱۳۸۷	رگرسیون چند گانه	سود ناخالص عملیاتی، چرخه تبدیل به نقد، میانگین تعداد روزهای وصول مطالبات، میانگین دوره گردش موجودی‌ها، میانگین تعداد روزهای پرداخت حساب‌های پرداختی

همانگونه که در جدول (۱) مشخص می‌باشد، در کلیه تحقیقات برای اندازه گیری مدیریت سرمایه در گردش از معیار چرخه تبدیل به نقد استفاده شده است. استفاده از این نسبت حاکی از آن است که چرخه تبدیل به نقد به عنوان معیار جامعی از مدیریت سرمایه در گردش می‌باشد. همچنین، در اکثر تحقیقات از بازده دارایی‌ها به عنوان معیار سودآوری شرکت‌ها استفاده شده است. در کلیه تحقیقات برای بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت از آزمون رگرسیون چند متغیره استفاده نموده اند و این نشان می‌دهد که رگرسیون چند متغیره می‌تواند این ارتباط را به خوبی نشان دهد.

به منظور ارزیابی بهتر نتایج تحقیقات صورت گرفته، در جدول شماره (۲) نتایج حاصل از تحقیقات برای هر یک از معیارهای مدیریت سرمایه در گردش شامل: چرخه تبدیل به نقد، دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی‌ها و دوره واریز بستانکاران بیان شده اند.

جدول شماره (۲) - مقایسه نتایج حاصل از تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌ها

نویسنده (گان)	چرخه تبدیل به نقد	دوره وصول مطالبات	دوره گردش موجودی‌ها	دوره واریز بستانکاران
Samiloglu & DemirgOnes, (2008)	عدم وجود ارتباط	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	عدم وجود ارتباط
Falope & Ajilore, (2009)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)
Zariyawati & et.al, (2009)	ارتباط معنادار (-)	_____	_____	_____
Charitou & et.al, (2010)	ارتباط معنادار	ارتباط معنادار	ارتباط معنادار	ارتباط معنادار
Mohamad & Saad, (2010)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)
Gill & et.al, (2010)	ارتباط معنادار	_____	_____	عدم وجود ارتباط
Dong & Su, (2010)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (+)
Mathuva, (2010)	ارتباط (-)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (+)	ارتباط معنادار (+)
Saghir & et.al, (2011)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)
Samson & et.al, (2012)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	عدم وجود ارتباط
ستایش و همکاران (۱۳۸۸)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	عدم وجود ارتباط
محمدی (۱۳۸۸)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)
رضا زاده و حیدریان (۱۳۸۹)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)
ایزدی نیا و تاکی (۱۳۸۹)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	عدم وجود ارتباط
مجته‌زاده و همکاران (۲۰۱۱)	ارتباط معنادار (-)	ارتباط معنادار (-)	عدم وجود ارتباط	ارتباط معنادار (-)

در جدول شماره (۲) نتایج حاصل از تحقیقات در سطح بین الملل و ایران، نشان می‌دهند که دوره وصول مطالبات به طور مستقیم با مدیریت سرمایه در گردش در ارتباط است و تأثیر معنادار منفی بر سودآوری دارد. این بدان معنی است که طولانی شدن دوره وصول مطالبات، سودآوری را کاهش می‌دهد و بالعکس. این امر با یافته‌های تحقیقات صورت گرفته قبلی توسط شاین و سوئین (۱۹۹۸)، دی لوف (۲۰۰۳)، لازاریدیس و تریفونیدیس، (۲۰۰۶)، رحمان و نصر (۲۰۰۷)، نیز مطابقت دارد. رابطه منفی بین دوره وصول حساب‌های دریافتی و سودآوری ممکن است به این دلیل باشد که مشتریان زمان بیشتری را برای ارزیابی ویژگی موجودی‌های خریداری شده از شرکت می‌خواهند که منجر به کاهش سودآوری می‌شود (۲۰۰۳). همچنین، فروش گسترده کالا و اقداماتی همچون اعتبار بخشیدن به استفاده کنندگان منجر به بالا بردن دوره وصول مطالبات و از طرفی بالا بردن میزان ذخیره مطالبات مشکوک الوصول و به تبع آن کاهش سود و در نتیجه کاهش بازده دارایی‌ها می‌شود که در شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگتر از درجه پایین تری برخوردار می‌باشد. از طرف دیگر، زمانی که مشتریان زودتر اقدام به تسویه صورت حساب‌هایشان می‌کنند باعث می‌شود وجه نقد بیشتری برای بالا بردن سهم موجودی در دسترس باشد، از این رو منجر به فروش بیشتر می‌شود که در نتیجه افزایش سودآوری را به همراه دارد.

همانگونه که در جدول شماره (۲) مشخص است ارتباط معکوس و معناداری بین میانگین تعداد روزهای موجودی کالا با سودآوری شرکت وجود دارد. این نتیجه با یافته‌های شاین و سوئین (۱۹۹۸)، دی لوف (۲۰۰۳)، لازاریدیس و تریفونید (۲۰۰۶)، گانسن (۲۰۰۷)، نیز مطابقت دارد. وجود ارتباط معکوس دوره گردش موجودی‌ها با سودآوری نشان می‌دهد که کاهش فروش منجر به افزایش موجودی و سودآوری کمتر می‌شود. لذا، می‌توان استدلال کرد شرکت‌هایی که سرمایه گذاری بیشتری در موجودی کالا دارند احتمالاً در فرایند تولید دچار اختلالات کمتری می‌شوند.

نتایج تحقیق سامسون و همکاران (۲۰۱۲) وجود یک ارتباط معنادار منفی بین چرخه تبدیل به نقد (CCC) و سودآوری شرکت را تأیید می‌کند. همچنان که در جدول شماره (۲) مشاهده می‌شود

چرخه تبدیل به نقد قابلیت اثر گذاری بر سودآوری شرکت‌ها را دارد. علاوه بر این، یافته‌های مطالعات صورت گرفته توسط شاین و سوئتن (۱۹۹۸)، دی لوف (۲۰۰۳)، الجلائی (۲۰۰۴)، رحمان و نصر (۲۰۰۷)، نشان می‌دهند که بین چرخه تبدیل به نقد و سودآوری شرکت، رابطه منفی وجود دارد. این نتیجه از این انتظار که چرخه تبدیل به نقد (CCC) با سودآوری بیشتر مرتبط است، حمایت می‌کند و نشان می‌دهد که مدیران شرکت باید بر کاهش دوره تبدیل به نقد به منظور افزایش ثروت سهامداران، مبادرت نمایند. نتایج همچنین با نظراتی که در زمینه تأخیر زمانی بین پرداخت برای خریدهای مواد اولیه و وصول فروش کالاهای تکمیل شده وجود دارد، می‌تواند سازگار باشد. همچنین کاهش خیلی زیاد این تأخیر زمانی، سودآوری را افزایش می‌دهد. بر اساس مبانی نظری نیز این ارتباط منفی وجود دارد؛ زیرا هرچه این دوره کوتاه تر باشد علاوه بر اینکه باعث می‌شود صورت سود و زیان به مبنای نقدی نزدیک تر شود و منجر به افزایش قدرت نقدینگی شرکت شود، از طرف دیگر با فرض اینکه شرکت در فروش کالا موفق عمل کند باعث بالا رفتن سود عملیاتی شده و در نتیجه این امر موجب افزایش بازده دارایی‌ها می‌شود.

در پژوهش زیراوتی و همکاران (۲۰۰۹)، نسبت جاری (CR) با سودآوری رابطه مثبتی داشت. این نشان می‌دهد که چرخه تبدیل به نقد (CCC) متفاوت از نسبت جاری مورد قبول، نقدینگی را اندازه گیری می‌کند. عموماً، نسبت‌های نقدینگی سنتی از قبیل نسبت جاری در اندازه گیری کارایی مدیریت سرمایه در گردش شرکت، ناکار هستند. برای مثال، آن‌ها شامل دارایی‌هایی است که به طور قطع قابل تبدیل به وجه نقد نیستند و زمان چرخه تبدیل به نقد را نادیده می‌گیرند (۱۹۹۸).

با توجه به جدول (۲) در پژوهش‌های سامیلوگلو و دمیرگونز (۲۰۰۸)، گیل و همکاران (۲۰۱۰)، سامسون و همکاران (۲۰۱۲)، ستایش و همکاران (۱۳۸۷) و ایزدی نیا و تاکی (۱۳۸۹) به طور معناداری بین میانگین روزهای حسابهای پرداختنی و سودآوری شرکت، رابطه‌ای وجود نداشت. هرچند یافته‌های تحقیقات صورت گرفته توسط لازاریدیس و تریفونیدیس (۲۰۰۶)، رحمان و نصر (۲۰۰۷)، تروئل و سولانو (۲۰۰۷)، فالوپ و اجیلور (۲۰۰۹)، چاریتو و همکاران (۲۰۱۰)، محمد و ساعد (۲۰۱۰)، صغیر و همکاران (۲۰۱۱)، محمدی (۱۳۸۸)، رضا زاده و حیدریان (۱۳۸۹) و مجتهدزاده و همکاران (۲۰۱۱) وجود همبستگی منفی بین این متغیر و سودآوری

شرکت را گزارش کرده اند. همبستگی این متغیر با سودآوری شرکت دلالت می‌کند که در شرکت‌هایی که سودآوری کمتر است دیرتر به پرداخت صورتحسابهای خود اقدام می‌کنند. اگرچه در پژوهش‌های دانگ و سو (۲۰۱۰) و متووا (۲۰۱۱)، وجود همبستگی مثبت بین این متغیر و سودآوری شرکت، تأیید شده است. این را می‌توان اینگونه توجیح کرد که تأخیر در پرداخت به تأمین کنندگان مواد اولیه شرکت باعث می‌شود که شرکت وجه نقد بیشتری برای خرید موجودی مواد و کالا داشته باشد، که این امر باعث حفظ سطح فروش و افزایش سودآوری شرکت می‌شود (Dong & Su, ۲۰۱۰; Mathuva, ۲۰۱۱). این نتایج با قاعده مدیریت سرمایه در گردش که بیان می‌کند شرکت‌ها باید تلاش کنند که پرداخت بدهی‌هایشان را تا حد ممکن، به تأخیر بیندازند، نیز مطابقت دارد.

۴. نتیجه‌گیری و پیشنهادات

با توجه به تحقیق‌ها و مباحث پیشگفته در زمینه مدیریت سرمایه در گردش، می‌توان گفت که به طور قطع بین دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی‌ها و چرخه تبدیل به نقد با سودآوری شرکت‌ها رابطه معکوس و معناداری وجود دارد و مدیران شرکت‌ها می‌توانند با کاهش دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی‌ها و چرخه تبدیل به نقد در حد مطلوب سودآوری شرکت را افزایش دهند. ولی در رابطه با ارتباط دوره پرداخت حساب‌های پرداختی با سودآوری شرکت‌ها پژوهش‌های انجام شده در این زمینه به نتایج یکسانی دست نیافته‌اند. کلیه پژوهش‌های انجام شده در این زمینه بر این واقعیت که مدیریت سرمایه در گردش باعث بهبود سودآوری شرکت‌ها می‌شود، تأکید کرده‌اند. لذا پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها، با اتخاذ رویه‌ها و برنامه‌های مناسب، دوره تبدیل به نقد را تا حد مطلوب کاهش دهند. زیرا از یک طرف با نزدیک شدن صورت سود و زیان به مبنای نقدی باعث افزایش قدرت نقدینگی شرکت می‌شود و از طرف دیگر اگر شرکت در فروش کالا موفق عمل کند باعث بالا رفتن سود عملیاتی و در نتیجه افزایش بازده دارایی‌ها می‌شود. همچنین، با توجه به اینکه رابطه معکوس و معناداری بین دوره وصول مطالبات و سودآوری شرکت‌ها وجود دارد، لذا، پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها با اتخاذ سیاست‌های تشویقی مشتریان را ترغیب به تسویه بدهی‌شان کنند و با کنترل‌های داخلی مناسب و شناسایی اعتبار مشتریان قبل از معامله، میزان هزینه مطالبات مشکوک الوصول را کاهش دهند. از آنجا که بخش سرمایه در گردش مخصوصاً در شرکت‌های کوچک که بیشتر دارایی‌های آن‌ها را دارایی‌های جاری تشکیل

می‌دهند، از اهمیت بالایی بر خوردار است، شرکت‌ها کمیته‌ای را جهت بررسی این موضوع و اتخاذ تصمیمات اقتصادی به منظور رعایت حد مطلوب میزان سرمایه در گردش تشکیل دهند.

منابع

۱. ایزدی نیا، ناصر و تاکی، عبدالله. (۱۳۸۹). «بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر قابلیت سود دهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۵، ص: ۱۳۹-۱۲۰.
۲. رضا زاده، جواد و حیدریان، جعفر. (۱۳۸۹). «تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های ایرانی» تحقیقات حسابداری، شماره ۷، ص: ۲۰-۱.
۳. ستایش، محمد حسین؛ کاظم نژاد، مصطفی و دوالفقاری، مهدی. (۱۳۸۷). «بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» مطالعات حسابداری، شماره ۲۳، ص: ۶۵-۴۳.
۴. شباهنگ، رضا. (۱۳۸۱). مدیریت مالی جلد دوم، تهران، انتشارات سازمان حسابرسی.
۵. محمدی، محمد. (۱۳۸۸). «تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌ها در جامعه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» فصلنامه مدیریت، شماره ۱۴، ص: ۹۱-۸۰.
۶. وستون، فرد و یوجین بریگام. (۱۹۷۵). مدیریت مالی. ترجمه حسین عبده تبریزی و پرویز مشیرزاده مؤیدی. تهران. انتشارات آگاه.
7. Afza, T. and Nazir, M.S. (2007) . Is it better to be Aggressive or overservative in Managing Working Capital? *Printed at Singapore Economic Review Conference (SERC)* , pp: 1-15.
8. Arcos, M. and Benavides, J. (2006) . Efecto del ciclo de efectivo sobre la rentabilidad delas firmas Colombianas *Borradores de Economía y Finanzas*, No. 9.
9. Charitou, M.S.; Elfani, M. and Lois, P. (2011) , The effect of working capital management on firm s profitability: empirical evidence from an emerging market *Journal of Business & Economics Research*, Vol. 8, N. 12, pp: 63-68.
10. Deloof, M. (2003) . Does working capital management affect profitability of Belgian firms *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 30, pp: 573-587.
11. Dong, H. P. and Su, J. (2010) . The Relationship between Working Capital Management and Profitability: A Vietnam Case *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue. 49, pp: 59-67.
12. Eduardo, M. and Seay, S. (2002) . Teaching short term financial management: a classroom exercise linking working capital management efficiency to firm

- profitability *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 22, pp: 209-225.
13. Eljelly, A. (2004) . Liquidity ° profitability tradeoff: An empirical investigation in an emerging market *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 14, pp: 48-61.
 14. Falope, O.I. and Ajilore, O.T. (2009) . Working capital management and corporate profitability: Evidence from panel data analysis of selected quoted companies in Nigeria *Research Journal of Business Management*, vol. 3, No. 3, pp: 73-84.
 15. Filbeck, G. and Krueger, T. (2005) . Industry related differences in Working Capital Management *Mid- American Journal of Business*, Vol. 20, pp: 11-18.
 16. Ganesan, V. (2007) . An Analysis of Working Capital Management efficiency in telecommunication equipment *Industryrivier Academic Journal*, Vol. 3, No.2, Fall.
 17. Gill, A.; Biger, N. and Mathur, N. (2010) . The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States *Business and Economics Journal*, Vol. 10, pp. 1-9.
 18. Jose, M. L.; Lancaster, C. and Stevens. J. L. (1996) . Corporate Return and Cash Conversion Cycle *Journal of Economics and Finance*, Vol. 20, pp: 33-46.
 19. Kiedchnick, R.L and Laplante, M and Moussawi.R. (2011) . Working Capital Management and Shareholder Wealth <http://ssrn.com/abstract=1431165>.
 20. Lazaridis, J. and Tryfonidis, D. (2006) . Relationship between Working Capital Management and Profitability of listed companies in the Athens Stock Exchange *Journal of Financial Management and Analysis*, Vol. 19, pp: 26-35.
 21. Mathuva, D.M. (2010) . The influence of working capital management components on corporate profitability: A survey on Kenyan listed firms *Research Journal of Business Management*, vol. 4, No. 1, pp: 1-11.
 22. Meszek, W. and Polewski, M. (2006) . Certain aspects of working capital in a construction company *Technological and Economic Development of Economy*, Vol. 12, No. 3, pp: 222-226.
 23. Michael, S. (1985) . Evidence on the (Non) relationship between concentration and profits ability in banking *Journal of Credit Banking*, Vol.17, pp: 69-83.
 24. Michalski, G. (2003) . Small and Medium Enterprises Accounts Receivable Management With Value of Liquidity in View *Finansowe Aspekty Funkcjonowania Malych i Srednich Przedsiębiorstw*, pp: 357-369.
 25. Mohamad, B.N. E. A. and Saad, N.B.M. (2010) . Working Capital Management: The Effect of Market Valuation and Profitability in Malaysia *International Journal of Business and Management*, Vol. 5, No. 11, pp: 140-147.
 26. Mojtahedzadeh, V.; Alavi Tabari, S. H. and Mosayebi, R. (2011) . The Relationship between Working Capital Management and Profitability of the Companies (Case Study: Listed Companies on TSE) *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887, Issue. 76, pp: 158-166.

27. Mwalla, M. A. (2012) . The Impact of Working Capital Management Policies on Firm's Profitability and Value: The Case of Jordan *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 85.
28. -Narware, P.C. (2004) . Working Capital and Profitability ° An empirical analysis *The Management Accountant*, Vol. 39 (6) , pp: 120-127.
29. Padachi, K. (2006) . Trends in Working Capital Management and its impact on firm,s performance; An analysis of Mauritan small manufacturing firms *International Review of Business Research Papers*, Vol. 2, pp:45-56.
30. Raheman, A. and Nasr, M. (2007) . Working Capital Management and Profitability ° Case of Pakistani Firms *International Review of Business Research Papers*, Vol. 3 (2) , pp:275-296.
31. Saghir, A.; Hashmi, F. M. and Hussain, M. N. (2011) . Working capital management and profitability: evidence from Pakistan firms *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 3, No. 8, pp: 1092-1105.
32. Samiloglu, F. and DemirgOnes, K. (2008) . The effect of Working Capital Management on Firm s Profitability: Evidence from Turkey *The International Journal of Applied Economics and Finance*, Vol. 2. (1) , pp: 44-50.
33. Samson, A. A.; Mary, J.; Yemisi and Erekpitan, I. O. (2012) . The impact of working capital management on the profitability of small and medium scale enterprises in Nigeria *Research Journal of Business Management*, ISSN 1819-1932 / DOI: 10.3923/rjbm.
34. Schilling, G. (1996) . Wrking Capital's Role in Maintaining Corporate Lliquidity *TMA Journal* ,Vol.16, No.5, pp:47.
35. Shin, H.H. and Soenen, L. (1998) . Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability *Financial Practice and Education*, Vol.8 (2) , pp: 37-45.
36. Teruel, P.J.G and Solano, P.M.M. (2007) . Effects of Working Capital Management on SME Profitability *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 3, pp: 164-177.
37. Uyar, A. (2009) . The Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability: An Empirical investigation in Turkey *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 24, Euro Journals Publishing Inc.
38. 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.
39. Zariyawati, M.A; Annuar, M.N.; Taufiq. H and Abdul Rahim, A.S. (2009) . Wrking capital management and corporate performance: Case of Malaysia *Journal of Modern Accounting and Auditing*, ISSN 1548-6583, USA. Vol.5, No.11 (Serial No.54) .