فصلنامه رویکردهای پژوهشی نو در علوم مدیریت
Journal of New Research Approaches in Management Science
سال اول. شماره سوم. بهار ۱۳۹۷، صص۳۰۸-۲۸۹ Vol 1. No 3. 2018, p 289-308
شماره شاپا (۲۵۸۸-۵۵۶۱) ISSN: (2588-5561)

تاثیر استراتژی‌های سرمایه در گردش بر بازده سهام در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران

احمد صفری کندسری
کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی، واحد علوم و تحقیقات دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
Safari_ahmad66@yahoo.com

چکیده

پژوهش حاضر به بررسی تاثیر استراتژهای سرمایه در گردش بر روی بازده سهام در شرکت‌های پذ یرفته شده بورس اوراق بهادرا تهران می پردازد. این تحقیق از نظر روش توصیفی و از لحاظ هدف کاربردی است. جامعه آماری تحقیق، شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند. دوره زمانی تحقیق، از سال ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۴ می‌باشد. که در کل تعداد ۹۱ شرکت به عنوان نمونه های تحقیق انتخاب شدند. برای آزمون فرضیه های تحقیق ازآزمون های داده های ترکیبی و تحلیل براساس همبستگی ترکیبی توسط نرم افزار **Eviews9** انجام شده است. یافته های تحقیق حاکی از این می‌باشد که بین سیاست سرمایه گذاری جسورانه و بازده سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، ولی بین سیاست تامین مالی جسورانه و بازده سهام رابطه معکوس و معنا داری وجود دارد. و همچنین بین چرخه تبدیل وجوه نقد و بازده سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: استراتژی های سرمایه در گردش، بازده سهام، چرخه تبدیل وجه نقد

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]

۱- مقدمه

تحقیقات گسترده ای با موضوع مدیریت سرمایه درگردش در حوزه تحقیق های مالی تاکنون انجام یافته است. اما تحقیقات انجام شده در حوزه استراتژی های سرمایه در گردش اندک می‌باشد. امروزه در همه واحدهای تجاری سرمایه در گردش بخش عظیمی از سرمایه سازمان را به خود اختصاص می‌دهد و مدیریت آن نیز از اهمیت به سزایی برخوردار است. سرمایه در گردش برای موفقیت هر واحد تجاری یک عامل مهم است و نیازمند کنترل و مدیریت کافی می‌باشد. مدیریت سرمایه در گردش، به دنبال رسیدن به شرایطی است که شرکت با مازاد یا کمبود نقدینگی مواجه نشود. در صورتی که شرکت با کمبود نقدینگی مواجه گردد، باعث می‌شود آن شرکت دراستفاده از فرصت های سرمایه گذاری کوتاه مدت موفق نباشد و برای تولید کالاها و رفع نیازهای مشتریان، به مواد اولیه مورد نیاز دسترسی به موقع نداشته باشد. هم چنین ممکن است واحد تجاری در ایفای به موقع تعهداتش با مشکل مواجه شده و بر اعتبار آن اثر سوء گذارد. چنین شرکتی بـــه علت کمبود منابع قادر به بهره برداری از شرایط مطلوب بازار و پذیرش پروژه‌های سودآور نخواهد بود. این شرکت قادر به تهیه یک جای تجهیزات مورد نیاز خود و استفاده از تخفیفات نقدی نخواهد بود. ادامه این وضعیت ممکن است باعث سقوط (ریزش) قیمت سهام شرکت و نهایتا با کاهش ارزش به خاتمه فعالیت واحد تجاری منجر شود [۴].

یکی از مسائل اســـاسی مدیریت مالی اداره انواع دارایی ها و بـــدهی های جـــاری است. اکثر کسانی کـــه دست اندر کار صنایع کشور هستند پی به اهمیت موضوع برده اند ولی در مرحله چاره جویی بیش‌تر به دنبال راه حل های برون سازمانی و مقطعی برای حل آن هستند به عبارت دیگر، چاره را در گرو اعطای وام و تسهیلات ارزان و کافی به شرکت‌ها می‌دانند. علت اصلی کمبود نقدینگی، فاصله و شکاف بین جـــریان های ورودی و خروجی نقدی شرکت‌ها است و شرکت‌ها در همه سال با این کمبود مواجه نیستند بلکه تنها در دوره های معینی از سال که در شرکت های مختلف نیز با هم یکسان و مشابه نیست، با این امر مواجه اند. لذا تنها منبع تامین کمبود نقدینگی تسهیلات بانکی نیست و راه کارهای دیگری هم دارد. با توجـــه به ریسک و بـــازده مربوط به تعیین نوع و ترکیب مصارف شرکت (دارایی ها) و نیز نوع و ترکیب منابع شرکت (بدهی ها و حقوق صاحبان سهام)، تعیین ترکیب و حجم سرمایه در گردش ضروری می‌باشد. بـــه طوری که، حدود ۶۰ درصد از وقت مدیران مالی صرف این مقوله می گردد. شرکت ها می‌توانند با به کارگیری استراتژی های گوناگون در رابطه با مدیریت سرمایه در گردش میزان نقدینگی شـــرکت را تحت تاثیر قـــرار دهند، به عبارتی این نوع استراتژی ها میزان ریسک و بـــازده آن ها را مشخص می‌کند [۱۰].

امروزه مدیریت سرمایه در گردش که همان مدیریت بر منابع و مصارف جاری جهت حداکثر سازی ثروت سهامداران است به عنوان بخشی از وظیفه مدیریت مالی دارای اهمیت ویژه می‌باشد، با توجـــه به این که

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]

میزان سرمایه در گردش بر بازده دارایی ها، بازده حقوق صاحبان سهام و ریسک تاثیر دارد و از نظر سرمایه گذاران و سهامداران میزان ریسک و بازده معیار مهم در تصمیم گیری است[۷]. انجام تحقیقات در زمینه ارتباط این متغیر ها می تواند اطلاعات مفیدی را برای تصمیم گیری مدیران، سرمایه گذاران و سهامداران فراهم نماید. در این تحقیق سعی بر آن است تا با استفاده از مفاهیم و نظریه های مدیریت مالی و مطالعات انجام شده تاثیر استراتژی های سرمایه در گردش را بر بازده سهام مورد بررسی قرار گیرد.

۲- مبانی نظری پژوهش

مشکل مهمی که بازار سرمایه به عنوان نبض اقتصاد کشور از آن رنج می برد شرایط رکودی اقتصاد است که تاثیر مستقیم خود را بر سودآوری بنگاه ها و نیز معاملات بازار سهام گذاشته است .دنیای اقتصاد به سرعت در حال تغییر و تحول می‌باشد. تغییرات سریع فن آوری همگام با افزایش رقابت جهانی مسئولیت مدیران را در فعالیت هایشان سنگین تر می کند. یکی از فعالیت های مدیران، تصمیم گیری می‌باشد. مسئله تصمیم گیری در تمام زمینه های امور مالی به چشم می خورد و این قاعده از مدیریت سرمایه در گردش مستثنی نیست.

درک چگونگی تأثیر مدیریت سرمایهٔ در گردش در خلق ارزش برای واحد تجاری، از دسته مباحثی است که می تواند مورد توجه سرمایه گذاران و استانداردگذاران باشد. سرمایه گذاران علاقه مند هستند از طریق درک مدیریت بهینهٔ سرمایهٔ در گردش، به خرید سهامی اقدام کنند که ثروت شان را به حداکثر برساند [۲]. مدیریت کارای سرمایهٔ در گردش به این معنی است که مدیر، دارایی ها و بدهی های جاری بنگاه را به گونه ای برنامه ریزی و مدیریت کند که هم زمان به تعهدهای کوتاه مدت بنگاه عمل شود و از سرمایه گذاری بیش از حد در دارایی های کوتاه مدت نیز جلوگیری به عمل آید. از این رو، سودآوری بنگاه را می توان از دو طریق بهبود داد ؛کارایی عملیات و مدیریت بهینهٔ سرمایهٔ در گردش [۹]. یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم گیری در بورس اوراق بهادار، بازده سهام می‌باشد، بازده سهام خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیش تر سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش بینی ها از آن استفاده می نمایند. بازده سهام میزان کارایی یک شرکت، در خلق سود خالص برای سهامداران را بیان می کند در واقع این نسبت بیان می کندکه یک شرکت به ازای هر یک واحد سرمایه گذاری سهامداران به چه میزان سود خالص برای آن ها کسب می کند. بازده در فرآیند سرمایه‌گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. بازده ناشی از سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذران حائز اهمیت است، برای این که تمامی بازی سرمایه‌گذاری به منظور کسب بازده صورت می‌گیرد [۶].

در تمام شرکت‌ها چه بزرگ و چه کوچک، هدف اصلی از اقدامات حسابداری، کنترل بخش های حیاتی، کنترل عملکرد شرکت و هم چنین امید به پیشرفت عملکرد می‌باشد. یکی از بخش های اصلی که

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]

نیاز به کنترل و مدیریت صحیح دارد، بخش دارایی‌ها و بدهی های جاری است .بـــه طور کلی مدیریت سرمایه درگردش بیان گر سیاست ها و تصمیماتی است که در بخش سرمایه درگردش به منظور تغییر در انواع دارایی های جاری و منابع تأمین مالی کوتاه مدت اعمال می‌شود [۱].

در اداره امور سرمایه درگردش یک واحد تجاری استراتژی های گوناگونی وجود دارد که از تلفیق استراتژی دارایی های جاری و استراتژی بدهی های جاری حاصل می‌شود .مدیریت سرمایه درگردش واحد تجاری در شرایط مختلف بـــاید استراتژی های مناسبی را بـــرای شرکت انتخاب کند تـــا قادر باشد به نحو کارآمدی دارایی های جـــاری و بدهی های جـــاری را اداره نماید .به این طریق بـــازده شرکت افزایش و ثروت سهامداران حداکثر می‌گردد. از این دیدگاه ارزش زایی مدیریت سرمایه درگردش بسیار حائز اهمیت است [۵].

سیاست ها و رویه های که خط و مشی مدیریت مالی را به وجود می آورد مبتنی بر این فرض است که شرکت، برخی از تصمیم های اصلی را گرفته و آن ها را به اجرا در آورده است. این تصمیم ها شامل تعیین و انتخاب نوع کالا و خدماتی است که باید عرضه شود و نحوه تامین مالی (برای تهیه دارایی های ثابت) شـــرکت است. این تصـــمیم ها در فرایند ســـودآوری شرکت(در بلند مدت) نقش اصلی و تعیین کننده را ایفا می کنند.

جهت مدیریت سرمایه در گردش با توجه به شرایط مختلف باید استراتژی های مناسب را برای شرکت به کار برد تا بتواند به نحو موثر دارایی های جاری و بدهی جاری یک واحد تجاری را اداره کرده و نیازهای تامین مالی واحد تجاری به درستی تامین شود تا از این طریق بازده سهام شرکت را بالا برده و ثروت سهام داران حداکثرشود. با تلفیق دارایی جـــاری و بدهی جـــاری استراتژی های کلی مدیریت سرمایه در گردش به سه صورت تقسیم می شوندکه عبارتند از [۳]:

۱) استراتژی محافظه کارانه: در استراتژی محافظه کارانه، نسبت سرمایه درگردش خالص بالا خواهد بود و قدرت نقدینگی بیش از حد بالا است. و در این حالت مدیریت می کوشید تا نسبت نقدینگی (آنی) و نسبت جاری شرکت را به مقیاسی برساند که از مقادیر متعلق به متوسط صنعت بالاتر و هم زمان بدهی جـــاری آن پایین تر شود. در اجـــرای سیاست محافظه کارانه سعی می‌شود که ریسک ناشی از ناتوانی بازپرداخت بدهی های سر رسید شده بـــه پائین ترین حـــد برسد. مدیر در ایـــن نوع استراتژی می کوشد تا مقدار زیادی دارایی جاری (که نرخ بازده شان پائین است) نگه دارد، از این رو شرکت‌هایی که چنین استراتژی را داشته باشند، دارای ریسک نقدینگی و بازده اندک خواهند بود.

۲) استراتژی جسورانه: در مقابل استراتژی جسورانه سعی می کند کـــه با داشتن کم ترین میزان دارایی‌های جـــاری، بیش ترین استفاده را از بدهی های جـــاری ببرد. مدیر مالی شرکتی کـــه سیاست جـــسورانه در پیش می گیرد می کو شد تا مقدار این نسبت ها را کاهش دهد، در صدد بر می آید تا نسبت

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]

جاری و آنی را به مقداری بر ساند که متوسط صنعت کم تر و چـه بـسا سـرمایه درگـردش خالص شرکت را منفی کند و میزان بدهی جاری را افزایش دهد. در اجرای این استراتژِی ریسک نقدینگی بسیار بالا خواهد بود و شرکتی که این استراتژی را به اجرا در آورد، بارها در وضعیتی قرار می‌گیرد که نمی‌تواند بدهی های سر رسید شده را بپردازد. از سوی دیگر چون حجم دارایی های جـاری به پائین ترین حـد می‌رسد، نرخ بازده سرمایه گذاری بسیار بالا می رود البته اگر شرکت ورشکست نشود. شرکت‌هایی کـه استراتژی جسورانه را در پیش می گیرند ریسک بالایی را می پذیرند و نرخ بازدهی شان بالا است.

۳) استراتژی میانه رو: استراتژی میانه رو حـد متعادل استفاده از دارایی های جاری و بدهی های جاری است و ریسک معقول را می پذیرد.

فیلبک و همکاران (۲۰۰۷) با اشاره به کاهش قیمت سهام شرکت آمازون دات کام[1] در سال ۲۰۰۰، مدیریت سرمایه در گردش کارا را کلیدی بـرای رسیدن به جریان نقدی سالم می دانند. هم چنین آن ها بر این عقیده اند شرکت‌هایی کـه راهبرد های مدیریت سـرمایه در گردش ضعیفی دارند، به مرور زمان مزایای رقابتی و انعطاف پذ یری خود را از دست می‌دهند [۱۳]. پژوهش های تجربی بسیاری تأثیر مدیریت سرمایه در گردش ر عملکرد و سودآوری شرکت‌ها را تایید کرده اند که از جمله آن ها میتوان به تحقیق شیشر (۲۰۰۸)[۲۲]، ترول و سولانو (۲۰۰۷)[۲۵]، پاداچی(۲۰۰۶)[۲۴]، دلوف(۲۰۰۳) [۱۲]، رحمان و نصر (۲۰۰۷) [۲۱]، کیشنیک و همکاران (۲۰۱۱)[۱۵]، اشاره نمود.

نظیر و افزا (۲۰۰۹) در مطالعه ای بر روی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس کراچی ارتباط بین سیاست‌های مدیریت سـرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌ها را بررسی کردند و به این نتیجه دست یافتند که مدیران می‌توانند با اتخاذ رویکرد محافظه کارانه نسبت به سرمایه گذاری در سـرمایه در گردش و تأمین مالی سـرمایه در گردش نیز ارزش شرکت را تغییر دهند[۱۸] .ام والا (۲۰۱۲) نیز در مطالعه ای بر روی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس عمان تأثیر استراتژی های مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری و ارزش شرکت‌ها را بررسی کرد. نتایج تحقیق 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 [۱۷].

مان و جان در سال (۲۰۱۵) به بررسی رابطهٔ بین سرمایهٔ در گردش، نگهداری وجه نقد و سودآوری پرداختند. هدف اصلی این تحقیق بررسی تأثیرگذاری مدیریت مؤثر سرمایهٔ در گردش برای فائق شدن بر وضعیت مالی بحرانی و ابهام های اقتصادی است. آن ها داده های ۲۹۸ شرکت ایالات متحده را طی سال‌های ۱۹۳۶تا ۲۰۱۲ بررسی کردند. نتایج نشان داد رابطهٔ منفی و قوی بین سرمایهٔ در گردش و سودآوری شرکت ها وجود دارد که گویای سطح بهینهٔ سرمایهٔ در گردش برای بنگاه ها است [۱۶].

---

1. Amazon.com

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]

اولـــو و موانجی در ســـال (۲۰۱۴) اثـــر سیاست های جـــسورانه تـــامین مـــالی را بر ســـود آوری شرکت‌های کنیایی مورد بررسی قرار دادند. جامعه آمـــاری تحقیق آن ها مدیران مالی ۳۸ شـــرکت بودند. آنان در تحقیق خود از روش سرشماری استفاده کردند و داده های جـــمع آوری شده بـــه وسیله نرم افزار**Spss** تجزیه و تحلیل شد. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که سیاست جسورانه تامین مالی بر سود آوری اثری مثبت دارد [۲۰].

باغییان در تحقیق خود در سال (۲۰۱۳) مدیریت سرمایه در گردش و مدیریت عملکرد را در شرکت های بورس ایران مورد بررسی قرار داد. که نتایج تحقیق او نشان می دهد که رابطه معنا دار بین متغیر های تحقیق وجود دارد و سیاست تامین مالی و سرمایه گذاری جسورانه در سرمایه در گردش به بهبود مدیریت شرکت منجر می‌شود [۱۱].

نیاب وانگا و همکارن در سال (۲۰۱۲) در تحقیقی اثـــر عملکرد ســـرمایه در گردش بر عملکرد مـــالی در شرکت‌های با مقیاس کوچک در کنیا را بـــررسی کردند. ایـــن مطالعه به این نتیجه رسید که عملکرد مدیریت سرمایه در گردش بـــر عملکرد مالی شرکت‌های در مقیاس کوچک اثرگذار است و نیاز است مدیران این شرکت‌ها شیوه های مدیریت سرمایه در گردش را به عنوان یک استراتژی عملکرد مالی خود بهبود بخشند [۱۹].

کالی در سال (۲۰۱۰) تأثیر مدیریت سرمایه درگردش بر سودآوری را در شرکت‌های بازار بورس لندن مورد بررسی قرار داد. مطالعه وی از ۳۱ شرکت بازار بورس لندن در دوره ۲۰۰۶تا ۲۰۰۸ انجام گرفت. و نتایج حاکی از یک ارتباط منفی قوی بین متغیرهای مدیریت سرمایه درگردش و سودآوری شرکت‌ها بود و این به معنی آن است که، افزایش چرخه تبدیل وجه نقد منجر به کاهش سودآوری شرکت‌ها می گردد و هم چنین مدیران می توانند ارزشی مثبت برای سهام داران شرکت با کاهش چرخه تبدیل وجه نقد به پایین ترین سطح ممکن ایجاد نمایند [۱۴].

مشایخ و همکاران در سال(۱۳۹۵)، به بررسی تأثیر سطح وجه نقد نگهداری شده بر رابطهٔ بین بازدهی و سرمایهٔ در گردش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق آن ها از داده های ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۲ استفاده کردند. یافته های تحقیق نشان می‌دهد بین سرمایهٔ در گردش و بازدهی شـــرکت‌ها رابطهٔ معناداری وجود دارد. این امر حاکی از توجه سرمایه گذاران به میزان سرمایهٔ در گردش شرکت‌ها در هنگام اتخاذ تصمیم‌های شان است [۹].

تشکری جهرمی و همکاران در سال (۱۳۹۳) تأثیر مدیریت سـرمایهٔ در گردش بر ثروت سهامداران را در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱ بررسی کردند. اندازه گیری معیار های مدیریت سرمایه در گردش به کمک داده های سیستم حسابداری مانند دوره فروش کالا، دوره وصول

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]

مطالبات و اقلام صورت های مالی انجام شد. و برای اندازه گیری متغیر ثروت سهامداران بازده تعدیل شده سهام به کار گرفته شد. نتایج تحلیل های رگرسیونی نشان داد که رابطهٔ مثبت و معناداری بین اجزای سرمایهٔ در گردش و معیار بهینگی مدیریت سرمایهٔ در گردش با بازده تعدیل شده سهام وجود دارد [۲].

مرادی و نجار در سال (۱۳۹۲) به بررسی رابطه بین رابطه بین مازاد سرمایه در گردش و مازاد بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونهٔ آماری تحقیق شامل ۶۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دورهٔ زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰می‌باشد. نتایج تحقیق بیان گر این است که ارتباط منفی و معناداری بین سرمایه گذاری مازاد در خالص سرمایه در گردش عملیاتی و مازاد بازده سهام وجود دارد. یافته ها هم چنین حاکی است، در شرکت های اهرمی نگه داشت وجه نقد در مقایسه با سرمایه گذاری مازاد در خالص سرمایه درگردش عملیاتی، ثروت سهام داران را افزایش می دهد [۸].

ایزدی نیا و تاکی در سال(۱۳۸۹) در مقاله خود ارتباط بین مدریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ را بررسی کردند. نتایج رگرسیون آن ها نشان می دهد که چرخه تبدیل وجه نقد با سودآوری یک رابطه معکوس و معنا داری دارد. و هم چنین سرمایه گذاری بالا در موجودی کالا و حساب های دریافتنی منجر به سود دهی می‌شود [۱]. رهنمای رودپشتی و کیانی در سال (۱۳۸۷) به بررسی و تبیین استراتژی های مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق نشان می دهد که ارتباط ضعیفی بین بازدهی و استراتژی مدیریت سرمایه در گردش وجود دارد که از نظر آماری معنادار نیست، اما بین نقدینگی و استراتژی مدیریت سرمایه در گردش ارتباط معناداری وجود دارد. هم چنین بین توان پرداخت بدهی و استراتژی مدیریت سرمایه در گردش ارتباط معناداری وجود دارد [۵].

۳- فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: هرچه سیاست سرمایه گذاری جسورانه بر اساس سرمایه در گردش بیش تر شود، میزان بازده سهام افزایش می یابد.

فرضیه دوم: هرچه سیاست تامین مالی جسورانه بر اساس سرمایه در گردش بیش تر شود، میزان بازده سهام افزایش می یابد.

٤- روش شناسی پژوهش

جامعهٔ آماری پژوهش حاضر، تمام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از سال ۱۳۸۹ تا سال ۱۳۹۴ در فهرست شرکت‌های بورس اوراق بهادار قرار داشتند. و نمونه آماری براساس ضوابط زیرانتخاب شده است: سال مالی آن ها به اسفند ماه هر سال باشد و طی بازه زمانی پژوهش، سال

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]

مالی را تغییر نداده باشند، قبل از سال ۱۳۸۹ در بورس پذیرفته شده باشند و اطلاعات مالی آن ها از سال ۱۳۸۹ به طور کامل و پیوسته در دسترس باشد، جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها و بیمه‌ها نباشند. در نهایت پس از رعایت شرایط فوق و اعمال نمونه گیری از شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تعداد ۹۱ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند.

این تحقیق براساس هدف از نوع کاربردی است و از نظر روش گردآوری داده ها مطالعه توصیفی با تاکید بر همبستگی است که هدف آن تعیین وجود، میزان و نوع رابطه بین متغیرهای مورد آزمون است. در این پژوهش به منظور تجزیه و تحلیل داده ها از رویکرد حداقل مربعات معمولی(**OLS**[1]) استفاده شده است. داده های موردنیاز با استفاده از پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و بانک اطلاعاتی تدبیر پرداز (شامل اسناد و مدارک بایگانی شده)، جهت آزمون فرض استخراج و به منظور حصول اطمینان از صحت داده های بانک های اطلاعاتی فوق، این اطلاعات بـــه صورت نمونه ای با یکدیگر و هم چنین با صورت های مالی منتشر شده شرکت ها، مقایسه و کنترل گردیده است و پس از مقایسه و رفع عدم هماهنگی های فراوان و انتقال به صفحه **Excel**، جهت تجزیه و تحلیل به نرم افزار **Eviews9** انتقال یافته است.

۵- مدل‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه های پژوهش از مدل های زیر استفاده شده است(سهیل و همکاران، ۲۰۱۶) [۲۳]:

$$RET_{it}=\beta_0+\beta_1 AIP_{it}+\beta_2 CCC_{it}+\beta_3 AR_{it}+\beta_4 LEV_{it}+\beta_5 SIZE_{it}+\varepsilon_{it} \quad (۱)$$

$$RET_{it}=\beta_0+\beta_1 AFP_{it}+\beta_2 CCC_{it}+\beta_3 AR_{it}+\beta_4 LEV_{it}+\beta_5 SIZE_{it}+\varepsilon_{i} \quad (۲)$$

٦- تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق

جدول شماره (۱) تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق

نام متغیر	تعریف عملیاتی
سیاست سرمایه گذاری جسورانه[2] سرمایه در گردش(**AIP**)	کل دارایی/ دارایی جاری = سیاست سرمایه گذاری جسورانه (**AIP**)
سیاست تامین مالی جسورانه[3] سرمایه در گردش(**AFP**)	کل دارایی/ بدهی جاری = سیاست تامین مالی جسورانه (**AFP**)
دوره وصول مطالبات[4](**AR**)	۳۶۰× (فروش/ میانگین های حساب دریافتنی اول و پایان دوره) = دوره وصول مطالبات(**AR**)

1. Ordinary Least Squares
2. Aggressive Investment Policy
3. Aggressive Financing Policy

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]

چرخه تبدیل وجوه نقد[۲](**CCC**) دوره پرداخت بدهی – دوره تبدیل موجودی + دوره وصول مطالبات = چرخه تبدیل وجوه نقد(**CCC**)

بازده سهام[۳](**RET**) مزایای سهام جایزه + مزایای حق تقدم + سود نقدی ناخالص هر سهم + تفاوت قیمتی سهم

$$\text{بازده کل} = \frac{\text{قیمت سهام در پایان (ابتدای) سال مالی}}{}$$

اهرم مالی[۴](**LEV**) کل دارایی ها / کل بدهی ها = اهرم مالی شرکت (**LEV**)

اندازه شرکت (**SIZE**): تعیین کننده حجم و کستردگی فعالیت شرکت است. که به وسیله لگاریتم فروش شرکت اندازه گیری می‌شود.

۷- یافته‌های پژوهش

جدول شماره (۲) آماره های توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق شامل بازده سهام به عنوان متغیر وابسته و هم چنین متغیرهای مستقل شامل سیاست سرمایه گذاری جسورانه، سیاست تامین مالی جسورانه و چرخه تبدیل وجوه نقد، دوره وصول مطالبات و متغرهای کنترلی شامل نسبت اهرم مالی و اندازه شرکت را نشان می دهد. اصلی ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده ها است. مقدار میانگین برای متغیر بازده سهام در شرکت‌ها برابر با (۵۷/۷۶۶۳) می‌باشد که نشان می دهد بیش تر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. میانه یکی دیگر از شاخص های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه رانشان می دهد. همان طور که مشاهده می‌شود میانه متغیر بازده سهام در شرکت‌ها برابر (۲۴/۵۰۷۴) می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده ها کم تر از این مقدار و نیمی دیگر بیش تر از این مقدار هستند.

1. Aging of Accounts Receivable
2. Cash Conversion Cycle
3. Return Stock
4. Leverage

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]

جدول شماره (۲): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر ها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
RET	۵۷/۷۶۶۳	۲۴/۵۰۷۴	۸۵۹/۴۹۲۵	-۶۵/۷۲۹۷	۱۱۰/۰۴۱۴
AIP	۰/۶۴۶۱	۰/۷۰۱۱	۰/۹۴۷۸	۰/۰۱۷۴	۰/۱۹۶۶
AFP	۰/۵۳۷۹	۰/۵۳۸۰	۲/۷۶۴۵	۰/۰۰۵۵	۰/۲۵۸۷
CCC	۲۲۷/۹۲۴۹	۲۰۶/۷۶۲۳	۱۸۶۶/۳۷۱۰	-۳۲/۶۱۰۶	۱۰۲/۹۱۴۶
AR	۳۹/۹۹۴۶	۳۸/۹۰۵۹	۱۸۵/۸۰۸۲	۵/۰۲۴۶	۱۷/۷۹۶۲
LEV	۰/۶۴۴۶	۰/۶۳۴۶	۲/۷۷۳۳	۰/۰۸۹۱	۰/۲۷۴۷
SIZE	۵/۸۵۵۲	۵/۸۰۰۴	۸/۲۲۳۹	۳/۹۷۹۹	۰/۶۲۷۶

۷-۱- بررسی پایایی متغیرهای تحقیق

در این پژوهش جهت بررسی پایایی متغیر ها از روش‌های آزمون لوین، لین و چو، آزمون ایم، پسران و شین، آزمون ریشه واحد فیشر – دیکی فولر تعمیم‌یافته و آزمون ریشه واحد فیشر – فلیپس پرون استفاده شد. نتایج این آزمون ها نشان می‌دهد متغیر بازده سهام بر اساس همه آزمون‌ها مانا است و متغیرهای سیاست سرمایه گذاری جسورانه، چرخه تبدیل وجوه نقد، مدت زمان وصول مطالبات و اهرم مالی شرکت مانا نبوده اند(**P(VALUE)>0/05**). لذا به منظور بررسی پایایی بلندمدت این متغیرها از آزمون هم انباشتگی کائو استفاده شد.

جدول شماره (۳): نتایج آزمون هم انباشتگی کائو

متغیرهای نامانا در مدل فرضیه ها	نتایج آزمون کائو	
	آماره	احتمال
متغیرهای نامانا در مدل اول	۱/۸۹۹۹	۰/۰۲۸۷
متغیرهای نامانا در مدل دوم	۱/۸۴۹۴	۰/۰۳۲۲

جدول شماره (۳) نتایج آزمون کائو برای متغیرهای نامانا در مدل فرضیه ها را نشان می‌دهد و از آنجایی که احتمال کمتر از ۵ درصد می‌باشد **P(VALUE)<0/05** می‌باشد، لذا مانایی بلندمدت متغیرهای سیاست سرمایه گذاری جسورانه، سیاست تامین مالی جسورانه، چرخه تبدیل وجوه نقد، مدت زمان وصول مطالبات، اهرم مالی شرکت و اندازه شرکت در مدل فرضیه های تحقیق تایید می‌گردد.

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]

۷-۲-آزمون نرمال بودن جارکیو برا

برای آزمون نرمال بودن داده ها از آزمون جارکیو - برا استفاده شده است. فرض صفر حاکی از نرمال بودن توزیع خطاها است. چون احتمال آماره جارکیو – برا کمتر از ۵ درصد می‌باشد لذا فرضیه H_0 مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر رد می‌شود. بنابراین برای نرمال سازی متغیر وابسته یعنی بازده سهام از تبدیل جانسون استفاده شد. از آن جایی کـه احتمال آماره آزمـون جارکیو برا بعد از نرمال سازی داده ها توسط تابع انتقال جانسون، بیش تر از ۵٪ شده است، از این رو می توان با قاطعیت گفت که متغیر وابسته این تحقیق از توزیع نرمال پیروی می کند.

جدول شماره(٤): نتایج آزمون نرمال بودن متغیر وابسته بعد از تابع انتقال جانسون

متغیر وابسته	آماره جارکیو برا	احتمال
بازده سهام	۱/۷۲۵۳۰۸	۰/۴۲۲۱

۷-۳-آزمون هم خطی بین متغیرها

در آمار، عامل تـورم واریانس[1](**VIF**) شدت همخطی چندگانه را در تحلیل رگرسیون کم ترین مربعات معمولی ارزیابی می کند. در واقع این شاخص بیان می دارد که چه مقدار از تغییرات مربوط به ظرایب برآورد شده بابت همخطی افزایش یافته است. شدت همخطی چندگانه را با بررسی بزرگی مقدار **VIF** می‌توان تحلیل نمود. به عنوان یک قاعده تجربی اگر مقدار **VIF** بزرگتر از ۱۰ باشد همخطی چندگانه بالا می‌باشد. نتایج حاصل از بررسی مدل اول و دوم در جدول شماره(۵) آمده است. نتایج حاصل از این بررسی نشان دهنده عدم هم خطی میان متغیرهای مستقل و کنترلی است، چرا که همان طور مشاهده می‌گردد، آماره **VIF** برای تمامی متغیرها کم تر از ۱۰ می‌باشد که این موضوع حاکی از عدم هم خطی بین متغیرها است.

1. Variance Inflation Factor

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]

جدول شماره (۵): نتایج آزمون هم خطی متغیرهای مستقل و کنترلی مدل اول و دوم

مدل اول			مدل دوم		
متغیر	نماد	VIF	متغیر	نماد	VIF
سیاست سرمایه گذری جسورانه	AIP	۱/۷۹۷۰	سیاست تامین مالی جسورانه	AFP	۳/۲۶۸۱
چرخه تبدیل وجوه نقد	CCC	۱/۰۹۸۹	چرخه تبدیل وجوه نقد	CCC	۱/۰۶۳
مدت زمان وصول مطالبات	AR	۸/۴۶۳۶	مدت زمان وصول مطالبات	AR	۶/۱۹۲۲
اهرم مالی شرکت	LEV	۴/۷۲۶۵	اهرم مالی شرکت	LEV	۲/۲۹۵۵
اندازه شرکت	SIZE	۸/۸۷۹۶	اندازه شرکت	SIZE	۸/۶۶۵۷

۷-٤- مرحله انتخاب مدل

برای تخمین مدل از روش داده های ترکیبی استفاده شده است. برای تعیین الگویی مناسب از بین الگویی تلفیقی[1] و الگویی تابلویی[2] از آزمون **F**لیمر استفاده شده است. در آزمون **F**لیمر فرضیه H_0 به معنای وجود داده‌های تلفیقی است که از روش حداقل مربعات معمولی برای تخمین مدل استفاده می‌شود و رد فرضیه H_1 به معنای وجود مدل اثر ثابت است که از روش حداقل مربعات معمولی با استفاده از متغیر مجازی استفاده می‌شود. با توجه به اینکه مقدار **p-value** به دست آمده درجدول (۶)، از آزمون چاو (**F** لیمر) در مدل اول تحقیق (۱/۰۰۰۰) و در مدل دوم تحقیق (۱/۰۰۰۰) می باشد، از این رو فرض صفر پذیرفته می‌شود (**p-value ≥ 0. 05**) و روش داده‌های تلفیقی پذیرفته می شود.

جدول (٦): نتایج آزمون F لیمر برای انتخاب مدل فرضیه ها

مدل ها	F لیمر		Cross - section
	F	P(VALUE)	
مدل اول	۰/۲۶۷۴	۱/۰۰۰۰	pooled
مدل دوم	۰/۲۷۷۴	۱/۰۰۰۰	pooled

1. Pooled Data
2. Panel Data

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]

جدول شماره (۷): نتایج تخمین فرضیه اول

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 AIP_{it} + \beta_2 CCCit + \beta_3 AR_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

الگوی اثرات ثابت			متغیر وابسته: بازده سهام
متغیرها	ضرایب	t آماره	احتمال
عرض از مبدأ	-۰/۰۹۰۴	-۲/۵۹۳۸	۰/۰۴۲۹
سیاست سرمایه گذاری جسورانه	۰/۳۷۲۴	۱/۶۵۴۹	۰/۰۴۸۵
چرخه تبدیل وجوه نقد	-۰/۰۰۰۷	-۲/۵۹۲۷	۰/۰۰۹۸
مدت زمان وصول مطالبات	۰/۰۱۵۷	۰/۵۶۴۱	۰/۵۷۲۹
اهرم مالی شرکت	-۱/۴۶۵۵	-۰/۸۲۳۶	۰/۴۱۰۵
اندازه شرکت	۰/۱۵۱۸	۰/۷۴۲۱	۰/۴۵۸۳
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین واتسون	F آماره	F احتمال
۴۱۴۸/۰	۰/۴۱۱۱	۲/۴۱۵۶	۴/۰۲۲۶	۰/۰۱۸۴

همان طور که در جدول (۷) مشاهده می‌شود ضریب و آماره **t** به دست آمده برای عدد ثابت عرض از مبدأ **(α)** به ترتیب ۰/۰۹۰۴- و ۲/۵۹۳۸- می‌باشد و با توجه به سطوح معناداری به دست آمده، از لحاظ آماری معنی دار است(**p=0. 0429, Sig. <0. 05**). هم چنین ضریب و آماره **t** به دست آمده برای متغیر سیاست سرمایه گذاری جسورانه به ترتیب ۰/۳۷۲۴ و ۱/۶۵۴۹ می‌باشد. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین سیاست سرمایه گذاری جسورانه و بازده سهام شرکت‌ها رابطه مثبت و مستقیمی وجود دارد. و با توجه به سطوح معناداری به دست آمده، ارتباط بین آن ها معنادار می‌باشد (**p=0. 0485, Sig. <0. 05**). ضریب و آماره **t** به دست آمده برای متغیر چرخه تبدیل وجوه نقد به ترتیب ۰/۰۰۰۷- و ۲/۵۹۲۷- می باشد. نتایج نشان می دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین چرخه تبدیل وجوه نقد و بازده سهام شرکت‌ها رابطه منفی و معکوسی وجود دارد. و با توجه به سطوح معناداری به دست آمده، ارتباط بین آن ها معنادار می‌باشد (**p=0. 0098, Sig. <0. 05**).

همان طور که در جدول (۷) مشاهده می‌شود، احتمال محاسبه شده برای متغیرهای مدت زمان وصول مطالبات (۰/۵۷۲۹) ؛ اهرم مالی شرکت (۰/۴۱۰۵) ؛ اندازه شرکت (۰/۴۵۸۳) بزرگ تر از ۵ درصد است، در نتیجه می توان گفت که بین مدت زمان وصول مطالبات، اهرم مالی شرکت و اندازه شرکت با بازده سهام رابطه معناداری وجود ندارد. با توجه به تخمین صورت گرفته، مقدار آماره **F** مدل رگرسیون خطی برابر ۴/۰۲۲۶ می باشد و با توجه به میزان احتمال آماره **F** که کم تر از ۰/۰۵ است، کل مدل تخمین زده شده در سطح ۹۵ درصد تایید می گردد (**p=0. 0184, Sig. <0. 05**). هم چنین در مدل مورد بررسی مقدار ضریب تعیین برابر ۰/۴۱۴۸ به دست آمده است که مؤید این موضوع است که حدود ۴۱ درصد از

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]

تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی، تبیین شده است. افزون بر این با توجه به آماره دوربین واتسون به دست آمده که برابر ۲/۴۱۵۶ می‌باشد می‌توان بیان کرد که خود همبستگی مرتبه اول میان جملات باقی مانده الگو وجود ندارد.

در نتیجه با توجه به این که بین سیاست سرمایه گذاری جسورانه و بازده سهام شرکت‌ها رابطه مثبتی وجود دارد. به طوری کــه با افزایش سیاست سرمایه گذاری جسورانه، بازده سهام شرکت‌ها، افزایش می‌یابد. از این رو می توان گفت که، فرضیه اول تحقیق مبنی بر این که هرچه سیاست سرمایه گذاری جسورانه بر اساس سرمایه در گردش بیش تر شود، میزان بازده سهام افزایش می یابد، پذیرفته می‌شود.

جدول شماره (۸): نتایج تخمین فرضیه دوم

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 AFP_{it} + \beta_2 CCC_{it} + \beta_3 AR_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

الگوی اثرات ثابت			بازده سهام متغیر وابسته:
متغیرها	ضرایب	آماره T	احتمال
عرض از مبدأ	۰/۳۰۱۵	۲/۶۰۹۸	۰/۰۰۹۳
سیاست تامین مالی جسورانه	-۰/۳۳۱۴	-۱/۹۸۷۴	۰/۰۴۰۸
چــرخــه تبدیل وجــوه نقــد	-۰/۰۰۰۶	-۲/۱۸۴۱	۰/۰۲۹۴
مــدت زمان وصــول مطالبات	۰/۰۰۶۵	۰/۲۳۳۶	۰/۸۱۵۴
اهــرم مــالی شــرکت	-۰/۹۶۷۱	-۰/۵۴۶۹	۰/۵۸۴۷
اندازه شــرکت	۰/۰۸۰۹	۰/۳۹۹۱	۰/۶۹۰۰
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین واتسون	**F** آماره	**F** احتمال
۰/۳۱۶۸	۰/۳۱۳۱	۲/۴۴۴۴	۴/۵۷۴۲	۰/۰۱۰۷

همان طور که در جدول (۸) مشاهده می‌شود ضریب و آماره **t** به دست آمده برای عدد ثابت عرض از مبدأ **(α)** به ترتیب ۰/۳۰۱۵ و ۲/۶۰۹۸ می‌باشد و با توجــه به سطوح معناداری بــه دست آمده، از لحاظ آماری معنی دار است(**p=0. 0093, Sig. <0. 05**). ضریب و آماره **t** به دست آمده برای متغیر سیاست تامین مالی جسورانه بــه ترتیب ۰/۳۳۱۴- و ۱/۹۸۷۴- می باشد .بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین سیاست تامین مالی جسورانه و بازده سهام شرکت‌ها رابطه منفی و معکوس وجود دارد. بــا توجــه به سطوح معناداری بــه دست آمده، ارتباط بین آن ها معنادار می‌باشد (**p=0. 0408, Sig. <0. 05**).

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]

همان طور که در جدول (۸) مشاهده می‌شود، احتمال محاسبه شده برای متغیرهای مدت زمان وصول مطالبات (۰/۸۱۵۴)؛ اهرم مالی شرکت (۰/۵۸۴۷)؛ اندازه شرکت (۰/۶۹۰۰) بزرگ تر از ۵ درصد است، در نتیجه می توان گفت که بین مدت زمان وصول مطالبات، اهرم مالی شرکت و اندازه شرکت با بازده سهام رابطه معناداری وجود ندارد.

ضریب و آماره **t** به دست آمده برای متغیر چرخه تبدیل وجوه نقد به ترتیب ۰/۰۰۰۶- و ۲/۱۸۴۱- می باشد .نتایج نشان می دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین چرخه تبدیل وجوه نقد و بازده سهام شرکت‌ها رابطه منفی و معکوس وجود دارد. با توجه به سطوح معناداری به دست آمده، ارتباط بین آن ها معنادار می‌باشد (**p=0. 0294, Sig. <0. 05**). شایان ذکر است که با توجه به تخمین صورت گرفته، مقدار آماره **F** مدل رگرسیون خطی برابر ۴/۵۷۴۲ می باشد و با توجه به میزان احتمال آماره **F** که کم تر از ۰/۰۵ است، کل مدل تخمین زده شده در سطح ۹۵ درصد تایید می‌گردد (**p=0. 0107, Sig. <0. 05**). هم چنین در مدل مورد بررسی مقدار ضریب تعیین برابر ۰/۳۱۶۸ به دست آمده است که مؤید این موضوع است که حدود ۳۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی، تبیین شده است. افزون بر این با توجه به آماره دوربین واتسون به دست آمده که برابر ۲/۴۴۴۴ می‌باشد می‌توان بیان کرد که خود همبستگی مرتبه اول میان جملات باقی مانده الگو وجود ندارد.

در نتیجه با توجه به این که بین سیاست تامین مالی جسورانه و بازده سهام شرکت‌ها رابطه منفی وجود دارد. به طوری که با افزایش سیاست تامین مالی جسورانه، بازده سهام شرکت‌ها، کاهش می یابد. از این رو می توان گفت که، فرضیه دوم تحقیق مبنی بر این که هرچه سیاست تامین مالی جسورانه بر اساس سرمایه در گردش بیش تر شود، میزان بازده سهام افزایش می یابد، رد می‌شود.

۸- نتایج و پیشنهادات

مدیریت سرمایه در گردش یکی از حوزه های مهم درطراحی استراتژی‌های مالی و مدیریت سازمان ها به حساب می آید، زیرا به طور مستقیم نقدینگی و سودآوری شرکت ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد. یکی از مهم ترین مسائل پیش روی مدیران واحد تجاری مدیریت سرمایه در گردش است که در رشد و بقای واحد تجاری نقش مهمی دارد. این بخش شامل مدیریت دارایی‌های جاری واحد تجاری است. بحران مالی جهانی در سال های اخیر و رکود ناشی از آن موجب توجه و تمرکز بیش تر شرکت‌ها بر سرمایه گذاری در دارایی های کوتاه مدت و هم چنین استفاده از منابعی با سررسید کم تر از یک سال شده است. سرمایه در گردش به عنوان منبعی مهم برای بهبود عملکرد مالی به شمار می‌آید و می‌تواند به عنوان یک مزیت رقابتی برای شرکت‌ها محسوب شود. در همین راستا به کارگیری استراتژی مناسب سرمایه در گردش برای شرکت‌ها در طول دوره رکود اقتصادی، اساسی و ضروری است و می‌تواند به صورت استراتژیک موجب بهبود جایگاه رقابتی و سودآوری شرکت شود و علاوه بر این شرکت را در برابر اثرات

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]

نوسانات اقتصادی به صورت قابل قبولی حفظ کند. شرک ها لازم است با عوامل موثر بر سرمایه در گردش سیاست خود را از بین استراتژی های (محافظه کارانه، تهاجمی و متعادل) انتخاب کنند و با تاکتیک های عملیاتی مدیریت سرمایه در گردش را طبق اهدافی تعریف شده دنبال کنند. اینکه شرکت‌ها چگونه اقدام به تامین مالی کنند تا هم به سود برسند و هم بازده سهامداران را حداکثر کنند، عوامل متعددی، از جمله نوع استراتژی انتخاب شده، ماهیت فعالیت و دارایی ها و نوع صنعت بر تامین مالی شرکت تاثیر می‌گذارند.

پژوهش حاضر به بررسی تاثیر استراتژهای سرمایه در گردش بر روی بازده سهام در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتیجه فرضیه اول پژوهش نشان داد که بین سیاست سرمایه گذاری جسورانه سرمایه در گردش و بازده سهام رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. لذا با توجه به سطح معناداری به دست آمده فرضیه اول مبنی بر این که هرچه سیاست سرمایه گذاری جسورانه بر اساس سرمایه در گردش بیشتر شود، میزان بازده سهام افزایش می یابد پذیرفته شد. نتیجه فرضیه یاد شده با نتایج مشایخ و همکاران (۱۳۹۵) اولو و موانجی (۲۰۱۴)، باغییان (۲۰۱۳) تشکری جهرمی و همکاران (۱۳۹۳) مطابقت دارد و با نتایج ام والا (۲۰۱۲) مغایرت دارد. همان طور که مطالعات انجام شده نشان می‌دهد، مدیران جسور گرایش به حجم و ترکیبی از سرمایه در گردش دارند که بازده سهام را افزایش دهند و نتایج بررسی این فرضیه نشان می‌دهد اتخاذ استراتژی جسورانه میتواند منجر به کسب بازده بیشتر شود.

نتیجه فرضیه دوم پژوهش نشان داد که بین سیاست تامین مالی جسورانه سرمایه در گردش و بازده سهام رابطه منفی و معکوس و جو دارد. لذا با توجه به سطح معناداری به دست آمده، فرضیه دوم تحقیق مبنی بر این که هرچه سیاست تامین مالی جسورانه بر اساس سرمایه در گردش بیش تر شود بازده سهام افزایش می‌یابد، رد می‌شود. نتیجه فرضیه یاد شده با نتایج ام والا (۲۰۱۲) و افزا و نظیر (۲۰۰۹) مطابقت دارد و با نتایج اولو و موانجی (۲۰۱۴)، باغییان (۲۰۱۳) در تضاد است.

پیشنهاد می‌شود مبنی بر اینکه شرکت‌ها کدام یک از استراتژی های سـرمایه درگردش(جسورانه یا محاظه کارانه) را انتخاب می‌کنند بستگی به خصلت ریسک گریزی مدیران شرکت دارد. مدیران محافظه کار گرایش به حجم و ترکیبی از سرمایه در گردش دارند که موجب کاهش ریسک شود و مدیران جسور حجم و ترکیبی را انتخاب می کنند که بازده سهام را افزایش دهد. لذا توصیه می‌شود که مدیران با توجه به وضعیت شرکت و اهداف مورد نظر استراتژی مورد نظر را انتخاب کنند و با اتخاذ آن استراتژی به اهداف مورد نظر برسند. همچنین از آن جا که انتظار می‌رفت اتخاذ سیاست‌های جسورانه (پر خطر)، منجر به کسب بازده بالا تری شوند و مطالعات خارجی نیز این نتایج را نشان داده اند. اما نتیجه فرضیه دوم تحقیق حاضر عکس مطلب بالا را بیان می کند. با توجه به اهمیت این مطلب، پیشنهاد می شود در این خصوص، مطالعات بیش تری به عمل آید تا دلیل اصلی چنین تفاوت هایی آشکار شود. همچنین به محققین آتی پیشنهاد

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]

میشود: بررسی استراتژیهای سرمایه درگردش شرکت‌ها به وسیله توزیع پرسشنامه، بررسی عدم توجه کافی به مدیریت سرمایه در گردش، انجام تحقیقی مشابه تحقیق حاضر برای دوره های طولانی تر و مقایسه آن با نتایج تحقیق حاضر.

۹- محدودیت‌های تحقیق

هر پژوهش متاثر از محدودیت های است که قابل کنترل نیستند. بعضی از محدودیت های پژوهش ذاتی است و برخی از آن ها از شرایطی محیطی و محدودیت های زمانی انجام پژوهش ناشی می‌شود. پژوهش حاضر مانند هر پژوهش دیگرتحت تاثیر محدودیت های غیر قابل کنترل قرار داشت که از جمله می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

۱. وجود سیستم ها و تجهیزات متفاوت در شرکت‌ها که می‌تواند بعضی از چرخه ها را کوتاه تر و یا طولانی کند و این منجر به اثرگذاری بر سرمایه در گردش می‌شود.

۲. عوامل سازمانی از قبیل تغییر در سیاست‌های پولی بانک‌ها که دریافت تسهیلات بانکی را تحت تاثیر قرار می دهد، بر عملکرد سرمایه در گردش اثر می‌گذارد.

۳. با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و این که سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه است، تسری نتایج به سایر شرکت‌ها بایستی با احتیاط انجام گیرد.

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]

فهرست منابع و مآخذ

۱- ایزدی نیا، ناصر؛ تاکی، عبدالله، ۱۳۸۹، بررسی تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر قابلیت سوددهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. حسابداری مالی، شماره۲(۵). صص ۱۲۰-۱۳۹.

۲- تشکری جهرمی، محمد، احدی سرکانی، یوسف، تالانه، عبدالرضا، ۱۳۹۳، مدیریت بهینهٔ سرمایهٔ در گردش و ثروت سهامداران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دورهٔ ۲۱، شمارهٔ۲، تابستان۹۳، صص ۱۵۰-۱۲۷.

۳- جهانخانی، علی؛پارسائیان، علی، ۱۳۸۰، مدیریت مالی جلد دوم، ترجمه و اقتباس از کتاب ریموند پی نوو، انتشارات سمت.

۴- دیانتی دیلمی، زهرا، لطفی، محسن، آزادبخش، کسری. ۱۳۹۱. تاثیر مدیریت سرمایه در گردش مبتنی بر چرخه تبدیل نقدی گیتمان بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام. فصلنامه علمی و پژوهشی دانش حسابداری وحسابرسی مدیریت. شماره۴. زمستان۱۳۹۱، صص ۶۴-۵۵.

۵- رهنمای رودپشتی، فریدون، علی کیائی، ۱۳۸۷، بررسی وتبیین استراتژی های مدیریت سرمایه در گردش در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش و پژوهش حسابداری، شماره ۱۳.

۶- قائمی، محمد حسین، طوسی، سعید، ۱۳۸۵، بررسی عوامل مؤثر بر بازده سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیام مدیریت شماره ۱۷ و ۱۸ زمستان ۸۴ و بهار ۸۵، صص۱۷۵-۱۵۹.

۷- محمد زاده، امیر، نوفرستی، لیلا، ۱۳۸۸، بررسی تاثیر سیاست های سرمایه در گردش بر بازده سرمایه گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنایع غذایی و مواد آشامیدنی، مجله پژوهش های مدیریت، شماره ۸۱، تابستان۸۸، صص۱۵۷-۱۳۶.

۸-مرادی، محمد علی؛نجار، مصطفی، "۱۳۹۲ بررسی رابطه بین مازاد سرمایه در گردش و مازاد بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" بررسی های حسابرسی و حسابداری شماره ۲تابستان ۹۲ ص ص ۱۰۹-۱۳۲.

۹- مشایخ، شهناز، نوروزی، سونا، قشقایی، فاطمه، ۱۳۹۵، تأثیر سطح وجه نقد نگهداری شده بر رابطهٔ بین بازدهی و سرمایهٔ در گردش، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دورهٔ ۲۳، شمارهٔ۱، بهار، ۱۳۹۵، صص۵۴-۳۹.

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]

۱۰- واعـــظ، سید علی، قلمبر، محمد حسین، شاکری، فاطمه، ۱۳۹۲، عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/سال پنجم/ شماره۱۹، پاییز۹۲، صص۶۸-۴۶.

11-Baghiyan,Fatemeh,2013,"The Impact Of Working capital management of management performance",jurnal of behavioraleconomics,finance ,accounting and transport,vol. 1,no. 1,13.

12- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms?. Journal of Business Finance & Accounting,30(3-4),573-588.

13- Filbeck, G. , Krueger, T. and Preece, D. (2007). Working Capital Survey Do Selected Firms Work for Shareholders, Quarterly Journal of Business and Economics, 46 (2): 3-22.

14- Kally, M. (2010), "Working Capital Management and Company Profitability": Case of English, Electronic copy available at: http://ssrn. com, P. 10.

15- Kiedchnick, R. L and Laplante, M and Moussawi. R. (2011). ”Working Capital Management and Shareholder Wealth”. http://ssrn. com/abstract=1431165.

16- Mun, S. G. & Jan, S. (2015). Working capital, cash holding, and profitability of restaurant firms. International Journal of Hospitality Management, 48 (14);1-11.

17- 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.

18- Nazir, M. S. , & Afza, T. (2009a). Impact of aggressive working capital management policy on firms’ profitability IUP Journal of Applied Finance, 15(8), 19.

19-Nyabwanga Robert Nyamao, Ojera Patrick , Lumumba Martin1, Alphonce J. Odondo and Otieno Simeyo. (2012). "Effect of working capital management practices on financial performance: A study of small scale enterprises in Kisii South District, Kenya ", African Journal of Business Management Vol. 6(18), pp. 5807-5817, 9 May.

20- Oloo , magadi s, mwangi. muturi w,(2014), effect of aggressive financing policy on profitability of listed companies at the Nairobi securities exchange, kenya, international journal of science and research(ijsr).

21- Raheman and Nasr, 2007,”Working Capital Management And Profitability-Case Of Pakistan Firms” International Review of Business Research Papers ,Vol. 3, Pp. 279 – 300.

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]

22- Shishir Pandey Jr ," Impact of Working Capital Management in the Profitability of Hindalco Industries Limited " The Icfai University Journal of Financial Economics, Vol. 6, No. 4 , December 2008, pp. 62-72.
23- Sundas Sohail, Farhat Rasul, Ummara Fatima,(2016)," Effect of Aggressive & Conservative Working Capital Management Policy on Performance of Scheduled Commercial Banks of Pakistan", European Journal of Business and Management, ISSN 2222-1905 (Paper) ISSN 2222-2839 (Online), Vol. 8, No. 10.
24- 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.
25- Teruel, Pedro Juan García and Pedro Martínez Solano"_ Effects of working capital management on SME profitability". International Journal of Managerial Finance. Bradford, Vol. 3, Iss. 2, 2007 , p. 164 -177.

[Downloaded from mail.jnraims.ir on 2026-11-18]