

## بررسی اثر ویژگی‌های خاص شرکتها بر مدیریت سرمایه در گردش\*

مهدی بهارمقدم  
دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان  
وحید محمدرضاخانی  
مدرس گروه حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان  
رحمت‌اله هوشمند زعفرانیه  
کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه باهنر کرمان

**چکیده:** هدف این تحقیق بررسی اثر ویژگی‌های خاص شرکتها بر مدیریت سرمایه در گردش است. در این راستا، اثر متغیرهای نسبت جاری، نسبت آنی و رشد فروش نیز کنترل شد. به منظور اندازه‌گیری مدیریت سرمایه در گردش از معیار چرخه‌ی تبدیل وجه نقد و برای ویژگی‌های خاص شرکتها از متغیرهای فرصت‌های رشد، سودآوری، ساختار سرمایه، جریان نقد عملیاتی استفاده شده است. داده‌های مورد استفاده شامل نمونه‌ای مرکب از ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق نشان می‌دهد که بین فرصت‌های رشد و جریان نقد عملیاتی با مدیریت سرمایه در گردش ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. همچنین، بین ساختار سرمایه با مدیریت سرمایه در گردش ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. علاوه بر این، نتایج نشان داد که بین سودآوری و چرخه‌ی تبدیل به نقد ارتباط معناداری وجود ندارد.

**واژگان کلیدی:** مدیریت سرمایه در گردش، فرصت‌های رشد، سودآوری، ساختار سرمایه، جریان نقد عملیاتی.

\* تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۰۷/۱۲ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۳۹۱/۰۹/۲۵

نشانی پست الکترونیکی نویسنده‌ی مسؤؤل (مهدی بهار مقدم): M.bahar330@yahoo.com

## ۱- مقدمه

در فضای اقتصاد چالشی که سازمان‌های بین‌المللی راه‌های جدیدی را برای رشد و بهبود عملکرد مالی و کاهش ریسک جستجو می‌کنند، سرمایه در گردش به عنوان منبعی مهم برای بهبود عملکرد مالی به شمار می‌آید. با این اوصاف مدیریت سرمایه در گردش فعال، نیاز اساسی توانایی سازمان برای سازگاری در اقتصاد پرچالش است. هدف مدیریت سرمایه در گردش برقراری تعادل حساس بین حفظ نقدینگی برای پشتیبانی از عملیات روزانه و حداکثر سازی فرصت‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت است. فیلیک و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) با اشاره به کاهش در قیمت سهام شرکت آمازون دات کام<sup>۲</sup> در اواسط سال ۲۰۰۰، مدیریت سرمایه در گردش کارا را کلیدی برای رسیدن به جریان نقدی سالم می‌دانند. همچنین، آن‌ها بر این عقیده‌اند شرکت‌هایی که دارای استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش ضعیف هستند به مرور زمان مزایای رقابتی و انعطاف پذیری خود را از دست می‌دهند.

مدیریت سرمایه در گردش بر اساس مکانیزم‌های مدیریت عناصر زنجیره‌ی تأمین نیز از اهمیت به سزایی برخوردار است. سرمایه در گردش شرکت مجموعه مبالغی است که در دارایی‌های جاری سرمایه‌گذاری می‌شود. 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. با وجود اهمیت زیاد سرمایه در گردش برای سازمان‌ها، ادبیات سازمانی به طور سنتی بر روی مطالعه‌ی تصمیمات مالی بلندمدت متمرکز است و پژوهشگران نیز بیشتر به مطالعه در زمینه‌ی تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری، ساختار سرمایه، تقسیم سود، ارزشیابی سازمان و موارد مشابه پرداخته‌اند.

بیشتر مطالعات قبلی در مورد سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت تمرکز داشته‌اند. با این حال مطالعات تجربی بیانگر وجود عوامل مؤثر دیگری مانند ویژگی‌های شرکت، شاخص‌های تجاری و صنعت بر مدیریت سرمایه در گردش است. بررسی عوامل شاخص و عمده‌ای مانند ساختار سرمایه، فرصت‌های رشد، رشد فروش، سودآوری و جریان وجوه نقد عملیاتی شرکت بر مدیریت سرمایه در گردش از اهمیت قابل توجهی برخوردار است. با توجه به اهمیت موضوع، این تحقیق در پی پاسخ به این سؤال است که ویژگی‌های خاص شرکت چه اثری بر مدیریت سرمایه در گردش دارند.

## ۲- چارچوب نظری و پیشینه تحقیق

### ۲-۱- چارچوب نظری تحقیق

مدیریت سرمایه در گردش، با سودآوری و نقدینگی مرتبط است و برای حفظ منافع ذینفعان بر مدیریت سودآوری و نقدینگی واحد انتفاعی تأکید دارد. برای رسیدن به مدیریت سرمایه در گردش بهینه، مدیر واحد انتفاعی باید بین حداکثر سودآوری و قدرت نقدینگی توازن ایجاد نماید. مدیریت صحیح سرمایه در گردش، شرکت را در وضعیت بهتری از نظر اخذ وام و نحوه دسترسی به اعتبار کوتاه مدت قرار می‌دهد.

سرمایه در گردش را با معیارها و مؤلفه‌های مختلفی می‌سنجند. چرخه‌ی تبدیل وجه نقد مؤلفه‌ی اصلی مدیریت سرمایه در گردش به حساب می‌آید و بیانگر مدت زمانی است که شرکت منابع ناشی از فعالیت‌ها را به وجه نقد تبدیل می‌کند. چرخه‌ی تبدیل وجه نقد در برگیرنده‌ی مدت زمان وصول مطالبات، مدت زمان نگهداری موجودی کالا و مدت زمان پرداخت حسابهای پرداختی است. مدت زمان وصول مطالبات برابر میانگین تعداد روزهایی است که شرکت مطالبات خود را از مشتریانش جمع‌آوری می‌کند. طبق نظر لانگ و همکاران<sup>۳</sup> (۱۹۹۳) معاملات اعتباری و فروش‌های نسبی، وسیله‌ای برای جذب مشتریان جدید است. همچنین، بسیاری از شرکت‌ها در تلاش هستند تا استانداردهای اعتباری خود را در جهت جذب مشتریان جدید تغییر دهند. علاوه بر این، اعطای امتیازات به مشتریان باعث تحریک فروش می‌شود چرا که به مشتریان اجازه 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 تأثیر مهمی بر روی سودآوری شرکت و در نتیجه ارزش آن داشته باشد.

وجود منابع مالی مازاد در شرکت ارزشمند تلقی می‌شود؛ زیرا در این حالت این اطمینان وجود دارد که برای سرمایه‌گذاری در فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآوری که ممکن است شرکت با آن رو به رو شود، منابع مالی قابل دسترسی در اختیار داشته باشد (برلی و مایرز، ۲۰۰۳). این امر خصوصاً در مورد شرکتهایی که فرصتهای رشد زیادی دارند، بسیار با اهمیت است. از طرفی در این شرکت‌ها افزایش سودآوری نیازمند حفظ سطح نقدینگی است. برای دستیابی به منابع مالی قابل دسترس برای حفظ سطح نقدینگی، شرکت‌ها باید دوره‌ی چرخه‌ی تبدیل وجه نقد کوتاه‌تری داشته باشند. با این وجود، در صورتی که

شرکت مقدار زیادی از منابع خود را به صورت وجوه نقد و شبه نقد نگهداری کند، این امکان وجود دارد که مدیریت وجوه نقد اضافی را در کارهای غیر مولد به کار گیرد. از نقطه نظر محققان، شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالقوه تمایل به تولید و حفظ سطح نقدینگی دارند. کیم و همکاران<sup>۴</sup> (۱۹۹۸) نشان دادند که بین نقدینگی و نرخ رشد فعالیتهای اقتصادی آینده شرکت ارتباط مثبتی وجود دارد. شواهد تجربی جنگ رن و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۰۶) نشان داد که بین مدیریت سرمایه در گردش و سن شرکت (به عنوان نماینده‌ی فرصت‌های رشد شرکت) ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

شرکت زمانی که به فعالیتهای عملیاتی می‌پردازد باید تعادل بین نقدینگی و سوددهی را حفظ کند. نقدینگی پیش شرطی است که تضمین می‌کند، شرکت قادر به برآورده کردن نیازهای خود است. در واقع نقدینگی از یک جریان دائمی در زمینه تداوم فعالیت شرکت خبر می‌دهد. شرکت‌های با سودآوری بالا تمایل به داشتن چرخه‌ی تبدیل وجه نقد کوتاه‌تری نسبت به شرکت‌های با سودآوری پایین دارند (جوز و همکاران، ۱۹۹۶). شواهد مطالعه الجلی<sup>۶</sup> (۲۰۰۴) نشان داد که بین سطح نقدینگی و سودآوری در شرکت‌های با چرخه تبدیل وجه نقد طولانی‌تر، ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.

از دیگر عواملی که بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت می‌تواند مؤثر باشد، ساختار سرمایه‌ی شرکت است. عقیده‌ی عمومی این است که هرگاه شرکت بتواند وجوهی را که از طریق استقراض کسب کرده با نرخ بالاتری سرمایه‌گذاری کند با افزایش میزان اهرم مالی بازدهی بیشتری نسبت به بهره پرداختی کسب می‌کند.

نسبت بدهی بالا به این معنی است که منابع مالی داخلی شرکت کم است و شرکت نیاز به منابع مالی خارجی برای تأمین مالی عملیات دارد. این شرکتها نیاز به جریان وجه نقد بیشتری به منظور بازپرداخت بدهیها یا تجدید آنها دارند (جنگ رن و همکاران<sup>۷</sup> ۲۰۰۶). چپو و چنگ<sup>۷</sup> (۲۰۰۶) شواهدی در رابطه با عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش، دال بر ارتباط منفی معناداری بین نسبت بدهی با تراز نقدینگی خالص و نیازمندی‌های سرمایه در گردش نشان دادند. به عبارتی، هر چه میزان نسبت بدهی بالاتر باشد میزان سرمایه در گردش لازم برای عملیات روزمره‌ی سازمان کاهش می‌یابد.

یکی دیگر از متغیرهای تأثیرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش، جریان وجوه نقد عملیاتی است. در حال حاضر تغییر در جریان وجوه نقد عملیاتی به عنوان منبع و سرچشمه‌ی وجوه نقد شرکتها، تأثیر بسزایی بر روی ساختار دارایی و سرمایه از جمله وجوه نقد نگهداری شده، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی خارجی دارد؛ به گونه‌ای که افزایش در وجوه نقد شرکتها، در کوتاه‌مدت موجب افزایش پس‌انداز و کاهش تأمین مالی

خارجی و در بلند مدت افزایش سرمایه‌گذاری و تأمین مالی خارجی می‌شود. شرکت‌هایی که چرخه‌ی تبدیل وجه نقد کوتاه‌تری دارند، بدلیل برگشت سریع منابع مالی به شرکت گردش وجوه نقد عملیاتی بیشتری دارند. بنابراین، شرکت‌های با چرخه‌ی تبدیل وجه نقد کوتاه‌تر، گردش وجوه نقد بیشتری دارند و یک رابطه‌ی منفی بین چرخه‌ی تبدیل وجه نقد و جریان وجوه نقد عملیاتی وجود دارد (ماس و استین، ۱۹۹۳). چپو و چنگ (۲۰۰۶) در مطالعه‌ی اثر جریان نقدی عملیاتی بر روی مدیریت سرمایه در گردش دریافتند که جریان نقدی عملیاتی ارتباط منفی و معناداری با مدیریت سرمایه در گردش سازمان دارد.

## ۲-۲- پیشنهادی تحقیق

هیون هان و سون<sup>۱۰</sup> (۱۹۹۸) در مطالعه‌ای به بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش کارا و سودآوری پرداختند. آنها چرخه‌ی تبدیل وجه نقد را به عنوان معیار مدیریت سرمایه در گردش و بازده داراییها و بازده فروش به عنوان معیار سودآوری در نظر گرفتند. نتایج تحقیق آنها بیانگر ارتباط منفی بین چرخه‌ی تبدیل وجه نقد و سودآوری است، آنها نشان دادند شرکت‌هایی که شامل دوره‌ی چرخه‌ی تبدیل وجه نقد کوتاه‌تری هستند، سودآوری بیشتری دارند. وانگ (۲۰۰۲) نیز نمونه‌ای از شرکت‌های تایوانی و ژاپنی را طی دوره‌ی ۱۹۸۵-۱۹۹۶ مورد بررسی قرار داد و نشان دادند با کوتاه‌تر شدن چرخه‌ی نقدینگی، عملکرد عملیاتی بهتر شده است.

دی لوف<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۳) به بررسی رابطه‌ی بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌های بلژیکی در دوره زمانی ۱۹۹۲-۱۹۹۶ پرداخت، در این تحقیق چرخه‌ی تبدیل وجه نقد به عنوان معیار سرمایه در گردش در نظر گرفته شد. نتایج تحقیق بیانگر ارتباط منفی بین چرخه‌ی تبدیل وجه نقد و سودآوری بود. لاپلند و موسوی (۲۰۰۶) تحقیقات خود را بر روی شرکت‌های بزرگ در ایالات متحده برای دوره‌ی زمانی ۱۹۹۰-۲۰۰۴ و با استفاده از داده‌های تابلویی انجام دادند، نتایج تحقیق آنها بیانگر ارتباط مثبت و معناداری بین اندازه‌ی شرکت و رشد فروش با مدیریت سرمایه در گردش است.

جنگ‌رن و همکاران (۲۰۰۶) عوامل اثرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش را در شرکت‌های تایوانی شناسایی کردند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که سودآوری، گردش وجوه نقد، اندازه‌ی شرکت، رشد فروش و نسبت بدهی عوامل اثرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش هستند. چپو و چنگ (۲۰۰۶) عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش را در

شرکتهای امریکایی در دوره زمانی ۲۰۰۴-۱۹۹۶ را بررسی نمودند. نتایج این مطالعه نشان داد که نسبت بدهی و گردش وجوه نقد عملیاتی اثر منفی و اندازه‌ی شرکت اثر مثبت بر سرمایه در گردش دارند، همچنین چرخه‌ی تجاری، صنعت و رشد فروش تأثیری بر سرمایه در گردش ندارند.

اویار<sup>۹</sup> (۲۰۰۹) نیز اثر اندازه‌ی شرکت و سودآوری را بر مدیریت سرمایه در گردش در شرکتهای تایوانی مورد بررسی قرار داد. نتایج این مطالعه ارتباط منفی بین اندازه و سودآوری با چرخه‌ی تبدیل وجه نقد را نشان دادند. نیلسون<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۰) در تحقیقی اثر ویژگیهای خاص شرکت‌ها را بر مدیریت سرمایه در گردش در شرکتهای سوئدی بررسی نمود. وی از شاخص چرخه‌ی تبدیل وجه نقد به عنوان معیار مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری، گردش وجوه نقد عملیاتی، اندازه‌ی شرکت، رشد فروش، نسبت جاری، نسبت آنی و نسبت بدهی به عنوان ویژگیهای خاص شرکتها، استفاده کردند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که از بین ویژگیهای خاص شرکت فقط سودآوری، گردش وجوه نقد عملیاتی، اندازه‌ی شرکت و رشد فروش بر مدیریت سرمایه در گردش تأثیرگذار هستند. همچنین، نتایج ارتباط مثبت و معنادار بین سودآوری و مدیریت سرمایه در گردش و ارتباط منفی و معناداری بین اندازه‌ی شرکت، رشد فروش و گردش وجوه نقد عملیاتی با مدیریت سرمایه در گردش را نشان دادند.

صغیر و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کراچی طی دوره زمانی ۲۰۰۱ الی ۲۰۰۶ پرداختند. در این پژوهش، از بازده دارایی‌ها به عنوان معیار اندازه‌گیری عملکرد شرکت و از چرخه‌ی تبدیل وجه نقد و اجزای تشکیل دهنده آن به عنوان معیارهای مدیریت سرمایه در گردش استفاده شده بود. یافته‌های آنان حاکی از وجود ارتباط منفی معناداری بین سودآوری و چرخه‌ی تبدیل وجه نقد بود. اوگاندیپ و همکاران (۲۰۱۲) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد و ارزش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیجریه طی سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۹ پرداختند. نتایج مطالعه آنان نشان داد که ارتباط منفی و معناداری بین چرخه‌ی تبدیل وجه نقد و ارزش بازار و عملکرد شرکت وجود دارد. همچنین، یافته‌های آنان نشان داد که نسبت بدهی ارتباط مثبتی با ارزش بازار و ارتباط منفی با عملکرد شرکت دارد.

ستایش و همکاران (۱۳۸۷) با بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که ارتباط منفی و معنادار بین چرخه‌ی تبدیل وجه نقد، دوره‌ی وصول مطالبات و دوره‌ی گردش موجودی‌ها با

سودآوری وجود دارد. محمدی (۱۳۸۸) در مطالعه‌ای تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌ها در جامعه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره‌ی زمانی ۱۳۷۵ تا ۱۳۸۴ را مورد بررسی قرار داد. نتایج حاکی از آن بود که بین سودآوری و چرخه‌ی تبدیل به وجه نقد و اجزای تشکیل دهنده آن ارتباط منفی معناداری وجود دارد.

ایزدی نیا و تاکی (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر قابلیت سوددهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند، نتایج پژوهش آنان نشان داد که بین چرخه‌ی تبدیل به وجه و بازده دارایی‌ها رابطه‌ی منفی و معناداری وجود دارد. همچنین، سرمایه گذاری بالا در موجودی کالا و حساب‌های دریافتی منجر به پایین آمدن سوددهی می‌شود. پورحیدری و هوشمند (۱۳۹۱) با بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد و ارزش بازار شرکت‌های ایرانی، نشان دادند که بین چرخه‌ی تبدیل وجه نقد با عملکرد و ارزش بازار شرکت ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.

هدف اصلی این تحقیق بررسی تأثیر ویژگی‌های خاص شرکت‌ها بر مدیریت سرمایه در گردش است. در راستای دست‌یابی به این هدف فرضیه‌های زیر مطرح شده است:

فرضیه ۱: بین فرصت‌های رشد و چرخه‌ی تبدیل وجه نقد رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲: بین سودآوری و چرخه‌ی تبدیل وجه نقد رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه ۳: بین ساختار سرمایه و چرخه‌ی تبدیل وجه نقد رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه ۴: بین جریان نقد عملیاتی و چرخه‌ی تبدیل وجه نقد رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

### ۳- روش‌شناسی تحقیق

این تحقیق از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت، پس‌رویدادی است. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ی تحقیق، از الگوی رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده‌است. به منظور انجام پژوهش، اطلاعات و داده‌های کمی مورد نیاز از صورتهای مالی حسابرسی شده شرکتها، سایر گزارشات مالی آنها و بانکهای اطلاعاتی تدبیر پرداز و ره آورد نوین استخراج شده است.

### ۳-۱- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق، شرکتهای پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران در سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ است. نمونه آماری در این تحقیق با استفاده از روش حذفی و با اعمال شرایطی انتخاب شده است. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد؛ شرکت قبل از سال آغاز قلمرو زمانی تحقیق، در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد؛ اطلاعات مورد نیاز در رابطه با اینگونه شرکت‌ها در محدوده قلمرو زمانی تحقیق، در دسترس باشد؛ شرکت‌ها جزء بانکها و مؤسسات مالی نباشند، زیرا ماهیت آنها متفاوت از شرکتهای تولیدی است. در نهایت با توجه به معیارهای ذکر شده، ۸۰ شرکت واجد شرایط به عنوان نمونه انتخاب شدند.

### ۳-۲- متغیرهای تحقیق

#### ۳-۲-۱- متغیر وابسته و شیوه محاسبه آن

در این پژوهش متغیر وابسته مدیریت سرمایه در گردش است. همانند ریمو و پاننین<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۰) و اوگاندپ و همکاران<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۲) برای اندازه‌گیری مدیریت سرمایه در گردش از معیار چرخه تبدیل وجه نقد استفاده می‌شود. چرخه تبدیل وجه نقد، مدت زمان بین پرداخت‌های نقدی برای خرید مواد خام و وصول مطالبات مربوط به فروش کالا است که به عنوان معیار جامعی از مدیریت سرمایه در گردش در نظر گرفته می‌شود. چرخه تبدیل وجه نقد بزرگ‌تر نشان دهنده زمان بیشتر بین خروج وجه نقد از شرکت و بازیافت آن است. در پژوهش حاضر این متغیر از تفاضل مجموع دوره وصول مطالبات و دوره گردش موجودی کالا با دوره پرداخت حساب‌های پرداختی بدست می‌آید.

#### ۳-۲-۲- متغیرهای مستقل و شیوه محاسبه آنها

در این تحقیق از ویژگی‌های خاص شرکتها شامل فرصت‌های رشد، سودآوری، ساختار سرمایه و جریان نقدی عملیاتی به عنوان متغیرهای مستقل استفاده شده است که در ادامه به تشریح آنها پرداخته شده است.



فرصتهای رشد: از نقطه نظر محققان، شرکتهای با فرصتهای سرمایه‌گذاری بالقوه‌ی تمایل به تولید و حفظ سطح نقدینگی دارند. در این تحقیق به منظور سنجش اثر فرصت-های رشد شرکت بر مدیریت سرمایه در گردش، از لگاریتم طبیعی کیوتوبین (Q-Tobin's) استفاده شده است.

سودآوری: بازده دارایی‌ها نشان دهنده‌ی میزان استفاده از دارایی‌ها در ایجاد سودآوری برای شرکت است. در این تحقیق نیز همانند ریمو و پانبنین (۲۰۱۰)، به منظور شناخت بهتر تأثیر سودآوری بر مدیریت سرمایه در گردش از نسبت بازده دارایی‌ها (ROA) استفاده شده است. نسبت بازده دارایی‌ها از تقسیم سود خالص بر مجموع دارایی‌های شرکت بدست می‌آید.

ساختار سرمایه: عقیده‌ی عمومی این است که هرگاه شرکت بتواند وجوهی را که از طریق استقراض کسب کرده با نرخ بالاتری سرمایه‌گذاری کند، با افزایش میزان اهرم مالی بازدهی بیشتری کسب می‌کند. نسبت بدهی بالا به این معنی است که منابع مالی داخلی شرکت کم است و شرکت نیاز به منابع مالی خارجی برای تأمین مالی عملیات دارد. این شرکت‌ها نیاز به جریان وجه نقد بیشتری به منظور بازپرداخت بدهی‌ها یا تجدید آنها دارند. در این تحقیق نیز مشابه با تحقیقات ریمو و پانبنین (۲۰۱۰)، دلوف (۲۰۰۳)، لازاریدیس و تریفانیدس (۲۰۰۶)، ساختار سرمایه از تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها بدست آمده است.

جریان‌ات نقدی عملیاتی: بر اساس مبانی نظری، شرکت‌هایی که چرخه‌ی تبدیل وجه نقد کوتاه‌تری دارند، بدلیل برگشت سریع منابع مالی به شرکت، گردش وجوه نقد عملیاتی بیشتری دارند. بنابراین، شرکت‌های با چرخه‌ی تبدیل وجه نقد کوتاه‌تر، گردش جریان وجوه نقد عملیاتی بیشتری دارند. در این تحقیق، جریان وجوه نقد عملیاتی از صورت جریان وجوه نقد شرکتها استخراج شده است. ضمناً برای مقایسه‌پذیری این متغیر با ارزش بازار پایان دوره همگن شده است.

### ۳-۲-۳- متغیرهای کنترلی

در این تحقیق رشد فروش، نسبت جاری و نسبت آنی به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است. با توجه به اینکه متغیر رشد فروش طبق تحقیقات صورت گرفته توسط ریمو و پانبنین (۲۰۱۰) و دی لوف (۲۰۰۳) در زمینه مدیریت سرمایه در گردش

یکی از متغیرهای اثر گذار بر مدیریت سرمایه در گردش است، در این تحقیق نیز این متغیر به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است. متغیرهای رشد فروش از تقسیم تفاضل فروش خالص سال جاری و سال قبل بر فروش سال قبل بدست می‌آید. نسبت جاری از طریق تقسیم دارایی جاری بر بدهی‌های جاری و نسبت آنی از تقسیم دارایی جاری منهای موجودی کالا بر بدهی‌های جاری محاسبه شده است.

### ۳-۳- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. مدل رگرسیون مورد استفاده به شرح مدل شماره (۱) است.

(۱)

$$CCC_{it} = \alpha + \beta_1 QTobin_{it} + \beta_2 PROFIT_{it} + \beta_3 DEBT_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 CR_{it} + \beta_6 QR_{it} + \beta_7 GRS_{it}$$

### ۳-۴- تجزیه و تحلیل نتایج

#### ۳-۴-۱- آمار توصیفی

آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرها در نگاره‌ی (۱) ارائه شده است. آماره‌های توصیفی مربوط به ۸۰ شرکت نمونه طی دوره ۶ ساله (ابتدای سال ۱۳۸۴ تا انتهای سال ۱۳۸۹) هستند. همانطور که در نگاره‌ی (۱) مشاهده می‌شود، مقدار میانگین متغیر سودآوری (۳۸٪) نشان می‌دهد که به طور متوسط شرکت‌های نمونه به ازای هر یک ریال سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها، توانسته‌اند حدود ۰/۳۸ ریال بازدهی کسب کنند. مقدار حداقل ۴/۶۳- که نشان می‌دهد شرکت‌هایی هستند که از دارایی‌های خود به خوبی استفاده نکرده‌اند. مقدار حداکثر سودآوری ۳/۹۱ نیز نشان می‌دهد برخی از شرکت‌ها به ازای هر ریال سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها، تقریباً ۴ ریال بازدهی کسب کرده‌اند.

مقدار میانگین ساختار سرمایه ۶۱ درصد است که نشان می‌دهد به طور متوسط ۶۱ درصد از دارایی‌های شرکت‌های نمونه از محل بدهی‌ها تأمین مالی شده‌اند. کمترین مقدار نسبت ساختار سرمایه ۱۷ درصد و بیشترین آن ۱/۰۷ است. بیشترین بودن نسبت ساختار سرمایه از یک، نشان می‌دهد که در نمونه‌ی مورد بررسی حداقل یک شرکت وجود داشته

است که بخش حقوق صاحبان سهام آن منفی بوده است، یعنی زیان انباشته زیادی داشته است و شرکت مجبور به تأمین مالی بیشتر بوده است.

نگاره ۱: آماره‌های توصیفی متغیرها در دوره‌ی مورد بررسی

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
چرخه‌ی تبدیل وجه نقد	۵/۲۸	۵/۴۵	۰/۷۶	۰/۴۵	۷/۵۵
فرصت‌های رشد	۱/۶۳	۱/۳۴	۱/۰۳	۰/۵۴	۹/۳۱
سودآوری	۰/۳۸	۰/۳۶	۰/۵۶	-۴/۶۳	۳/۹۱
ساختار سرمایه	۰/۶۱	۰/۶۳	۰/۱۷	۰/۱۷	۱/۰۷
جریان‌ات نقدی عملیاتی	۰/۲۵	۰/۱۵	۰/۷۷	-۱/۲۹	۱۲/۴۴
نسبت جاری	۱/۳۳	۱/۲۲	۰/۶۹	۰/۲۰	۵/۸۴
نسبت آنی	۰/۸۶	۰/۷۷	۰/۵۳	۰/۱۴	۴/۶۴
رشد فروش	۰/۲۱	۰/۱۷	۰/۴	-۰/۷۷	۳/۸۴

مقدار متوسط نسبت جاری ۱/۳۳ و متغیر نسبت آنی ۰/۸۶ است. همانطور که مشاهده می‌شود به طور متوسط نسبت آنی بیانگر این است که دارایی‌های آنی شرکت از لحاظ نقد شوندگی نسبت به بدهی‌های جاری شرکت کمتر است. همچنین، تفاوت این دو نسبت حدود ۰/۴۷ است که نشان می‌دهد به طور متوسط سهم موجودی کالا در دارایی‌های جاری شرکت‌های نمونه رقم عمده‌ای است. به طور متوسط شرکت‌های نمونه از رشد فروشی برابر ۲۱ درصد نیز برخوردار بوده‌اند.

### ۳-۴-۲-آمار استنباطی

جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. به منظور اطمینان از تفسیر روابط رگرسیونی، فرضهای زیر بنایی رگرسیون مورد استفاده در این تحقیق، مورد بررسی قرار گرفت. اولین شرط استفاده از رگرسیون این است که توزیع خطاها باید دارای توزیع نرمال با میانگین صفر باشد. بدین منظور مقادیر استاندارد خطاها محاسبه شده و نمودار توزیع داده‌ها و نمودار نرمال آنها رسم شده و سپس مقایسه‌ای بین دو نمودار صورت گرفته است. با مقایسه نمودار توزیع فراوانی خطاها و نمودار توزیع

نرمال، مشاهده شد که توزیع خطاها تقریباً نرمال است. مقدار مربوط به آماره‌ی دوربین واتسون (۱/۸۳) نیز در نگاره‌ی (۳) نشان می‌دهد که بین خطاهای مدل همبستگی وجود ندارد. برای بررسی عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل از آماره‌های عامل تورم واریانس و تولرانس استفاده شد (مومنی و فعال قیومی، ۱۳۸۹: ۱۴۲). به طور تجربی چنانچه عامل تورم واریانس کمتر از پنج باشد و تولرانس نزدیک به عدد یک باشد، بیانگر عدم مشکل جدی از بابت هم خطی است و می‌توان رگرسیون را مورد استفاده قرار داد. همانطور که در نگاره‌ی (۲) نشان داده شده است، کلیه عوامل تورم واریانس کمتر از پنج و تولرانس تقریباً نزدیک به یک هستند.

نگاره‌ی ۲: آزمون تشخیص هم خطی بین متغیرها

متغیر	فرصت‌های سرمایه‌گذاری	سودآوری	ساختار سرمایه	جریان‌ات نقدی عملیاتی	نسبت جاری	نسبت آبی	رشد فروش
تولرانس	۰/۸۰۷	۰/۸۳۲	۰/۵۳۳	۰/۹۸۰	۰/۲۷۷	۰/۳۰۳	۰/۹۷۶
عامل تورم واریانس	۱/۲۳۹	۱/۲۰۲	۱/۸۷۷	۱/۰۲۰	۴/۶۳۴	۳/۹۲۲	۱/۰۲۵

#### ۴- یافته‌های تحقیق

نتایج آزمون‌های آماری فرضیه‌های تحقیق در نگاره‌ی (۳) آورده شده است. با توجه به داده‌های جدول مذکور، نظر به اینکه سطح معناداری آماره‌ی  $F$  (۰/۰۰۰) کمتر از ۵ درصد است، بنابراین می‌توان گفت که شاخص نیکویی برازش مدل، یعنی آماره‌ی  $F$  و در نتیجه رگرسیون معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده در این مدل ۰/۱۵۴ است که بیانگر آن است متغیرهای مستقل تقریباً حدود ۱۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. با توجه به معنادار بودن و مناسب بودن مدل رگرسیون برازش شده‌ی آزمون فرضیه‌ها، می‌توان فرضیه‌های این پژوهش را به صورت زیر تجزیه و تحلیل کرد:

در فرضیه اول مطرح شده بود که بین فرصت‌های رشد و چرخه‌ی تبدیل وجه نقد رابطه‌ی معناداری وجود دارد. همانطور که در نگاره‌ی ۳ مشاهده می‌شود، فرصت‌های رشد ( $Q$ )، رابطه معنادار ( $0/035 > 0/05$ ) و همبستگی منفی ( $-0/101$ ) با مدیریت سرمایه در گردش دارد. بنابراین، فرضیه‌ی اول مورد تأیید قرار می‌گیرد.

فرضیه‌ی دوم این تحقیق، مربوط به رابطه‌ی معنادار بین سودآوری و چرخه‌ی تبدیل وجه نقد بود. همانطور که در نگاره‌ی (۳) مشاهده می‌شود سطح معناداری متغیر سودآوری بیشتر از ۵ درصد است. لذا، ارتباط معناداری بین سودآوری و چرخه‌ی تبدیل وجه نقد وجود

ندارد. بنابراین، فرضیه‌ی دوم مبنی بر وجود رابطه‌ی معنادار بین سودآوری و چرخه‌ی تبدیل وجه نقد رد می‌شود.

در فرضیه‌ی سوم، بیان شد که بین ساختار سرمایه و چرخه‌ی تبدیل وجه نقد رابطه‌ی معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج کسب شده مشاهده می‌شود که ضریب مربوط به متغیر ساختار سرمایه مثبت (۰/۲۹۲) و سطح معناداری نیز کمتر از ۱٪ (۰/۰۰۰) است. بنابراین، فرضیه‌ی سوم مبنی بر وجود رابطه‌ی معنادار بین ساختار سرمایه و چرخه‌ی تبدیل وجه نقد پذیرفته می‌شود.

نگاره‌ی ۳: نتایج رگرسیون مربوط به مدل آزمون فرضیه‌ها

$CCC = \alpha + \beta_1 Q + \beta_2 PROFIT + \beta_3 DEBT + \beta_4 CF + \beta_5 CR + \beta_6 QR + \beta_7 GRS$				
متغیر	علامت اختصاری	علامت پیش بینی	ضریب متغیر	سطح معناداری
مقدار ثابت			۴	۰/۰۰۰
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	Q	-	-۰/۱۰۱	۰/۰۳۵
سودآوری	PROFIT	-	۰/۰۳۴	۰/۴۷۲
ساختار سرمایه	DEBT	+	۰/۲۹۲	۰/۰۰۰
جریان‌ات نقدی عملیاتی	CF	-	-۰/۱۰۲	۰/۰۱۹
نسبت جاری	CR	+	۰/۸۴۸	۰/۰۰۰
نسبت آنی	QR	-	-۰/۵۶۵	۰/۰۰۰
رشد فروش	GRS	+/-	-۰/۰۲۸	۰/۵۲۵
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۵۴	آماره‌ی F		۱۳/۰۳۴
آماره‌ی دوربین واتسون	۱/۸۳	سطح معناداری مدل		۰/۰۰۰

در فرضیه‌ی چهارم مطرح شد که بین جریان‌ات نقد عملیاتی و چرخه‌ی تبدیل وجه نقد رابطه‌ی معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج نگاره‌ی (۳)، مشاهده می‌شود که ضریب مربوط به متغیر جریان‌ات نقد عملیاتی منفی (-۰/۱۰۲) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۱۹) است. بنابراین فرضیه‌ی چهارم مبنی بر وجود رابطه‌ی معنادار بین جریان نقد عملیاتی و چرخه‌ی تبدیل وجه نقد پذیرفته می‌شود.

متغیر نسبت جاری تأثیر منفی و معناداری و نسبت آنی تأثیر مثبت و معنادار بر مدیریت سرمایه در گردش دارد. به نظر می‌رسد ارتباط عکس نسبت جاری و نسبت آنی با چرخه-ی تبدیل وجه نقد، سهم نسبتاً زیاد موجودی کالا در داراییهای جاری باشد. بین رشد فروش با چرخه‌ی تبدیل وجه نقد ارتباط معناداری وجود ندارد. نزدیک بودن آماره‌ی دوربین واتسون (۱/۸۳) به عدد ۲ نیز حاکی از عدم همبستگی بین متغیرهای پیش بین است.

## ۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادات

### ۵-۱- نتیجه‌گیری

هدف اصلی این تحقیق، بررسی رابطه‌ی ویژگی‌های خاص شرکت با مدیریت سرمایه در گردش است. ویژگی‌های خاص مورد استفاده در این تحقیق، فرصت‌های رشد، سودآوری، ساختار سرمایه و جریان‌ات نقدی عملیاتی بودند. همچنین، تأثیر متغیرهای نسبت جاری، نسبت آنی و رشد فروش نیز کنترل شد. برای سنجش مدیریت سرمایه در گردش از معیار چرخه‌ی تبدیل وجه نقد که به عنوان معیار جامعی از مدیریت سرمایه در گردش است، استفاده گردید. در راستای دستیابی به هدف اصلی تحقیق، نمونه‌ای متشکل از ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ در نظر گرفته شد و چهار فرضیه معرفی گردید.

نتایج فرضیه‌ی اول نشان داد که بین فرصت‌های رشد و مدیریت سرمایه در گردش ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. نتایج این فرضیه با مبانی نظری مطابقت کامل دارد. همچنین، این نتایج با یافته‌های مطالعه جنگ رن و همکاران (۲۰۱۰) برای شرکتهای تایوانی که نشان دادند بین فرصت‌های رشد با مدیریت سرمایه در گردش همبستگی منفی و معناداری وجود دارد، مطابقت دارد.

نتایج فرضیه‌ی دوم نشان داد که بین سودآوری و مدیریت سرمایه در گردش ارتباط معناداری وجود ندارد. نتایج این فرضیه با مبانی نظری همخوانی ندارد، زیرا شرکتهایی که سودآوری بالاتری دارند، تمایل به داشتن چرخه‌ی تبدیل وجه نقد کوتاه‌تری نسبت به شرکتهای با سودآوری پایین دارند. نتایج این فرضیه با یافته‌های نیلسون و همکاران (۲۰۱۰) که نشان دادند سودآوری تأثیر مثبت و معناداری بر چرخه‌ی تبدیل وجه نقد دارد، مطابقت ندارد.

نتایج فرضیه‌ی سوم نشان داد که بین ساختاری سرمایه و مدیریت سرمایه در گردش ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. نتایج این فرضیه با مبانی نظری مطابقت کامل دارد. ولی با نتایج مطالعات صورت گرفته توسط چیو و چنگ (۲۰۰۶) که بین نسبت بدهی و مدیریت سرمایه در گردش ارتباط منفی و معناداری گزارش کردند، مطابقت ندارد. نتایج فرضیه‌ی چهارم نشان داد که بین جریان نقد عملیاتی با مدیریت سرمایه در گردش ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. نتایج این فرضیه با مبانی نظری مطابقت کامل دارد. همچنین، با یافته‌های مطالعات انجام شده توسط چیو و چنگ (۲۰۰۶) و نیلسون و همکاران (۲۰۱۰) مطابقت دارد.

## ۵-۲-پیشنهادهای

### الف- پیشنهادهای مبتنی بر نتایج تحقیق

- ۱- با توجه به اهمیت مدیریت صحیح سرمایه در گردش در تأمین مالی از محل اعتبارات کوتاه‌مدت و همچنین اثر آن بر تصمیمات بلندمدتی مانند تأمین مالی بلندمدت، به مدیر مالی پیشنهاد می‌شود که نسبت به زمانبندی مؤثر دوره‌ی پرداخت حسابهای پرداختی دقت کافی داشته باشد تا شرکت در شرایط بحرانی قادر به تأمین مالی از خارج شرکت باشد.
  - ۲- با توجه به نیاز شرکت به جریان وجوه نقد عملیاتی برای افزایش انعطاف پذیری شرکت و در مقابل، کاهش بازده شرکت به دلیل وجوه مازاد راكد در شرکت به مدیر مالی پیشنهاد می‌شود تا توازونی بین نیاز شرکت به وجوه نقد عملیاتی و همچنین افزایش بازده شرکت از محل وجوه مازاد در شرکت، ایجاد نماید.
- ب. پیشنهادهایی برای تحقیقات آینده
- ۱- در این تحقیق برای اندازه‌گیری مدیریت سرمایه در گردش از معیار چرخه‌ی تبدیل وجه نقد استفاده شد. توصیه می‌شود محققین از سایر معیارها از قبیل دوره‌ی وصول مطالبات، دوره‌ی گردش موجودیها و دوره‌ی پرداخت بستانکاران استفاده کنند.
  - ۲- در شرایط رکود اقتصادی بدلیل رشد پایین، شرکتها ممکن است زمان طولانی‌تری برای وصول حسابهای دریافتی و افزایش موجودیها نیاز داشته باشند. در این دوران شرکتها لازم است که سطوح بالاتری از اجزای سرمایه در گردش را برای عملکرد خود نگهداری کنند. علاوه بر این، از آن جایی که تقاضا و سرمایه‌گذاری، اقتصاد در حال

رشد را می‌تواند بهبود ببخشد و در شرایط رونق اقتصادی شرکتها با وضعیت بهتری مواجه هستند، مدیریت سرمایه در گردش می‌تواند اهمیت کمتری داشته باشد. بنابراین، محققین می‌توانند اثر ویژگیهای خاص شرکتها بر مدیریت سرمایه در گردش در دوره های رکود و رونق اقتصادی بررسی کنند.

## یادداشت‌ها

- |                          |                       |
|--------------------------|-----------------------|
| 1- Filbeck et.al         | 9- Chiou & Cheng      |
| 2-Amazon.com             | 10- Nilsson           |
| 3- Leopold               | 11- Uyar              |
| 4- Cash Conversion Cycle | 12- Hyun-Han & Soenen |
| 5- Long et.al            | 13- Deloof            |
| 6- Kim et.al             | 14- Rimo & Panbunyu   |
| 7- Jeng-Ren et.al        | 15- Ogundipe, et al   |
| 8- Eljelly               |                       |

## کتابنامه

### الف) فارسی

- ۱- ایزدی نیا، ناصر و تاکی، عبدالله. (۱۳۸۹). «بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر قابلیت سوددهی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه‌ی علمی پژوهشی حسابداری مالی، دوره دوم، شماره ۵، صص ۱۳۹-۱۲۰.
- ۲- پورحیدری، امید و هوشمندزعفرانی، رحمت ا. ... (۱۳۹۱). «بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد و ارزش بازار شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». نظریه‌های نوین حسابداری، شماره ۳، صص ۵۴-۲۹.
- 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، صص ۶۵-۴۳.
- ۴- محمدی، محمد. (۱۳۸۸). «تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکتها در جامعه‌ی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه‌ی مدیریت، شماره ۱۴، صص ۹۱-۸۰.



- ۵- مدرس، احمد و عبدالله زاده، فرهاد. (۱۳۸۷). مدیریت مالی جلد اول، تهران، شرکت چاپ و نشر بازرگانی.
- ۶- میر الماسی، سید قاسم. (۱۳۷۴)، «مفهوم تصنعی سرمایه در گردش»، فصلنامه‌ی علمی پژوهشی بررسی‌های حسابداری، سال سوم، شماره ۱۱، صص ۱۰۷-۹۲.
- ۷- مؤمنی، منصور و فعال قیومی، علی. (۱۳۸۹). تحلیل‌های آماری با استفاده از SPSS (چاپ اول) منصور مؤمنی. تهران: انتشارات علم و دانش.

### ب) انگلیسی

- 8- Chiou, J.; Cheng L. and Wu, H. (2006). "The Determinants of Working Capital Management", *the Journal of American Academy of Business, Cambridge*, Vol. 10(1), pp: 149-155.
- 9- Deloof, M. (2003). "Does working capital management affect profitability of Belgian firms?" *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 30, pp: 573-587.
- 10- Eljelly, A. (2004). "Liquidity –profitability tradeoff: An empirical investigation in an emerging market". *International Journal of Commerce and Management*. Vol. 14, pp: 48-61.
- 11- Filbeck, G, Krueger, T and Preece, D. (2007). "Working Capital Survey Do Selected Firms Work for Shareholders", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 46(2), pp: 322.
- 12- Hyun-Han, S., and Soenen, L. (1998). "Efficiency of working capital management and corporate profitability". *Financial Practice and Education*, Vol. 8(2), pp: 37-45.
- 13- Jeng-Ren, C., Li, C., & Han-Wen, W. (2006). "The determinants of working capital management". *Journal of American Academy of Business, Cambridge*, Vol. 10(1), pp: 149-155.

- 14- Jose, M.L., Lancaster, C., & Stevens, J.L. (1996). "Corporate returns and cash conversion cycles". *Journal of Economics and Finance*, Vol. 20(1), pp: 33-46.
- 15- Kim, C., Mauer, D.C., and Sherman, A.E. (1998). "The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), 335-359.
- 16- Long, M.S., Malitz, I. B. and Ravid, S. A. (1993), "Trade Credit, Quality Guarantees, and Product Marketability", *Financial Management*, Vol. 22, Issue: 4, Pages: 117-127.
- 17- Moss, J.D., and Stine, B. (1993). "Cash Conversion Cycle and Firm Size: A Study of Retail Firms". *Managerial Finance*, Vol. 19(8), pp: 25-34.
- 18- Moussawi, R. LaPlante, M.; Kieschnick R. and Baranchuk, N. (2006). "Corporate working capital management: determinants and consequences", *working paper*, [http://www.fma.org/SLC/Papers/cwcmf\\_fma.pdf](http://www.fma.org/SLC/Papers/cwcmf_fma.pdf).
- 19- Nilsson, H. (2010). "The effect of company characteristics on working capital management", *Umeå School of Business*
- 20- Ogundipe, S.E.; Idowu, A. and Ogundipe, L. O. (2012). "Working Capital Management, Firm's Performance and Market Valuation in Nigeria". *International Journal of Social and Human Sciences*. Vol. 6, pp: 143-147.
- 21- 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 (8), pp: 1092-1105.
- 22- 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.

- 23- 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*, Vol. 24, pp: 186-192.
- 24- Wang, Y, J. (2002), “Liquidity Management, Operating Performance, and Corporate Value: Evidence from Japan and Taiwan”, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol.12, Fpp: 15969-2000.