

## ارتباط خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی با تأکید بر عدم اطمینان سیاست اقتصادی

ناصر خداداده ی شاملو

مربی گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی اسوه معاصر، تبریز، ایران. (نویسنده مسئول).  
n.khodadadeh@yahoo.com

رضا شقاقی ترکداری

مربی گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی اسوه معاصر، تبریز، ایران.  
shaghaghireza2010@gmail.com

شماره ۷۹ / بهار ۱۴۰۲ (جلد دوم) / صص ۱۳۳-۱۵۷  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره ششم)

### چکیده

عملکرد مالی هر شرکتی نشان دهنده، چگونگی استفاده آن شرکت از دارایی ها و روش های کسب و کار به منظور ایجاد درآمد می باشد. در دیدگاه کوتاه مدت، میزان و ترکیب سرمایه در گردش می تواند انعطاف پذیری مالی شرکت را تحت تاثیر خود قرار دهد. در نتیجه با وجود شرایط عدم اطمینان سیاست اقتصادی، هم سرمایه در گردش و هم عملکرد مالی تحت تاثیر شرایط خاص قرار می گیرند. هدف پژوهش حاضر تعیین ارتباط بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی با تأکید بر عدم قطعیت سیاست اقتصادی است. پژوهش حاضر از لحاظ هدف جزو تحقیقات کاربردی می باشد. جامعه آماری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند و با روش نمونه گیری هدفمند ۱۳۰ شرکت در نمونه آماری قرار گرفته اند. دوره زمانی پژوهش سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ است. عملکرد مالی با استفاده از دو معیار نرخ بازده دارایی ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام اندازه گیری شده است. خالص سرمایه در گردش عملیاتی نیز از مدل نیهای آکتاس و همکاران (۲۰۱۵)، از نسبت خالص سرمایه در گردش عملیاتی به فروش بدست آمده است. عدم قطعیت سیاست اقتصادی از طریق مدل جارامیلو و ساناکاک (۲۰۰۷)، برآورد شده است. برای آزمون فرضیه ها از تجزیه و تحلیل رگرسیون بهره گیری شده است. نتایج نشان می دهد که بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی (نرخ بازده دارایی ها) ارتباط وجود دارد. در حالی که بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی (نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه) ارتباط معناداری وجود ندارد. عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر ارتباط بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی (نرخ بازده دارایی ها) تاثیر معناداری ندارد.

**واژگان کلیدی:** خالص سرمایه در گردش عملیاتی، عملکرد مالی، عدم اطمینان سیاست اقتصادی.

### مقدمه

چالش های ناشی از عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر تصمیم گیری های شرکت ها تاثیر می گذارد. یکی از حوزه ها مدیریت سرمایه در گردش است، که در آن مدیران تلاشهای خود را برای آزاد کردن سرمایه به عنوان هزینه های فزاینده وجوه (بهره) تشدید می کنند. آزاد سازی سرمایه به تصمیمات استراتژیک و راهبردی برای تامین مالی داخلی اشاره می کند زیرا اتکا به وجوه خارجی در مواقع عدم قطعیت سیاست اقتصادی می تواند به هزینه های اضافی منجر شود که در دراز مدت بر رقابت پذیری آنها تاثیر می گذارد (تاندو<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰). فروت و همکاران<sup>۲</sup> (۱۹۹۳)، استدلال کردند که شرکت ها

<sup>1</sup> JACOB KPLORLA TANDOH

<sup>2</sup> Froot et al

وجوه داخلی را نسبت به وجوه خارجی ترجیح می دهند (وانگ و همکاران، ۲۰۱۴) و از طرفی بحران مالی جهانی در سال های اخیر و رکود ناشی از آن موجب توجه و تمرکز بیشتر شرکت ها بر سرمایه گذاری در دارایی های کوتاه مدت و همچنین استفاده از منابعی با سررسید کمتر از یک سال شده است که این دو قسمت عمده اقلام ترازنامه آنها را شامل می شود و در این فضای اقتصاد چالشی که سازمان های بین المللی راه های جدیدی را برای رشد و کاهش ریسک جستجو می کنند، سرمایه در گردش به عنوان منبعی مهم برای بهبود عملکرد مالی شرکتها به شمار می آید و می تواند به عنوان یک مزیت رقابتی برای شرکتها محسوب شود (گارسیا و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷). با توجه به این شرایط، به نظر می رسد سرمایه گذاری در دارایی های جاری و استفاده از منابع تأمین مالی کوتاه مدت، که از آن بعنوان مدیریت سرمایه در گردش<sup>۲</sup> (WCM) یاد می شود آثار چشمگیری بر بازده داراییها و بازده حقوق صاحبان سهام دارد و از سوی دیگر موجب بهبود عملکرد مالی شرکت شده و در نهایت افزایش ثروت سهامداران را در پی خواهد داشت. با توجه به اینکه مدیریت سرمایه در گردش که تاثیر آن بر عملکرد شرکت های بزرگ با توجه به مطالعات انجام شده بسیار حائز اهمیت بوده، اغلب توسط شرکتها نادیده گرفته می شود و یا از درجه اهمیت کمتری برای شرکتها به نسبت سرمایه گذاری آنها در دارایی های بلندمدت است (آکتاس و همکاران، ۲۰۱۵). از طرفی طی تحقیقات واعظ و درسه (۱۳۹۷)، ثبات اقتصاد کلان و روشن بودن جهت کلی سیاستهای اقتصادی، فضای مناسبی را برای فعالیتهای عاملان اقتصادی و بخش خصوصی فراهم میکند. یکی از مفاهیم مرتبط با موضوع عدم ثبات و نوسانات اقتصادی، مفهوم نااطمینانی است. در دنیای واقعی، اقتصاد پر از نااطمینانی عوامل اقتصادی است که به بروز ریسک و مخاطره در فضای تصمیم گیری عوامل اقتصادی منجر شده و رفتار آنها را تحت تاثیر قرار می دهد (حیدرپور و پورشهبابی، ۱۳۹۰).

لذا با توجه به وجود نااطمینانی در شرایط اقتصادی، در این پژوهش سعی شده است ارتباط خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی شرکت با استفاده از معیارهای ارزیابی مبتنی بر ارزش شامل نرخ بازده داراییها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام با تاکید بر عدم اطمینان سیاست اقتصادی مورد بررسی قرار گیرد تا راهنمای عملی برای شرکتها در راستای ایجاد ارزش پایدار و همچنین به مدیران در شرایط نااطمینان سیاست اقتصادی باشد.

### مبانی نظری و پیشینه تجربی پژوهش

به نظر می رسد زمینه چشمگیری برای افزایش عملکرد شرکتها از طریق بهبود کارایی در مدیریت سرمایه در گردش، در اکثر شرکتها وجود دارد که اغلب توسط شرکتها نادیده گرفته می شود. و همچنین خالص سرمایه در گردش عملیاتی<sup>۳</sup> (NOWC) می تواند به عنوان یک منبع بالقوه از وجه نقد برای رشد تامین مالی شرکتها باشد که این مورد نیز از دید شرکتها پنهان مانده یا نادیده گرفته می شود (بوخمن و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸) که این نیز منجر به تحمیل بدهی و هزینه های بالای بهره جهت تامین مالی برای شرکتها می شود در حالی که بهبود مدیریت سرمایه در گردش می تواند از این امر جلوگیری نموده و در نهایت موجب افزایش عملکرد شرکتها بشود. در این فضای اقتصاد چالشی که سازمان های بین المللی راه های جدیدی را برای رشد و بهبود عملکرد مالی و کاهش ریسک جستجو می کنند، سرمایه در گردش به عنوان منبعی مهم برای بهبود عملکرد مالی به شمار می آید (گانداولی<sup>۵</sup>، ۲۰۰۶). با این اوصاف مدیریت سرمایه در گردش فعال یک نیاز اساسی توانایی سازمان برای سازگاری در یک اقتصاد پرچالش است و هدف آن برقراری یک تعادل حساس

<sup>1</sup> Garcia et al

<sup>2</sup> Working capital management (WCM)

<sup>3</sup> Net operating working capital

<sup>4</sup> Buchmann et al

<sup>5</sup> Gundavelli

بین حفظ نقدینگی برای پشتیبانی از عملیات روزانه و حداکثرسازی فرصت‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت می‌باشد (هواتیس<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳).

برای درک بهتر رابطه بین سرمایه در گردش و عملکرد مالی شرکت می‌توان به سرمایه‌گذاری مازاد در سرمایه در گردش اشاره کرد که انتظار می‌رود اثرات مثبتی، به ویژه برای شرکت‌های با سطح پایین سرمایه در گردش، داشته باشد. زیرا سرمایه در گردش بالا اجازه می‌دهد تا شرکتها از طریق افزایش فروش به رشد درآمد دست یابند. و همچنین موجودی کالای بیشتر، از طریق کاهش هزینه‌های تامین مواد، ارائه مانعی در برابر نوسانات قیمت مواد خریداری شده، و به حداقل رساندن افت فروش بدلیل عدم موجودی کافی و جلوگیری از وقفه در فرایند تولید می‌تواند تاثیر قابل ملاحظه‌ای در رشد درآمد داشته باشد. تامین اعتبار تجاری مشتریان نیز تا حدودی ممکن است فروش شرکت را بطور مثبت تحت تاثیر قرار دهد چرا که اجازه می‌دهد تا جهت تمایز قیمت محصول، خدمتی به عنوان گارانتی برای کیفیت محصول و تقویت روابط بلندمدت با مشتریان ارائه کند. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاری مازاد در سرمایه در گردش ممکن است اثرات جانبی در پی داشته و منجر به تخریب ارزش برای سهامداران شود. یعنی مانند هر سرمایه‌گذاری، افزایش سرمایه در گردش نیاز به تامین مالی اضافی دارد، که این نیز به نوبه خود شامل تامین مالی و هزینه‌های فرصت است (آکتاس و همکاران، ۲۰۱۵). از طرفی رویکرد تهاجمی با ریسک بالاتر و بازده بالاتر همراه است در حالی که رویکرد محافظه کارانه با ریسک کمتر و بازده کمتر همراه است. شرکت‌هایی که با رویکرد تهاجمی عمل می‌کنند، عمدتاً سیاست‌های اعتباری سخت‌گیرانه‌ای را به مشتریان ارائه می‌کنند، حداقل موجودی را نگه می‌دارند و برای پرداخت بدهی خود برای مدت طولانی‌تر مذاکره می‌کنند و با رویکرد محافظه کارانه، شرکت‌ها ریسک را جذب می‌کنند، چنین شرکت‌هایی دارای ذخایر نقدی بالا، شرایط اعتبار مشتری منعطف، بدهی‌های کمتر یا بدون پرداخت، و موجودی بالا هستند (واینراوب و ویشر<sup>۲</sup>، ۱۹۹۸). لذا با توجه به مطالب بالا به نظر می‌رسد در نظریه ترجیح نقدینگی کینزی کاربرد دارد. این تئوری نقدینگی در سرمایه‌گذاری را ترجیح می‌دهد (کینز<sup>۳</sup>، ۱۹۳۶). همچنین شواهد بدست آمده توسط (یبوا و اگی<sup>۴</sup>، ۲۰۱۲) نشان می‌دهد شرکت‌هایی که درگیر سیاست مدیریت سرمایه در گردش تهاجمی هستند دارایی‌های نقدی خود را افزایش می‌دهند. لذا حفظ موقعیت نقدینگی بهینه به عنوان پایه‌ای برای رشد و برنامه‌های بلندمدت شرکت‌ها عمل می‌کند.

و همچنین طبق یافته‌های کیشنک و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۳)، با ثابت بودن سایر شرایط، شرکت‌هایی که سرمایه در گردش بالایی در ترازنامه خود نگهداری می‌کنند به طور بالقوه نیز با هزینه‌های بهره بالا و ریسک ورشکستگی روبرو هستند. علاوه بر این، وجه نقد بیش از اندازه نگهداشته شده در خالص سرمایه در گردش عملیاتی نیز ممکن است شرکت‌ها را از اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری بهبود ارزش در کوتاه‌مدت جلوگیری کند.

از طرفی NOWC بزرگ (مازاد) ممکن است باعث تضاد نمایندگی بین مدیران و سهامداران شود، زیرا اولی (مدیران) ممکن است به راحتی بخشی از NOWC را به پول نقد تبدیل کند و از این وجوه برای منافع خصوصی یا برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های منافع شخصی خود استفاده کند و مشکل جریان نقدی آزاد را ایجاد کند (جنسن، ۱۹۸۶).

در مقابل، خالص سرمایه در گردش عملیاتی منفی نشان می‌دهد که شرکت در حال حاضر یک سیاست سرمایه در گردش بسیار تهاجمی اتخاذ کرده است، که این امر نیز به طور بالقوه خطر از دست دادن فروش را با توجه به پتانسیل فقدان

<sup>1</sup> Havoutis

<sup>2</sup> Weinraub and Visscher

<sup>3</sup> Keynes

<sup>4</sup> Yeboah and Agyei

<sup>5</sup> Kieschnick et al

موجودی و کاهش ناراضیاتی مشتری توسط مجموعه حسابهای دریافتی تهجمی، افزایش می‌دهد (آکتاس و همکاران، ۲۰۱۵).

وقتی شرکت‌ها NOWC را افزایش می‌دهند، منابع مالی را محدود می‌کنند و کاهش NOWC باعث افزایش جریان‌های نقد آزاد می‌شود. بنابراین، شرکت‌ها می‌توانند وجه نقد را برای سایر مصارف مدیریت NOWC خود آزاد کنند (کاهش موجودی، بهبود جمع‌آوری صورت‌حساب مشتریان یا تأخیر در پرداخت به تأمین‌کنندگان)، که انعطاف‌پذیری مالی شرکت را برای موارد احتمالی نامشخص آینده فراهم می‌کند (بانوس-کابالرو و همکاران، ۲۰۱۹). یکی دیگر از عوامل موثر بر تصمیمات شرکت در مورد سطح سرمایه در گردش می‌تواند به تضاد منافع بین مدیران و سهامداران مرتبط باشد، همانطور که در نظریه نمایندگی بررسی شده است (جنسن و مک‌لینگ<sup>۱</sup>، ۱۹۷۶). زیرا به عقیده جنسن (۱۹۸۶)، نگهداری وجه نقد بیشتر می‌تواند تضاد منافع بین مدیران و سهامداران را افزایش دهد، زیرا این نقدینگی مازاد می‌تواند باعث رفتار اختیاری مدیران علیه منافع سهامداران شود (مشکل جریان نقدی آزاد). بنابراین، مدیران و سهامداران کنترل‌کننده ترجیح می‌دهند که نقدینگی بیشتری را حفظ کنند، زیرا انعطاف‌پذیری را برای استفاده از این وجوه در منافع خصوصی (مانند پاداش و سیاست تقسیم سود) یا سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مورد علاقه خود فراهم می‌کند (بانوس-کابالرو و همکاران، ۲۰۱۹). در شرکت‌هایی با سطح پایین نظارت و ابزار کمی برای نظم بخشیدن به تصمیمات مدیریت، مدیران ممکن است تصمیم بگیرند که در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری نکنند، یا حتی ممکن است تصمیم بگیرند در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی سرمایه‌گذاری کنند (پالومبینی و ناکامورا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲). همچنین جنسن (۱۹۸۶)، نشان می‌دهد که مدیران تمایل دارند جریان نقدی آزاد را در پروژه‌های جدید سرمایه‌گذاری کنند، زیرا آنها انگیزه دارند تا شرکت‌های خود را به سمت رشد فراتر از اندازه مطلوب هدایت کنند. زیرا رشد شرکت، قدرت مدیران را بوسیله افزایش منابع تحت کنترل آنها، افزایش می‌دهد که معمولاً با افزایش پاداش مدیران مرتبط با فروش شرکت همراه است (پالومبینی و ناکامورا، ۲۰۱۲). و شیلینگ<sup>۳</sup> (۱۹۹۶) استدلال کرد که بدلیل عدم اطمینان پیرامون کسب و کار در محیط، شرکتها برای تامین مالی نیاز به حفظ حداقل نقدینگی لازم برای ارائه انعطاف پذیری مالی دارند.

عدم قطعیت نیز وضعیتی است که در آن احتمال یک نتیجه مشخص نیست. عدم قطعیت از منابع مختلفی ناشی می‌شود. نفوذ دولت در زندگی روزمره ما بطور کلی محرک عدم قطعیت را ایجاد می‌کند (تانندو، ۲۰۲۰). فریدمن<sup>۴</sup> (۱۹۶۸)، رودریک<sup>۵</sup> (۱۹۹۱)، هاست و متکالف<sup>۶</sup> (۱۹۹۹) و چندین نفر دیگر اثرات اقتصادی نامطلوب ناشی از سیاست‌های مالی، پولی و نظارتی اعمال شده توسط دولت و سیاست‌گذاران را بررسی کرده‌اند. همچنین (بیکر و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۶) از اطلاعات آرشیو روزنامه‌ها برای استخراج اطلاعات بیشتر برای اندازه‌گیری قوی و عملی عدم قطعیت اقتصادی استفاده کردند. این نویسندگان خاطر نشان کردند که با افزایش عدم قطعیت اقتصادی، سرمایه‌گذاری و سطح اشتغال در بخش‌های سیاست‌محور به شدت کاهش می‌یابد. طبق یافته‌های (تانندو، ۲۰۲۰) آمریکا بیشترین عدم قطعیت اقتصادی خود را در سال ۲۰۱۱ و کمترین مقدار آن را در سال ۲۰۰۶ تجربه کرده است.

اما عدم قطعیت را می‌توان در یک مفهوم کلی به صورت عدم توانایی در پیش‌بینی پیامدها تعریف کرد. این مفهوم در زمینه‌های مختلف مورد توجه قرار گرفته است. در اقتصاد این موضوع اولین بار توسط نایت مورد بررسی قرار گرفت

<sup>1</sup> Jensen and Meckling

<sup>2</sup> Nathalie Vicente Nakamura Palombini and Wilson Toshiro Nakamura

<sup>3</sup> Schilling

<sup>4</sup> Friedman

<sup>5</sup> Rodrik

<sup>6</sup> Hassett and Metcalf

<sup>7</sup> Baker et al

(فرانک نایت، ۱۹۲۱). در طی سالیان گذشته مفهوم عدم قطعیت در اقتصاد گسترش پیدا کرده و در زمینه های مختلف مورد بحث و بررسی قرار گرفته است عدم قطعیت به معنی عدم اطمینان در اقتصاد یا سیاست و یا هر زمینه دیگری می باشد لذا اشخاص و فعالین هر حوضه ای در خصوص پیش بینی اطلاعات آینده و تصمیم گیری در مورد واقع آینده با مشکل روبرو شده و فرآیند برنامه ریزی و تصمیم گیری و همچنین سیاست گذاری در همه ی بخش های اقتصادی از جمله بازار مالی با اختلال مواجه می شود. از اینرو به نظر می رسد فعالان اقتصادی و سرمایه گذاران بیشتر به فرآیند برنامه ریزی ها و سرمایه گذارپهای کوتاه مدت سوق پیدا کنند تا جایی که امکان دارد مخاطرات ناشی از عدم قطعیت را به حداقل برسانند و با توجه به اینکه خالص سرمایه در گردش عملیاتی، یک سرمایه معاملاتی می باشد به نظر می رسد که عدم قطعیت باعث افزایش سرمایه گذاری سرمایه در گردش عملیاتی و به تبع آن با افزایش عملکرد مالی به افزایش ثروت سهامداران منجر بشود. بنابراین، مدیران مالی باید تصمیم درستی در مورد خط مشی مدیریت سرمایه در گردش، برای بهینه سازی سودآوری شرکت و افزایش ارزش شرکت بگیرند به ویژه در زمانی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بسیار بالاست (تاندو، ۲۰۲۰).

زمانی که عدم قطعیت اقتصادی بالا باشد، شرکتهای فعالیتهای سرمایه گذاری خود را کاهش می دهند (هندلی و لیمائو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵، بیکر و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶، بونامی و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷ و نگوین و فان<sup>۴</sup>، ۲۰۱۷). عدم اطمینان مستلزم فرصت های سرمایه گذاری بیشتر نسبت به ریسک های قابل توجه است. شرکت ها می توانند سهم خود از بازار را برای افزایش سودآوری گسترش دهند با این وجود، نیاز است که مدیران مالی قبل از اتخاذ چنین تصمیماتی خطرات ناشی از ریسک بازار را در نظر بگیرند. کاهش سرمایه گذاری در زمان هایی که عدم قطعیت بالا بدلیل عدم فقدان نوآوری و ابتکارات جدید نیست بلکه افزایش هزینه برای یک خط اعتباری که جریان سرمایه را سخت تر می کند می باشد (تاندو، ۲۰۲۰). افزایش هزینه های سرمایه به معنای وجوه اضافی مورد نیاز برای تامین پروژه های بودجه بندی و فرصت های سرمایه گذاری است که بوجود می آید و ارزش فعلی خالص پروژه های بودجه بندی را کاهش می دهد. عدم قطعیت در هزینه سرمایه نیز پیش بینی جریانهای نقدی آینده پروژه ها را دشوار می کند. با این وجود مدیریت سرمایه در گردش کارآمد هزینه سرمایه را کاهش می دهد (ایبن و جانسون<sup>۵</sup>، ۲۰۱۱) نشان دادن که مدیریت سرمایه در گردش تهاجمی باعث کاهش هزینه سرمایه می شود. بنابراین نیاز به مطالعه مدیریت سرمایه در گردش شرکتهای در طول عدم قطعیت اقتصادی وجود دارد. بسیاری از شرکتهای دارای سرمایه در قالب مطالبات، موجودی و بدهی ها هستند. شیوه ها و سیاست های تهاجمی مدیریت سرمایه در گردش باعث افزایش سودآوری و عملکرد شرکتهای می شود (محمد و سعد، ۲۰۱۰؛ لازاریدیس و تریفونیدیس<sup>۶</sup>، ۲۰۰۶؛ ادا و مهمت<sup>۷</sup>، ۲۰۰۹؛ چینگ و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۱۱). وانگ و همکاران<sup>۹</sup>، (۲۰۱۴) در مورد اینکه چگونه عدم قطعیت اقتصادی بر سرمایه گذاری شرکت برای شرکت های چینی تاثیر می گذارد تحقیق کردند. از تجزیه و تحلیل چند متغیر تک معادله، نشان داده می شود که شرکتهایی که از سرمایه داخلی بیشتری استفاده می کنند، احتمالاً تاثیر منفی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه گذاری شرکت را کاهش می دهد. آنها پیشنهاد دادن که شرکتهای در

<sup>1</sup> Handley and Limão

<sup>2</sup> Baker et al

<sup>3</sup> Bonaimé et al

<sup>4</sup> Nguyen and Phan

<sup>5</sup> Ebben and Johnson

<sup>6</sup> Lazaridis and Tryfonidis

<sup>7</sup> Eda and Mehmet

<sup>8</sup> Ching et al

<sup>9</sup> Wang et al

ناحیه بازار بایستی به تامین مالی داخلی توجه کنند. همچنین (راس و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸) ثابت کردند که در طول عدم قطعیت اقتصادی بالا، شرکت ها در سیاست اعتباری خود به مشتریان برای افزایش فروش تسلیم هستند. در مورد تاثیر عدم قطعیت اقتصادی بر مدیریت سرمایه در گردش مطالعات کمیاب است لذا ما در این پژوهش، در درجه اول تلاش می کنیم تا اثر عدم اطمینان اقتصادی بر خالص سرمایه در گردش عملیاتی را با استفاده از معیارهای مبتنی بر ارزش که شامل بازده داراییها و بازده حقوق صاحبان سرمایه می باشد را بررسی کنیم.

مطالب فوق الذکر در رابطه با مدیریت سرمایه در گردش به طور طبیعی سوالات زیر را ایجاد می کند.  
ارتباط بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی (نرخ بازده داراییها) شرکت چگونه است؟  
ارتباط بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی (نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه) چگونه است؟  
تاثیر عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر ارتباط بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی (نرخ بازده داراییها) چگونه است؟

تاثیر عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر ارتباط بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی (نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه) شرکت چگونه است؟

### پیشینه پژوهش

شاین و سونن<sup>۲</sup> (۱۹۹۸)، به بررسی رابطه بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و سودآوری شرکت های عضو بورس اوراق بهادار آمریکا را طی سالهای ۱۹۷۴ الی ۱۹۹۴ پرداخته اند. شواهد بدست آمده نشان می داد که با کاهش اعتبار اعطایی، سودآوری شرکت ها افزایش یافته است. همچنین وی بیان کرد شرکت هایی که مشکلات مالی دارند، تمایل دارند که پرداخت بدهی های خود را به تاخیر بیندازند. دلوف<sup>۳</sup> (۲۰۰۳)، نتیجه گرفت که روش مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکتها اثرگذار است. او در این تحقیق با استفاده از آزمونهای همبستگی و رگرسیون به رابطه منفی بین درآمد عملیاتی ناخالص و دوره وصول مطالبات و گردش موجودی کالا و متوسط دوره پرداخت در شرکت های بلژیکی پی برد و یک رابطه متقارن خطی و منفی بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد عملیاتی را گزارش کرد. بر مبنای این نتایج او پیشنهاد می کند که مدیران با کاهش دوره وصول مطالبات و کاهش منطقی موجودی کالا می توانند برای سهامدارانشان ایجاد ارزش بنمایند. پادچی<sup>۴</sup> (۲۰۰۶)، گرایش ها در مدیریت سرمایه در گردش و اثر آنها بر عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار داد. نتایج نشان داد که سرمایه گذاری زیاد در موجودی کالا و حسابهای دریافتی با سودآوری کمتر همراه است. کیشنک و همکاران (۲۰۰۹)، در پژوهشی با موضوع «مدیریت سرمایه در گردش و ثروت سهام دار» در زمینه شرکت های آمریکایی طی سال های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۶، به این نتایج دست یافتند:

۱. یک دلار سرمایه گذاری مازاد در خالص سرمایه در گردش عملیاتی، به طور متوسط ارزش کمتری از نگهداری یک دلار وجه نقد دارد؛

۲. یک دلار سرمایه گذاری مازاد در خالص سرمایه در گردش عملیاتی، به وسیله انتظارات فروش آتی شرکت، استقراض بدهی، محدودیت های مالی، ریسک ورشکستگی و انتظارات تورم آتی تحت تاثیر قرار می گیرد؛

<sup>1</sup> Ross et al

<sup>2</sup> Shin and Soenen

<sup>3</sup> DeLoof

<sup>4</sup> Padachi

۳. افزایش طول دوره اعتبار مشتری، تأثیر بیشتری از سرمایه‌گذاری مازاد در موجودی‌ها بر ثروت سهام داران ایجاد می‌کند. هیل و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۰)، در پژوهشی با عنوان «رفتار خالص سرمایه در گردش عملیاتی: در نگاه اول» به دنبال درک بهتر از عوامل موثر بر رفتار سرمایه در گردش همانطور که در سرمایه در گردش مورد نیاز منعکس شده است. که با توجه به شرایط عملیاتی متغیرها، نتایج نشان می‌دهد که افزایش در رشد فروش و نوسانات فروش<sup>۲</sup> باعث می‌شود شرکت با شدت بیشتری سرمایه در گردش عملیاتی را مدیریت کنند. نتایج همچنین نشان می‌دهد که رفتار سرمایه در گردش از طریق قابلیت تامین مالی تحت تاثیر قرار می‌گیرد. و شرکت‌های با توانایی تامین مالی داخلی ضعیف، دسترسی به بازار سرمایه محدود و هزینه‌های بیشتری از تامین مالی خارجی، با شدت بیشتری می‌خواهد از حسابهای پرداختی به نسبت دریافتی‌ها و موجودیها استفاده کند. روتا و اریک<sup>۳</sup> (۲۰۱۱)، به بررسی تأثیر نگاه‌داشت وجه نقد مازاد و سرمایه‌گذاری مازاد در سرمایه در گردش بر ارزش شرکت های فرانسوی پرداخته‌اند. آنها با استفاده از تحلیل داده‌های پانل، به شواهدی دست یافتند که نشان می‌دهد نگاه‌داشت وجه نقد مازاد، در مقایسه با سرمایه‌گذاری مازاد در خالص سرمایه در گردش عملیاتی، ثروت کمتری برای سهام داران ایجاد می‌کند. انکیوست و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۱)، به بررسی تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر روی سودآوری شرکت در چرخه‌های تجاری مختلف پرداختند. آنها از دو شاخص بازده دارایی‌ها و سود ناخالص عملیاتی به عنوان شاخص‌هایی از سودآوری استفاده کردند و به این نتیجه رسیدند که تاثیر سرمایه در گردش کارا (چرخه تبدیل به نقد) روی سودآوری عملیاتی، در شرایط رکود اقتصادی افزایش می‌یابد. همچنین آنها به این نتیجه رسیدند که چرخه تبدیل به نقد تاثیر منفی معناداری بر سودآوری شرکت‌ها دارد. بانوس-کابالرو و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۲)، بر روی یک نمونه از شرکت‌های کوچک و اندازه متوسط اسپانیایی تمرکز کردن، و یک رابطه عمیق بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد عملیاتی<sup>۶</sup> را مستند کردند. در نهایت، مطالعه یک نمونه از شرکت‌های انگلیسی، (بانوس-کابالرو و همکاران، ۲۰۱۴) رابطه معکوس U شکل بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد سهام را مستند کردند.

رن (۲۰۱۲)<sup>۷</sup>، به بررسی اثرات مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های سوئدی پرداخت. او بدین منظور از چرخه تبدیل به نقد و چرخه تجاری خالص به عنوان شاخص‌هایی از سرمایه در گردش و از سود ناخالص عملیاتی به عنوان شاخصی از سودآوری استفاده کرد. نتایج وی حاکی از آن بود که شرکت‌ها با کاهش دوره تبدیل به نقد و همچنین کاهش چرخه تجاری خالص می‌توانند سودآوری‌شان را افزایش دهند. همچنین در این تحقیق شواهد با اهمیتی ارائه شد که نشان می‌دهد شرکت‌ها با مدیریت کارای هر بخش از سرمایه در گردش می‌توانند خالص ارزش فعلی جریان نقدی خود را افزایش و در نتیجه به ارزش سهامداران خود بیفزایند.

نیهای آکتاس و همکاران (۲۰۱۵)، در پژوهشی با عنوان « آیا مدیریت سرمایه در گردش موجب بهبود ارزش می‌شود؟ شواهدی از عملکرد شرکت و سرمایه‌گذاری» در طی یک دوره ۳۰ ساله بین سالهای ۱۹۸۲ تا ۲۰۱۱ و ۱۵،۵۴۱ شرکت آمریکایی به بررسی تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد و سرمایه‌گذاری شرکت پرداخته و اینکه آیا موجب بهبود ارزش شرکت می‌شود. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد رابطه بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی مازاد<sup>۸</sup> و عملکرد

<sup>1</sup> Hill et al

<sup>2</sup> Sales volatility

<sup>3</sup> Ruta and Eric

<sup>4</sup> Enqvist et al

<sup>5</sup> Banos – Caballero et al

<sup>6</sup> Operating performance

<sup>7</sup> Rehn

<sup>8</sup> Excess net operating working capital

سهام<sup>۱</sup> غیرخطی است؛ رابطه برای شرکت‌های با خالص سرمایه در گردش عملیاتی مازاد مثبت، منفی و برای شرکت‌های با خالص سرمایه در گردش مازاد منفی، مثبت است که نتایج نشان دهنده وجود یک سطح بهینه از خالص سرمایه در گردش عملیاتی و شرکت‌هایی که به آن سطح مطلوب افزایش عملکرد سهم شان همگرا شدن، است. سویکان و اولاک<sup>۲</sup> (۲۰۱۶)، در پژوهشی رابطه غیرخطی سرمایه در گردش و عملکرد را در بورس اوراق بهادار استامبول آزمودند. نمونه مورد بررسی این تحقیق شامل شرکت‌های غیرمالی و دوره زمانی آن ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۴ است. آنها جهت آزمون رابطه فوق از روش گشتاورهای تعمیم یافته استفاده کرده و رابطه غیرخطی NTC و عملکرد شرکت را تایید می‌نمایند بدین مفهوم که سرمایه در گردش حائز سطح بهینه‌ای است که ارزش شرکت را بیشینه می‌سازد.

اوسیفوا و گیکه<sup>۳</sup> (۲۰۱۸)، در پژوهشی با عنوان بحران مالی جهانی، مدیریت سرمایه در گردش و ارزش شرکتها؛ شواهد از شرکت‌های غیر مالی فهرست شده ژوهانسبورگ در یک دوره ۱۰ ساله بین سالهای ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۲ و ۷۵ شرکت ژوهانسبورگ آفریقای جنوبی، به بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و ارزش شرکت‌های غیر مالی در طول دوران بحران مالی جهانی و بعد از آن پرداخته اند. نتایج بدست آمده اولاً میانگین ارزش شرکت (سرمایه بازار) از ۱۸.۹ میلیارد روپیه قبل از بحران به ۱۶.۳ میلیارد روپیه در طول بحران مالی کاهش یافت و پس از آن به بالاترین میزان یعنی ۲۴.۴ میلیارد روپیه پس از بحران مالی افزایش یافت. دوماً میانگین CCC (چرخه تبدیل نقدی) قبل از بحران ۲۸.۴ روز بود که در طول بحران به ۱۲.۵ روز کاهش یافت و بعداً در دوران پس از بحران به ۱۶.۲ روز افزایش یافت. سوم اینکه این مطالعه بین مدیریت سرمایه در گردش و ارزش شرکت یک رابطه U شکل معکوس فقط برای دوره قبل از بحران مالی پیدا کرد. این نشان می‌دهد که سطح بهینه‌ای از سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش وجود دارد که برای آن ارزش شرکت‌های نمونه به حداکثر رسیده است.

شی چنگ<sup>۴</sup> (۲۰۱۹)، در پژوهشی با عنوان «تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش - شواهدی از چین» در یک دوره ۱۰ ساله بین سالهای ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۰ شرکت‌های غیرمالی بازارهای سهام شانگهای و شنژن چین، به بررسی تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر کارایی مدیریت سرمایه در شرکت پرداخته است. نتایج این پژوهش نشان دهنده یک رابطه منفی معنادار بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و کارایی مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های غیرمالی انتخاب شده می‌باشد. و همچنین دوره گردش حسابهای دریافتی، دوره گردش موجودی، دوره گردش حسابهای پرداختی و چرخه وجه نقد با عدم قطعیت سیاست اقتصادی همبستگی مثبت دارند.

بانوس-کابالرو و همکاران (۲۰۱۹)، در پژوهشی با عنوان «سرمایه در گردش عملیاتی و ارزش شرکت: تجزیه و تحلیل بین شرکتی» در یک دوره ۱۹ ساله بین سالهای ۱۹۹۵ تا ۲۰۱۳ از ۳۰ کشور مختلف، به بررسی رابطه خالص سرمایه در گردش عملیاتی (NWC) و ارزش شرکت پرداخته اند. نتایج این تحقیق نشان دهنده این موضوع است که نه تنها ارزش NWC در کشورها متفاوت می‌باشد، بلکه چگونگی این ارزش‌گذاری به سطح اجرا و توسعه مالی و اقتصادی یک کشور نیز بستگی دارد. همچنین یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که سهامداران برای NWC در کشورهایی با اجرای قوی حقوق سرمایه‌گذار، و توسعه مالی و اقتصادی بیشتر، ارزش بیشتری قائل هستند.

تاندو<sup>۵</sup> (۲۰۲۰)، در پژوهشی با عنوان «مدیریت سرمایه در گردش و عدم قطعیت سیاست اقتصادی» در یک دوره ۲۰ ساله بین سالهای ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۶ و ۸۰،۰۰۰ شرکت آمریکایی، به بررسی تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر توانایی

<sup>1</sup> Stock performance

<sup>2</sup> Soykan et al

<sup>3</sup> Emmanuel Kojo Oseifuah, Agyapong B Gyekye

<sup>4</sup> Cheng

<sup>5</sup> Jacob Kplorla Tandoh



شرکت ها برای مدیریت سرمایه در گردش پرداخته است. نتایج بدست آمده از این پژوهش نشان دهنده این هست که همواره یک ارتباط منفی بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مدیریت سرمایه در گردش وجود دارد. و همچنین عدم اطمینان سیاست اقتصادی شرکت ها را به دنبال آن سوق می دهد که سیاست مدیریت سرمایه در گردش تهاجمی که منجر به بهبود چهارده روزه در مدیریت سرمایه در گردش می شود را انتخاب کنند.

ون ون جیانگ و هوا سونگ کیم<sup>۱</sup> (۲۰۲۱)، در پژوهشی با عنوان «عدم قطعیت سیاست اقتصادی و سرمایه گذاری بیش از حد: شواهد از کره» در یک دوره ۱۰ ساله از ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۶، به بررسی رابطه بین سرمایه گذاری بیش از حد و عدم قطعیت سیاست اقتصادی پرداخته اند. که نتایج نشان دهنده وجود رابطه منفی بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی (EPU) و سرمایه گذاری بیش از حد شرکت می باشد و همچنین در این پژوهش در هنگام بررسی سرمایه گذاری بیش از حد شرکتی، جریان نقدی آزاد را نیز در نظر گرفته اند زیرا عامل تعیین کننده اصلی سرمایه گذاری بیش از حد است که نتایج نشان دهنده اثر ناهمگن EPU بر سرمایه گذاری بیش از حد در جریان نقدی آزاد می باشد.

هافمن و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۲)، در پژوهشی با عنوان «رفتار سرمایه در گردش شرکت ها در طول رکود اقتصادی: تحلیلی از دوران بحران مالی بین المللی» در یک دوره ۵ ساله (مصادف با شیوع COVID-19 و شروع جنگ اوکراین) و ۲۰۱۱، شرکت بورسی، به بررسی تجزیه و تحلیل سرمایه در گردش در طول یک چرخه تجاری با در نظر گرفتن (۱) نحوه رفتار شرکت ها در رکود اقتصادی با توجه به اجزای سرمایه در گردش خود (۲) چه شرکتهایی با محدودیت های مالی بالاتر، در رکود اقتصادی در مورد اجزای سرمایه در گردش خود رفتار متفاوتی دارند، پرداخته اند. نتایج بدست آمده نشان دهنده این موضوع هست که در زمان بحران، نقد و نقدشوندگی نقش اساسی دارد و شرکت هایی که از نظر مالی با محدودیت مالی مواجهه هستند، نسبت به شرکتهای متوسط، روزهای کوتاه تری فروش دارند. همچنین در رکود اقتصادی، به نظر می رسد شرکتهای سرمایه در گردش و سرمایه گذاری ثابت نسبت به دارایی را کاهش می دهند. کائو و همکاران، (۲۰۲۲)، در پژوهشی با عنوان «عدم قطعیت سیاست اقتصادی و تخصیص بدهی در گروه های تجاری» با استفاده از گروه های تجاری فهرست شده چینی در دوره ۲۰۰۳-۲۰۱۸، تأثیر EPU بر تخصیص بدهی در گروه های تجاری را بررسی می کند. نتایج نشان می دهد که گروه های تجاری تحت EPU تمایل دارند تأمین مالی بدهی را متمرکز کنند. این امر به ویژه برای شرکت های غیر دولتی و گروه های تجاری با کنترل های داخلی با کیفیت پایین و سودهای بی ثبات صادق است. و نهایتاً یافته های این پژوهش اهمیت EPU را در تعیین تخصیص حقوق تصمیم گیری در گروه های تجاری برجسته می کند. پژوهش های داخلی که به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر ارزش شرکت ها و ثروت سهامداران تمرکز دارد، پژوهش تقی زاده، خسروشاهی و قنواتی (۱۳۹۱)، مرادی و نجار (۱۳۹۲)، تشکری و جهرمی (۱۳۹۳) و برزگری خانقاه و محمدی (۱۳۹۳) است. عصارزاده (۱۳۹۰)، در پایان نامه خود ارتباط بین مؤلفه های مدیریت سرمایه در گردش را با سه معیار عملکرد (ارزش افزوده اقتصادی، نرخ بازده دارایی ها و نسبت Q توبین) مورد بررسی قرار داد، نتایج تحقیق نشان داد که بین مدیریت سرمایه در گردش و ارزش افزوده اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد ولی بین نرخ بازده دارایی ها و نسبت کیوتوبین و مدیریت سرمایه در گردش رابطه معناداری مشاهده نشد. تقی زاده و همکاران (۱۳۹۱)، به بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سالهای ۱۳۸۶ تا ۱۳۸۹ پرداخته اند که نتایج تحقیق نشان می دهد بین متغیرهای مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد شرکت رابطه معکوس معنی داری وجود دارد و تنها متغیر چرخه تبدیل وجه نقد رابطه معنی دار را نشان نمی دهد. همچنین بین اغلب متغیرهای مورد مطالعه رابطه منفی وجود دارد. نتایج حاکی از آن است که اگر دوره وصول مطالبات، دوره پرداخت

<sup>1</sup> Wenwen Jiang and Hwa-Sung Kim

<sup>2</sup> Erik Hofmann, Juuso Töyli and Tomi Solakivi

بدهی، دوره گردش موجودی کالا و چرخه خالص معاملات افزایش یابد منجر به کاهش سودآوری در شرکتها خواهد شد. مرادی و نجار (۱۳۹۲)، رابطه بین سرمایه‌گذاری مازاد در خالص سرمایه در گردش عملیاتی و مازاد بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ بررسی کردند و از روش‌شناسی معتبری در اندازه‌گیری متغیرها، به ویژه متغیر وابسته بهره برده‌اند. نتایج این پژوهش مبنی بر وجود رابطه منفی و معنادار بین سرمایه‌گذاری مازاد در خالص سرمایه در گردش عملیاتی و مازاد بازده سهام با یافته‌های کیشنک و همکاران (۲۰۱۱) در شرکت‌های آمریکایی مطابقت دارد. همچنین نتایج این پژوهش با یافته‌های اوگان‌دیپ و همکاران (۲۰۱۲) و اظهار و نوریزا<sup>۱</sup> (۱۳۹۲) مبنی بر رابطه منفی و معنادار طول دوره تبدیل وجه نقد با ارزش شرکت سازگار است. با وجود این، یافته‌های پژوهش مرادی و نجار (۱۳۹۲) بر خلاف یافته‌های روتا و اریک (۲۰۱۱) در زمینه شرکت‌های فرانسوی است تشکری و جهرمی (۱۳۹۳)، تاثیر مدیریت بهینه سرمایه در گردش بر خلق ارزش در واحد اقتصادی و ثروت سهامداران در شرکت‌های بورس تهران، در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱ بررسی کردند که در تحلیل رگرسیونی<sup>۲</sup>، از سه مدل رگرسیونی به روش پانل دیتا استفاده شده است. رگرسیون اول عوامل تأثیرگذار بر ثروت سهامداران را شناسایی کرد. موافق با نظر فالکندر و وانگ (۲۰۰۵) متغیرهایی همچون سودآوری شرکت، میزان دارایی‌ها، خالص تأمین مالی، هزینه بهره و تقسیم سود، تأثیر چشمگیری بر بازدهی سهام می‌گذارد. مدل رگرسیونی دوم به بررسی تأثیر اجزای سرمایه در گردش بر ثروت سهامداران پرداخته که نتایج آن نشان دهنده، خالص سرمایه در گردش و تغییرات آن به طور معنی‌داری بر ثروت سهامداران اثرگذار است و وجه نقد به منزله یکی از مهم‌ترین و عمده‌ترین اجزای سرمایه در گردش نسبت به سایر اجزای سرمایه در گردش، تأثیر بیشتری بر ثروت سهامداران دارد. این نتایج با یافته‌های مرادی و نجار (۱۳۹۲) و کیشنک و همکاران (۲۰۱۱) سازگار است. مدل رگرسیونی سوم نیز به بررسی ارتباط بهینگی مدیریت سرمایه در گردش و ثروت سهامداران پرداخته که نتایج این مدل رگرسیونی نشان داد ارتباط معناداری بین معیار بهینگی سرمایه در گردش و ثروت سهامداران وجود دارد. محمودی و دولو (۱۳۹۵)، رابطه مدیریت سرمایه در گردش، عملکرد شرکت و محدودیت‌های تامین مالی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران را در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ بررسی کردند شواهد حاصل از این پژوهش موید آن است که یک رابطه U شکل معکوس بین سرمایه در گردش و عملکرد شرکت برقرار است که دال بر وجود سطح بهینه سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش است که هزینه‌ها و منافع را متوازن و عملکرد شرکت را بیشینه می‌سازد. همچنین یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد اگرچه رابطه مقعر سرمایه در گردش و عملکرد شرکت همیشه حفظ می‌شود، اما سطح بهینه سرمایه در گردش شرکت‌های دارای محدودیت مالی بالاتر نسبت به شرکت‌های با محدودیت تامین مالی پایین‌تر، کمتر است. نتایج این پژوهش توجه مدیران را به سطح بهینه سرمایه در گردش جلب نموده و کنترل اثر محدودیت‌های تامین مالی را در مطالعات آتی ضروری می‌نماید. فرید و امامی (۱۳۹۵)، رابطه مدیریت سرمایه در گردش، عملکرد شرکت و محدودیت‌های تامین مالی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران را در دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ بررسی کردند از کیوتوبین به عنوان مولفه عملکرد شرکت و از چرخه تجاری خالص به عنوان معیار سرمایه در گردش استفاده شده است و از متغیرهای نسبت سود تقسیمی، پوشش بهره، شاخص WW، شاخص kZ و جریان وجه نقد به عنوان معیارهای محدودیت مالی استفاده شده است. نتایج بدست آمده این پژوهش بیانگر این است که یک رابطه U شکل معکوس بین سرمایه در گردش و عملکرد شرکت برقرار است و سطح بهینه سرمایه در گردش برای شرکت‌هایی که محدودیت مالی (غیر از پوشش بهره) بیشتری دارند کمتر است. سپاسی و همکاران (۱۳۹۶)، رابطه مدیریت سرمایه در گردش، عملکرد مالی و محدودیت‌های تامین مالی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران را در

<sup>1</sup> Nor Edi Azhar and Noriza

<sup>2</sup> Regression Analysis

دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ بررسی کردند. برای اندازه‌گیری مدیریت سرمایه در گردش از چرخه تجاری خالص شرکت و برای سنجش عملکرد مالی از نسبت  $Q$  توبین و در نهایت، برای تعیین شرکت‌های دارای محدودیت مالی و شرکت‌های بدون محدودیت مالی از سه شاخص  $KZ$ ،  $KZir$  و  $WW$  استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد بین چرخه تجاری خالص و عملکرد شرکت‌ها، رابطه منفی و معنادار وجود دارد. از طرفی رابطه غیرخطی و  $U$  شکل بین چرخه تجاری خالص و عملکرد شرکت‌ها وجود دارد. با توجه به نتایج حاصل گفتمی است مدیریت سرمایه در گردش، نقش مهمی در بهبود عملکرد شرکت‌ها دارد. علاوه بر این نتایج نشان می‌دهد شرکت‌هایی که محدودیت مالی دارند، سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش کمتری نسبت به شرکت‌هایی دارند که بدون محدودیت مالی هستند؛ در نتیجه، محدودیت مالی شرکت‌ها، عامل مهمی در سطح سرمایه‌گذاری سرمایه در گردش آنها است. متین فرد و چهارم‌حالی، (۱۳۹۸) به بررسی اثر عدم قطعیت اقتصادی بر نگهداشت وجه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران در دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۷ پرداخته اند که شواهد تجربی بدست آمده از آزمون فرضیه های تحقیق حاکی از آن است که، رابطه منفی و معناداری میان متغیرهای عدم قطعیت اقتصادی شاخص بازار سهام و شاخص بهای مصرف کننده با متغیر سطح نگهداشت وجه نقد وجود دارد. همچنین همین نتیجه میان متغیرهای عدم قطعیت اقتصادی با یک سال تأخیر با نگهداشت وجه نقد به دست آمد.

دارابی و همکاران، (۱۴۰۰) تاثیر عدم اطمینان سیاست اقتصادی با استفاده از معیارهای ریسک مالی و ریسک اقتصادی بر ریسک سقوط سهام را در بورس اوراق بهادار ایران در دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ بررسی کردند. برای آزمون فرضیه های تحقیق از مدل رگرسیون خطی چندگانه استفاده کردند نتایج بدست آمده از این تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ نشان می‌دهد که ریسک اقتصادی و ریسک مالی در کوتاه مدت و بلند مدت بر ریسک سقوط سهام اثرات مثبت دارد و با افزایش ریسک‌های مربوطه ریسک سقوط سهام افزایش می‌یابد. لذا با درک تأثیر عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط سهام، سرمایه‌گذاران می‌توانند سرمایه‌گذاریهای خود را تعدیل کنند و قانون‌گذاران می‌توانند با کاهش عدم اطمینان مرتبط با سیاست‌های اقتصادی، محیط‌های سرمایه‌گذاری را بهبود بخشند.

### روش‌شناسی پژوهش

از آنجا که نتایج این پژوهش می‌تواند مورد استفاده سهامداران، سازمان بورس اوراق بهادار، مدیران و غیره در تصمیم‌گیری قرار گیرد، لذا از نوع پژوهش‌های کاربردی می‌باشد. از طرفی با توجه به اینکه به بررسی ارتباط دو یا چند متغیر می‌باشد، لذا از نوع تحقیقات همبستگی است. همچنین با توجه به اینکه به بررسی فرضیه بعد از وقوع رخداد می‌پردازد، لذا از نوع تحقیقات علی پس‌رویدادی می‌باشد. در ادامه ابتدا فرضیه‌های پژوهش مطرح و در ادامه، قلمرو پژوهش، جامعه آماری و تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش مطرح می‌شود.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به سوالات مطرح شده و مبانی نظری جهت نیل به اهداف پژوهش فرضیه‌های این پژوهش به صورت زیر صورت‌بندی می‌شوند:

فرضیه اول: بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی (نرخ بازده داراییها) ارتباط معناداری وجود دارد.  
فرضیه دوم: بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی (نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه) ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر ارتباط بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی (نرخ بازده داراییها) تاثیر دارد.

فرضیه چهارم: عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر ارتباط بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی (نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه) تاثیر دارد.

### قلمرو مکانی پژوهش

محدوده مکانی این پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

### قلمرو زمانی پژوهش

محدوده زمانی پژوهش از ابتدای سال ۱۳۹۲ تا پایان سال ۱۳۹۹ می‌باشد.

### نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۹۹ می‌باشد. به علت گستردگی حجم جامعه آماری و دشواری های خاص حاصل از آن و همچنین وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضای جامعه در ارتباط با داده‌های مورد نیاز پژوهش، شرایطی برای انتخاب جامعه آماری مورد مطالعه قرار داده شده است. جامعه آماری این تحقیق، کلیه شرکت‌هایی هستند که حداقل از ابتدای سال ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار پذیرش شده و دارای شرایط ذیل باشند:

- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها آخرین روز اسفند ماه باشد.
  - به منظور همگن بودن اطلاعات، ماهیت فعالیت آنها واسطه‌گری مالی نباشد.
  - معاملات سهام آنها طی دوره پژوهش بیش از سه ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد، بدین منظور که بازده سالانه سهام قابل محاسبه باشد.
  - اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این تحقیق قابل دسترسی باشد.
- در نهایت ۱۳۰ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش با اعمال شرایط فوق انتخاب گردید.

### تعریف عملیاتی متغیرها

متغیرهای این پژوهش شامل متغیر وابسته (عملکرد مالی)، متغیر مستقل (خالص سرمایه در گردش عملیاتی)، متغیر تعدیل (عدم اطمینان سیاست اقتصادی) و متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت، سن شرکت، اهرم مالی، ارزش بازار به ارزش دفتری هر سهم) می‌باشد.

### متغیر وابسته: عملکرد مالی

عملکرد مالی در این پژوهش با استفاده از دو معیار نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری شده است.

### نرخ بازده داراییها (ROA)

از بازده داراییها (ROA) بعنوان معیاری برای اندازه‌گیری متغیر وابسته عملکرد مالی استفاده شده است. بازده داراییها (ROA) یک شاخص مهم برای تشخیص کفایت مدیریت در اداره امور جاری است و از تقسیم سود عملیاتی قبل از استهلاک بر کل دارایی‌ها در اول دوره (AT) بدست می‌آید.

### نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه

بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) که نشان دهنده بازدهی است که سرمایه‌گذاران به ازای هر واحد سرمایه‌گذاری خود کسب می‌کنند و شاخصی برای ارزش سهامدار و واحد تجاری محسوب می‌گردد (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۸۵). این شاخص از رابطه زیر بدست می‌آید:

$$ROE = \frac{\text{سود خالص}}{\text{جمع صاحبان حقوق سهام}}$$

### متغیر مستقل: خالص سرمایه در گردش عملیاتی مزاد

متغیر مستقل این پژوهش، خالص سرمایه در گردش عملیاتی است. به منظور برآورد این متغیر بر مبنای پژوهش‌های نیهات آکتاس و همکاران (۲۰۱۵)، از نسبت خالص سرمایه در گردش عملیاتی به فروش که بر اساس داده‌های حسابداری می‌باشد، استفاده شده است.

خالص سرمایه در گردش عملیاتی (NOWC): خالص سرمایه در گردش عملیاتی عبارت است از موجودی مواد و کالا (INVT) به علاوه حسابهای دریافتی تجاری (RECT) منهای حسابهای پرداختی تجاری (APT).  
نسبت خالص سرمایه در گردش عملیاتی به فروش: عبارت است از خالص سرمایه در گردش عملیاتی تقسیم بر فروش.  
NOWC-to-sales ratio: (NOWC/SALS)

### متغیر تعدیل گر: عدم اطمینان سیاست اقتصادی

در مطالعه حاضر با استفاده از روش جارامیلو و ساناکاک (۲۰۰۷)، شاخص بی‌ثباتی اقتصاد کلان بصورت مجموع وزنی درصد تغییر در سطح عمومی قیمت‌ها (CPI)، درصد تغییر در نرخ ارز غیررسمی (EX) و درصد تغییر در حجم نقدینگی (M2) تعریف شده است. وزن هر متغیر معکوس انحراف معیار است. مقدار بیشتر این شاخص به معنای بی‌ثباتی بیشتر است (صامتی و کارنامه حقیقی، ۱۳۹۲؛ اسماعیلی ملکی، ۱۳۹۹).

$$MI_t = \frac{\left(\frac{CPI_t - CPI_{t-1}}{CPI_{t-1}}\right)}{\delta_{CPI}} + \frac{\left(\frac{EX_t - EX_{t-1}}{EX_{t-1}}\right)}{\delta_{EX}} + \frac{\left(\frac{M2_t - M2_{t-1}}{M2_{t-1}}\right)}{\delta_{M2}}$$

### متغیرهای کنترلی

#### اندازه شرکت:

اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها اندازه‌گیری شده است. انتظار بر این است هرچه اندازه شرکت بیشتر باشد، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام بیشتر شود. چرا که شرکت‌های با دارایی‌ها بیشتر امکان بازدهی بیشتری نیز دارند.

#### سن شرکت:

سن شرکت برابر است با لگاریتم طبیعی تفاوت سال مورد بررسی و سال تأسیس شرکت. به این معنی که با افزایش اندازه سن شرکت و رسیدن به دوره بلوغ آنها، امکان رسیدن به سود بیشتر می شود.

### اهرم مالی:

اهرم مالی نشان دهنده ریسک شرکت می باشد و برابر است با نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها. انتظار بر این است با ریسک بیشتر میزان عملکرد شرکت ها نیز بهتر شود و در نتیجه سودآوری بیشتری حاصل گردد.

### نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری:

این نسبت نیز نشان دهنده ارزش بازار حقوق صاحبان سهام یک شرکت نسبت به ارزش دفتری آنهاست که رشد شرکت را نیز نشان می دهد. هرچه رشد شرکت بیشتر باشد امکان رسیدن به عملکرد مطلوب نیز بیشتر می شود.

### نتایج و یافته‌های پژوهش

یافته های پژوهش در قالب یافته های توصیفی و استنباطی به شرح زیر می باشد.

### آمار توصیفی

ابتدا جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها، آماره های توصیفی داده‌های تحت مطالعه محاسبه می‌گردد. جدول (۱)، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر مقدار پارامترهای توصیفی برای هر متغیر بصورت مجزا می‌باشد و شامل اطلاعات مربوط به میانگین، انحراف معیار و ... است.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین	کشیدگی	چولگی
نرخ بازده دارایی ها	۱۰۴۰	۰/۱۶۰۵	۰/۱۴۷۸	-۰/۳۲۶۸	۰/۶۳۹۲	۳/۴۰۵۲	۰/۴۱۸۳
نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه	۱۰۴۰	۰/۱۶۷۹	۲/۷۹۶۰	-۷۲/۶۹۵۶	۹/۴۸۶۴	۷/۸۱۷۹	-۲/۶۱۴۰
خالص سرمایه در گردش عملیاتی	۱۰۴۰	۰/۴۶۳۶	۰/۵۸۵۸	-۸/۰۸۸۰	۴/۷۳۳۹	۷۳/۳۱۴۳	-۳/۹۹۴۵
عدم اطمینان سیاست اقتصادی	۱۰۴۰	۲/۵۶۲۸	۱/۲۱۱۰	۱/۴۱۵۲	۵/۱۵۱۲	۲/۹۳۳۷	۱/۰۱۳۵
اندازه شرکت	۱۰۴۰	۱۴/۶۷۸۵	۱/۵۷۱۰	۱۰/۵۳۲۹	۲۰/۷۶۸۶	۴/۴۷۰۴	۰/۹۷۲۱
سن شرکت	۱۰۴۰	۳/۶۲۲۹	۰/۳۶۴۳	۲/۳۹۷۸	۴/۲۳۴۱	۲/۴۹۰۹	-۰/۵۶۵۴
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۱۰۴۰	۹/۰۴۲۳	۲۶/۵۹۸۲	-۲۰/۲۱۸۹	۵۶۸/۴۶۹۳	۲۱۶/۶۵۹۰	۱۱/۰۶۷۳
اهرم مالی	۱۰۴۰	۰/۵۵۶۲	۰/۲۱۳۸	۰/۰۳۱۴	۱/۵۶۷۲	۳/۵۸۲۷	۰/۲۵۶۰

با توجه به جدول ۱ طی ۱۰۴۰ سال - شرکت مشاهده، کمترین میزان نرخ بازده دارایی ها برابر با (-۰/۳۲۶۸) و بیشترین مقدار آن برابر با (۰/۶۳۹۲) می باشد. میانگین این متغیر نشان می دهد دارایی های شرکت های فعال در بورس تهران بطور متوسط ۱۶ درصد می توانند سود عملیاتی ایجاد نمایند. از طرفی دیگر طبق نتایج متغیر نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه این مقدار در بازدهی حقوق صاحبان سرمایه نیز تایید می گردد.

کمترین میزان خالص سرمایه در گردش نیز نشان می دهد برابر با (-۸/۰۸۸۰) و بیشترین مقدار آن نیز (۴/۷۳۳۹) می باشد. میانگین خالص سرمایه در گردش عملیاتی با توجه به فروش شرکت برابر با ۴۶ درصد خواهد بود.

میانگین عدم اطمینان سیاست اقتصادی در شرایط محیطی ایران برابر ۲/۵۶ می باشد. میانگین اندازه شرکت از حجم و گستردگی نسبی دارایی های شرکت های بورسی حکایت دارد. متوسط سن شرکت های فعال در بورس تهران برابر با ۳/۶۲ می باشد. میانگین ارزش بازار حقوق صاحبان سهام نشان می دهد هر ۱۰۰ ریال سرمایه گذاری بطور متوسط ۹ برابر می گردد. میانگین اهرم مالی نشان می دهد بطور متوسط ۵۵ درصد دارایی های شرکت های بورسی از محل بدهی تامین می شود و این نشان از ریسک نسبی در بورس تهران برای تداوم فعالیت می باشد.

### آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

برای بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش از آزمون شاپیرو- فرانسیا استفاده شده است، که جدول (۲)، نتایج این آزمون را نشان می دهد.

جدول (۲): آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

متغیر	ضریب	سطح معنی داری
نرخ بازده دارایی ها	۶/۷۳۷	۰/۰۰۰۰۱
نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه	۱۴/۸۳۲	۰/۰۰۰۰۱
خالص سرمایه در گردش عملیاتی	۱۲/۵۵۳	۰/۰۰۰۰۱
عدم اطمینان سیاست اقتصادی	۱۰/۳۱۶	۰/۰۰۰۰۱
اندازه شرکت	۸/۵۲۸	۰/۰۰۰۰۱
سن شرکت	۸/۱۸۷	۰/۰۰۰۰۱
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۱۴/۲۰۹	۰/۰۰۰۰۱
اهرم مالی	۴/۳۵۶	۰/۰۰۰۰۱

قبل از ارائه جدول فوق برای متغیرهای پژوهش، آزمون نرمال بودن بررسی شد و نتایج برای تمامی متغیرها از حالت عدم نرمالیتی حکایت داشت. در مرحله بعد با استفاده از روش حذف داده های پرت تعدیلی در سطح ۱ درصد به نرمال کردن متغیرهای پژوهش اقدام گردید و نتایج نشان داد متغیرهای پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد از پیش فرض نرمال بودن برخوردار نمی باشند. با توجه به اینکه اطلاعات حسابداری از اطلاعات اقتصادی تورمی در محیط ایران تبعیت می کند، امکان نرمال بودن خارج از تصور است. با توجه به قضیه حد مرکزی این آزمون صرفا جهت تعیین نوع آزمون همبستگی انجام گردید.

### آزمون فرضیه های پژوهش

برای آزمون فرضیه های پژوهش ابتدا پیش فرض های رگرسیون خطی بررسی می شود و در ادامه نتایج فرضیات مطرح می شود.

### آزمون اف لیمر (چاو)

جدول (۳): نتایج آزمون اف لیمر (چاو)

مدل آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
فرضیه ۱-۱	۰/۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده های تابلویی
فرضیه ۲-۱	۰/۰۶۰۳	پذیرش الگوی داده های پولد
فرضیه ۱-۲	۰/۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده های تابلویی

فرضیه ۲-۲	۰/۱۴۴۵	پذیرش الگوی داده‌های پولد
-----------	--------	---------------------------

طبق نتایج آزمون چاو در جدول ۳، مشاهده می‌شود سطح معناداری آزمون برای فرضیه های ۱-۱ و ۱-۲ پژوهش کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر پذیرش الگوی داده‌های تابلویی (پانل) می باشد. در حالی که برای فرضیه ۲-۱ و ۲-۲ بیانگر پذیرش الگوی داده های پولد می باشد.

## آزمون هاسمن

جدول (۴): نتایج آزمون هاسمن

مدل آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
فرضیه ۱-۱	۰/۰۷۶۸	اثرات تصادفی عرض از مبدأ
فرضیه ۲-۱	--	--
فرضیه ۱-۲	۰/۰۴۶۷	اثرات ثابت عرض از مبدأ
فرضیه ۲-۲	--	--

طبق نتایج آزمون هاسمن در جدول ۴، سطح معناداری آزمون در فرضیه ۱-۱ پژوهش بیشتر از ۵ درصد بوده و بیانگر پذیرش اثرات تصادفی برای عرض از مبدأ برای مدل های رگرسیونی مطرح شده می‌باشد. در حالی که برای فرضیه ۱-۲ کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر اثرات ثابت عرض از مبدأ می باشد. همچنین با توجه به نتایج آزمون F لیمر در فرضیه های ۲-۱ و ۲-۲ نیاز به بررسی آزمون هاسمن نمی باشد.

## آزمون ناهمسانی واریانس

جدول (۵): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

مدل آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
فرضیه ۱-۱	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
فرضیه ۲-۱	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
فرضیه ۱-۲	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
فرضیه ۲-۲	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس

نتایج حاصل در جدول ۵ نشان می‌دهد که سطح معنی داری آزمون در همه مدل‌ها کمتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص می‌باشد که این مشکل در تخمین نهایی مدل با اجرای دستور gls رفع شده است.

## آزمون خودهمبستگی

جدول (۶): نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی

مدل آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
فرضیه ۱-۱	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی
فرضیه ۲-۱	۰/۷۹۳۸	عدم وجود خودهمبستگی
فرضیه ۱-۲	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی
فرضیه ۲-۲	۰/۸۳۰۹	عدم وجود خودهمبستگی

با توجه به نتایج جدول شماره ۶ مشاهده می‌شود که سطح معناداری آزمون والدريج برای فرضیه های ۱-۱ و ۱-۲ کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی در مدل‌ها می‌باشد. برای رفع این امر در تخمین نهایی مدل پس از رفع توسط آزمون والدريج این مورد اقدام به بررسی فرضیه شده است.



## آزمون هم خطی

اگر آماره آزمون VIF به یک نزدیک بود نشان دهنده عدم وجود هم خطی است. به عنوان یک قاعده تجربی مقدار VIF بزرگتر از ۱۰ باشد هم خطی چندگانه بالا می باشد (سوری، ۱۳۹۴).

جدول (۷): آزمون هم خطی (فرضیه مدل پژوهش)

فرضیه	فرضیه	فرضیه	فرضیه	فرضیه نام متغیر
۲-۲	۱-۲	۲-۱	۱-۱	
VIF	VIF	VIF	VIF	
۷/۲۵	۷/۲۵	۱/۰۷	۱/۰۷	خالص سرمایه در گردش عملیاتی
۱/۵۱	۱/۵۱	--	--	عدم اطمینان سیاست اقتصادی
۱/۰۳	۱/۰۳	۱/۰۰	۱/۰۰	اندازه شرکت
۱/۰۳	۱/۰۳	۱/۰۱	۱/۰۱	سن شرکت
۱/۰۴	۱/۰۴	۱/۰۱	۱/۰۱	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۱/۰۷	۱/۰۷	۱/۰۷	۱/۰۷	اهرم مالی
۷/۳۹	۷/۳۹	--	--	خالص سرمایه در گردش عملیاتی* عدم اطمینان سیاست اقتصادی

همان طور که در نتایج آزمون هم خطی در جدول ۷ قابل مشاهده است، مقادیر عامل تورم واریانس کمتر از عدد ۱۰ می باشد که بیانگر عدم وجود هم خطی می باشد.

## نتیجه آزمون فرضیه ها

### فرضیه اول

با توجه به تعریف عملیاتی متغیر عملکرد مالی فرضیه اول در قالب دو فرضیه فرعی مطرح می شود:  
فرضیه ۱-۱ بیان می دارد: بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی (نرخ بازده دارایی ها) ارتباط وجود دارد.

جدول (۸): نتیجه آزمون فرضیه ۱-۱

متغیر وابسته: نرخ بازده دارایی ها				
متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
خالص سرمایه در گردش عملیاتی	-۰/۲۶۰	۰/۰۰۸۳	-۳/۱۳	۰/۰۰۲
اندازه شرکت	۰/۰۱۶۸	۰/۰۰۴۶	۳/۵۹	۰/۰۰۰
سن شرکت	-۰/۰۱۰۸	۰/۰۱۶۶	-۰/۶۵	۰/۵۱۷
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۰۱	۰/۶۵	۰/۵۱۶
اهرم مالی	-۰/۳۵۱۹	۰/۰۲۴۸	-۱۴/۱۶	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	۰/۱۶۵۹	۰/۰۹۳۳	۱/۷۸	۰/۰۷۵
ضریب تعیین	۳۷ درصد			
آماره والد	۲۵۷/۱۰			
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰			

نتایج جدول ۸، نشان می دهد که متغیر خالص سرمایه در گردش عملیاتی با ضریب  $(-0/0260)$  و سطح معنی داری  $(0/002)$  نشان می دهد ارتباط معکوس (منفی) با نرخ بازده دارایی ها دارد و فرضیه ۱-۱ در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می گیرد. متغیر کنترلی اندازه شرکت با سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد و ضریب  $(0/0168)$  ارتباط مستقیم و معناداری با نرخ بازده دارایی ها دارد. همچنین متغیر اهرم مالی نیز ارتباط منفی را با نرخ بازده دارایی ها نشان می دهد، در حالی که سایر متغیرهای کنترلی ارتباط معناداری با نرخ بازده دارایی ها ندارد. ضریب تعیین برابر با ۳۷ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۳۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با  $257/10$  و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

فرضیه ۱-۲ بیان می دارد: بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی (نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه) ارتباط وجود دارد.

جدول (۹): نتیجه آزمون فرضیه ۱-۲

متغیر وابسته: نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه				
متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
خالص سرمایه در گردش عملیاتی	-0/0672	0/1841	-0/37	0/715
اندازه شرکت	-0/1620	0/1051	-1/54	0/123
سن شرکت	0/0123	0/1532	0/08	0/936
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-0/0444	0/0115	-3/83	0/000
اهرم مالی	-1/2741	0/6541	-1/95	0/051
مقدار ثابت	3/3643	2/2383	1/63	0/104
ضریب تعیین	۱۹ درصد			
آماره والد	۱۷/۶۳			
سطح معناداری	0/0000			

نتایج جدول ۹، نشان می دهد که متغیر خالص سرمایه در گردش عملیاتی دارای سطح معنی داری  $(0/715)$  بیشتر از ۵ درصد بوده و دارای ضریب  $(-0/0672)$  می باشد که ارتباط معناداری با نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه ندارد و فرضیه ۱-۲ در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار نمی گیرد. متغیر کنترلی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری با سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد و ضریب  $(-0/0444)$  ارتباط معکوس و معناداری با نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه دارد و سایر متغیرهای کنترلی ارتباط معناداری با نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه ندارند. ضریب تعیین برابر با ۱۹ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۱۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با  $17/63$  و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

## فرضیه دوم

با توجه به تعریف عملیاتی متغیر عملکرد مالی فرضیه دوم در قالب دو فرضیه فرعی مطرح می شود:

فرضیه ۱-۲ بیان می دارد: عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر ارتباط بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی (نرخ بازده دارایی ها) تاثیر دارد.

جدول (۱۰): نتیجه آزمون فرضیه ۱-۲

متغیر وابسته: نرخ بازده دارایی ها				
متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
خالص سرمایه در گردش عملیاتی	-۰/۰۲۲۷	۰/۰۱۵۸	-۱/۴۳	۰/۱۵۲
عدم اطمینان سیاست اقتصادی	۰/۰۰۳۳	۰/۰۰۲۹	۱/۱۲	۰/۲۶۳
خالص سرمایه در گردش عملیاتی * عدم اطمینان سیاست اقتصادی	-۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۴۱	-۰/۰۵	۰/۹۵۷
اندازه شرکت	۰/۰۱۶۲	۰/۰۰۴۶	۳/۴۹	۰/۰۰۰
سن شرکت	-۰/۰۱۳۵	۰/۰۱۶۵	-۰/۸۲	۰/۴۱۴
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۱	۰/۶۹	۰/۴۸۹
اهرم مالی	-۰/۳۵۴۹	۰/۰۲۴۸	-۱۴/۳۰	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	۰/۱۷۵۷	۰/۰۹۲۴	۱/۹۰	۰/۰۵۷
ضریب تعیین	۳۷ درصد			
آماره والد	۲۶۱/۱۶			
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰			

نتایج جدول ۱۰، نشان می دهد که متغیرهای تعاملی خالص سرمایه در گردش عملیاتی \* عدم اطمینان اقتصادی دارای سطح معنی داری (۰/۹۵۷) بیشتر از ۵ درصد بوده و دارای ضریب (-۰/۰۰۰۲) می باشد که ارتباط معناداری با نرخ بازده دارایی ها ندارد و فرضیه ۱-۲ در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار نمی گیرد. متغیر کنترلی اندازه شرکت با سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد و ضریب (۰/۰۱۶۲) ارتباط مستقیم و معناداری با نرخ بازده دارایی ها دارد. همچنین متغیر اهرم مالی نیز ارتباط منفی را با نرخ بازده دارایی ها نشان می دهد، در حالی که سایر متغیرهای کنترلی ارتباط معناداری با نرخ بازده دارایی ها ندارد. ضریب تعیین برابر با ۳۷ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۳۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۲۶۱/۱۶ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. فرضیه ۲-۲ بیان می دارد: عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر ارتباط بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی (نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه) تاثیر دارد.

جدول (۱۱): نتیجه آزمون فرضیه ۲-۲

متغیر وابسته: نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه				
متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
خالص سرمایه در گردش عملیاتی	-۰/۲۷۵۲	۰/۴۶۸۰	-۰/۵۹	۰/۵۵۶
عدم اطمینان سیاست اقتصادی	۰/۱۸۲۲	۰/۱۰۱۶	۱/۷۹	۰/۰۷۳
خالص سرمایه در گردش عملیاتی * عدم اطمینان سیاست اقتصادی	۰/۰۷۴۴۲	۰/۰۹۷۴	۰/۷۶	۰/۴۴۵
اندازه شرکت	-۰/۱۸۶۶	۰/۱۰۷۱	-۱/۷۴	۰/۰۸۱
سن شرکت	-۰/۰۵۶۶	۰/۱۵۶۳	-۰/۳۶	۰/۷۱۷
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰/۰۴۵۹	۰/۰۱۲۰	-۳/۸۲	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۱/۲۰۸۴	۰/۶۴۵۷	-۱/۸۷	۰/۰۶۱

مقدار ثابت	۳/۷۷۷۳	۲/۲۴۷۵	۱/۶۸	۰/۰۹۳
ضریب تعیین	۲۰ درصد			
آماره والد	۱۷/۸۳			
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰			

نتایج جدول ۱۱، نشان می دهد که متغیرهای تعاملی خالص سرمایه در گردش عملیاتی\* عدم اطمینان اقتصادی دارای سطح معنی داری (۰/۴۴۵) بیشتر از ۵ درصد بوده و دارای ضریب (۰/۷۴۴۲) می باشد که ارتباط معناداری با نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه ندارد و فرضیه ۲-۲ در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار نمی گیرد. متغیر کنترلی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری با سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد و ضریب (۰/۴۵۹-) ارتباط معکوس و معناداری با نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه دارد و سایر متغیرهای کنترلی ارتباط معناداری با نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه ندارند. ضریب تعیین برابر با ۲۰ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۲۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۱۷/۸۳ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

#### جدول (۱۲): خلاصه نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

فرضیه	فرضیه های پژوهش	نتایج فرضیه	نوع ارتباط یا تاثیر
۱-۱	بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی (نرخ بازده دارایی ها) ارتباط وجود دارد.	پذیرش	منفی (معکوس)
۲-۱	بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی (نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه) ارتباط وجود دارد.	عدم پذیرش	----
۱-۲	عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر ارتباط بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی (نرخ بازده دارایی ها) تاثیر دارد.	عدم پذیرش	----
۲-۲	عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر ارتباط بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی (نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه) تاثیر دارد.	عدم پذیرش	----

#### نتیجه گیری و پیشنهادات

نتایج آزمون فرضیه های پژوهش نشان داد، بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی از طریق بازده دارایی ها ارتباط منفی (معکوس) وجود دارد در حالی که بین خالص سرمایه در گردش عملیاتی و عملکرد مالی از طریق بازده حقوق صاحبان سهام ارتباط معناداری وجود ندارد. به این معنی که وقتی سرمایه در گردش شرکتی به بیشترین مقدار خود برسد، معمولاً بازده دارایی ها به کمترین حد خود می رسد. به عبارتی شرکت برای بلندمدت برنامه ریزی خاصی ندارد و به دنبال پاسخگویی به تعهدات خود در کوتاه مدت است. همچنین عدم اطمینان سیاست اقتصادی نمی تواند دلیلی بر این مهم باشد و عملکرد مالی شرکت ها به عوامل تولید و بهای تمام شده تولید و سیاست های دیگر شرکت از قبیل استراتژی های متنوع سازی و صادرات می تواند وابسته باشد. معمولاً شرکت ها به جای بازده های کوتاه مدت در بلندمدت دنبال ایجاد ثروت هستند، لذا این مهم نیز می تواند دلیلی بر عدم پذیرش فرضیه های مطرح شده باشد. نتایج پژوهش به لحاظ مطابقت با مطالعات پادچی<sup>۱</sup> (۲۰۰۶)، همراستا و با مطالعات کیشنک و همکاران (۲۰۰۹) مغایر می باشد. به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود در سرمایه گذاری و تصمیم گیری های خود به معیارهای ارزش آفرین دیگری از جمله میزان

<sup>1</sup> Padachi (2006)

متنوع سازی و فروش صادراتی شرکت‌ها بجای سرمایه در گردش عملیاتی توجه نمایند تا سرمایه‌گذاری مطمئن‌تری داشته باشند. از طرفی خالص سرمایه در گردش بیشتر نیز موجب کمتر شدن سود شرکت خواهد شد، لذا به این مهم نیز توجه داشته باشند که خالص سرمایه در گردش عملیاتی می‌تواند به عنوان محدودیتی در سودآوری آن‌ها در کوتاه‌مدت محسوب شود و از طرفی عدم اطمینان سیاست اقتصادی دلیلی بر بازده کمتر نیست. به مدیران نیز پیشنهاد می‌شود برای اینکه بازده بیشتری کسب کنند تلاش نمایند میزان خالص سرمایه در گردش خود را به حداقل ممکن برسانند. به سازمان بورس هم پیشنهاد می‌شود به مدیریت سرمایه در گردش عملیاتی شرکت‌ها توجه نمایند تا سودآوری شرکت‌ها برای محیط اقتصادی ملموس‌تر شود. به محققان دیگر نیز پیشنهاد می‌شود به بررسی معیارهای دیگر ارزش آفرین از جمله متنوع سازی شرکتی، استراتژی‌های تجاری و انحراف استراتژیک از صنعت با عملکرد مالی شرکت‌ها بپردازند.

## منابع

- ✓ امامی، مریم السادات، فرید، داریوش، (۱۳۹۵)، سرمایه در گردش، عملکرد شرکت و محدودیت مالی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال هشتم، شماره چهارم، صص ۱۶-۱.
- ✓ برزگری خانقاه، جمال، محمدی، روح الله، (۱۳۹۳)، بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش با ارزش افزوده اقتصادی در چرخه‌های تجاری مختلف، سومین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، تهران، موسسه اطلاع رسانی نارکیش.
- ✓ تشکری جهرمی، محمد، احدی سرکانی، یوسف، تالانه، عبدالرضا، (۱۳۹۳)، مدیریت بهینه سرمایه در گردش و ثروت سهامداران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۲، صص ۱۲۷-۱۵۷.
- ✓ تقی زاده، وحید، اکبری خسروشاهی، محسن، قنوتی، الهام، (۱۳۹۱)، بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد شرکتها، دهمین همایش ملی حسابداری ایران.
- ✓ حیدرپور، افشین، پورشهبابی، فرشید، (۱۳۹۰)، تبیین آثار نااطمینانی اقتصادی بر متغیرهای کلان اقتصادی - مطالعه موردی ایران، فصلنامه مجلس و راهبرد، دوره ۱۹، شماره ۷۱، صص ۱-۱۸.
- ✓ دارابی، رویا، سرایی، سمیرا، تقوی، فاطمه، (۱۴۰۰)، تاثیر عدم اطمینان سیاست اقتصادی با استفاده از معیارهای ریسک مالی و ریسک اقتصادی بر ریسک سقوط سهام، مطالعات حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۰، صص ۷۴-۹۰.
- ✓ سپاسی، سحر، حسنی، حسن، سلیمانیان، لیدا، (۱۳۹۶)، مدیریت سرمایه در گردش، عملکرد مالی و محدودیت‌های مالی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی مدیریت دارایی و تامین مالی، سال پنجم، شماره چهارم، صص ۹۹-۱۱۶.
- ✓ عصارزاده، حسن، (۱۳۹۰)، تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد شرکت‌ها، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد یزد.
- ✓ محمودی، مسعود، دولو، مریم، (۱۳۹۵)، سرمایه در گردش، عملکرد شرکت و محدودیت‌های تامین مالی، مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی، دوره سوم، شماره ۴، صص ۱۰۷-۱۳۰.
- ✓ مرادی، محمدعلی، نجار، مصطفی، (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین مازاد سرمایه در گردش و مازاد بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۲، صص ۱۰۹-۱۳۲.
- ✓ متین فرد، مهران، چهارمحالی، علی اکبر، (۱۴۰۱)، بررسی عدم قطعیت اقتصادی بر نگهداشت وجه نقد، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری سال یازدهم، شماره چهارم و یکم، صص ۲۵-۴۹.

- ✓ متین فرد، مهران، چهارمحالی، علی اکبر، (۱۳۹۸)، بررسی عدم قطعیت اقتصادی بر اجتناب مالیاتی، فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت سال نهم، شماره سی و شش، صص ۱-۲۲.
- ✓ واعظ، سید علی، درسه، صابر، (۱۳۹۷)، بررسی تاثیر تخصص حسابرسان در صنعت بر رابطه بین عدم شفافیت اطلاعات مالی و خطر سقوط آتی قیمت سهام، نشریه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران، دوره ۱۰، شماره ۳۹، صص ۱۱۱-۱۳۲.
- ✓ Baker, S. R., Bloom, N. and Davis, S. J. (2016), "Measuring economic policy uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), pp.1593-1636.
  - ✓ Banos-Caballero, S., Garcia-Teruel, P.J., Martinez-Solano, P., (2012). How does working capital management affect the profitability of Spanish SMEs? *Small Bus. Econ.* 39:529-517,
  - ✓ Banos-Caballero, S., et al., Net operating working capital and firm value: A cross-country analysis. *BRQ Bus. Res. Q.* (2019). <https://doi.org/10.1016/j.brq.2019.03.003>
  - ✓ Bardia, S.C (1988) "Working Capital Management". Japur Pointer Publisher ,pp.32-38
  - ✓ Deloof, M., (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *J. Bus. Financ. Account.* 30, 573-587
  - ✓ Bates, T.W., Kahle, K.M., Stulz, R.M., (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *J. Finance* 64,1985-2021.
  - ✓ Baum, C.F., Caglayan, M., Ozkan, N., (2009). The second moments matter: The impact of macroeconomic uncertainty on the allocation of loanable funds. *Economics Letters.* 102(2), 87-89.
  - ✓ Bloom, N. (2009). "The Impact of Uncertainty Shocks." *Econometrica* 77 (3): 623-85, <https://doi.org/10.3982/ECTA6248>.
  - ✓ Bonaime, A., Gulen, H. and Ion, M., (2018), "Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions?", *Journal of Financial Economics*, 129(3), pp. 531-558.
  - ✓ Buchmann, P., Roos, A., Jung, U., Wörtler, M., (2008). Cash for growth: the neglected power of working-capital management. The Boston Consulting Group (Available at <https://www.bcgperspectives.com/>).
  - ✓ Cao, Yuqiang ; Li, Chenglin ; Liu, Xinghe ; Lu, Meiting ; Shan, Yaowen. / Economic policy uncertainty and debt allocation within business groups. In: *Economic Modelling.* (2022) ; Vol. 116. pp. 1-9.
  - ✓ Cao, C.F. (2013) Between the Transfer of the Political Power and the Corporate Investment: The Logic of China. *Management World*, No. 1, 143-157.
  - ✓ Cheng, X. (2019) The Impact of Economic Policy Uncertainty on the Efficiency of Corporate Working Capital Management—The Evidence from China. *Modern Economy*, 10, 811-827.
  - ✓ Ching, H. Y., Novazzi, A. and Gerab, F. (2011), "Relationship between working capital management and profitability in Brazilian listed companies", *Journal of Global Business and Economics*, 3(1), pp.74-86.
  - ✓ Deloof, M., (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *J. Bus. Finance Account.* 30, 573-587.
  - ✓ Ebben, J. J. and Johnson, A. C. (2011), "Cash conversion cycle management in small firms: Relationships with liquidity, invested capital, and firm performance", *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 24(3), pp. 381-396.
  - ✓ Eda, O. and Mehmet, S. (2009), "Relationship between efficiency level of working capital management and return on total assets in ISE", 4(10), *International journal of Business and Management* pp.109-114.
  - ✓ Faulkender, M., Wang, R., (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *J. Financ.* 61, 1957-1990

- ✓ Fazzari, S.M., Petersen, B., (1993). Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraints. *Rand J. Econ.* 24,328-342.
- ✓ Flannery, M.J., Houston, J.F., Venkataraman, S., 1993. Financing multiple investment projects. *Financial Management.* 161–172.
- ✓ Friedman, M. (1968), “The Role of Monetary Policy”, *American Economic Review*, 58.repr. in M. Friedman (1969), pp. 102-110.
- ✓ Froot, K. A., Scharfstein, D. S. and Stein, J. C. (1993), “Risk management: Coordinating corporate investment and financing policies”, *The Journal of Finance*, 48(5), pp. 1629-1658.
- ✓ Fischer, S. (1993). The Role of Macroeconomic Factors in Growth. *Journal of Monetary Economics.* 32, 485-512.
- ✓ Garcia, J., P, Teruel., S, Martinez. And P, Solano. (2007), "Effects of Working Capital Management on SME Profitability". *International Journal of Managerial Finance*, P. 21
- ✓ Gertner, R.H., Scharfstein, D.S., Stein, J.C., (1994). Internal versus external capital markets. *The Quarterly Journal of Economics.* 109(4), 1211–1230.
- ✓ Ge, W., Li, Z., Liu, Q., McVay, S., (2021). Internal control over financial reporting and resource extraction: Evidence from China. *Contemporary Accounting Research.* 38(2), 1274–1309.
- ✓ Graham, M. Enqvist, J. Nikkinen, J. (2011).” The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability in Different Business Cycles: Evidence from Finland” . *International Research Journal of Finance and Economics.* Issue 66.
- ✓ Gulen, H., Ion, M., 2016). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies.* 29(3), 523–564.
- ✓ Gundavelli, V, ”7 Steps to Elevating Working Capital Performance”, *Financial Executive*, Vol. 22, No.4, pp.52-54 , (2006).
- ✓ Handley, K. and Limao, N. (2015), “Trade and investment under policy uncertainty: Theory and firm evidence”, *American Economic Journal: Economic Policy*, 7(4), pp.189-222.
- ✓ Hassett, K. A. and Metcalf, G. E. (1999), “Investment with uncertain tax policy: Does random tax policy discourage investment”, *The Economic Journal*, 109(457), pp. 372-393.
- ✓ Havoutis, N (2003) “Profitability in the balance”, *AFPEXchange*, Vol.23 ,No.6, pp.3438
- ✓ Hill, M.D., Kelly, G.W., Highfield, M.J., (2010). Net operating working capital behavior: a first look. *Financ. Manag.* 39, 783–805
- ✓ Hofmann, Erik, Juuso Töyli, and Tomi Solakivi. (2022). Working Capital Behavior of Firms during an Economic Downturn: An Analysis of the Financial Crisis Era. *International Journal of Financial Studies* 10: 55.
- ✓ Jensen, M.C., Meckling, W.H., (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics.* 3(4), 305–360.
- ✓ Jensen, M., (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Am. Econ. Rev.* 76, 323-329.
- ✓ Julio, B. and Yook, Y. (2012) Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles. *Journal of Finance*, 67, 45-83.
- ✓ Kara, G., Yook, Y., (2020). Policy uncertainty and bank mortgage credit. *BIS Working Paper.*
- ✓ 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* Vo.2 No. 2., Pp. 45 -58
- ✓ Keynes, J. M. (1936), “The General Theory of Employment, Interest and Money (London, 1936)”, *Keynes: The General Theory of Employment, Interest and Money* 1936.

- ✓ Kieschnick, R.L., Laplante, M. and Moussawi, R. (2009). Working Capital Management and Shareholder Wealth. Working Paper, SSRN Electronic Library, SSRN-ID: 1431165
- ✓ Kieschnick, R., Laplante, M., & Moussawi, R. (2013). Working capital management and shareholder wealth. *Review of Finance*, 17 (5): 1827-1852.
- ✓ Lazaridis, I. & Tryfonidis, D. (2006), "Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens stock exchange", *Journal of Financial Management and Analysis*, 19(1).
- ✓ Li, X. (2019). "Economic policy uncertainty and corporate cash policy: International evidence." *Journal of Accounting and Public Policy* 38 (6): 106694, <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2019.106694>.
- ✓ Myers, S.C., 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*. 5(2), 147-175.
- ✓ Myers, S.C., Majluf, N.S., (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 13(2), 187-221.
- ✓ Mohamad, N. E. A. B. and Saad, N. B. M. (2010), "Working capital management: The effect of market valuation and profitability in Malaysia", *International Journal of Business and Management*, 5(11), pp. 140-147.
- ✓ Nagar, V., Schoenfeld, J., Wellman, L., (2019). The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures. *Journal of Accounting and Economics*. 67(1), 36-57.
- ✓ Nathalie Vicente Nakamura Palombini Wilson Toshiro Nakamura, KEY FACTORS IN WORKING CAPITAL MANAGEMENT IN THE BRAZILIAN MARKET, ©RAE n São Paulo n v. 52 n n. 1 n jan/fev. (2012) n 055-069 55
- ✓ Nguyen, N. H. and Phan, H. V. (2017), "Policy uncertainty and mergers and acquisitions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), pp. 613-644.
- ✓ Nihat Aktas a, Ettore Croci, Dimitris Petmezas(2015) ." Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments" *Journal of Corporate Finance* 30 (2015) 98-113
- ✓ Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings. *J. Financ.Econ.* 52, 3-46.
- ✓ Oseifuah, Emmanuel. (2018). Global financial crisis, working capital management and profitability of non-financial firms listed on the Johannesburg stock exchange, South Africa. *Academy of Entrepreneurship Journal* 24: 1-12.
- ✓ Panousi, V. and Papanikolaou, D. (2012), "Investment, idiosyncratic risk, and ownership", *Journal of Finance*, Vol. 6 No. 3, pp. 1113-1148.
- ✓ Phan, H. V., N. H. Nguyen, H. T. Nguyen, and S. Hegde. (2019). "Policy uncertainty and firm cash holdings." *Journal of Business Research* 95 (February): 71-82, <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.10.001>
- ✓ Rehn, E. (2012), "Effects of Working Capital Management on company Profitability", Master's Thesis. Hanken School of Economics. [www.google.com](http://www.google.com)
- ✓ Rodrik, D. (1991), "Policy uncertainty and private investment in developing countries", *Journal of Development Economics*, 36(2), pp. 229-242.
- ✓ Ross, S. A., Westerfield, R. and Jordan, B. D. (2008), "Fundamentals of corporate finance". Tata McGraw-Hill Education.
- ✓ Ruta, A. & Eric, M. (2011). Cash Holdings, Working Capital and Firm Value: Evidence from France. Working paper, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- ✓ Scharfstein, D.S., Stein, J.C., 2000. The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment. *The Journal of Finance*. 55(6), 2537-2564.



- ✓ Schilling, G. (1996), "Working capital's role in maintaining corporate liquidity", TMA Journal, 16(5), pp. 4-7.
- ✓ Shin, H., Soenen, L., (1998). Efficiency of working capital management and corporate profitability. *Financ. Pract. Educ.* 8, 37-45.
- ✓ Sopranzetti, B.J., (1999). Selling accounts receivable and the under-investment problem. *Quart. Rev. Econ. Finance* 39, 291-301.
- ✓ Stein, J.C., 1997. Internal capital markets and the competition for corporate resources. *The Journal of Finance.* 52(1), 111-133.
- ✓ Tandoh, Jacob Kplorla, (2020). "Working Capital Management and Economic Policy Uncertainty"
- ✓ Verrecchia, R. E. (2001). "Essays on disclosure." *Journal of Accounting and Economics* 32 (1): 97-180, [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8).
- ✓ Wang, Y., Chen, C. R. and Huang, Y. S. (2014), "Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from China", *Pacific-Basin Finance Journal*, 26, pp. 227-243.
- ✓ Weinraub, H. J. and Visscher, S. (1998), "Industry practice relating to aggressive conservative working capital policies", *Journal of Financial and Strategic Decision*, 11(2), pp. 11-18.
- ✓ Wenwen Jiang and Hwa-Sung Kim. (2021) *Journal of Derivatives and Quantitative Studies: Vol. 29 No. 4, 2021* pp. 301-318 Emerald Publishing Limited e-ISSN: 2713-6647 p-ISSN: 1229-988X DOI 10.1108/JDQS-05-2021-0010
- ✓ Yeboah, B. and Agyei, S. K. (2012), "Working capital management and cash holdings of banks in Ghana.", *European Journal of Business and Management*, 4(13), pp. 120-130.