



## تأثیر عملکرد پایداری بر مدیریت سرمایه در گردش

محمدحسین فتحه<sup>۱</sup>

خدیجه حیدری نیا<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۳/۱۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۲/۰۳

### چکیده

مدیریت سرمایه در گردش به مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌های جاری اشاره دارد و برای ایجاد تعادل بین آن‌ها به کار می‌رود به طوری که سهامداران می‌توانند با مدیریت مؤثر سرمایه در گردش، حداکثر بازده را برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها کسب کنند. مدیریت کارآمد سرمایه در گردش شرکت‌ها جهت ادامه بقا و حیات شرکت اهمیت زیادی دارد و نحوه استفاده از سرمایه کوتاه‌مدت را نشان می‌دهد و همچنین برای اندازه‌گیری میزان نقدینگی شرکت به کار می‌رود. هدف مطالعه حاضر بررسی تأثیر عملکرد پایداری بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها است. پژوهش حاضر کاربردی و از بعد روش‌شناسی، همبستگی از نوع علی (پس رویدادی) می‌باشد. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۳۳ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده و در دوره زمانی ۱۰ ساله بین سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۴۰۰ مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش نشان داد که عملکرد پایداری بر چرخه تبدیل نقدینگی، متوسط دوره وصول مطالبات و متوسط دوره پرداخت بدهی‌های شرکت‌ها تأثیر معکوس دارد. در واقع با افزایش فعالیت شرکت در راستای پایداری شرکتی، چرخه تبدیل نقدینگی کوتاه‌تر و سریع‌تر شرکت به سرمایه اولیه خود دست خواهد یافت و از طرفی دوره وصول مطالبات از کسانی که به صورت نسبی با آن‌ها کار شده است کاهش یافته و دوره پرداخت بدهی‌ها به دیگران نیز کاهش خواهد شد.

**واژه‌های کلیدی:** عملکرد پایداری، مدیریت سرمایه در گردش، بورس اوراق بهادار تهران.

۱ گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) mh\_fatheh@pnu.ac.ir

۲ گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. khadijehheydarinia@gmail.com



## ۱- مقدمه

در شرایط پرچالش اقتصادی امروز و با افزایش فشارهای محیطی و منابع بیرونی محدود، دارایی‌ها و بدهی‌های جاری (سرمایه در گردش) سازمان‌ها و شرکت‌ها از اهمیت فراوانی برخوردار هستند. با این شرایط مدیریت سرمایه در گردش از یک طرف امتیاز رقابتی برای واحدها محسوب می‌شود و از جهت دیگر عملکرد مالی، سودآوری و نقدینگی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد (لی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹). در واقع مدیریت سرمایه در گردش، سرمایه کوتاه‌مدت موردنیاز برای تأمین مالی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری است که بخش قابل توجهی از ترازنامه یک شرکت را در صنایع متفاوت نشان می‌دهد. مدیریت سرمایه در گردش بهتر به عملکرد بالاتر شرکت‌ها منتهی خواهد شد (ناستیتی و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹). طبق نظریه جنسن و مک‌کلینگ<sup>۳</sup> (۱۹۷۶)، معیارهای سرمایه در گردش با اندازه‌گیری چرخه عملیاتی شرکت (چرخه تبدیل نقدینگی) همبستگی داشته و در یک راستا قرار دارند. فاصله بین هزینه برای خرید مواد و همچنین دریافت مبالغ کالاهای فروش رفته، در واقع نوعی چرخه تبدیل نقدینگی در شرکت است. اگر این فاصله طولانی‌تر باشد بیانگر این است که باید سرمایه‌گذاری بیشتری در سرمایه در گردش انجام شود که در نتیجه شرکت دچار نقدینگی نامناسب خواهد شد. از طرف دیگر چرخه تبدیل نقدینگی با افزایش فروش موجب سودآوری بیشتر می‌شود (باروس و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۲۱). در واقع سرمایه در گردش شامل وجوهی است که در دارایی‌های جاری سرمایه‌گذاری شده است، یعنی وجوهی که در یک چرخه عادی تجاری طی یک دوره کوتاه به وجه نقد تبدیل می‌شود (ستایش و منصور، ۱۳۸۹). یکی از عواملی که احتمالاً می‌تواند مدیریت سرمایه در گردش را شکل دهد، عملکرد پایدار شرکت‌ها می‌باشد. عملکرد پایدار شرکت‌ها تمام فعالیت‌ها و راهبردهایی را شامل می‌شود که نیازهای استفاده‌کنندگان از آن را برطرف می‌کند (الطاف و احمد<sup>۵</sup>، ۲۰۱۹). در بلندمدت پایداری علاوه بر تأثیر بر برقراری ارتباط قوی با ذینفعان و افزایش مزایای رقابتی برای گسترش اعتماد عمومی، از طرف دیگر بر بهبود عملکردهای واحدهای اقتصادی نیز مؤثر است (کردلو و همکاران، ۱۳۹۶)؛ زیرا شرکت‌ها به‌طور فزاینده‌ای نگران عناوین نامطلوب و ادراکات منفی ذینفعان مختلف مانند سهامداران، مشتریان، تأمین‌کنندگان و کارمندان خود هستند (باه و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۲۱). پایداری دارای مفهوم گسترده‌ای است که مفاهیم دیگری چون مسئولیت‌های شرکت‌ها در قبال اجتماع و جامعه را در خود جای داده است و با مفاهیمی چون پایداری رقابت، پایداری گزارشگری و پایداری اجتماعی می‌تواند موردبررسی قرار گیرد. در عمل، سیاست‌گذاران مالی، برای شناخت محرک‌های مدیریت سرمایه در گردش و سطح بهینه آن تلاش می‌کنند (باروس و همکاران، ۲۰۲۱). بنابراین هدف پژوهش حاضر پاسخ به این سوال است که آیا عملکرد پایداری تأثیری بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها دارد. با توجه

<sup>1</sup> Le.

<sup>2</sup> Nastiti et al.

<sup>3</sup> Jensen, Mckling.

<sup>4</sup> Barros et al.

<sup>5</sup> Altaf, Ahmad.

<sup>6</sup> Baah et al.

به این که وضعیت تبدیل نقدینگی برخی از شرکت‌ها، به دلیل شرایط سیاسی و اقتصادی حاکم بر بازار در شرایط نامناسبی قرار دارد، بدین جهت شرکت‌ها تبدیل وجوه نقد به دارایی‌ها را ترجیح داده که این موضوع باعث می‌شود تا در سررسید بدهی با مشکل مواجه شوند و گاهی ارزش شرکت مورد آسیب قرار خواهد گرفت. علت مشکلات مالی که بیشتر شرکت‌ها با آن درگیر هستند و منجر به ورشکستگی آن‌ها می‌شود در واقع ناشی از نبود مدیریت راجع به سرمایه در گردش است (زهدي و همکاران، ۱۳۸۹). بنابراین در این پژوهش به دنبال بررسی تأثیر محرکی مانند عملکرد پایداری بر مدیریت سرمایه در گردش بوده و با توجه به نبود یافته‌های قطعی و ایجاد شکاف پژوهشی در کشور راجع به تأثیرات عملکرد پایدار بر سرمایه در گردش شرکت‌ها و چرخه تبدیل نقدینگی، پرداختن به این موضوع از اهمیت بالایی برخوردار می‌باشد. در ادامه ساختار پژوهش ابتدا بسط مبانی نظری، مبانی تجربی پژوهش و فرضیه‌ها ارائه و در ادامه روش اجرا و تعاریف عملیاتی متغیرهای پژوهش و نهایتاً یافته‌ها و نتیجه‌گیری پژوهش ارائه شده است.

## ۲. مبانی نظری، تجربی و فرضیه‌های پژوهش

مدیریت سرمایه در گردش، مدیریت سرمایه کوتاه‌مدت مورد نیاز برای تأمین مالی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری است که بخش قابل توجهی از ترازنامه یک شرکت را در صنایع متفاوت نشان می‌دهد. مدیریت سرمایه در گردش بهتر به عملکرد بالاتر شرکت‌ها منتهی خواهد شد (ناستیتی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹). با این شرایط اگر منافع حاصل از نگهداری موجودی از هزینه سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش کمتر باشد، سودآوری شرکت با طولانی شدن چرخه تبدیل نقدینگی کاهش خواهد یافت. شرکت‌هایی که وجوه بیشتری را به سرمایه در گردش اختصاص می‌دهند (که برای سایر سرمایه‌گذاری‌ها در دسترس نیست)، ممکن است هزینه تأمین مالی بیشتری را متحمل شوند و سودآوری در شرکت‌هایی که سرمایه در گردش کمتری دارند، افزایش می‌یابد. لذا بررسی عوامل اثرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش از اهمیت فراوانی برخوردار است (بانکر و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴). در حال حاضر، عملکرد پایداری شرکت در سه بعد اقتصادی، اجتماعی و محیطی است که اشاره به مسئولیت شرکت‌ها در قبال جامعه و ذینفعان دارد. مفاهیم اجتماعی شرکت‌ها کاملاً نزدیک به مفهوم توسعه پاینده است و پیامد رویکرد توسعه پاینده، توجه خاص به مفهوم افشاء و گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها است. شرکت‌هایی که عملکرد پایداری بهتری دارند، نسبت به رقیبان خود در طولانی‌مدت در بازار سهام و نیز عملکرد حسابداری، بهتر عمل می‌کنند و کمتر تحت تأثیر شوک‌های خارجی که بر ایجاد ارزش در داخل سازمان اثر می‌گذارد، قرار می‌گیرند (باروس و همکاران، ۲۰۲۱). منظور از پایداری رقابت‌های هم صنعت به نحوی است که شرکت در آن صنعت فعال کما فی سابق باقی بماند، از این رو شرکت با پایداری رقابت سهم بازار خود را حفظ کرده و میزان فروش، مصرف مواد اولیه،

<sup>1</sup> Nastiti et al.

<sup>2</sup> Banker et al.

مشتری و عرضه‌کننده خود را در بازار دارد. همچنین منظور از پایداری مالکیت به معنای جابه‌جایی کمتر مالکان است و نهایتاً منظور از پایداری گزارشگری یعنی اینکه میزان دست‌کاری مدیریت در جهت اینکه اطلاعات با شرایط واقعی رخ داده تطبیق بیشتری داده یا اینکه اطلاعات را به نفع خود گزارش دهد، کمتر باشد؛ یعنی در طول زمان دست‌کاری به هر انگیزه‌ای آن‌قدر نوساناتش شدید نباشد که تفاوت معناداری در مطلوبیت تصمیم استفاده‌کننده به وجود آورد. مسئولیت اجتماعی شرکت شامل شاخه‌های تعهدات و منافع اجتماعی است. شرکت‌ها نسبت به گروه‌های سازنده در جامعه غیر از سهامداران و فراتر از آن چیزی که از طریق قانون و قرارداد اتحادیه توصیه شده، وظیفه دارند و مسئولند (عسگری رشتیانی و همکاران، ۱۳۹۹)؛ توجه به افراد و گروه‌های ذینفع موجب انگیزش نیروی انسانی، افزایش حسن نیت اجتماعی، اعتماد مردم به یکدیگر، کاهش جرمه‌ها و کنترل خطرات بالقوه (ریسک) می‌شود که در نهایت سبب افزایش سود و عملکرد پایدار شرکت‌ها و بهبود تصمیم‌گیری برای مدیران در بلندمدت خواهد شد. مدیران باید نسبت به گروه‌های خاصی که بر سازمان تأثیر می‌گذارند یا می‌توانند روی منافع و اهداف سازمان مؤثر باشند، احساس مسئولیت نمایند (باروس و همکاران، ۲۰۲۱)؛ ساختار مالکیت از جمله سازوکارهای با اهمیت حاکمیت شرکتی است (دهقان و همکاران، ۱۴۰۱). همچنین در واحدهای تجاری با تمرکز مالکیت زیاد، مالکان به‌طور معمول بر فعالیت‌های شرکت اشراف دارند و به اطلاعات موردنیاز خود دسترسی دارند. در مقابل، وضعیتی عکس، برای شرکت‌هایی که سهامداران آن جزء و پراکنده هستند متصور است. تشدید تضاد منافع بین مدیران و سهامداران بیش از آن که ناشی از رفتار فرصت‌طلبانه مدیران باشد، در واقع ناشی از ازدیاد مالکیت است و این‌گونه بر عملکرد تأثیر منفی می‌گذارد (عسگری رشتیانی و همکاران، ۱۳۹۹). به عبارت دیگر، یک بنگاه اقتصادی نه‌تنها بایستی نسبت به سهامدارانش و سرمایه‌داران خود احساس مسئولیت کند، بلکه بایستی با همان نسبت به همان گروه‌هایی که در موفقیت آن سهیم هستند، احساس مسئولیت نماید (آرین پور و همکاران، ۱۳۹۸)؛ بنابراین می‌توان گفت که امتیاز بالای عملکرد پایداری شرکت‌ها می‌تواند به‌عنوان یک ابزار مدیریت ریسک مورد استفاده قرار گرفته و به شرکت‌ها اجازه دهد تا ریسک کمتری را از بازار متحمل شده و بنابراین آن‌ها را قادر خواهد ساخت تا تحت نیازهای سرمایه کمتر برای تأمین مالی عملیات بدون به خطر انداختن سودآوری فعالیت کنند (باروس و همکاران، ۲۰۲۱).

حیدری نیک و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی با عنوان تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری با تأکید بر اندازه شرکت این‌گونه بیان کردند که امروزه در همه واحدهای تجاری سرمایه در گردش بخش اعظم سرمایه شرکت را به خود اختصاص می‌دهد و به تبع مدیریت سرمایه در گردش یکی از وظایف مهم مدیر مالی شرکت است و نقش مهمی در دستیابی به اهداف، سیاستها و موفقیت‌های شرکت دارد. نتایج نشان داد مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت تأثیر داشته و همچنین اندازه شرکت تأثیر معکوس بر رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌ها دارد.

قدرتی زوارم و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش در دوره‌های رونق و رکود این‌گونه بیان نمودند که مدیران در دوران رکود اقتصادی سیاست‌های محافظه‌کارانه و در دوران تورم سیاست‌های متهورانه مدیریت سرمایه در گردش را پیش می‌گیرند. بابایی و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت: با تأکید بر نقش امتیاز افشا و اندازه شرکت این‌گونه بیان نمودند که یافته‌های پژوهش نشان از رابطه مثبت و معنادار بین عملکرد پایداری و ارزش شرکت وجود دارد.

مظاهری و شکری‌زاده (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر نقدشوندگی سهام این‌گونه بیان نمودند که مدیریت سرمایه در گردش یکی از مفاهیم مطرح در پارادایم مالی شرکتی است که کاربردهای متعددی در مالی شرکتی دارد، یکی از این کاربردها نقش مدیریت سرمایه در گردش در نقدشوندگی سهام شرکت‌ها است. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که مدیریت سرمایه در گردش بر نقدشوندگی سهام تأثیر معناداری دارد.

امین و صالح نژاد (۱۳۹۹) به بررسی تأثیر عملکرد پایداری شرکتی بر ارزش‌افزوده اقتصادی در طی چرخه عمر شرکت پرداختند و این‌گونه در نتایج پژوهش نشان داده شد که سطح عملکرد پایداری شرکت در مرحله بلوغ چرخه عمر به اوج خود می‌رسد. از سوی دیگر عملکرد پایداری شرکتی در مراحل رشد و بلوغ اثر مثبت و معناداری بر ارزش‌افزوده اقتصادی دارد.

هاشمی و همکاران (۱۳۹۸) تأثیر عملکرد پایداری شرکت بر مازاد بازده سهام و سودآوری این‌گونه بیان نمودند که تأثیر عملکرد پایداری و افشاء در سطح عملکرد اجتماعی- اقتصادی شرکت بر مازاد بازده سهام معنادار و معکوس است. همچنین تأثیر عملکرد پایداری و سطح افشای عملکرد اجتماعی- اقتصادی شرکت بر روی سودآوری معنادار نمی‌باشند.

سپاسی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان مدیریت سرمایه در گردش، عملکرد مالی و محدودیت‌های تأمین مالی این‌گونه بیان کردند که نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد بین چرخه تجاری خالص و عملکرد شرکت‌ها، رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

یعقوب زاده و همکاران (۱۳۸۹) پژوهشی تحت عنوان ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران را به انجام رساندند. نتایج تحقیق نشان داد که بین متغیر مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری رابطه عکس وجود دارد.

ساواری و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان تاثیر مدیریت سود بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش این‌گونه بیان کردند که مدیریت سود به طور معکوس بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش تاثیرگذار است. مدیرانی که در مدیریت سود شرکت می‌کنند تمایل دارند در چرخه تبدیل پول نقد طولانی تر عمل کنند و موجودی را

<sup>۱</sup> Savarani et al.



به صورت غیربهبینه مدیریت کنند. این یافته ها با استفاده از یک پروکسی جایگزین برای مدیریت سود بر اساس مدل جونز اصلاح شده بیشتر تأیید شده است.

تارکوم<sup>۱</sup> (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان تأثیر کووید ۱۹ بر مدیریت سرمایه در گردش: اثر تعدیل کننده فرصت-های سرمایه‌گذاری و مشوق‌های دولتی این‌گونه بیان نمودند شرکت‌ها در مواجهه با کووید ۱۹ با سطوح بالاتر چرخه نقدینگی کار می‌کنند. همچنین شرکت‌هایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر و شرکت‌هایی که حمایت دولتی دریافت می‌کنند، با سطوح پایین‌تری از چرخه تبدیل نقدینگی کار می‌کنند.

سلايگوا<sup>۲</sup> (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان مدیریت سرمایه در گردش در رابطه با اندازه و سودآوری شرکت‌ها در جمهوری چک این‌گونه بیان نمودند که متغیرهایی مانند چرخه تبدیل نقدی، نسبت دارایی‌های جاری، نسبت بدهی‌های جاری و نسبت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌ها و اندازه شرکت‌ها در صنعت تولید و بخش عمده‌فروشی و خرده‌فروشی در جمهوری چک تأثیرگذار است.

گیل و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان تأثیر فناوری اطلاعات بر مدیریت سرمایه در گردش این‌گونه بیان نمودند که نتایج تجربی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری در فناوری اطلاعات درک شده با کاهش دوره نگهداری موجودی و کاهش چرخه تبدیل وجه نقد در هند، در بهبود کارایی مدیریت سرمایه در گردش نقش دارد و همچنین نتایج نشان داد فناوری اطلاعات دوره چرخه تبدیل نقدینگی را کوتاه می‌کند.

باروس و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان آیا شرکت‌های پایدارتر قادر به فعالیت با سرمایه در گردش کمتر هستند؟ این‌گونه بیان نمودند که این مطالعه شواهدی در مورد رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سطح پایداری شرکت‌ها ارائه می‌کند که ۱۳۹۴ شرکت در فهرست عمومی ایالات‌متحده را در دوره ۲۰۰۲-۲۰۲۰ پوشش می‌دهد. نتایج نشان داد که شرکت‌هایی با رتبه پایداری بالاتر با سرمایه در گردش کمتر و چرخه تبدیل نقدینگی کوتاه‌تر عمل می‌کنند، شرکت‌هایی که عملکرد بهتری در امتیازات پایداری دارند، نیاز کمتری به پول نقد نسبت به میانگین صنعت دارند. به‌طور کلی، یافته‌ها نشان داد که بهینه‌سازی مدیریت سرمایه در گردش ممکن است پس از سرمایه‌گذاری در پایداری شرکت‌ها به دست آید.

حبیب و کایانی<sup>۴</sup> (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان آیا کارایی مدیریت سرمایه در گردش بر درماندگی مالی شرکت تأثیر می‌گذارد؟ این‌گونه بیان نمودند که مدیریت سرمایه در گردش باعث کاهش دوره‌های درماندگی مالی خواهد شد.

<sup>1</sup> Tarkom.

<sup>2</sup> Seligova.

<sup>3</sup> Gill et al.

<sup>4</sup> Habib, Kayani.

الارینی و همدان<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) در پژوهشی به تأثیر پایداری شرکتی و عملکرد شرکت‌های فهرست شده ایالات متحده پرداختند و نتایج نشان داد که افشای پایداری بر معیارهای عملکرد شرکت تأثیر مثبت دارد. لی<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان مدیریت سرمایه در گردش و ارزش‌گذاری شرکت، سودآوری و ریسک: شواهدی از یک بازار در حال توسعه این‌گونه بیان نمودند که نتایج رابطه منفی و معناداری بین سرمایه در گردش خالص و ارزش‌گذاری شرکت، سودآوری و ریسک نشان می‌دهد. جیسی و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان تأثیر عملکرد پایداری شرکتی بر ارزش سهام، ریسک و عملکرد شرکت این‌گونه بیان نمودند که نتایج این تحقیق نشان داده که تغییرات در ویژگی‌های پایداری یک شرکت ممکن است برای ادغام در معیارهای سیاست و تحلیل مالی مناسب باشد.

یون و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان آیا عملکرد پایداری، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد: شواهدی از کره پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که عملکرد پایداری به‌طور مثبت و قابل توجهی بر بازار یک شرکت، مطابق مطالعات قبلی در کشورهای توسعه‌یافته تأثیرگذار است. باین‌حال، تأثیر آن بر قیمت سهام می‌تواند با توجه به ویژگی‌های شرکت متفاوت باشد.

بانوس و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان مدیریت سرمایه در گردش، عملکرد شرکت و محدودیت مالی این‌گونه بیان نمودند که یافته‌ها نشان از یک رابطه معکوس بین سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش و عملکرد شرکت پشتیبانی می‌کنند که دلالت بر وجود سطح بهینه سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش دارد. بر اساس مبانی نظری و تجربی و موارد مطرح‌شده در بیان مسئله پژوهش و اهداف مطرح‌شده کلی، چهار عنوان فرضیه به شرح زیر برای پژوهش حاضر مطرح‌شده است:

**فرضیه اول:** عملکرد پایداری بر چرخه تبدیل وجه نقد شرکت‌ها تأثیر معکوس دارد.

**فرضیه دوم:** عملکرد پایداری بر متوسط دوره وصول مطالبات شرکت‌ها تأثیر معکوس دارد.

**فرضیه سوم:** عملکرد پایداری بر متوسط دوره گردش موجودی کالا در شرکت‌ها تأثیر معکوس دارد.

**فرضیه چهارم:** عملکرد پایداری بر متوسط دوره پرداخت بدهی‌های شرکت‌ها تأثیر معکوس دارد.

### ۳. روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر کاربردی و از بعد روش‌شناسی، همبستگی از نوع علی (پس رویدادی) است. جامعه آماری مورد بررسی در این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره موردبررسی نیز سال‌های

<sup>1</sup> Alareeni, Hamdan.

<sup>2</sup> Le.

<sup>3</sup> Giese et al.

<sup>4</sup> Yoon et al.

<sup>5</sup> Banos et al.

۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای شرایط زیر هستند به‌عنوان نمونه انتخاب شده است، به‌منظور قابل‌مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها پایان اسفندماه باشد. در دوره (۱۰ ساله) موردبررسی تغییر دوره مالی نداده باشند. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش در دسترس باشد. جزو بانک‌ها، بیمه‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند. نهایتاً ۱۳۳ شرکت به‌عنوان نمونه نهایی پژوهش انتخاب شده است. تحلیل داده‌ها با استفاده از روش داده‌های ترکیبی و با رویکرد پتل دیتا و با استفاده از نرم‌افزار ایویوز<sup>۱۰</sup> ۱۲ و با استفاده از ابزار نیرومند استاندارد در آزمون فرضیه‌ها صورت پذیرفته است.

جدول (۱): نحوه انتخاب نمونه آماری پژوهش

۵۴۶	جامعه آماری در سال ۱۴۰۰	
	-۱۸۸	کسر می‌شود: شرکت‌های غیرفعال
	-۳۹	کسر می‌شود: شرکت‌هایی که دارای توقف معاملاتی سهام هستند
	-۵۳	کسر می‌شود: شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند نیست
	-۸۱	کسر می‌شود: شرکت‌هایی که در بازه زمانی پژوهش وارد بورس شدند
	-۵۲	کسر می‌شود: شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک و هلدینگ‌ها
۱۳۳	نمونه نهایی پژوهش	

### ۳-۱. مدل جامع رگرسیونی پژوهش

به تبعیت از پژوهش باروس و همکاران (۲۰۲۱) مدل زیر برای آزمون فرضیه‌های پژوهش طراحی و به نوبت با متغیرهای وابسته گوناگون استفاده شده است.

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{PSCORE}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{MTB}_{it} + \beta_5 \text{CUR}_{it} + \beta_6 \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

### ۳-۲. تعاریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

#### ۳-۲-۱. متغیر وابسته پژوهش: مدیریت سرمایه در گردش (Y)

مطابق پژوهش اسکندر نژاد و همکاران (۱۳۹۹)، بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۵) و بولو و همکاران (۱۳۹۱) جهت تطبیق با مدل‌ها در پژوهش‌های داخلی از اجزای اصلی سرمایه در گردش، شامل حساب‌های دریافتی، موجودی کالا (تولید)، حساب‌های پرداختی و استفاده کارآمد از وجه نقد برای عملیات شرکت به‌عنوان متغیر وابسته پژوهش استفاده می‌شود. بنابراین چرخه تبدیل وجه نقد (CCC) و متغیرهای تشکیل‌دهنده آن به‌عنوان متغیر وابسته پژوهش جهت نشان دادن مدیریت سرمایه در گردش مورد استفاده قرار گرفته است. متغیرهای چرخه



تبدیل وجه نقد (CCC) شامل، میانگین دوره پرداخت وجوه برای تولید و دریافت وجه از فروشها که به طور جزئی شامل، دوره وصول مطالبات (ARP)، چرخه (دوره) تولید شرکت یا نگهداری موجودی کالا (INVP) و دوره پرداخت بدهی (APP) است؛ که در روابط زیر به طور جامع به تشریح هر یک پرداخته شده است. هرکدام از فاکتورهای تشکیل دهنده دوره چرخه تبدیل وجه نقد به عنوان یک متغیر وابسته در فرضیات استفاده می شود.

$$CCC = \left( \frac{AR_t + AR_{t-1}}{\frac{2}{Sales}} \right) + \left( \frac{INV_t + INV_{t-1}}{\frac{2}{COGS}} \right) - \left( \frac{AP_t + AP_{t-1}}{\frac{2}{Purchases}} \right)$$

$$ARP = \left( \frac{AR_t + AR_{t-1}}{\frac{2}{Sales}} \right)$$

$$INVP = \left( \frac{INV_t + INV_{t-1}}{\frac{2}{COGS}} \right)$$

$$APP = \left( \frac{AP_t + AP_{t-1}}{\frac{2}{Purchases}} \right)$$

که در روابط فوق:

که در روابط فوق:

**متغیر وابسته اول: دوره وصول مطالبات (ARP):** (میانگین حسابهای دریافتنی / فروش شرکت / ۳۶۵)  
**متغیر وابسته دوم: چرخه تولید شرکت (INVP):** (میانگین موجودی کالا / بهای تمام شده کالای فروش رفته / ۳۶۵)

**متغیر وابسته سوم: دوره پرداخت بدهی (APP):** (میانگین حسابهای پرداختنی / بهای تمام شده کالای فروش رفته بعلاوه موجودی کالای پایان دوره منهای کالای اول دوره / ۳۶۵).

**متغیر وابسته چهارم: چرخه تبدیل وجه نقد (CCC):** (دوره وصول مطالبات بعلاوه چرخه تولید منهای دوره پرداخت بدهی).

در رابطه های فوق:

CCC: چرخه تبدیل وجه نقد

Sale: فروش خالص

COGS: بهای تمام شده کالای فروش رفته

Purchases: بهای تمام شده کالای فروش رفته بعلاوه موجودی کالای پایان دوره منهای کالای اول دوره.

AR: حسابهای دریافتنی



INV: موجودی کالا

AP: حساب‌های پرداختنی

### ۲-۲-۳. متغیر مستقل پژوهش: عملکرد پایداری شرکت‌ها (PS score)

در پژوهش حاضر به تبعیت از رضایی و رشوند (۱۳۹۶) و عسگری رشتیانی و همکاران (۱۳۹۹) پایداری عملکرد از مجموع سه معیار پایداری گزارشگری، پایداری مالکیت و پایداری رقابت حاصل می‌شود که هر چه عدد حاصله بزرگ‌تر باشد بدین معناست که شرکت از پایداری بیشتری برخوردار است. عناصر تشکیل‌دهنده عملکرد پایدار شرکت‌ها به شرح زیر اجرایی شده است:

#### الف. پایداری رقابت (CS)

برای سنجش پایداری رقابت به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$MS = \left( \frac{\text{فروش شرکت در هر سال}}{\text{فروش صنعت در هر سال}} \right)$$

نهایتاً پایداری رقابت از انحراف معیار (سه دوره گذشته) MS حاصل می‌شود و هر چه سهم بازار کمتر باشد، نشان‌دهنده پایداری رقابت بالاتر است (عسگری رشتیانی و همکاران، ۱۳۹۹).

#### ب. پایداری گزارشگری (RS)

برای سنجش پایداری گزارشگری از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$TACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it-1} + \beta_2 CFO_{it} + \beta_3 CFO_{it+1} + \beta_4 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در رابطه فوق:

TACC: کل ارقام تعهدی (سود خالص منهای وجه نقد عملیاتی تقسیم‌بر کل دارایی‌ها سال قبل)

CFO: جریان نقد عملیاتی

ROA: نرخ بارده دارایی‌ها (سود خالص تقسیم‌بر کل دارایی‌ها)

نهایتاً جهت محاسبه پایداری گزارشگری ابتدا میزان خطای مدل فوق محاسبه شده و سپس انحراف معیار سه دوره گذشته جمله خطای حاصل شده را محاسبه می‌شود؛ بنابراین هر چه خالص وجوه نقد عملیاتی شرکت کمتر، پایداری گزارشگری بالاتر است (عسگری رشتیانی و همکاران، ۱۳۹۹).

#### پایداری مالکیت (OS)

برای سنجش پایداری مالکیت به شرح زیر عمل می‌شود:

انحراف معیار درصد مالکیت (به جز سایر سهامداران) در هر سال، در مقایسه با میانگین قلمرو زمانی تحقیق همان شرکت بیانگر پایداری مالکیت است. به نحوی که اگر انحراف معیار از میانگین کمتر باشد. پایداری مالکیت به وجود می‌آید (عسگری رشتیانی و همکاران، ۱۳۹۹).

$$OS = \left( \frac{\sigma(OS)}{\mu(OS)} \right)$$

### ۳-۲-۳. متغیرهای کنترلی پژوهش (Controls)

طبق پژوهش باروس و همکاران (۲۰۲۲) برای متغیرهای کنترل از عوامل تعیین‌کننده زیر استفاده شده است: اندازه شرکت (SIZE): از طریق محاسبه لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها به دست می‌آید. اهرم مالی (LEV): از تقسیم ارزش کل بدهی بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود. رشد شرکت (MTB): از تقسیم ارزش بازار حقوق صاحبان بر ارزش دفتری محاسبه می‌شود. نسبت جاری (CUR): از طریق تقسیم دارایی‌های جاری بر بدهی‌های جاری به دست می‌آید. عمر شرکت (AGE): لگاریتم طبیعی تفاضل سال تأسیس شرکت از سال مورد نظر.

### ۴. یافته‌های پژوهش

#### ۴-۱. آماره توصیفی متغیرهای پژوهش

جدول (۲) آماره توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر اهرم مالی برابر با (۰/۵۷) صدم می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای چرخه تبدیل وجه نقد شرکت برابر (۱۶۸/۸) و برای عملکرد پایداری شرکت‌ها (۰/۱۶) می‌باشد که نشان می‌دهد این سه متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. کمینه و بیشینه نیز کمترین و بیشترین را در هر متغیر نشان می‌دهد.



جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	میانگین	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
عملکرد پایداری	PS score	۰/۲۱	۰/۹۵	۰/۰۰۶	۰/۱۶	۱/۷۳	۶/۰۴
دوره پرداخت بدهی	APP	۹۱/۶۹	۶۱۳/۵	۲/۸۵	۱۰۷/۳	۲/۹۶	۱۳/۱۰
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۴۹	۲۰/۱۲	۱۱/۰۳	۱/۶۲	۰/۸۴	۳/۹۴
چرخه تولید (موجودی کالا)	INVP	۱۴۴/۰۴	۶۷۹/۴	۶/۸۰	۱۱۵/۱	۲/۱۸	۹/۴۳
اهرم مالی	LEV	۰/۵۷	۰/۹۹	۰/۱۰	۰/۱۹	-۰/۱۴	۲/۵۸
چرخه تبدیل وجه نقد	CCC	۱۹۴/۸	۷۵۴/۸	۲/۶۰	۱۶۳/۸	۱/۳۰	۴/۷۷
نسبت جاری	CUR	۱/۵۰	۴/۶۱	۰/۳۱	۰/۸۳	۱/۸۸	۷/۰۳
دوره وصول مطالبات	ARP	۱۳۹/۸۲	۶۹۰/۵	۴/۹۳	۱۳۵/۷۷	۲/۰۵	۷/۷۰
رشد شرکت	MTB	۴/۰۰	۱۳/۸۱	۱/۰۰	۳/۵۶	۱/۶۵	۴/۷۲
عمر شرکت	AGE	۳/۵۷	۴/۲۳	۲/۱۹	۰/۳۹	-۰/۶۱	۲/۵۵

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۲-۴. آزمون ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی

نتایج حاصل در جدول (۳) نشان می‌دهد که سطح معنی‌داری آزمون در مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاقی می‌باشد، همچنین سطح معناداری آزمون خودهمبستگی سریالی در مدل پژوهش با سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است و بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی در مدل‌های پژوهش می‌باشد که این مشکل در تخمین نهایی مدل‌ها با اجرای دستور lag و همچنین استفاده از امکانات ابزار نیرومند استاندارد در نرم‌افزار ایویوز ۱۰، رفع شده است (افلاطونی، ۱۳۹۷).

جدول (۳): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
مدل آزمون فرضیه اول پژوهش	۱۳۷/۷۶	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
مدل آزمون فرضیه دوم پژوهش	۱۳۴/۱۵	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
مدل آزمون فرضیه سوم پژوهش	۲۰۳/۴۶	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
مدل آزمون فرضیه چهارم پژوهش	۱۲۸/۲۶	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
مدل آزمون فرضیه اول پژوهش	۷۴۳/۴۰	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
مدل آزمون فرضیه دوم پژوهش	۷۵۵/۲۱	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
مدل آزمون فرضیه سوم پژوهش	۶۶۸/۱۰	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
مدل آزمون فرضیه چهارم پژوهش	۵۴۳/۷۸	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۳-۴. آزمون مانایی متغیرها

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده در جدول (۴) مشاهده می‌شود که سطح معنی‌داری متغیرها در آزمون مانایی کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرها است.

جدول (۴): آزمون مانایی (لوین، لین و چو) متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
عملکرد پایداری	PS score	-۱۸/۵۵۳۳	۰/۰۰۰۰	مانا است
دوره پرداخت بدهی	APP	-۹/۶۲۵۸۸	۰/۰۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	SIZE	-۸/۷۹۱۱۰	۰/۰۰۰۰	مانا است
چرخه تولید (موجودی کالا)	INVP	-۱۳/۳۷۱۹	۰/۰۰۰۰	مانا است
اهرم مالی	LEV	-۶/۳۹۱۲۴	۰/۰۰۰۰	مانا است
چرخه تبدیل وجه نقد	CCC	-۱۷/۲۲۵۵	۰/۰۰۰۰	مانا است
نسبت جاری	CUR	-۲/۳۵۸۳۱	۰/۰۰۰۰	مانا است
دوره وصول مطالبات	ARP	-۱۳/۳۰۳۱	۰/۰۰۰۰	مانا است
رشد شرکت	MTB	-۱۰/۸۸۹۵	۰/۰۰۰۰	مانا است
عمر شرکت	AGE	-۸۵/۴۲۱۱	۰/۰۰۰۰	مانا است

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۴-۴. نتیجه آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج جدول (۵) نشان می‌دهد که متغیر عملکرد پایداری با ضریب منفی (-۹/۲۴) و سطح معناداری کمتر از ۱۰ درصد (۰/۰۹۰) رابطه معناداری با چرخه تبدیل وجه نقد در سطح خطای دارد؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش در سطح خطای ۱۰ درصد پذیرفته می‌شود؛ همه متغیرهای کنترلی شامل اندازه شرکت، اهرم مالی، رشد شرکت، نسبت جاری و عمر شرکت با سطح معناداری زیر ۵ درصد رابطه معناداری با متغیر وابسته پژوهش دارند. ضریب تعیین برابر با ۹۴ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۹۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. همچنین مقدار دوربین واتسون برابر عدد ۱/۹۳ می‌باشد و از این رو که مابین عدد ۱/۵۰ تا ۲/۵۰ می‌باشد، نشان می‌دهد که بین جملات اخلاص مدل خودهمبستگی شدیدی وجود

ندارد. آماره هم خطی زیر عدد ۵ می باشد که نشان می دهد همبستگی شدید بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. آماره آزمون (F) با سطح معناداری زیر ۵ درصد نشان می دهد که مدل پژوهش از برازش مناسبی برخوردار است. همچنین متغیر عملکرد پایداری با ضریب منفی (۱۷/۳۲-) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۰۸) رابطه معناداری با متوسط دوره وصول مطالبات دارد؛ بنابراین فرضیه دوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می شود. متغیرهای کنترلی شامل اهرم مالی، رشد شرکت و عمر شرکت با سطح معناداری زیر ۵ درصد رابطه معناداری با متغیر وابسته پژوهش دارند. ضریب تعیین برابر با ۸۷ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۸۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. همچنین مقدار دوربین واتسون برابر عدد ۱/۷۲ می باشد و از این رو که مابین عدد ۱/۵۰ تا ۲/۵۰ می باشد، نشان می دهد که بین جملات اخلاص مدل خودهمبستگی شدیدی وجود ندارد. آماره هم خطی زیر عدد ۵ می باشد که نشان می دهد همبستگی شدید بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. آماره آزمون (F) با سطح معناداری زیر ۵ درصد نشان می دهد که مدل پژوهش از برازش مناسبی برخوردار است. همچنین متغیر عملکرد پایداری با ضریب منفی (۲/۸۲-) و سطح معناداری بالاتر از ۵ درصد (۰/۳۳) رابطه معناداری با متوسط دوره گردش موجودی کالا ندارد؛ بنابراین فرضیه پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته نمی شود. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و رشد شرکت با سطح معناداری زیر ۵ درصد رابطه معناداری با متغیر وابسته پژوهش دارند. ضریب تعیین برابر با ۹۴ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۹۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. همچنین مقدار دوربین واتسون برابر عدد ۱/۸۱ می باشد و از این رو که مابین عدد ۱/۵۰ تا ۲/۵۰ می باشد، نشان می دهد که بین جملات اخلاص مدل خودهمبستگی شدیدی وجود ندارد. آماره هم خطی زیر عدد ۵ می باشد که نشان می دهد همبستگی شدید بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. آماره آزمون (F) با سطح معناداری زیر ۵ درصد نشان می دهد که مدل پژوهش از برازش مناسبی برخوردار است. نهایتاً متغیر عملکرد پایداری با ضریب منفی (۲۰/۲۷-) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۰۳) بر دوره پرداخت بدهی های شرکتها تأثیرگذار است؛ بنابراین فرضیه پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می شود. همه متغیرهای کنترلی شامل اندازه شرکت، اهرم مالی، رشد شرکت، نسبت جاری و عمر شرکت با سطح معناداری زیر ۵ درصد رابطه معناداری با متغیر وابسته پژوهش دارند. ضریب تعیین برابر با ۷۴ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۷۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. همچنین مقدار دوربین واتسون برابر عدد ۱/۸۹ می باشد و از این رو که مابین عدد ۱/۵۰ تا ۲/۵۰ می باشد، نشان می دهد که بین جملات اخلاص مدل خودهمبستگی شدیدی وجود ندارد. آماره هم خطی زیر عدد ۵ می باشد که نشان می دهد همبستگی شدید بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. آماره آزمون (F) با سطح معناداری زیر ۵ درصد نشان می دهد که مدل پژوهش از برازش مناسبی برخوردار است.

جدول (۵)، نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

نام متغیر	چرخه تبدیل وجه نقد		دوره وصول مطالبات		دوره گردش موجودی		دوره پرداخت بدهی‌ها	
	معناداری	ضرایب	معناداری	ضرایب	معناداری	ضرایب	معناداری	ضرایب
عملکرد پایداری	۰/۰۹۰	-۹/۲۴	۰/۰۰۰۸	-۲/۸۲	۰/۳۳	-۲۰/۲۷	۰/۰۰۰۳	
اندازه شرکت	۰/۰۰۷	۹/۷۲	۰/۱۱	-۹/۵۳	۰/۰۱۲	-۹/۸۹	۰/۰۳۶	
اهرم مالی	۰/۰۰۰۰	۴۴/۱۵	۰/۰۰۰۰	۶۶/۶۳	۰/۱۵	۳۶/۸۱	۰/۰۰۱	
رشد شرکت	۰/۰۰۰۱	-۱/۹۲	۰/۰۰۰۰	-۲/۹۹	۰/۰۰۰۸	-۲/۱۲	۰/۰۰۱	
نسبت جاری	۰/۰۱۴	۷/۵۲	۰/۹۴	۰/۱۳	۰/۱۹	-۱۱/۱۲	۰/۰۰۰۰	
عمر شرکت	۰/۰۱۶	-۱۲۶/۴۷	۰/۰۰۰۷	۲۵۱/۹	۰/۰۵۱	۳۶۳/۴	۰/۰۰۰۰	
عرض از مبدأ	۰/۰۰۲	۴۷۷/۳	۰/۰۱۱	-۶۴۸/۸	۰/۰۰۲	-۱۰۵۵/۳	۰/۰۰۰۱	
ضریب تعیین	۰/۹۴		۰/۸۷		۰/۹۴		۰/۷۴	
دوربین واتسون	۱/۹۳		۱/۷۲		۱/۸۱		۱/۸۹	
آماره F	۱۲۲/۹۱۱۴		۵۱/۱۱۶۰۵		۱۳۳/۴۷۷۶		۲۲/۴۲۹۶۴	
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰	
اف لیمر	۰/۰۰۰۰	۲۰/۳۵	۰/۰۰۰۰	۱۵/۶۸	۰/۰۰۰۰	۲/۴۵	۰/۰۰۰۰	۸/۸۸
هاسمن	۰/۰۰۰۰	۵۹/۶۷	۰/۰۰۰۰	۶۲/۰۱	۰/۰۰۰۰	۴۸/۸۲	۰/۰۰۰۰	۱۱۶/۸۳

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۴. بحث و نتیجه‌گیری پژوهش

همان‌طور که عنوان شد هدف اساسی پژوهش حاضر بررسی تأثیر عملکرد پایداری بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها است. مدیریت سرمایه در گردش بهتر به عملکرد بالاتر شرکت‌ها منتهی خواهد شد (ناستیتی و همکاران، ۲۰۱۹). در واقع مدیریت سرمایه در گردش، سرمایه کوتاه‌مدت موردنیاز برای تأمین مالی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری است که بخش قابل توجهی از ترازنامه یک شرکت را در صنایع متفاوت نشان می‌دهد. مدیریت سرمایه در گردش بهتر به عملکرد بالاتر شرکت‌ها منتهی خواهد شد. یکی از عواملی که می‌تواند مدیریت سرمایه در گردش را شکل دهد، عملکرد پایدار شرکت‌ها می‌باشد. عملکرد پایدار شرکت‌ها تمام فعالیت‌ها و راهبردهایی را شامل می‌شود که نیازهای استفاده‌کنندگان از آن را برطرف می‌کند. در بلندمدت پایداری علاوه بر تأثیر بر برقراری ارتباط قوی با ذینفعان و افزایش مزایای رقابتی برای گسترش اعتماد عمومی، از طرف دیگر بر بهبود عملکردهای واحدهای اقتصادی نیز مؤثر است. مدیریت کارآمد سرمایه در گردش شرکت‌ها جهت ادامه بقا و حیات شرکت اهمیت زیادی دارد و نحوه استفاده از سرمایه کوتاه‌مدت را نشان می‌دهد و همچنین برای اندازه‌گیری میزان نقدینگی شرکت به کار می‌رود. مبانی نظری حاکی از تأثیر عملکرد پایدار بر مدیریت سرمایه در گردش است که نتایج تجربی پژوهش

حاضر را پشتیبانی می‌کند. نقدینگی، پیش‌شرطی است برای اطمینان یافتن از آن که شرکت‌ها می‌توانند به تعهدات کوتاه‌مدت خود پاسخ‌گو باشند. نقدینگی ناکافی می‌تواند موجب ورشکستگی شرکت گردد. مدیریت کارآمد سرمایه در گردش، نیازمند تعادل مناسب بین نقدینگی و سودآوری به‌منظور حداکثر سازی ارزش شرکت است. عملکرد پایداری نشان‌دهنده حرکت پایدار شرکت‌ها در طول مدت‌زمان طولانی می‌باشد که می‌تواند همین امر چرخه نقدینگی شرکت را کوتاه‌تر نماید که با توجه به نتایج نیز مشاهده شد که عملکرد پایدار تأثیر معناداری بر چرخه تبدیل نقدینگی شرکت دارد. همچنین بر متوسط دوره وصول مطالبات شرکت‌ها تأثیرگذار می‌باشد. این امر نشان‌دهنده این موضوع است که شرکت‌های با پایداری بالاتر دوره وصول مطالبات کوتاه‌تری دارند که این امر با مدیریت حساب‌های دریافتی محقق خواهد شد و یک سیاست درست در مدیریت پرتفوی حساب‌های دریافتی می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد. به‌طور کلی، دوره وصول مطالبات، معیاری برای سنجش مدت‌زمان لازم برای وصول نقدی مطالبات حاصل از فروش مشتریان محسوب می‌شود. دوره وصول مطالبات کارایی واحد انتفاعی را در وصول وجوه مرتبط با فروش‌های نسبه نشان می‌دهد. به‌طور مثال شرکت‌های با پایداری عملکرد بالاتر به دلیل این که ثبات در عملکردهای خود دارند با سیاست‌های از پیش تعیین‌شده قادرند این مهم را به نحو احسن اجرا کنند و با تخفیفات و طرح‌های تشویقی جهت ارتقای ارزش شرکت قادرند دوره وصول مطالبات را کاهش دهند نتیجه آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش همسو با پژوهش باروس و همکاران (۲۰۲۱) است. میزان ضریب برآورد شده عملکرد پایداری با سطح معناداری بالاتر از پنج درصد بر دوره گردش موجودی کالا در شرکت‌ها تأثیرگذار نمی‌باشد. مشکلات تأمین مالی و ملاحظات سرمایه در گردش باعث شده است که شرکت‌ها از طریق اعمال کنترل‌های مناسب دیدگاه جدیدی نسبت به موجودی‌های خود داشته باشند. گزارش‌ها به‌روشنی بیانگر این است که داشتن سطحی بهینه از موجودی‌ها و اعمال کنترل‌های مناسب بر موجودی‌ها از طریق، کاهش هزینه سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها و همچنین کاهش هزینه نگهداری موجودی‌ها امکان‌پذیر می‌باشد. از این‌رو عرضه و تحویل به‌موقع کالاها به مشتریان کاهش هزینه نگهداری و سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها یکی از چالش‌های مهم مدیران می‌باشد؛ که این امر از طریق اقدامات مناسب می‌تواند مرتفع شود. شرکت‌هایی با پایداری در عملکرد برنامه‌های مدون بیشتری برای موجودی کالا و تولیدات خود داشته و می‌توانند تمهیدات بیشتری را ببندیشوند اما نهایتاً با توجه به نتایج حاصل‌شده در فصل چهارم عملکرد پایداری بر دوره گردش موجودی کالا تأثیرگذار نمی‌باشد. نتیجه آزمون فرضیه سوم پژوهش نتایج پژوهش باروس و همکاران (۲۰۲۱) را تایید نمی‌کند. نتایج برای رابطه عملکرد پایداری دوره پرداخت بدهی‌های شرکت‌ها نشان داد این عامل بر دوره پرداخت بدهی‌ها تأثیرگذار است. درواقع می‌توان به این صورت عنوان نمود که در شرکت‌هایی که از عملکرد پایداری برخوردار هستند بنابراین می‌توان گفت که این شرکت‌ها با ثبات عملکرد در نتیجه دوره پرداخت بدهی منظم‌تری را دنبال می‌نمایند و دوره پرداخت در این شرکت‌ها کاهش می‌یابد که به‌نوعی مواجه نشدن شرکت با بحران مالی ناشی از عدم پرداخت بدهی‌ها برای کار در آینده می‌باشد؛ زیرا تأخیر در پرداخت بدهی‌ها می‌تواند برای شرکت‌ها پرهزینه باشد، زیرا



ممکن است تخفیف‌هایی در پرداخت‌های اولیه وجود داشته باشد که آن را از دست دهند و یا تأخیر در پرداخت‌ها نیز خطر نکول و ورشکستگی را افزایش می‌دهد، نتیجه آزمون فرضیه چهارم پژوهش نتایج پژوهش باروس و همکاران (۲۰۲۱) را تایید می‌کند. مدیران و مالکان شرکت با توجه به محیط رقابتی بازار در داخل و خارج از کشور می‌بایست در جهت پایداری در عملکرد شرکت در جهت حفظ جایگاه خود و منافع ذینفعان کوشا بوده و ارزش شرکت را ارتقا بخشند. عملکرد پایداری بالا قادر است با ایجاد موقعیت مناسب زمینه را برای کوتاه‌تر کردن دوره وصول مطالبات و همچنین پرداخت دیون شرکت را فراهم آورد و با کوتاه‌تر شدن چرخه وجوه می‌توان عملکرد بالاتری را در شرکت‌ها دنبال نمود. همچنین سرمایه‌گذاران با بررسی اقدامات شرکت‌ها در جهت افزایش اقتدار و پایداری در عملکرد قادرند با شناسایی شرکت‌ها و مدیران قابل‌تر سرمایه‌گذاری بهتری خواهند داشت. نهایتاً سازمان بورس با ارائه دوره‌ای و سالانه امتیازات عملکرد پایدار شرکت‌ها و شرکت‌های نمونه در این حیطة می‌تواند موجب تشویق شرکت‌ها برای عملکرد پایدار بالاتر باشد. به علاقه‌مندان حوزه پژوهش پیشنهاد می‌گردد به بررسی تأثیر مدیریت ریسک بر رابطه میان عملکرد پاداری و مدیریت سرمایه در گردش پرداخته و نتایج را در کنار نتایج پژوهش حاضر تفسیر نمایند.

### فهرست منابع

- آرین پور، آرش؛ حساس یگانه، یحیی؛ باباجانی، جعفر (۱۳۹۸) تحلیل عملکرد پایدار اجتماعی و تأثیر آن بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های اقتصاد، پولی، مالی دوره جدید، سال ۲۶، شماره ۱۷، صص ۱۵۶-۱۹۴.
- اسکندر نژاد، سمیه؛ برادران حسن‌زاده، رسول؛ طاهری، حسن (۱۳۹۹) تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر قابلیت سودآوری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران در چرخه‌های تجاری مبتنی بر شکاف تولید. فصلنامه علمی مدیریت دارایی و تأمین. سال (۸)، شماره (۲)، صص ۳۱-۴۸.
- امین، وحید؛ صالح نژاد، سید حسن (۱۳۹۹) بررسی تأثیر عملکرد پایداری شرکتی بر ارزش‌افزوده اقتصادی در طی چرخه عمر شرکت، مجله علمی دانش حسابداری مالی، دوره ۷ شماره ۲، صص ۱ تا ۳۰.
- بادآورن‌نندی، یونس؛ تقی زاده خانقاه، وحید (۱۳۹۵) ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و ناکارایی سرمایه‌گذاری. فصلنامه علمی-پژوهش مدیریت دارایی و تأمین. سال (۴)، شماره (۳)، صص ۱۷-۳۸.
- بنی مهد، بهمن؛ عربی، مهدی؛ حسن‌پور، شیوا (۱۳۹۵) پژوهش‌های تجربی و روش‌شناسی در حسابداری. انتشارات ترمه.
- بولو، قاسم؛ قربانی، علی‌اصغر؛ رضایی پسته نوئی؛ یاسر (۱۳۹۱) تأثیر چرخه عملیاتی شرکت‌ها بر پایداری اقلام تعهدی سود. دانش حسابداری، سال (۱۲)، شماره (۴۶)، صص ۳۴-۴۷.

- تقی زاده خانقاه، وحید؛ اکبری، خسرو؛ شاهمی، محسن؛ فنوانی، الهام (۱۳۹۱) بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد شرکت‌ها. مجموعه مقالات دهمین همایش ملی حسابداری ایران. دانشگاه الزهرا. سپاسی، سحر؛ حسنی، حسن؛ سلمانیان، آیدا (۱۳۹۶) مدیریت سرمایه در گردش، عملکرد مالی و محدودیت‌های تأمین مالی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت سرمایه دارایی و تأمین مالی، سال پنجم صص ۹۶ تا ۱۱۶.
- زهدی، محمدهادی؛ ولی پور، هاشم؛ شهایی، علیرضا (۱۳۸۹) سیاست‌های سرمایه در گردش و ریسک شرکت. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی. دوره (۲)، شماره (۸)، صص ۱۸۷-۲۱۰.
- ستایش، محمدحسین؛ منصوری، امید (۱۳۸۹) بررسی ارتباط بین سرمایه در گردش و اجزای مختلف سود حسابداری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دوره (۲)، شماره (۸)، صص ۱-۲۴.
- عسگری رشتیانی، حمزه؛ محمدی نوده، فاضل؛ خردیار، سینا؛ رضایی، فرزین (۱۳۹۹) نقش مدیریت ریسک تأثیر اجتماعی بر رابطه بین عملکرد پایدار و کارایی سرمایه‌گذاری. فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال (۹)، شماره (۳۴)، صص ۸۹-۱۰۵.
- دهقان، فاطمه؛ پورحیدری، امید؛ خدای پور، احمد (۱۴۰۱) تأثیر کیفیت پیش بینی مدیریت بر کارایی سرمایه-گذاری با در نظر گرفتن نقش ساختار مالکیت. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره (۱۴)، شماره (۱)، صص ۵۱-۷۵.
- قدرتی زوارم، عباس؛ نوروزی، محمد؛ اکبری، زهرا؛ دهقان، خلیل (۱۴۰۱) بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش در دوره‌های رونق و رکود. مطالعات مدیریت و حسابداری، دوره (۸)، شماره (۱)، صص ۱۵۴-۱۶۸.
- کردلو، محمدرضا؛ اشکان رحیم زاده و هرام محمدی (۱۳۹۶) ضرورت تهیه گزارشگری پایداری؛ اصول و ساختار آن"، فصلنامه پژوهش‌های جدید در مدیریت و حسابداری، دوره جدید، شماره دوم.
- مظاهری، مهدی؛ شکری‌زاده، حمیدرضا (۱۴۰۰) بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. الگوهای نوین مدیریت کسب‌وکار. دوره (۴)، شماره (۹)، صص ۲۰-۲۹.
- هاشمی، سید عباس؛ قاسمی، محمدرضا؛ رفیعی شهرکی، احمدرضا (۱۳۹۸) تأثیر عملکرد پایداری شرکت بر مازاد بازده سهام و سودآوری. حسابداری و منافع اجتماعی. دوره (۹)، شماره (۲)، صص ۱۱۹-۱۳۸.
- یعقوب زاده، احمد؛ وکیلی فرد، حمیدرضا؛ بابایی، احمدرضا (۱۳۸۹) ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت‌های پذیرفته در بازار بورس اوراق بهادار تهران، مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، دوره ۱ شماره ۲ صص ۱۱۷ تا ۱۳۷.

حیدری نیک، زهرا؛ گرامی، آمنه؛ قرخلوی نادری، غزل؛ عزیزی بابا احمدی، مهتاب (۱۴۰۲) در پژوهشی با عنوان تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری با تأکید بر اندازه شرکت. چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، ۲۳۸-۲۲۷، (۸۱)۶.

- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Altaf, N., & Ahmad, F. (2019). Working capital financing, firm performance and financial constraints: Empirical evidence from India. *International Journal of Managerial Finance*.
- Baah, C., Opoku-Agyeman, D., Acquah, I. S. K., Agyabeng-Mensah, Y., Afum, E., Faibil, D., & Abdoulaye, F. A. M. (2021). Examining the correlations between stakeholder pressures, green production practices, firm reputation, environmental and financial performance: evidence from manufacturing SMEs. *Sustainable Production and Consumption*, 27, 100-114.
- Banker, R; Byzalov, D; Plehn-Dujowich, J. (2014). Demand uncertainty and cost behavior. *The Accounting Review*, 89: 839-865.
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2014). Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *Journal of business research*, 67(3), 332-338.
- Barros, V., Falcão, P. F., & Sarmento, J. M. (2021). Are more sustainable firms able to operate with lower working capital requirements?. *Finance Research Letters*, 46, 102407.
- Giese, G., Lee, L. E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance. *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69-83.
- [Gill, A., Kang, P. and Amiraslany, A. \(2022\), "Information technology investment and working capital management efficiency: evidence from India survey data", \*South Asian Journal of Business Studies\*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/SAJBS->](#)
- [Habib, A.M. and Kayani, U.N. \(2022\), "Does the efficiency of working capital management affect a firm's financial distress? Evidence from UAE", \*Corporate Governance\*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2021-0440>](#)
- Le, B. (2019), "Working capital management and firm's valuation, profitability and risk: Evidence from a developing market", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 15 No. 2, pp. 191-204. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2018-0012>
- Nastiti, P. K. Y., Atahau, A. D. R., & Supramono, S. (2019). Working capital management and its influence on profitability and sustainable growth. *Business: Theory and Practice*, 20, 61-68. <https://doi.org/10.3846/btp.2019.06>
- Seligova, Marketa, (2022) Working Capital Management in Relation to the Size and Profitability of Companies in the Czech Republic.
- Tarkom, Augustine(2022) Impact of COVID-19 exposure on working capital management: The moderating effect of investment opportunities and government incentives. *Finance Research Letters*. Volume 47, Part B, June 2022, 102666
- Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(10), 3635.
- KS Sawarni, S Narayanasamy, PC Padhan(2023) Impact of earnings management on working capital management efficiency. *Finance Research Letters*. Volume 54, June 2023, 103778. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103778>

<https://doi.org/10.30495/JDAA.1403.1079888>

## **The impact of sustainable performance on working capital management**

Mohammad Hossein Fateh<sup>1</sup>  
Khadija Heidarinia<sup>2</sup>

Received: 22 / April / 2024      Accepted: 02 / June / 2024

### **Abstract**

Working capital management refers to the management of current assets and liabilities and is used to create a balance between them so that shareholders can get the maximum return for investing in assets by effectively managing working capital. The efficient management of the working capital of companies is very important for the continued survival and life of the company and shows how to use short-term capital and is also used to measure the company's liquidity. The purpose of this study is to investigate the effect of sustainability performance on working capital management of companies. The current research is applied and from the methodological point of view, the correlation is causal type (post-event). The statistical population of the research is all the companies admitted to the Tehran Stock Exchange, and using the systematic elimination sampling method, 133 companies were selected as the research sample and were examined in a 10-year period between 2012 and 2021. The results of the research hypothesis test showed that sustainability performance has an adverse effect on the liquidity conversion cycle, the average debt collection period, and the average debt payment period of companies. In fact, by increasing the company's activity in line with corporate sustainability, the company's liquidity conversion cycle will be shorter and faster, and the company will achieve its initial capital, and on the other hand, the period of collecting claims from those with whom it has worked on credit will be reduced, and the period of debt payment will be reduced. It will be reduced to others.

**Keywords:** sustainability performance, working capital management, Tehran Stock Exchange.

1 Department of Accounting, Payam Noor University, Tehran, Iran. (Corresponding author) mh\_fatfeh@pnu.ac.ir

2 Department of Accounting, Payam Noor University, Tehran, Iran. khadijehheydarinia@gmail.com