

## بررسی تأثیر سرمایه در گردش بر شاخص‌های سنجش موفقیت (متغیرهای

### غیرمالی)

امید سمیعی<sup>۱</sup>، بابک جمشیدی نوید<sup>۲</sup>، علی علی زاده<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۸/۱

تاریخ دریافت: ۱۶/۰۷/۱۴۰۰

#### چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر سرمایه در گردش بر شاخص‌های سنجش موفقیت (متغیرهای غیرمالی) می‌باشد. در این پژوهش از ۸۵۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تعداد ۱۴۲ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شده و قلمرو زمانی این پژوهش از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ انتخاب گردیده است. داده‌های جمع‌آوری شده برای آزمون فرضیه‌ها با استفاده از نرم‌افزار Stata و Eviews و مدل لاجیت تابلویی به روش حداکثر راست‌نمایی استفاده شده است. فرضیه‌های این پژوهش تأثیر سرمایه در گردش خالص و سرمایه در گردش ناخالص بر شاخص‌های سنجش موفقیت (متغیرهای غیرمالی: حجم معاملات و دفعات معامله) شرکت‌ها می‌باشد. یافته‌های پژوهش حاکی از تأثیر مثبت و معنادار سرمایه در گردش خالص بر حجم و تعداد دفعات معامله و بی‌تأثیر بودن سرمایه در گردش ناخالص بر حجم و تعداد دفعات معامله می‌باشد. نتیجه نشان می‌دهد که وجود مناسب سرمایه در گردش می‌تواند شرکت‌ها را در جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و تشویق آن‌ها به سرمایه‌گذاری کمک کند. با توجه به یافته‌ها به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که با دانستن نقش و کاربرد مهم سرمایه در گردش، می‌توان نقشی در تبیین بهبود عملکرد و رسیدن به موفقیت شرکت ایفا کنند.

**کلیدواژه:** سرمایه در گردش خالص، سرمایه در گردش ناخالص، شاخص‌های سنجش

موفقیت، حجم معاملات، تعداد دفعات معامله.

<sup>۱</sup> گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

<sup>۲</sup> گروه حسابداری، واحد کرمانشاه، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمانشاه، ایران

<sup>۳</sup> گروه حسابداری، واحد اسلام غرب، دانشگاه آزاد اسلامی، اسلام آباد غرب، ایران

## ۱. مقدمه

توسعه‌ی سرمایه‌گذاری و جذب سرمایه به‌تنهایی موجب توسعه‌ی اقتصادی نمی‌شود، بلکه این امر در صورتی محقق می‌شود که این سرمایه‌ها در شرکت‌های موفق و دارای مزیت نسبی اقتصادی سرمایه‌گذاری شود. شرکت‌های موفق با تولید محصول‌های مرغوب و انجام فعالیت‌های دارای ارزش افزوده، موجب افزایش تولید ناخالص داخلی و صادرات خواهند شد که این امر برای کشور، رشد اقتصادی و ارزآوری به ارمغان خواهد آورد. سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها موجب تخصیص بهینه‌ی سرمایه می‌شود. از این رو، شناخت شرکت‌های موفق به‌منظور انجام سرمایه‌گذاری امری ضروری است. بنابراین سرمایه‌گذاران سعی می‌کنند تا شرکت‌های موفق را از شرکت‌های ناموفق تفکیک کنند تا سرمایه‌گذاری مناسب‌تری انجام دهند. در کشورهای توسعه‌یافته این نقش را موسسه‌های رتبه‌بند، ایفا می‌کنند، اما در ایران چنین موسسه‌هایی وجود ندارند و تنها رتبه‌بندی رایج و معتبر، رتبه‌بندی مرکز بورس اوراق بهادار است (ختن‌لو، ۱۳۸۴).

درصد شکست در شرکت‌های نوظهور بسیار بالاست. پژوهش‌ها نشان می‌دهد که ۹۰ درصد شرکت‌ها وارد چهارمین سال تأسیس خود نمی‌شوند. دلایل بسیار زیادی برای شکست شرکت‌ها و سازمان‌ها وجود دارد در فضای اقتصاد چالشی که سازمان‌های بین-المللی راه‌های جدیدی را برای مقابله با شکست و بهبود عملکرد و کاهش ریسک جست-وجو می‌کنند، سرمایه در گردش<sup>۱</sup> منبعی مهم برای رشد به شمار می‌آید (بهار مقدم و همکاران، ۱۳۹۱). سرمایه در گردش یکی از بخش‌هایی است که در ساختار یک سازمان نقش حیاتی ایفا می‌کند به‌طوری‌که در برخی موارد بحث سرمایه در گردش و نقدینگی را بسان خونی تشبیه کرده‌اند که در رگ‌های یک واحد تجاری در جریان است تا واحد تجاری بتواند به حیات خود ادامه دهد (کیسی‌ون، ۲۰۰۶). ادبیات سازمانی به‌طور سنتی بر مطالعه تصمیم‌های تأمین مالی بلندمدت متمرکز است و پژوهشگران نیز بیشتر به مطالعه در این حوزه پرداخته‌اند. به‌ویژه پژوهشگران در میان موضوع‌های مختلف بیشتر به تجزیه-

---

1. Working Capital  
2. kesseven

و تحلیل ساختار مالی، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت، سود سهام نقدی و ارزشیابی سهام شرکت‌ها پرداخته‌اند. در حالی که سرمایه‌گذاری در دارایی‌های جاری و استفاده از منابع تأمین مالی کوتاه‌مدت، از اقلام مهم ترازنامه شرکت‌ها است که از طریق اثرگذاری بر سودآوری و ریسک بر ارزش شرکت‌ها تأثیر وافر دارد، اما تأثیر این اقلام بر موفقیت و ارزش شرکت‌ها چندان مورد توجه و بررسی قرار نگرفته است (اسمیت، ۱۹۸۰<sup>۶</sup>). دلیل عدم موفقیت بخش عمده‌ای از شرکت‌های ورشکسته، وضعیت نامطلوب و توجه نداشتن به موضوع سرمایه در گردش است. حال آن‌که این شرکت‌ها در بلندمدت وضعیت مالی خوبی دارند، اما به دلیل بی‌کفایتی برنامه‌ریزی در سرمایه در گردش، توانایی رقابت خود را از دست داده و از دور خارج می‌گردند (بسلی و دیگران، ۱۹۸۷<sup>۷</sup>). به دلیل نبود برنامه‌ریزی مناسب برای میزان سرمایه در گردش مورد نیاز، بیشتر شرکت‌ها دارای مازاد یا کسری سرمایه در گردش هستند. برای یک شرکت میزان بهینه‌ی سرمایه در گردش که باید نگهداری کند تا به بیشترین سودآوری برسد، از اهمیت زیادی برخوردار است (راماچاندران و جانایران، ۲۰۰۹<sup>۸</sup>). سرمایه در گردش یک منبع عمده بیرونی سرمایه برای شرکت‌های کوچک و متوسط است این شرکت‌ها دسترسی محدودی به بازارهای سرمایه دارند و برای غلبه بر این مشکل به استفاده از بدهی‌های کوتاه‌مدت روی می‌آورند. سرمایه در گردش این شرکت‌ها یک موضوع داخلی مربوط به شرکت نبوده، بلکه شاخص مهمی برای ارزیابی ریسک توسط اعتباردهندگان است (شمیل اوغلو و دمیرگونش، ۲۰۰۸<sup>۹</sup>: ۴۴). سرمایه در گردش و برنامه‌ریزی مؤثر در آن برای بنگاه‌ها اهمیت بسیاری دارد و بر توانایی آن‌ها برای فائق آمدن بر بحران‌های مالی و مواجهه با ابهام‌های اقتصادی تأثیر می‌گذارد (مشایخ، نوروزی و قشقایی، ۱۳۹۵).

شاخص‌های متفاوت و گوناگونی برای سنجش شرکت‌های موفق و ناموفق وجود دارد سرمایه‌گذاران سعی می‌کنند تا شرکت‌های موفق را از شرکت‌های ناموفق تفکیک کنند تا

1. Ramachandran and Janairaman
2. Samiloglu and Demirgunes
3. Smith
4. Besiey

سرمایه‌گذاری مناسب‌تری انجام دهند. در کشورهای توسعه‌یافته این نقش را موسسه‌های رتبه‌بند، ایفا می‌کنند؛ اما در ایران چنین موسسه‌هایی وجود ندارند و تنها رتبه‌بندی رایج و معتبر، رتبه‌بندی مرکز بورس اوراق بهادار است. در دهه‌های اخیر بسیاری از سازمان‌ها برای حفظ مزیت رقابتی خود در بازارهای منطقه‌ای و جهانی همواره خود را در معرض ارزیابی‌های داخلی یا خارجی قرار می‌دهند تا از این راه مشخص شود آیا جزو شرکت‌های موفق و برتر در بازار هستند و از این راه برای کسب سهم هر چه بیشتر بازار برنامه‌ریزی کنند. برای اتخاذ تصمیم‌های درست راهبردی در انتخاب یک شرکت موفق برای سرمایه‌گذاری نیاز به شناسایی و داشتن یک سری معیار و شاخص هست که این شاخص‌ها بتوانند وجه تمیز مناسبی در این امر باشند. شناخت عوامل و معیارهای کلیدی اثرگذار در این انتخاب امری حیاتی به نظر می‌آید (نوروش، ذاکری و سلامی، ۱۳۸۹).

به تازگی، درباره این موضوع که معیارهای غیرمالی برطرف‌کننده نواقص معیارهای مالی ارزیابی عملکرد هستند اتفاق نظر وجود دارد. بنابراین، معیارهای غیرمالی زمانی اثربخش خواهند بود که نسبت به معیارهای مالی دارای اثرات متفاوتی باشند و این اثرات نسبت به معیارهای مالی، از درجه اهمیت بالایی برخوردار باشند (انصاری و همکاران، ۱۳۹۰).

اهمیت اطلاعات در پیش‌بینی موفقیت و سودآوری شرکت‌ها، پژوهشگران را بر آن داشت تا به دنبال متغیرها و شاخص‌هایی باشند که ارتباط معنی‌دار با موفقیت و سودآوری شرکت‌ها داشته باشند. این اطلاعات می‌تواند به دودسته اطلاعات مالی که قابل استخراج از صورت‌های مالی بوده است و اطلاعات غیرمالی مانند حجم معاملات و تعداد دفعات معامله و تعداد خریدارن و... تقسیم شود. این علائم می‌تواند برای استراتژی سرمایه‌گذاری‌ها مفید باشد. انتخاب پرتفوی با علائم مالی و غیرمالی مناسب می‌تواند منجر به کسب بازدهی مناسب گردد (مهرانی، مهرانی و کرمی، ۱۳۸۳). کمبود پژوهش در رابطه با متغیرهای غیرمالی از جمله حجم و تعداد دفعات معامله به‌عنوان شاخص‌های نشان‌دهنده موفقیت و تأثیر و اهمیت سرمایه در گردش در موفقیت بنگاه‌ها، دلیل اصلی انتخاب موضوع می‌باشد و هدف از انتخاب این موضوع بررسی تأثیر سرمایه در گردش بر شاخص‌های سنجش موفقیت شرکت‌ها می‌باشد. به عبارت دیگر اگر در یک شرکت برنامه‌ریزی مناسبی برای سرمایه در گردش وجود داشته باشد، به اهمیت آن پی برده شود و مدیر

شرکت آن را به خوبی مدیریت کرده باشد این عملکرد چه تأثیری بر موفقیت آن شرکت می‌گذارد؟

## ۲. پیشینه پژوهش

سهیلی و شمسی، (۱۳۹۵)، به مطالعه ارتباط بین سیاست سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاکی از آن است که بین سرمایه در گردش با سودآوری رابطه معناداری وجود دارد... فرمان‌آرا، عارف‌نژاد و جعفری، (۱۳۹۵)، به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش و اهرم مالی بر سودآوری برخی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتایج رگرسیون در میان نمونه مورد مطالعه نشان داد، بین ترکیب سرمایه در گردش و ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و این رابطه با تأثیر میانجی اهرم مالی معکوس می‌شود. همچنین نتایج نشان داد ترکیب سرمایه در گردش تأثیر معناداری بر متغیرهای اهرم مالی و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های فعال در سازمان بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران در دوره مورد بررسی نداشته است. نیاب وانگا<sup>۱</sup> و همکاران، در سال (۲۰۱۲)، اثر عملکرد سرمایه در گردش بر عملکرد مالی را بررسی نمودند. نتایج حاکی از این بود که عملکرد مدیریت سرمایه در گردش پایین بوده، به طوری که اکثریت روال مدیریت سرمایه در گردش اتخاذ شده نداشته و عملکرد مالی آن‌ها به طور متوسط پایین بود. رامانچاندرا و جانایرامان، (۲۰۰۹)، به ارتباط بین کارایی مدیریت سرمایه در گردش و سود قبل از بهره و مالیات در صنایع کاغذسازی هند پرداختند. نتایج نشان داد که در صنایع کاغذسازی هند سرمایه در گردش به گونه‌ای رضایت بخش و مطلوب مدیریت می‌شود و همچنین مدیریت سرمایه در گردش مناسب تأثیر مستقیمی بر سود قبل از بهره و مالیات و نقدینگی دارد.

## ۳. مبانی نظری

### ۳-۱- سرمایه در گردش

---

1. Nyabwanga & et al.

سرمایه در گردش مقدار دارایی نقدینه است که به اعتباردهندگان آسایش خاطر می‌دهد و مقدار نقدینه در دسترس را برای مقابله با فرصت‌ها و تهدیدهای احتمالی نشان می‌دهد همچنین یک ایمنی برای طلبکاران به شمار می‌رود در واقع خالص سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت موردنیاز برای انجام دادن فعالیت‌های روزانه را نشان می‌دهد (سایت مدیریت مالی). آن مقدار دارایی جاری که از محل منابع مالی بلندمدت تأمین شده باشد را سرمایه در گردش می‌نامند. سرمایه در گردش ناخالص به صورت کل دارایی‌های جاری و سرمایه در گردش خالص به صورت مازاد دارایی جاری بر بدهی جاری تعریف می‌شود. میزان سرمایه در گردش شاخصی است برای تشخیص درجه نقدینگی و عدم اعسار یک شرکت، به ویژه اگر در مقایسه با دیگر شاخص‌ها و نسبت‌های مالی به کار گرفته شود (کیس ون، ۲۰۰۶).

سرمایه در گردش، یک ابزار تجزیه و تحلیل رایج و معیاری برای نقدینگی و توانایی مالی کوتاه‌مدت می‌باشد. اصولاً اعتباردهندگان بر اختلاف بین دارایی‌ها و بدهی‌های جاری تکیه می‌کنند. تحلیل‌گران مالی برای توصیه‌ها و تصمیمات سرمایه‌گذاری؛ میزان سرمایه در گردش را ارزیابی می‌کنند. نهادهای دولتی نیز برای قانون‌گذاری دارایی‌ها و بدهی‌های جاری و غیر جاری را در پاسخ به نیاز کاربران تفکیک می‌کنند (سایت مدیریت مالی).

بنابر گزارش بانک مرکزی سرمایه در گردش به منابعی گفته می‌شود که باعث بهره‌برداری از سرمایه‌های ثابت شده و در یک دوره کوتاه‌مدت به واحد تولیدی باز می‌گردد. در واقع سرمایه در گردش برای تأمین بدهی‌های جاری است و برای برآورد آن بدهی، خارجی یک شرکت از دارایی‌های جاری آن کسر می‌شود (سایت دنیای اقتصاد).

مسائل مطرح‌شده در سرمایه در گردش عبارت است از نبود دیدگاه‌های موافق درباره شیوه تعیین اجزای تشکیل‌دهنده سرمایه در گردش و وجود اختلاف نظر در مورد اقلامی که باید در سرمایه در گردش گنجانید و همچنین نبود معنی دقیق برای عناصر تشکیل‌دهنده سرمایه در گردش (سایت مدیریت مالی).

سرمایه در گردش برای بنگاه‌ها اهمیت بسیاری دارد و بر توانایی آن‌ها برای فائق آمدن بر بحران‌های مالی و مواجهه با ابهام‌های اقتصادی تأثیر می‌گذارد. از سویی، مدیریت مناسب نقدینگی بنگاه‌ها نیز عامل مهمی در موفقیت آینده آن‌ها و مواجهه با بحران‌های اقتصادی است. کافی نبودن دارایی‌های جاری به منزله عامل محدودکننده، ممکن

است بر اثربخشی عملکرد بنگاه‌ها تأثیرگذار باشد و ریسک ورشکستگی آن‌ها را افزایش دهد. همچنین نگهداری بیش از حد وجه نقد نیز می‌تواند موفقیت بنگاه را به خطر اندازد و با شکست مواجه نماید. مدیریت کارای سرمایه در گردش به این معناست که مدیر، دارایی‌ها و بدهی‌های جاری بنگاه را به گونه‌ای برنامه‌ریزی و مدیریت کند که هم‌زمان به تعهدهای کوتاه‌مدت بنگاه عمل شود و از سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌های کوتاه-مدت نیز جلوگیری به عمل آید. از این رو، سودآوری بنگاه را می‌توان از دو طریق بهبود داد: کارایی عملیات و مدیریت بهینه سرمایه در گردش (ستایش و منصور، ۱۳۸۹).

### ۳-۲- شاخص‌های سنجش موفقیت

بیشتر اقتصاددانان، مانند "آدام اسمیت" و "ریکاردو" تشکیل سرمایه را مهم‌ترین عامل پیشرفت‌های اقتصادی دانسته‌اند. توسعه‌ی اقتصادی در جهان متری، به‌ویژه از قرن بیستم تاکنون مدیون بورس و فعالیت‌های بازار سرمایه است. بازار سرمایه در شکل یک بازار مالی، محل تلاقی عرضه و تقاضای منابع مالی میان‌مدت و بلندمدت است. بیشتر عرضه‌کنندگان سرمایه در این بازار را پس‌اندازکنندگان فردی، اشخاص حقوقی دارای پس‌انداز یا مازاد پولی، سازمان‌ها و موسسه‌های اعتباری و دولت تشکیل می‌دهند. این بازار به‌عنوان یکی از مراکز تأمین وجوه سرمایه‌ای، پس‌انداز و نقدینگی، افراد را به وسیله‌ی کارگزاران و واسطه‌های مالی به‌جانب سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت تولیدی و بازرگانی هدایت می‌کند (قلی‌زاده، ۱۳۸۳).

درواقع بورس برای رتبه‌بندی شرکت‌ها از معیارهایی نظیر میزان و تناوب دادوستد سهام بهره می‌برد که معیارهای کاملی نیستند. از این رو لازم است بورس برای رتبه‌بندی شرکت‌ها افزون بر معیارهای غیرمالی از معیارهای مالی استخراج شده از صورت‌های مالی نیز استفاده کند تا بدین ترتیب رتبه‌بندی جامع‌تر و دقیق‌تری انجام شود؛ اما نکته‌ی حائز اهمیت دیگری وجود دارد و آن این‌که همه‌ی این معیارها اعم از مالی و غیرمالی دارای اهمیت برابری نیستند؛ به‌عبارت‌دیگر برخی از معیارها دارای اهمیت بیشتری نسبت به معیارهای دیگر هستند (نوروش، ذاکری و سلامی، ۱۳۸۹).

حجم و تعداد دفعات معاملات سهام، مورد توجه معامله‌گران و مسئولان بازار است، زیرا می‌تواند معیاری برای ارزیابی موفقیت شرکت باشد و به آن‌ها در اتخاذ تصمیم سرمایه‌گذاری بهتر کمک کند. مسئولان بورس‌ها نیز به حجم معاملات توجه دارند؛ زیرا هر چه حجم معاملات سهام بیشتر باشد، بازار به معنای کلی آن، ارزش بیشتری برخوردار است. حجم معاملات نشان‌دهنده میزان توجه و علاقه سرمایه‌گذاران به سهام شرکت است. چنانچه حجم معاملات بالا باشد، به این معنی است که سهام مدام خرید و فروش می‌شود. آمار مربوط به سهام می‌تواند اطلاعات بسیار خوبی درباره عملکرد هر سهم به شما بدهد (طالب‌نیا و زارع نیکو پرور یزدی، ۱۳۸۹).

### ۳-۳- تعریف عملیاتی متغیرها

در این پژوهش سرمایه در گردش خالص و سرمایه در گردش ناخالص به عنوان متغیر-های مستقل در نظر گرفته شده‌اند، تعریف هر یک از این متغیرها به شرح زیر است: آن مقدار دارایی جاری که از محل منابع مالی بلندمدت تأمین شده باشد را سرمایه در گردش می‌نامند. میزان سرمایه در گردش شاخصی است برای تشخیص درجه نقدینگی و عدم اعشار یک شرکت، به‌ویژه اگر در مقایسه با دیگر شاخص‌ها و نسبت‌های مالی به کار گرفته شود.

بدهی‌های جاری - دارایی‌های جاری = سرمایه در گردش خالص  
 جمع دارایی‌های شرکت = سرمایه در گردش ناخالص  
 در این پژوهش حجم معاملات، تعداد دفعات معاملات به‌عنوان متغیرهای وابسته در پژوهش انتخاب شده است و اطلاعات مربوط به آن‌ها از نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج می‌شود.

**حجم معاملات:** تعداد سهام معامله‌شده در یک بازه زمانی است و نشان‌دهنده قدرت نقدینگی یک سهم است. حجم معاملات برای هر شرکت در بازه‌های زمانی یک‌ساله از بانک‌های اطلاعاتی به‌دست آمده است.

**تعداد دفعات معاملات:** شامل تعداد معاملات یک سهم در بازه موردنظر است.



همچنین در این پژوهش اندازه شرکت یک متغیر کنترلی است، چراکه بین اندازه شرکت و سایر خصوصیات شرکت همبستگی وجود دارد هر چه اندازه شرکت بزرگتر باشد، میزان و حجم سرمایه در گردش شرکتها بیشتر است. از این رو باید اثرهای این متغیر در مدل‌های پژوهشی خنثی شود تا تأثیر سرمایه در گردش و شاخص‌های سنجش موفقیت به درستی اندازه‌گیری شود.

(حجم فروش خالص سالانه) = LN = اندازه شرکت

یک متغیر کنترلی دیگر در این پژوهش اهرم مالی است که با عملکرد شرکت همبستگی دارد این فرمول شاخص ساختار سرمایه است و نشان‌دهنده این است که برای تأمین دارایی‌های شرکت چقدر از بدهی استفاده شده است یکی از عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش، نسبت اهرمی است و ارتباط منفی معناداری با سرمایه در گردش دارد و هرچه، میزان نسبت بدهی بالاتر باشد سرمایه در گردش لازم برای عملیات روزمره سازمان کاهش می‌یابد.

$$\text{اهرم مالی} = \frac{\text{مجموع بدهی‌ها}}{\text{مجموع دارایی‌ها}}$$

#### ۴. روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و در بازار سرمایه کاربرد دارد و می‌توان یافته‌های پژوهش را تبدیل به عمل و کاربرد نمود. پژوهش حاضر از نظر نحوه‌ی اجرا توصیفی پیمایشی می‌باشد به دلیل این‌که متغیرها را آن‌گونه که هستند مورد مطالعه قرار می‌دهد و هدف آن توصیف شرایط و پدیده‌های مورد بررسی است؛ و همچنین این پژوهش از نظر منطق اجرا استقرایی است، زیرا بر اساس یافته‌های حاصل از مشاهده‌ها و تجارب قبلی، اقدام به ارائه الگو و فرضیه نموده است و این پژوهش در پی تعیین رابطه علت و معلولی بین متغیرها می‌باشد، به همین دلیل جزء پژوهش‌های علی است؛ و از نظر نوع داده‌ها کمی و روش تجزیه و تحلیل داده‌ها مدل‌های پانل دیتا می‌باشد که متغیرها را هم در میان مقاطع و هم در طول زمان اندازه‌گیری می‌کند. در این پژوهش از مدل‌های رگرسیونی پانل دیتا استفاده می‌شود. همچنین دوره زمانی از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان ۱۳۹۴ در نظر گرفته شده است. مباحث تئوریک این پژوهش از طریق مطالعات کتابخانه‌ای و بررسی سوابق و

مدارک موجود در رابطه با موضوع پژوهش، جمع‌آوری و از کتاب‌ها، پایان‌نامه‌ها، مجله‌های داخلی و خارجی معتبر مرتبط با موضوع پژوهش و اینترنت که منبع اطلاعاتی روز و علمی می‌باشد استفاده شده است. همچنین داده‌های موردنیاز برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از طریق مراجعه به سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و استفاده از صورت‌های مالی سالانه و یادداشت‌های توضیحی شرکت‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزارهای تلخیص‌کننده اطلاعات مالی شرکت‌ها مانند ره‌آورد نوین و دیگر داده‌های موردنیاز پژوهش از طریق مراجعه به هفته‌نامه‌ها، ماهنامه‌ها و سالنامه‌های منتشرشده توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۵ ساله (۱۳۹۴-۱۳۹۰) گردآوری و جهت محاسبه و ذخیره محاسبه‌های متغیرهای پژوهش از بانک اطلاعاتی اکسل و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار استیتما و ایویوز استفاده شده است. در این پژوهش، جامعه آماری موردنظر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در سال ۱۳۹۴ است که بالغ بر ۸۵۶ شرکت می‌باشد.

در پژوهش حاضر با استفاده از روش حذف سیستماتیک، ۱۴۲ شرکت به‌عنوان نمونه‌ی پژوهش مورد استفاده قرار گرفته‌اند.

## ۵. فرضیه‌ها

### فرضیه‌های اصلی

۱- سرمایه در گردش خالص بر شاخص‌های سنجش موفقیت (متغیرهای غیرمالی) شرکت‌ها تاثیر معناداری دارد.

۲- سرمایه در گردش ناخالص بر شاخص‌های سنجش موفقیت (متغیرهای غیرمالی) شرکت‌ها تاثیر معناداری دارد.

### فرضیه‌های فرعی

۱-۱- سرمایه در گردش خالص بر حجم معاملات تأثیر معناداری دارد.

۲-۱- سرمایه در گردش خالص بر تعداد دفعات معامله تأثیر معناداری دارد.

۱-۲- سرمایه در گردش ناخالص بر حجم معامله تأثیر معناداری دارد.

۲-۲- سرمایه در گردش ناخالص بر تعداد دفعات معامله تأثیر معناداری دارد

برای بررسی فرضیه‌های بالا از دو مدل زیر استفاده می‌شود:

مدل ۱:

$$TV_{it} = \alpha_{0it} + \alpha_{1it}WC_{it} + \alpha_{2it}WC.N_{it} - \alpha_{3it}LEV_{it} + \alpha_{4it}SIZ_{it} + U_{it}$$

مدل ۲:

$$NT_{it} = \alpha_{0it} + \alpha_{1it}WC_{it} + \alpha_{2it}WC.N_{it} - \alpha_{3it}LEV_{it} + \alpha_{4it}SIZ_{it} + U_{it}$$

مدل اول: بررسی تأثیر سرمایه در گردش خالص و سرمایه در گردش ناخالص بر حجم

معاملات

جدول ۲- ضرایب معادله رگرسیونی برای فرضیه اول و سوم

متغیر وابسته مدل: حجم معاملات (TV) : نتایج برآورد مدل لاجیت تابلویی به روش حداکثر راست‌نمایی (MLE)						
اثرات تصادفی			اثرات ثابت			
نسبت احتمال $\frac{dy}{dx}$ (اثر نهایی)	سطح معنی‌داری (Z)	ضریب	نسبت احتمال (اثر نهایی) $\frac{dy}{dx}$	سطح معنی‌داری (Z)	ضریب	نام متغیر
۰/۹۸۴۰۴	۰/۰۳۳	۰/۰۱۶۰۸	۰/۸۹۰۶	۰/۰۰۴	۰/۱۱۵۸	سرمایه در گردش خالص (WC.N)
۰/۲۶۶۴	۰/۳۸۲	۰/۲۳۶۲۲	۰/۴۶۵۸	۰/۰۹۵	۰/۷۶۳۷۹	سرمایه در گردش ناخالص (WC)
۰/۱۶۰۳	۰/۰۲۰	-۰/۱۴۸۷۴	۰/۹۳۲۴	۰/۰۲۳	-۰/۰۶۹۹	اهرم مالی (LEV)
۰/۰۵۳۰۳	۰/۰۰۹	۲/۹۳۶۷	۰/۳۵۶۹۸	۰/۰۴۹	۱۷/۷۴	اندازه شرکت (SIZE)
۱۵/۴۱	۱/۰۸	۲/۷۳۵۵	-	-	-	عرض از مبدأ
لگاریتم درست‌نمایی: -۲۴۵/۰۰۸۶			لگاریتم درست‌نمایی: -۴۴۶/۲۶			تعداد مقاطع: ۱۴۲ دوره زمانی: ۱۳۹۰-۱۳۹۴ تعداد مشاهدات: ۷۱۰

-مدل بر اساس اثرات ثابت:

$$TV_{it} = 0.1158WC.N_{it} - 0.0699_{3it}LEV_{it} + 17.74SIZ_{it}$$

-مدل بر اساس اثرات تصادفی:

$$TV_{it} = 0.01608WC.N_{it} - 0.14874LEV_{it} + 2.9367SIZ_{it}$$

با توجه به این که سطح معناداری آزمون Z برای متغیر سرمایه در گردش خالص در مدل اثرات ثابت برابر با ۰/۰۰۴ و در مدل اثرات تصادفی نیز ۰/۰۳۳ و کمتر از ۰/۰۵ می باشد نتیجه گرفته می شود که متغیر سرمایه در گردش خالص بر حجم معاملات سهام تأثیرگذار است از طرف دیگر با توجه به این که ضریب رگرسیونی متغیر، مثبت می باشد نشان از تأثیر مثبت و معنی دار این متغیر است و با توجه به این که سطح معناداری آزمون Z برای متغیر سرمایه در گردش ناخالص در مدل اثرات ثابت برابر با ۰/۰۹۵ و در مدل اثرات تصادفی نیز ۰/۳۸۲ که بیشتر از ۰/۰۵ می باشد نتیجه گرفته می شود متغیر سرمایه در گردش ناخالص بر حجم معاملات سهام بی تأثیر است. همچنین با توجه به این که سطح معناداری آزمون Z برای متغیر کنترل، اهرم مالی در مدل اثرات ثابت برابر با ۰/۰۲۳، و در مدل اثرات تصادفی نیز ۰/۰۲۰ و کمتر از ۰/۰۵ می باشد نتیجه گرفته می شود که متغیر اهرم مالی در معادله متغیری تأثیرگذار است و با توجه به ضریب متغیر که منفی می باشد نشان از تأثیر منفی متغیر اهرم مالی بر حجم معاملات می باشد، همچنین متغیر کنترل، اندازه شرکت در مدل اثرات ثابت برابر با ۰/۰۴۹ و در مدل تصادفی برابر ۰/۰۰۹ و کمتر از ۰/۰۵ می باشد و با توجه به ضریب رگرسیونی متغیر که مثبت شده نشان دهنده تأثیر مثبت و معنادار این متغیر می باشد.

مدل دوم: بررسی تأثیر سرمایه در گردش خالص و سرمایه در گردش ناخالص بر تعداد

دفعات معامله

جدول ۳- ضرایب معادله رگرسیونی برای فرضیه دوم و چهارم

متغیر وابسته مدل: تعداد دفعات معامله (NT) : نتایج برآورد مدل لاجیت تابلویی به روش حداکثر راست‌نمایی	
(MLE)	
اثرات ثابت	اثرات تصادفی

نسبت احتمال (اثر نهایی) $\frac{dy}{dx}$	سطح معنی داری (Z)	ضریب	نسبت احتمال (اثر نهایی) $\frac{dy}{dx}$	سطح معنی داری (Z)	ضریب	نام متغیر
۰/۹۶۷۷ ۰	۰/۰۰۶	۰/۰۳۲۷ ۰	۰/۹۴۰۴ ۰	۰/۰۰۱	۰/۰۶۱۴ ۰	سرمایه در گردش خالص (WCN)
۱/۹	۰/۰۲۰	۶۴۱۹۱ ۰/	۱/۶۳۷	۰/۴۹۶	۴۹۲۹۲ ۰/	سرمایه در گردش ناخالص (WC)
۰/۹۷۳۱ ۰	۰/۰۴	۰/۰۲۷۷ -۰	۰/۷۵۲۱ ۰	۰/۰۰۰	۰/۲۸۴۸ -۰	اهرم مالی (LEV)
۰/۰۰۹	۰/۰۱۲	۰/۰۰۶۲ ۴	۰/۰۰۰۱ ۰	۰/۰۳۳	۰/۱۳۶۵ ۹	اندازه شرکت (SIZE)
۹/۷۷۱	۰/۳۶۴	۰/۲۷۹۴ ۲	-	-	-	عرض از مبدأ
لگاریتم درست نمایی: ۴۵۵/۶۵۵-			لگاریتم درست نمایی: ۲۶۲/۵۷۱-			تعداد مقاطع: ۱۴۲ دوره زمانی: ۱۳۹۰-۱۳۹۴ تعداد مشاهدات: ۷۱۰

مدل بر اساس اثرات ثابت:

$$NT_{it} = 0.0614WC.N_{it} - 0.2848LEV_{it} + 9.1365SIZ_{it}$$

مدل بر اساس اثرات تصادفی:

$$NT_{it} = 0.0327WC.N_{it} + 0.64191WC_{it} - 0.0277LEV_{it} + 4.7062SIZ_{it}$$

با توجه به این که سطح معناداری آزمون Z برای متغیر سرمایه در گردش خالص در مدل اثرات ثابت برابر با ۰/۰۰۱ و در مدل اثرات تصادفی نیز ۰/۰۰۶ و کمتر از ۰/۰۵ می-

باشد نتیجه گرفته می‌شود که متغیر سرمایه در گردش خالص بر تعداد دفعات معامله سهام تأثیرگذار است از طرف دیگر با توجه به این که ضریب رگرسیونی متغیر مثبت شده، نشان‌دهنده تأثیر مثبت و معنی‌دار این متغیر است. با توجه به این که سطح معناداری آزمون Z برای متغیر سرمایه در گردش ناخالص در مدل اثرات ثابت برابر با ۰/۴۹۶ که بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد نتیجه گرفته می‌شود که متغیر سرمایه در گردش ناخالص بر دفعات معامله سهام بی‌تأثیر است.

همچنین با توجه به این که سطح معناداری آزمون Z برای متغیر کنترلی، اهرم مالی در مدل اثرات ثابت برابر با ۰ و در مدل اثرات تصادفی نیز ۰/۰۴ که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد نتیجه گرفته می‌شود که متغیر اهرم مالی در معادله متغیری تأثیرگذار است و با توجه به ضریب متغیر که منفی می‌باشد نشان از تأثیر منفی متغیر اهرم مالی بر حجم معاملات می‌باشد، همچنین متغیر کنترلی، اندازه شرکت در مدل اثرات ثابت برابر با ۰/۰۳۳ و در مدل تصادفی برابر ۰/۰۱۲ و کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد و با توجه به ضریب رگرسیونی مثبت متغیر نشان از تأثیر مثبت و معنادار این متغیر می‌باشد. در نتیجه متغیرهای کنترلی اهرم مالی و اندازه شرکت دو متغیر تأثیرگذار بر مدل می‌باشد.

## ۶. بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادات

با توجه به نتایج به دست آمده نتیجه گرفته شد که متغیر سرمایه در گردش خالص بر حجم معاملات سهام و دفعات انجام معامله تأثیر مثبت و معناداری دارد طبق نتایج پژوهش وجود مناسب سرمایه در گردش می‌تواند شرکت‌ها را در جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و تشویق آن‌ها به سرمایه‌گذاری کمک کند. سرمایه در گردش خالص متغیری است که مدیران شرکت‌ها با دانستن نقش و کاربرد مهم آن، می‌توانند نقشی در تبیین بهبود عملکرد و رسیدن به موفقیت شرکت ایفا کنند... نتایج نشان‌دهنده وجود یک سطح بهینه از سرمایه در گردش است که شرکت‌هایی که به این سطح بهینه می‌رسند، با افزایش یا کاهش سرمایه در گردش وضعیت سهام و کارایی بهبود یافته و منجر به موفقیت در بازار سهام گردند. بسیاری از سرمایه‌گذاران همواره به دنبال این موضوع می‌باشند که انتخاب سرمایه در گردش در کدام شرکت‌ها بیشتر بر موفقیت شرکت تأثیرگذار خواهد بود. دلیل این امر نیز می‌تواند استفاده از سرمایه در گردش زیاد در جنبه‌های متفاوت تولید و یا سرمایه‌گذاری جستجو

کرد که باعث افزایش حجم معاملات و دفعات معامله می‌گردد. روان شدن معاملات یکی از اهداف مدیران شرکت‌ها می‌باشد و به نظر می‌رسد که شرکت‌ها با میزان مناسب سرمایه در گردش موجب افزایش در حجم معامله و دفعات معامله نیز شود، به خاطر اینکه علاقه سرمایه‌گذاران به انجام معامله در زمانی که شرکت‌ها میزان درستی از دارایی‌ها و بدهی‌ها دارد، افزایش می‌یابد و نتایج نشان می‌دهد که سرمایه در گردش خالص باعث ایجاد انگیزه در سرمایه‌گذاران برای انجام معامله شده است و بر دفعات و حجم معاملات بازار سهام تأثیر معنی‌دار داشته است.

و با توجه به این که سطح معناداری آزمون Z برای متغیر سرمایه در گردش ناخالص در مدل اول و دوم بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد نشان می‌دهد که سرمایه در گردش ناخالص شرکت‌ها تأثیری بر تصمیم سرمایه‌گذاری ندارد و بدون توجه به سرمایه در گردش ناخالص، سرمایه‌گذاری در سهام انجام می‌شود. سطح حساسیت تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی برای سهامداران بورس اوراق بهادار تهران به میزانی نیست که مانده سرمایه در گردش ناخالص را در تصمیم‌گیری خود وارد کنند که این مسئله می‌تواند به دلیل آگاهی کم سرمایه‌گذاران، عوامل فرهنگی یا شرایط خاص و غیرطبیعی اقتصاد باشد. با توجه به اینکه حجم دارایی‌ها، به‌نوعی نشان‌دهنده انجام سرمایه‌گذاری در شرکت می‌باشد، می‌توان انتظار داشت که در سال‌های آینده شرکت بتواند بازده مناسبی از این دارایی‌ها به دست آورد و همین انتظار در ارزش‌گذاری‌ها سرمایه‌گذاران مؤثر باشد که سبب ایجاد افزایش حجم معاملات و تعداد دفعات معامله شود. در واقع انتظار می‌رفت، افزایش در سرمایه در گردش ناخالص (دارایی‌ها) شرکت بیانگر این مطلب باشد که بر روی متغیرهای نشان‌دهنده موفقیت تأثیر مثبت و در جهت سودآوری شرکت حرکت کند، اما نکته مهم این است که با شناخت دارایی‌ها و عوامل افزایش‌دهنده آن می‌توان درک بهتری از میزان افزایش سرمایه در گردش ناخالص داشت و با بررسی آن‌ها متوجه شد که چه میزان از این افزایش توانایی ایجاد موفقیت را دارند و چه مقدار از آن به دلیل نوع کاربرد اصول و روش‌ها ایجاد شده است. طبق نتایج پژوهش سرمایه در گردش ناخالص بر روی تصمیم‌های سرمایه‌گذاران تأثیری نداشته، بنابراین موجب افزایش یا کاهش حجم و تعداد دفعات معامله نخواهد شد دلیل این امر شاید ناشی از به‌کارگیری روش‌های حسابداری در شناسایی دارایی‌ها و تجدید ارزیابی و مستهلک نمودن دارایی‌ها و ناآشنا بودن سرمایه‌گذاران با این روش‌ها

باشند بنابراین در هنگام تصمیم‌گیری به آن توجه ندارند؛ و با توجه به این مسئله که متغیر مستقل و وابسته در این پژوهش در پژوهشی دیگری با یکدیگر مورد تجزیه و تحلیل قرار نگرفته است امکان مقایسه وجود ندارد. مدیران مالی می‌توانند با استفاده از دارایی‌های شرکت که در دسترس دارند و با توجه به شرایط شرکت و اقتصاد کلان کشور از فرصت‌های رقابتی برای پیشبرد اهداف خود و افزایش موفقیت شرکت استفاده کنند. اگر شرکت سعی نماید روند یکنواختی را در سرمایه در گردش به کار گیرد، این عمل باعث جذب سهامدار می‌شود که مدیران مالی باید به این نکته مهم توجه کنند که نوسان زیاد در سرمایه در گردش طی سال‌های شرکت باعث عدم اطمینان سهامداران می‌شود و کاهش حجم معاملات سهام می‌شود.

به همه سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود که در تصمیم‌گیری‌های خود برای خرید و فروش سهام شرکت‌ها، علاوه بر بررسی سایر موارد، حجم معاملات سهام و تعداد دفعات معاملات سهام را نیز بررسی نمایند، زیرا وجود حجم معاملات سهام کم و همچنین تعداد دفعات معاملات سهام کم، احتمالاً این موضوع را مخبره می‌کند که شرکت از وضعیت نامناسبی برخوردار بوده و جهت افزایش دقت تصمیم‌گیری نیاز به بررسی بیشتر منابع اطلاعاتی است، همچنین با عنایت به افزایش توجه سازمان بورس به توسعه شرکت‌های بورسی، افزایش تعداد سهامداران و نظارت بر کم‌وکیف معاملات این شرکت‌ها و حذف شرکت‌های زیان‌ده به منظور روان‌سازی معاملات در بازار بورس تهران ضروری به نظر می‌رسد. تعیین حد بهینه و مطلوب دارایی‌ها برای شرکت‌ها لازم و ضروری است. بهینه‌سازی مانده سرمایه در گردش به معنی حداقل کردن سرمایه در گردش مورد نیاز و حداکثر کردن درآمد است و اگر شرکت دچار مازاد و یا کمبود سرمایه در گردش باشد و طی سال‌های عمر شرکت نوسان زیادی در نسبت سرمایه در گردش وجود داشته باشد، این نوسان‌ها برای شرکت مطلوب نیست، بنابراین به کلیه پژوهشگران و علاقه‌مندان جهت پژوهش، پیشنهاد می‌شود که هنگام بررسی اطلاعات، ارقام ترازنامه‌ای را مورد بررسی قرار داده و به سرمایه در گردش به‌عنوان عامل تأثیرگذار بر حجم معاملات و تعداد دفعات معاملات به‌عنوان متغیر مؤثر بر این متغیرها در نظر بگیرند؛ و با توجه به اینکه سهامداران نسبت به نوسانات حجم معاملات در بازار سهام واکنش نشان می‌دهند بهتر



است سازمان بورس اوراق بهادار تهران شفافیت اطلاعاتی بیشتری در رابطه با علت این‌گونه نوسانات در اختیار داشته باشد.

### منابع

۱. انصاری، منوچهر. مردانی، ایوب. رحمانی یوشانلوئی، حسین. دانیالی ده‌حوض، محمود. (۱۳۹۰). «معیارهای مالی و غیرمالی ارزیابی عملکرد بر رضایت شغلی از دیدگاه کارکنان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۸، شماره ۶۳، صص ۱-۲۰.
۲. بهارمقدم، مهدی. یزدی، زینب. یزدی، سمیه. (۱۳۹۰). «بررسی اثرات مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». مجله حسابداری مدیریت، دوره ۴، شماره ۱۰، صص ۷۵-۶۳.
۳. ستایش، محمدحسین. منصور، امید. (۱۳۸۹). «بررسی ارتباط بین سرمایه در گردش و اجزای مختلف سود حسابداری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». پژوهش‌نامه حسابداری مالی و حسابرسی.
۴. سهیلی، حسین. شمسی، خداداد. (۱۳۹۵). «ارتباط بین سیاست سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایگاه سیولیکا.
۵. فرمان‌آرا، امید. عارف‌نژاد، میثم. جعفری، محبوبه. (۱۳۹۵). «تأثیر مدیریت سرمایه در گردش و اهرم مالی بر سودآوری برخی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه اقتصاد مالی و توسعه، سال ۱۰، شماره ۳۴.
۶. طالب‌نیا، قدرت‌اله. زارع نیکو پروریزدی، محمود. (۱۳۸۹). «بررسی تأثیر متغیرهای مالی شرکت‌ها بر حجم معاملات آن‌ها در بورس اوراق بهادار تهران». تحقیقات مالی، دوره ۱۲، شماره ۲۹، صص ۷۹-۹۸.
۷. ختن‌لو، محسن. (۱۳۸۴). «بررسی مقایسه‌ای رتبه‌بندی شرکت‌ها بر اساس نسبت‌های سودآوری و شاخص‌های بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، رشته حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس.
۸. مشایخ، شهناز. نوروزی، سونا، قشقایی، فاطمه. (۱۳۹۵). «تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد نگهدارش شده بر رابطه بین بازدهی و سرمایه در گردش». فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی.

۹. مهرانی، ساسان. مهرانی، کاوه، کرمی، غلامرضا. (۱۳۸۳). «استفاده از اطلاعات تاریخی مالی و غیرمالی جهت تفکیک شرکت‌های موفق از ناموفق». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی سال ۱۱، شماره ۳۸، صص ۷۷-۹۲.

۱۰. نوروش، ایرج. ذاکری، حامد. سلامی، حامد. (۱۳۸۹). «رتبه‌بندی شاخص‌های سنجش شرکت‌های موفق (ارائه رویکردی در انتخاب روش تصمیم‌گیری چند شاخصه‌ی مناسب)»، توسعه کارآفرینی، سال دوم، ۱۶۳-۱۴۱.

11. Besley, Scott and R. L. Meyer, (1987), "An Empirical Investigation of Factors Affecting the Cash Conversion Cycle", Las Vegas Nevada.
12. Kesseven, Padachi (2006), "Trends in Working Capital Management and Its Impact on Firms' Performance: An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms", International Review of Business Research Papers, Vol.2 No. 2. October, 45 -58.
13. Ramachandran, A. and Janairaman, M.,(2009), "The Relationship between Working Capital Management Efficiency and ebit", Managing Global Transitions, vol 7,No1, 61-74.
14. Smith K., (1980), "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.
15. .samiloglu, f. and .demirnes ,k. 2008, "The Effect Of Working Capital Management On Firm Profitability: Evidence From Turkey" The Internation Journal of Applied Economics and Finance.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی