فصلنامه حسابداری مالی/سال نهم/ شماره ۳۵ /پاییز ۹۶/صفحات ۱۴۶- ۱۲۷

بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش و ساختار سرمایه بر قابلیت سوددهی

عبدالله تاکی*
ناصر ایزدی نیا**

تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۰۱/۲۰ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۰۲/۲۸

چکیده

سود خالص هر واحد تجاری برای یک دوره زمانی خاص را می‌توان به عنوان نتیجه نهایی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، مالی و عملیاتی دانست. این فعالیت‌ها متأثر از تصمیمات مدیریت و عوامل محیطی (درونی و بیرونی) است. این مقاله چگونگی سوددهی برای ۱۸۲ مورد از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۹۳-۸۵ که متأثر از مدیریت سرمایه در گردش (بخش فعالیت‌های عملیاتی) و ساختار سرمایه (بخش فعالیت‌های مالی) می‌باشد را مورد بررسی و ارزیابی قرار می‌دهد. متغیرهای مستقل به کار رفته شامل نسبت جاری (معرف مدیریت سرمایه در گردش) و اهرم مالی (معرف ساختار سرمایه) و متغیر وابسته سود قبل از بهره و مالیات (معرف قابلیت سوددهی) می‌باشد. همچنین جهت تکمیل کار از دو متغیر کنترلی، اندازه شرکت و اهرم عملیاتی نیز استفاده شده است. نتایج پژوهش که بر اساس مدل رگرسیون به دست آمده است نشان می‌دهد که بین مدیریت سرمایه در گردش و قابلیت سوددهی یک رابطه منفی و بین ساختار سرمایه و قابلیت سوددهی یک رابطه مثبت وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: قابلیت سوددهی، ساختار سرمایه، اهرم عملیاتی، اهرم مالی، اندازه شرکت.

*مربی گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، سمیرم، ایران
Email: Stu_taki59@yahoo.com
**دانشیارگروه حسابداری، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران (نویسنده مسئول)
Email: N.Izadinia@Ase.ui.ac.ir

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۱- مقدمه

اتخاذ تصمیمات مالی، یکی از فعالیت‌های اساسی مدیریت است. صحت این فعالیت، در رشد و بقای واحد تجاری نقش مهمی دارد. مسئله تصمیم‌گیری در تمامی زمینه‌های امور مالی به‌ویژه مدیریت سرمایه در گردش بسیار حائز اهمیت است. مدیریت سرمایه در گردش عبارت است از ترکیب بهینه اقلام سرمایه در گردش یعنی دارایی‌ها و بدهی‌های جاری به گونه‌ای که ثروت سهامداران را حداکثر کند. از طرفی تداوم فعالیت‌های بنگاه‌های اقتصادی تا میزان زیادی به مدیریت منابع کوتاه‌مدت آن بستگی دارد، زیرا فعالیت‌های عملیاتی در یک دوره عادی که معمولاً سالانه است به شناخت سرمایه در گردش و مدیریت مطلوب آن مربوط می‌شود به‌طوری‌که از این طریق، نتایج مورد انتظار تحقق می‌یابد و امکان تداوم فعالیت در بلندمدت فراهم می‌شود (نیکو مرام و همکاران، ۱۳۸۰).

دو بخش اصلی که می‌تواند منجر به سوددهی شرکت‌ها شود یکی ساختار سرمایه و دیگری مدیریت سرمایه در گردش است که این دو مورد در بسیاری از موارد به‌منظور دستیابی به سود، دستخوش تغییرات قرارگرفته است. مدیریت سرمایه در گردش به خاطر تأثیرش روی ریسک و سوددهی شرکت و در نتیجه ارزش شرکت از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است (ایزدی نیا و تاکی، ۱۳۸۷).

یکی از بخش‌های اصلی که نیاز به کنترل و مدیریت صحیح دارد، بخش دارائی‌ها و بدهی‌های جاری می‌باشد. تحقیقاتی که در کشورهای پیشرفته انجام گرفته، حاکی از آن است که شرکت‌های بزرگ دارای واحدی مجزا به نام واحد مدیریت سرمایه در گردش می‌باشند که مبین ویژگی برتر بخش جاری ترازنامه می‌باشد. ایجاد تعادل در دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری از اهمیت خاصی برخوردار است به‌طوری‌که تصمیم‌گیری در مورد یکی بر روی دیگری تأثیر زیادی می‌گذارد (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۸۰).

بخش دیگر که منجر به سوددهی شرکت‌ها می‌شود ساختار سرمایه است. به ترکیب منابع مالی گوناگون هر شرکت ساختار سرمایه می‌گویند (فرهنگ علوم مالی آکسفورد، ۲۰۰۵؛ قالیباف اصل، ۱۳۸۴).

منابع مورد استفاده در ساختار سرمایه به دو گروه تقسیم می‌شوند: منابع مالی درونی و منابع مالی بیرونی. در منابع مالی درونی، شرکت از محل سود کسب شده اقدام به تأمین مالی می‌کند یعنی به جای توزیع سود بین سهامداران، سود را در فعالیت‌های عمدتاً عملیاتی شرکت برای کسب بازده بیشتر به کار می‌گیرد و در منابع مالی بیرونی از محل بدهی‌ها و سهام، اقدام

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

به تأمین مالی می‌شود (تیتمن[1]،۱۹۸۸). طبق نظریه میلر و مودیگلیانی در شرایط وجود بازار سرمایه کامل، تفاوتی در هزینه تأمین مالی از منابع داخلی یا خارجی شرکت وجود ندارد. در چنین حالتی، شرکت‌ها می‌توانند بدون هیچ مشکلی، با نرخ هزینه سرمایه مشخص، به تأمین منابع مالی لازم از طریق بازار سرمایه اقدام نمایند (عرب صالحی و اشرفی، ۱۳۹۰)؛ اما بازار سرمایه در عمل نمی‌تواند به طور کامل کارا باشد. از طرفی، اداره شرکت‌ها در اختیار مدیرانی قرار دارد که مالک شرکت نبوده، منافع متفاوتی با صاحبان اصلی شرکت دارند (مسئله نمایندگی).

در چنین حالتی، سرمایه‌گذاران نسبت به مدیران شرکت اعتماد لازم را نداشته، برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری، نرخ بازده بیشتری را خواستار می‌شوند. از طرف دیگر، سرمایه‌گذاران اطلاعات کمتری در مورد شرایط اقتصادی شرکت‌ها دارند و در بسیاری از موارد، ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها را بیشتر از میزان واقعی ارزیابی می‌کنند. در نهایت، تأمین مالی از منابع خارج از شرکت (انتشار سهام، اوراق قرضه) دارای هزینه‌های زیادی است که باعث می‌شود هزینه تأمین مالی از نرخ بازده اسمی اعلام شده فراتر رود. این عوامل، شرکت‌ها را به استفاده روزافزون از منابع داخلی برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های خود، متمایل می‌نمایند (شارما و ساتیش[2]،۲۰۱۱).

ترکیب بهینه ساختار سرمایه به عوامل مختلفی بستگی دارد ازجمله اندازه شرکت، اهرم‌ها، نوع صنعت. این‌که چگونه این ترکیب تعیین می‌شود و یا مورد تعدیل قرار می‌گیرد مدت‌ها کانون توجه بسیاری از اقتصاددانان مالی بوده و هنوز هم منشأ بحث‌های فراوان است (مارکز و سانتوز[3]،۲۰۰۴).

از آنجایی که در پژوهش‌های اخیر تأثیر متغیرهای مدیریت سرمایه در گردش و ساختار سرمایه بر قابلیت سوددهی شرکت‌ها به صورت جداگانه مورد بررسی قرار گرفته است و قطعاً برخی رویدادهای مالی و اهداف مدیریتی وجود دارد که به طور هم‌زمان می‌تواند بر بخش‌های مالی و عملیاتی شرکت‌ها تأثیر به سزایی داشته باشند بنابراین پژوهش حاضر با رویکرد تجمیع بخش‌های مذکور، به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش و ساختار سرمایه بر قابلیت سودهی شرکت‌ها می‌پردازد و به دنبال این است که آیا با رویکرد تجمیع، بین متغیرهای مدیریت سرمایه در گردش و ساختار سرمایه با قابلیت سوددهی رابطه‌ای وجود دارد؟ و اگر

1 Titman
2 Sharma & Satish
3 Marques & Santos

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

وجود دارد با ارائه نتایج حاصله و پیشنهادات مؤثر، مدیران را در اتخاذ تصمیمات خود کمک کند.

در ادامه ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش ارائه می‌گردد و به دنبال آن فرضیه‌های پژوهش، نحوه آزمون فرضیه‌ها و جامعه و نمونه آماری پژوهش توضیح داده می‌شود. در قسمت پایانی، یافته‌ها و نتایج پژوهش نیز بیان می‌شود.

۲- ادبیات و مبانی نظری پژوهش

در بحث مدیریت سرمایه در گردش و ساختار سرمایه تئوری و نظریه‌های مختلفی ارائه شده است، اما تئوری‌هایی که مرتبط با موضوع پژوهش است عبارت‌اند از تئوری نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی، علامت‌دهی و تئوری ذینفعان که به همراه دو نظریه اصلی (نظریه توازن و نظریه سلسله‌مراتب) در اینجا ارائه می‌شود:

تئوری نمایندگی[1]: عامل پیدایش این تئوری، تضاد منافع بین گروه‌های مختلف از جمله سهامداران، بستانکاران و مدیران است. تضاد منافع بین مدیران و سهامداران از دو منبع نشات می‌گیرد: نخست، مدیر تمایل دارد تا از برخی منابع شرکت به سود خود استفاده کند. دوم، اینکه اگر مدیر سهامدار عمده شرکت نباشد، دیگر انگیزه‌ای برای کارهای متهورانه وجود ندارد. از طرفی اعتباردهندگان نیز مایل‌اند در جهت منافع خود، نظارت‌هایی را بر شرکت اعمال کنند که نیازمند هزینه است و این‌گونه هزینه‌ها مطلوبیت استفاده از بدهی را کاهش می‌دهد (نمازی،۱۳۸۴).

عدم تقارن اطلاعاتی[2] **و تئوری علامت‌دهی**[3]: اگر افراد داخل شرکت (کارکنان و مدیران) از اطلاعاتی با خبر باشند که برای افراد بیرون از شرکت حکم اطلاعات محرمانه را داشته باشد، این موضوع منجر به وجود عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. در صورتی که اطلاعات درونی معرف آینده‌ای مطلوب برای شرکت باشد مدیران ترجیح می‌دهند در ساختار سرمایه از بدهی بیشتر استفاده کنند و در صورت وجود آینده‌ای نامطلوب برای شرکت، مدیر دست به انتشار سهام می‌زند. این مسئله از نگاه تئوری علامت‌دهی بدین شکل است که انتشار سهام نشانه وضعیت نامطلوب و افزایش بدهی نشانه وضعیت مطلوب شرکت در سال‌های آینده است (نمازی، ۱۳۸۴).

1 Agency Theory
2 Information Assymetry
3 Signaling Theory

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

تئوری ذی‌نفعان[1]: استفاده‌کنندگان بیرونی که نسبت به صورت‌های مالی شرکت‌ها تصمیم‌گیری می‌کنند را ذی‌نفعان می‌گویند. در این تئوری نسبتی که به آن نگاه ویژه‌ای شده است همان نسبت جاری است. اهمیت آن به خاطر این است که معرف بخش فعالیت‌های عملیاتی شرکت است. از طرفی معرف وضعیت نقدینگی شرکت است و نقدینگی یکی از نشانه‌های ابهام در تداوم فعالیت است زیرا گفته شده که اگر شرکتی سودآور نباشد بیمار است ولی اگر نقدینگی نداشته باشد در حال مرگ است. تئوری مربوط که ترکیبی از تئوری‌های سازمانی و اجتماعی است و اساس آن توجه به بخش‌های دیگر علاوه بر سهامداران می‌باشد را تئوری ذی‌نفعان می‌نامند (فری دنبرگ[2]، ۲۰۰۴).

نظریه توازن[3]: بر اساس این نظریه شرکت‌ها در جستجوی یک ساختار سرمایه (نسبت بدهی) بهینه هستند که ارزش شرکت را حداکثر سازد. در این نظریه شرکت‌ها خواستار ایجاد موازنه بین مزایا و هزینه‌های انتشار بدهی هستند. مزایای انتشار بدهی می‌تواند صرفه‌جویی مالیاتی بهره و کاهش تضاد منافع بین سهامداران و مدیران باشد؛ و هزینه انتشار بدهی می‌تواند در برگیرنده‌ی هزینه‌های بالقوه‌ی ورشکستگی و تضاد منافع بین سهامداران و اعتباردهندگان باشد (فاما و فرنچ[4]، ۲۰۰۴).

نظریه سلسله‌مراتب[5]: بر اساس این نظریه هیچ نسبت بدهی بهینه‌ای وجود ندارد و شرکت‌ها بدون توجه به ساختار سرمایه‌ی بهینه، صرفاً بر اساس سلسله‌مراتب از پیش تعیین شده، اقدام به تأمین مالی می‌کنند که این تأمین مالی می‌تواند از محل وجوه داخلی یا خارجی حاصل شود. در این نظریه استفاده از وجوه داخلی در اولویت است و در صورت نبود منابع داخلی انتشار بدهی در مقایسه با انتشار سهام در اولویت است (مایرز[6]، ۱۹۸۴).

نکته حائز اهمیت بررسی میزان تداوم فعالیت در عملکرد شرکت‌هاست که می‌توان گفت برای تداوم فعالیت و سودآوری آتی وجود وجه نقد کافی ضروری است. شرکت‌هایی که اهرم مالی بالایی دارند اگر قادر به پرداخت تعهدات خود ناشی از تأمین مالی برون‌سازمانی نباشند در معرض ریسک ورشکستگی قرار خواهند گرفت که در چنین شرایطی شرکت‌ها در آینده قادر به پیدا کردن اعتباردهندگان جدید نخواهند بود که این امر موجب کاهش سودآوری شرکت‌ها

1 Stakeholder Theory
2 Frydenberg
3 Trade-Off Theory
4 Fama& French
5 Pecking Order Theory
6 Myers

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

می‌شود. از طرف دیگر اندازه شرکت می‌تواند نقش مهمی در شناسایی دقیق رابطه بین متغیرها در پژوهش ها داشته باشد زیرا مقایسه و تحلیل عملکرد شرکت‌هایی که اندازه یکسانی نداشته باشند می‌تواند نتایج نادرستی را نشان دهد. به لحاظ تئوری هر چه قدر اندازه شرکت بزرگ‌تر باشد با فرض استفاده از تکنولوژی‌های روز منجر به کاهش چرخه تبدیل وجه نقد شود که کاهش این چرخه باعث افزایش توان سودآوری شرکت می‌شود (زبیری[1]،۲۰۱۲)؛ بنابراین در پژوهش حاضر از متغیرهای کنترل از جمله اندازه شرکت استفاده گردیده است.

۳- پیشینه پژوهش

محمد شوکت و ماهوم[2] (۲۰۱۴)، در پژوهشی که با موضوع "اثر مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد شرکت‌های پاکستانی در بخش‌های سیمان، شیمی و مهندسی" انجام دادند رابطه معنی‌داری را بین این دو متغیر شناسایی کردند. آن‌ها نشان دادند که بین متوسط دوره پرداخت، متوسط دوره موجودی کالا و متوسط دوره وصول مطالبات شرکت‌ها و بازده سرمایه‌گذاری‌ها به ترتیب رابطه منفی، منفی و مثبتی وجود دارد.

ویورال و سوکمن[3] (۲۰۱۲)، در رابطه با "میزان اثرگذاری مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد شرکت‌ها در صنعت ترکیه" پژوهش هایی را انجام داده‌اند و فهمیده‌اند که برای بررسی بهتر موضوع با حذف شرکت‌های مالی و تمرکز بر بخش‌های خدماتی و تولیدی می‌بایست دو هدف را مدنظر قرار داد: نقدینگی و سودآوری. نتایج نشان داد که تمرکز شرکت‌ها بیشتر در موضوع سودآوری شکل گرفته است. نتایج گواه این بود که بین دوره موجودی کالا و چرخه تبدیل وجه نقد با سودآوری شرکت‌ها در بخش تولیدی یک رابطه منفی و در بخش خدماتی یک رابطه مثبت وجود دارد.

فاوزی[4] (۲۰۱۲) "رابطه بین ساختار سرمایه و قابلیت سوددهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار امان" را مورد بررسی قرار داد. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که بین بدهی‌های کوتاه‌مدت و قابلیت سوددهی و همچنین بین نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها و قابلیت سوددهی رابطه منفی وجود دارد. در این پژوهش مشخص شد که متغیرهای کنترل بکار رفته از جمله اندازه شرکت و رشد فروش می‌تواند تأثیر زیادی در سوددهی شرکت‌ها داشته باشد زیرا یک رابطه مثبت و قوی را به وجود آورد.

1 Zubairi
2 Mohammad Shaukat & Mahum
3 Vural & Sokmen
4 Fawzi

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

ولچ[1] (۲۰۱۱) پژوهشی در زمینه "تأثیر افزایش اهرم مالی بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیویورک" انجام داد. نتایج نشان داد که افزایش عمده بدهی‌ها (اهرم) باعث کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه و همچنین موجب کاهش مدیریت سود در شرکت‌ها می‌شود.

روزینا[2] (۲۰۱۲) در پژوهش خود به بررسی "رابطه ساختار سرمایه و قابلیت سوددهی در بانک‌های غنا" پرداخت. نتیجه حاصله این بود که افزایش در بخش بدهی ساختار سرمایه، منجر به کاهش قابلیت سوددهی بانک‌ها می‌شود.

زبیری[3] (۲۰۱۱)، پژوهشی در ارتباط با موضوع "رابطه مدیریت سرمایه در گردش و ساختار سرمایه با قابلیت سوددهی در صنعت خودروسازی" را انجام داد. نتایج این پژوهش نشان داد که بین اهرم مالی و قابلیت سوددهی رابطه مثبت، بین اهرم عملیاتی و قابلیت سوددهی رابطه منفی، بین اندازه شرکت و قابلیت سوددهی رابطه مثبت و همچنین بین نسبت نقدینگی و قابلیت سوددهی رابطه مثبتی وجود دارد. افزایش موجودی کالا و افزایش فروش‌های نسیه یکی از دلایل ایجاد رابطه منفی بین نسبت نقدینگی و قابلیت سوددهی محسوب شد. در این پژوهش اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترل در نظر گرفته شد. اندازه شرکت عامل مهمی در ایجاد یک فضای مناسب جهت اجرای دقیق رابطه بین متغیرها محسوب می‌شود زیرا هر چه اندازه شرکت بزرگ‌تر باشد با فرض استفاده از تکنولوژی روز، چرخه تبدیل وجه نقد کوتاه‌تر و بنابراین منجر به افزایش سودآوری شرکت می‌شود. سایر پژوهش های انجام گرفته، به صورت زیر دسته‌بندی می‌شوند.

افزا و نظیر[4] (۲۰۰۷) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که استراتژی‌های مالی و سرمایه‌گذاری متهورانه علاوه بر وجود رابطه با بازده دارایی‌ها همچنین بر ارزش شرکت‌ها نیز تأثیر دارند. آنان در مطالعات خود با استفاده از روش رگرسیون به بررسی این رابطه پرداخته‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین سیاست‌های سرمایه‌گذاری متهورانه و بازده دارایی‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد. همچنین رابطه بین سیاست‌های مالی متهورانه و بازده دارایی‌ها یک رابطه قوی و منفی می‌باشد.

1 Welch
2 Rosina
3 Zubairi
4 Afza & Nazir

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

پاداچی[1] (۲۰۰۶)، در پژوهش خود با موضوع "اثر مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد و سودآوری شرکت‌ها" یک رابطه معنی‌داری را بین چرخه تبدیل وجه نقد و بازده دارایی‌ها نشان داد. در این پژوهش اجزاء مختلف چرخه تبدیل وجه نقد مورد بررسی قرار گرفت و نتایج حاصله حاکی از آن بود که موضوع مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های بزرگ از اهمیت بالایی برخوردار است.

دیلوف[2] (۲۰۰۳)، روش‌هایی که برای مدیریت سرمایه در گردش اعمال می‌شود را بسیار حائز اهمیت دانست، زیرا این روش‌ها هستند که تأثیر بسزایی روی سوددهی شرکت‌ها دارند او یک نمونه از شرکت‌های بلژیکی را در طول دوره ۱۹۹۶- ۱۹۹۲ مورد بررسی قرار داد که نتایج نشان داد، شرکت‌های بلژیکی می‌توانند از طریق کاهش تعداد روزهای وصول حساب‌های دریافتنی که به تعویق افتاده و کاهش موجودی کالا سوددهی را افزایش دهند.

مودیلیانی و میلر[3] (۱۹۵۸) برای اولین بار بحث ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار دادند، موضوع مورد بحث آن‌ها این بوده که آیا استفاده از بدهی‌ها در ساختار سرمایه شرکت‌ها بر ارزش شرکت و هزینه سرمایه تأثیر می‌گذارد؟ آنان به این نتیجه رسیدند که استفاده از بدهی‌ها تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت و تأثیر محدودی بر هزینه سرمایه دارد.

نبیئی و نوروزی (۱۳۹۴) در پژوهش خود به "بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نظریه سلسله‌مراتبی" پرداختند. نتایج حاصله از این پژوهش، تأییدکننده استفاده از مبانی نظریه سلسله‌مراتبی در حالت ایستا برای تصمیم‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که تمامی متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده در این مدل دارای رابطه معنادار با نسبت بدهی هستند که مطابق با مبانی نظری ارائه شده نیز است؛ اما در نتایج مربوط به آزمون فرضیات مدل پویا، تنها اثر مثبت دارایی‌های ثابت و تأثیر منفی خالص دارایی‌های در گردش مورد تأیید قرار گرفت.

مهرابی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهش خود به "بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" پرداختند. آن‌ها نشان دادند که بین چرخه تبدیل وجه نقد و سود ناخالص عملیاتی شرکت‌ها رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

1 Padachi
2 Deloof
3 Modigiliani & Miller

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

ستایش و همکاران (۱۳۸۸) در پژوهش خود نشان دادند که رابطه بین ساختار سرمایه و سودآوری به تعریف متغیر سودآوری بستگی دارد. بیشترین مقدار سودآوری نیز در ازای استفاده کمتر از اهرم مالی حاصل شده است.

نمازی و شیرازه (۱۳۸۳) در پژوهش خود نشان دادند که بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌ها رابطه مثبتی وجود دارد، اما این رابطه از نظر آماری ضعیف است و رابطه بیشتر بستگی به نوع صنعت دارد و ساختار بهینه‌ی سرمایه را می‌توان در صنایع گوناگون تعیین کرد.

عبده تبریزی و میری (۱۳۸۲) در پژوهش خود نشان دادند که نوع صنعت و اندازه شرکت، دارای رابطه معناداری با بافت سرمایه هستند اما درصد مالکیت مدیریتی، نرخ فروش، رشد فروش، ساختار دارایی‌ها، انحصار (نسبت هزینه‌های فروش به فروش)، ثبات جریان‌های نقدی و رشد شرکت بر بافت سرمایه مؤثر نیستند.

طالبی، محمد (۱۳۷۷)، در پایان‌نامه دکترای خود تحت عنوان "ارزیابی وضعیت موجود مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های ایرانی" نشان داد که روش‌های اعمال شده از سوی مدیران شرکت‌های ایرانی در فراهم کردن سرمایه در گردش مناسب، بر خلاف روش‌های علمی بوده است. در واقع در این پژوهش نشان داده شد که مدیران این شرکت‌ها روش‌هایی را به کار می‌برند که از درجه علمی برخوردار نبوده و بیشتر این روش‌ها بر اساس سلیقه‌های شخصی آنان اعمال شده است.

۴- روش‌شناسی پژوهش

۴-۱- فرضیه‌های پژوهش

به‌منظور بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و ساختار سرمایه با قابلیت سوددهی شرکت‌ها فرضیه‌هایی به شرح زیر آزمون شده است:

فرضیه اول: بین نسبت جاری و قابلیت سوددهی ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین اهرم مالی و قابلیت سوددهی ارتباط معناداری وجود دارد.

۴-۲- روش پژوهش

با توجه به اینکه پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های اثباتی حسابداری است که به صورت تجربی به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش و ساختار سرمایه بر قابلیت سوددهی شرکت‌ها می‌پردازد و از لحاظ هدف کاربردی و از جهت ماهیت توصیفی- همبستگی می‌باشد، به‌منظور تخمین مدل‌های پژوهش جهت آزمون فرضیه‌ها، نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد استفاده قرار گرفته است. تحلیل نمونه انتخابی با استفاده از

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

روش رگرسیون خطی ساده چندگانه و با استفاده از نرم‌افزار ایویوز نسخه ۷[1] صورت گرفته است (شیرین بخش و خونساری،۱۳۸۴)

۳-۴-قلمرو مکانی و زمانی پژوهش

پژوهش حاضر بر روی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ صورت گرفته است. نمونه مورد مطالعه بر اساس شرایط زیر به روش حذف سامانمند تعیین گردیده است:

۱. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشد.
۲. سال مالی آن‌ها به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه منتهی به پایان اسفندماه باشد.
۳. در طول دوره مورد بررسی، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
۴. شرکت‌های نمونه طی مورد بررسی نباید زیان عملیاتی داشته باشد.

با توجه به شرایط ذکر شده تعداد ۱۸۲ شرکت جهت انجام پژوهش بر اساس معیار شاخص میانگین صنعت در نظر گرفته شد. اطلاعات مربوطه به روش حذفی سیستماتیک از صورت‌های مالی فراهم آمده در آرشیوهای الکترونیکی بورس اوراق بهادار تهران (لوح‌های فشرده موسوم به آرشیو) گرفته شده است. در مواردی که اطلاعات این آرشیوها ناقص بوده‌اند به آرشیوهای دستی موجود در کتابخانه بورس اوراق بهادار مراجعه شده است. بخشی از اطلاعات موردنیاز نیز از نرم‌افزارهای موسوم به پارس پورتفولیو و صحرا به دست آمده است.

۵- متغیرهای پژوهش

۵-۱- متغیرهای مستقل

الف) نسبت جاری: این نسبت معیاری برای شناسایی نتیجه خط‌مشی مدیریت سرمایه در گردش محسوب می‌شود. نسبت جاری که یکی از نسبت‌های نقدینگی محسوب می‌شود بیانگر رابطه بین دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری است.

$$CR = \frac{\text{urrent Assets (CA)}}{\text{Current Liabilities (CL)}} \qquad (۱)$$

CR: نسبت جاری
CA: دارایی‌های جاری
CL: بدهی‌های جاری

1 Eviews, 7

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

ب) درجه اهرم مالی: وجود هزینه‌های ثابت مالی همچون بهره نشان از وجود اهرم مالی در شرکت است. در واقع اهرم مالی حساسیت سود هر سهم به سود عملیاتی است. محاسبه این معیار از طریق نسبت درصد تغییرات سود هر سهم به درصد تغییرات سود قبل از بهره و مالیات به دست می‌آید منتهی در این پژوهش این معیار بر اساس نسبت سود قبل از مالیات به سود قبل از بهره و مالیات محاسبه می‌شود (زبیری، ۲۰۱۱).

$$DFL = \frac{\text{Earnings before Taxes(EBT)}}{\text{Earnings before Interest \& Taxes(EBIT)}} \quad (۲)$$

DFL: درجه اهرم مالی

EBT: سود قبل از مالیات

EBIT: سود قبل از بهره و مالیات

۲-۵- متغیرهای وابسته

قابلیت سوددهی: معیارهای مختلفی برای شناسایی این متغیر وجود دارد اما در این پژوهش معیار مورد استفاده سود قبل از بهره و مالیات (EBIT) می‌باشد (زبیری، ۲۰۱۱).

۳-۵- متغیرهای کنترل

الف) اندازه شرکت: پژوهش های قبلی نشان از تأثیر اندازه شرکت بر قابلیت سوددهی، نقدینگی و چرخه وجه نقد می‌باشد. در این پژوهش برای شناسایی اندازه هر شرکت از لگاریتم طبیعی فروش‌های هر سال استفاده شده است (زبیری، ۲۰۱۱).

$$SZ = \text{Ln (sales)} \quad (۳)$$

SZ: اندازه شرکت

Sales: فروش سالانه

ب) درجه اهرم عملیاتی: وجود هزینه‌های ثابت عملیاتی نظیر استهلاک نشان از وجود اهرم عملیاتی برای شرکت است. برای محاسبه درجه اهرم عملیاتی می‌بایست حاشیه سود (فروش منهای هزینه‌های متغیر) را بر سود قبل از بهره تقسیم کرد اما به دلیل محدودیت‌های موجود در فرم صورت‌های مالی شرکت‌ها، محاسبه این متغیر بر اساس نسبت درصد تغییرات سود قبل از بهره و مالیات به درصد تغییرات فروش صورت می‌گیرد.

$$DOL = \frac{\text{\% change in EBIT}}{\text{\% change in sales}} \quad (۴)$$

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۶- فنون آزمون فرضیه‌ها

به‌منظور بررسی این ادعا که مدیریت سرمایه در گردش و ساختار سرمایه بـر قابلیـت سـوددهی شرکت‌ها تأثیر دارد، مدلی برآورد شد که در آن متغیر وابسته، سود قبل از کسر بهره و مالیات و متغیرهای مستقل شامل نسبت جاری و درجه اهرم مالی می‌باشد. همچنین متغیرهـای کنتـرل مورد استفاده در این مدل درجه اهرم عملیاتی و اندازه شرکت می‌باشد (زبیری،۲۰۱۲).

مدل برازش شده با پیروی از مدل زبیری به شرح زیر می‌باشد.

$$EBIT_{IT} = \beta_0 + \beta_1 CR_{it} + \beta_2 DFL_{it} + \beta_3 DOL_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۵)$$

همچنین تأثیرات احتمالی مورد انتظار متغیرهای نامبرده بر سوددهی شرکت‌هـا در جـدول شماره (۱) نشان داده شده است:

جدول (۱). روابط مورد انتظار بین متغیرها

متغیرها	معیار اندازه‌گیری	رابطه مورد انتظار
نسبت جاری (CR)	نسبت دارایی جاری به بدهی جاری	منفی / بدون اثر
درجه اهرم مالی (DFL)	نسبت EBT به EBIT	منفی / مثبت
اندازه شرکت (SIZE)	LOG(Sales)	مثبت
درجه اهرم عملیاتی (DOL)	درصد تغییرات در EBIT به درصد تغییر در فروش	منفی / مثبت

۷- تجزیه‌وتحلیل و آزمون فرضیه‌های پژوهش

در این بخش از مقاله، تحلیل نتایج حاصـل از آزمـون آمـاری چهـار فرضـیه پـژوهش ارائـه می‌شود:

۷-۱- آماره‌های توصیفی

آماره‌های توصیفی پژوهش که شمایی کلی از وضعیت توزیع داده‌ها را ارائه می‌کننـد در جـدول شماره (۲) ارائه‌شده‌اند.

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال مقدار میـانگین بـرای متغیـر نسبت جاری ۱۵۳/۲۲۶۵ می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. میانه یکی دیگر از شاخص های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می دهد. همـانطور که مشاهده می شود میانه این متغیر ۱۲۶ است که نشان می دهد که نیمی از داده ها کمتـر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار مـی باشـد. بـه طـور کلـی پارامترهـای پراکنـدگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن هـا نسـبت بـه میـانگین است. از مهمترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقـدار ایـن پـارامتر بـرای نسـبت جاری ۷۱ می باشد و این مقدار برای اندازه شرکت تقریبا صفر است که نشان می دهـد در بـین

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

متغیرها کمترین بی ثباتی را اندازه شرکت و بیشترین بی ثباتی را نسبت جاری دارد. توزیع نسبت جاری تقریبا یک توزیع نرمال است زیرا چولگی آن تقریبا نزدیک به صفر و کشیدگی آن نزدیک به ۳ می باشد.

جدول (۲). آماره‌های توصیفی متغیرها

متغیرها	نسبت جاری	درجه اهرم عملیاتی	درجه اهرم مالی	اندازه شرکت	قابلیت سوددهی
کمینه	۲٤/٤۳٥۱	-۱٥/۹۹۹٥	-۲۱/٥۹۱۲	۳/۰۰۱٤	-۱/۹۱۲٤
بیشینه	۲۹۹/٤٥۸٥	۹٤/٤۸٥۱	۱۳/۸٥۷٤	٥/۹٥۱٤	۹/۱۲۰۱
میانگین	۱٥۳/۲۲٦٥	۷/۸٥۸٤	۰/۹۹۱۲	٤/٥٤۲٤	۸/۹٥٤۷
میانه	۱۳٦/۸٦۹٥	۰/٦۸۹٤	۰/۹٤۲۱	٤/٦٤۲۱	۸/٦٤٥۱
انحراف معیار	۷۱/٥۷۸۹	۲۳/۰۰۲٥	٦/٤۲٥۱	۰/٦٥٤۱	۲/٤۲۱٤
چولگی	۰/۱۳٥۲٤۱	٦/۸٥۱۲	-۳/۹۹٤۱	۱/٥٤۸۹	-۱/٥٦۱۲
کشیدگی	۲/۹٦۲۳٥٤	۲۲/٤٥۷۸	۲٤/٤۲۹٦	٥/۸۷٤٥	۷/٤۷۸۹

۷-۲- آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

قبل از تخمین مدل لازم است پایائی متغیرها مورد بررسی قرار بگیرد .یک متغیر زمانی پایاست که میانگین، واریانس و ضرایب خودهمبستگی آن در طول زمان ثابت باقی بماند.

جدول (۳). نتایج آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	علامت اختصاری	آماره	احتمال
سود قبل از بهره و مالیات	EBIT	۲۰۲/۳۲٥	۰/۰۰۰۰
نسبت جاری	CR	۲۳٥/۲۱۱	۰/۰۰۰۰
درجه اهرم مالی	DFL	۱۹۸/٦٥۲	۰/۰۰۰۱
اندازه شرکت	SIZE	۱۸٥/٤٥٦	۰/۰۰۰۲
فروش	SALE	۱۹۰/۸٥٤	۰/۰۰۰۲

همان‌طور که در جدول ۳ مشخص گردیده مقدار P-Value آزمون پایایی کلیه متغیرها کمتر از ۵ درصد می‌باشد که نشان دهنده این است که متغیرها پایا هستند و استفاده از آن‌ها در مدل رگرسیون باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

۷-۳- روش تخمین مدل با استفاده از آزمون F لیمر و آزمون‌هاسمن:

نتایج حاصل از آزمون انتخاب الگوی داده‌ها در جدول ۴ ارائه شده است. بر اساس نتایج آزمون F لیمر مدل مربوط به فرضیه‌ها، با توجه به اینکه آماره آزمون برابر با ۹/۵۹۷ و مقدار

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

ارزش احتمال در سطح اطمینان ۹۵٪، برابر (۰/۰۰۰) شده است، لذا فرضیه صفر مبنی بر پولینگ بودن مدل (که فرضیه برابر بودن عرض از مبدأ برای تمامی مقاطع است) رد شده و فرضیه مقابل پذیرفته می‌شود؛ بنابراین برای هر یک از مقاطع مورد مطالعه (شرکت‌ها) یک عرض از مبدأ جداگانه باید در نظر گرفت. پس می‌توان جهت برآورد از روش پانل استفاده کرد.

جدول (٤). نتایج آزمون F لیمر و آزمون‌هاسمن

نوع آزمون	آزمون F لیمر	آزمون‌هاسمن
مقدار آماره	۹/۵۹۷	۳/۲۹۱
P-Value	۰/۰۰۰۰	۰/۳٤۸۱
نوع مدل	پانل	اثرات تصادفی

همچنین طبق نتایج حاصل از آزمون‌هاسمن برای فرضیه‌ها، با توجه به اینکه میزان آماره هاسمن برای مدل ۳/۲۹۱ شده است و از طرفی میزان ارزش احتمال بیشتر از ۵ درصد است، لذا فرضیه صفر رد نمی‌شود و تخمین داده‌ها بر اساس روش اثرات تصادفی صورت خواهد گرفت.

۷-۴- خلاصه تجزیه‌وتحلیل‌ها

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول (۵). نتایج تخمین مدل

$$EBIT_{IT} = \beta_0 + \beta_1 CR_{it} + \beta_2 DFL_{it} + \beta_3 DOL_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	مقدار	خطای برآورد	آماره t	سطح معناداری
C	-۰/۰۵۹۳	۰/۲۹۹۵	-۰/۱۹۸۱	۰/۷۸۵٤
DOL	-۰/۳۷۹۹	۰/۱۰۸٦	-۳/٤۹۸۵	۰/۰۰۱۹
CR	-۰/٤٤۱۰	۰/۱۱۰۲	-٤/۰۰۲۵	۰/۰۰۰۸
DFL	۰/٤۷۳۲	۰/۰۸۵٤	۵/۵٤۲۱	۰/۰۰۰۰
SIZE	۳/۰۲۵٤	۰/۳۸۵٦	۷/۸٤۵۱	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۹۰۲۵	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۲٤۱
آماره F		٦۱/۱۲۵٤	ارزش احتمال	۰/۰۰۰
آماره دوربین واتسون		۱/۸٦۵٤		

در جدول شماره (۵) نتایج حاصل از براورد مدل ارائه شده است. با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره F که کمتر از (۰/۰۵) می باشد، نشان می دهد که تمامی ضرایب

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد این مدل معنادار می باشد.

در پژوهش حاضر، از آماره دوربین واتسون برای تشخیص وجود یا عدم وجود خود همبستگی استفاده شده و در صورت وجود، خود همبستگی به وسیله جزء AR یا با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برطرف می شود. با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون که بر ابر (۱/۹۶) می باشد، مشخص شد که باقیمانده های مدل رگرسیون دارای خود همبستگی نمی باشند(گجراتی، ۱۳۸۶).

با توجه به جدول (۵) برای ازمون فرضیه اول، سطح معنی داری برای نسبت جاری (۰/۰۰۰۸) می باشد و بدین معنی است که نسبت جاری بر قابلیت سودهی تاثیر دارد. با توجه به اینکه ضریب محاسبه شده برای متغیر (۰/۴۴۱۰-) به دست آمده، ارتباط بین این متغیر و قابلیت سوددهی، معکوس می باشد، بنابراین فرضیه اول رد نخواهد شد.

برای ازمون فرضیه دوم، سطح معنی داری برای متغیر درجه اهرم مالی (۰/۰۰۰۰) می باشد و بدین معنی است که درجه اهرم مالی بر قابلیت سوددهی شرکت ها تاثیر دارد. با توجه به اینکه ضریب محاسبه شده برای متغیر (۰/۰۸۵۴) به دست آمده، ارتباط بین این متغیر و قابلیت سوددهی، مستقیم می باشد، بنابراین فرضیه دوم رد نخواهد شد.

در رابطه با میزان اهمیت متغیرهای کنترل در مدل می توان به این نتایج اشاره کرد: با توجه به اینکه ضریب همبستگی بین اندازه شرکت و قابلیت سوددهی ۰/۶۸ می باشد و مقدار معناداری آن در مدل رگرسیون کمتر از ۵ درصد می باشد بنابراین نتایج نشان دهنده یک رابطه مثبت و قوی بین دو متغیر می باشد. همچنین با توجه به وجود ضریب همبستگی ۰/۴۴- بین درجه اهرم عملیاتی و قابلیت سوددهی و مقدار معناداری کمتر از ۵ درصد در مدل رگرسیون می توان ادعا نمود که ارتباط نسبتا قوی و معکوسی بین متغیرها وجود دارد.

۸- نتیجه‌گیری

در این پژوهش به بررسی تاثیر مدیریت سرمایه در گردش و ساختار سرمایه بر قابلیت سودهی شرکتها پرداخته شد. همانطور که مشخص شده است، آزمون فرضیه اول یک رابطه قوی و منفی را نشان می دهد و آزمون فرضیه دوم یک رابطه قوی و مثبت را نشان می دهد که بر اساس مبانی تئوری این امر منطقی به نظر می رسد ولی در مقایسه با نتایج قبلی می توان گفت که نتایج بدست امده در این پژوهش با نتایج فاوزی(۲۰۰۳) به دلیل در نظر گرفتن نسبت بدهیها به کل داراییها به عنوان اهرم مالی که نشان داد ارتباط معکوس بین اهرم مالی و سوداوری وجود دارد، مغایرت دارد اما در مقایسه با نتایج زبیری(۲۰۱۱) همسو می باشد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

با توجه به نتایج بدست امده می توان گفت که با بزرگتر شدن اندازه شرکت، میـزان اثرگـذاری متغیرهای اصلی نیز بهتر نمایان می شود. همچنین مشاهده می شود که بالاترین ضریب مربوط به اندازه شرکت است. افزایش یک درصدی در اندازه شرکت منجـر بـه افـزایش ۳ درصـدی در سوددهی شرکت ها می شود. بنابراین شرکت های بـا ابعـاد بـزرگ تـر، احتمـال ورشکسـتگی کمتری دارند و با افزایش فروش و تنوع در محصولات وافزایش در قیمت ها سعی در بـالا بـردن سود می کنند. البته این موضوع مربوط به تحلیل نتایج نمونه های انتخـابی کـه در برگرفتـه از شرکتهای تولیدی است قابل تفسیر است زیرا در عصر کنونی شرکتهایی که داراییهای نامشـهود آن نسبت به کل داراییها دارای رقم بالایی باشد از سودآوری بالاتری برخوردار بـوده کـه نمونـه بارز آن می توان به شرکت مایکروسافت اشاره کرد. موضوع دیگر اینکه مـدیریت صـحیح بـدهی ها(به خصوص بدهیهای جاری به عنوان بخش مشترک مدیریت سـرمایه در گـردش و سـاختار سرمایه) بسیار حائز اهمیت است زیرا افزایش بدهیهای جاری منجر به کـاهش نسـبت جـاری و در نتیجه(به دلیل رابطه منفی با سوداوری در این پژوهش) باعث افزایش قابلیت سوددهی مـی شود و از طرف دیگر افزایش بدهیها منجر به افزایش اهرم مالی و به تبع آن منجـر بـه افـزایش سودآوری خواهد شد.اگر چه بیشتر تحلیل ها به لحاظ تئوری می تواند منطقی باشد ولـی ایـن موضوع در عمل می تواند نگران کننده نیز باشد زیرا با افزایش نسبت بـدهی، ریسـک اعتبـاری افزایش می یابد و در نتیجه از زاویه استفاده کنندگان، بانکها و دیگر گروههـا یـک زنـگ خطـر محسوب می شود.

۹- پیشنهادات حاصل از پژوهش

میزان رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و ساختار سرمایه با قابلیت سوددهی شرکت‌ها به عوامل مختلفی بستگی دارد که از آن جمله می‌توان به نوع استراتژی، اندازه شرکت، نوع صنعت یا موسسه و موارد دیگر اشاره کرد، به همین منظور موارد زیر پیشنهاد می‌شود:

۱) با توجه به اینکه نوع استراتژی می‌تواند نتایج مختلفی را به همراه داشته باشد و در مواردی می‌تواند به ضرر شرکت و سهامداران تمام شود بنابراین پیشنهاد می‌شود با نگاه به شرایط اقتصادی، سیاسی و اجتماعی جامعه نوع استراتژی انتخاب گردد نه بر اساس ریسک‌پذیری افراد.

۲) شرکت‌ها کمیته‌ای را جهت بررسی استراتژی سرمایه در گردش و اتخاذ تصمیمات اقتصادی به‌منظور رعایت حد مطلوب میزان سرمایه در گردش تشکیل دهند زیرا توجه به بخش سرمایه در گردش (تفاوت دارایی‌های جاری منهای بدهی‌های جاری) از اهمیت بالایی برخوردار است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۳) نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اندازه شرکت نقش مؤثری در ساختار سرمایه شرکت‌ها دارد. در نتیجه مدیران شرکت‌ها باید توجه ویژه‌ای در ارزیابی‌های خود در جهت کسب سود و گسترش فعالیت‌های شرکت داشته باشند زیرا منجر به رشد متوازن شرکت‌ها در بازار و فضای اقتصادی فعلی می‌شود.

۱۰- محدودیت‌های پژوهش

۱) معمولاً برخی از مدیران شرکت‌ها، استراتژی مدیریت سرمایه در گردش را بر اساس سیاست‌های شخصی و برخی از مدیران بر اساس سیاست‌های اصولی و هدفمند اعمال می‌کنند که این موضوع به دلیل مشخص نبودن نحوه برخورد مدیران، به عنوان یک محدودیت در تحلیل نتایج مد نظر قرار می‌گیرد.

۲) یکی دیگر از محدودیت‌های پژوهش، عوامل برون‌سازمانی است. از آنجایی که مدیران شرکت‌ها، در اعمال کنترل عوامل بیرونی نقشی ندارند و قطعاً این عوامل می‌توانند بر نتایج پژوهش اثرگذار باشند بنابراین شناسایی و کنترل این عوامل از عهده پژوهشگر خارج می‌باشد و به عنوان یک محدودیت عمده در نظر گرفته می‌شود. تغییر در سیاست‌های پولی بانک‌ها که دریافت تسهیلات بانکی را تحت تأثیر قرار می‌دهد و بر مدیریت سرمایه در گردش و ساختار سرمایه اثر می‌گذارد نمونه بارزی از این عوامل می‌باشد.

۳) شرکت‌ها دارای ترکیب ساختار سرمایه متفاوتی هستند و از الگوی خاصی پیروی نمی‌کنند و این قضیه می‌تواند بر نتایج آزمون تأثیر بسزایی بر جای بگذارد.

۴) در این پژوهش اثرات تورمی و سایر متغیرهای اقتصادی نادیده گرفته شده است که می‌تواند تعمیم نتایج را با محدودیت مواجه سازد.

۱۱- منابع

ایزدی نیا، ناصر و عبدالله تاکی. (۱۳۸۷). بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر قابلیت سوددهی شرکت‌ها. **فصلنامه حسابداری مالی** ۵: ۱۳۹-۱۲۰.

جهانخانی، علی و علی پارسائیان. (۱۳۸۰). **مدیریت مالی.** جلد دوم، ترجمه و اقتباس از کتاب ریموند پی نوو: انتشارات سمت.

جهانخانی، علی و ناصر یزدانی. (۱۳۷۴). بررسی تأثیر نوع صنعت، اندازه، ریسک تجاری و درجه اهرم عملیاتی شرکت‌ها بر میزان به‌کارگیری اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **فصلنامه مطالعات مدیریت** ۱۷ و ۱۸: ۱۸۶-۱۶۹.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

ستایش، محمدحسین؛ مصطفی کاظم نژاد و محمدجواد شفیعی. (۱۳۸۸). کاربرد الگوریتم ژنتیک در تعیین ساختار بهینه سرمایه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی** ۱۶: ۵۸-۳۹.

شیرین بخش، شمس اله و زهرا حسن خونساری. (۱۳۸۴). **کاربرد Eviews در اقتصادسنجی**. تهران: انتشارات پژوهشکده امور اقتصادی.

طالبی، محمد. (۱۳۷۷). ارزیابی وضعیت موجود مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های ایرانی. **پایان‌نامه دکتری**. دانشگاه تهران.

عبده تبریزی، حسین و سید حسین میری. (۱۳۸۲). عوامل تعیین‌کننده‌ی بافت سرمایه‌ی شرکت‌های ایرانی. **فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی** ۲۳: ۴۶-۱۷.

عرب صالحی، مهدی و مجید اشرفی. (۱۳۹۰). نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری- جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **پژوهش‌های حسابداری مالی** ۳: ۷۵-۹۴.

قالیباف اصل، حسن. (۱۳۸۴). **مدیریت مالی، مفاهیم و کاربردها**. چاپ دوم، تهران: انتشارات پوران پژوهش.

مهرابی، اسماعیل؛ عبدالمهدی انصاری و فاضل یزدی، علی. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **دومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، کارآفرینی و توسعه اقتصادی** ۵۳-۴۵.

نبیئی، حسین و محمد نوروزی. (۱۳۹۴). بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نظریه سلسله‌مراتبی. **پژوهش حسابداری** ۱۴: ۸۴-۶۵.

نمازی، محمد و جلال شیرازه. (۱۳۸۳). رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی** ۴۲: ۹۴-۷۵.

نمازی، محمد و علی مرادی. (۱۳۸۴). قراردادهای انگیزشی در تئوری نمایندگی و معرفی معیارهای اقتصادی عملکرد برای انگیزش مدیران. **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی** ۳۵: ۴۲-۲۶.

نیکو مرام، هاشم؛ فریدون رهنمای رودپشتی و فرشاد هیبتی. (۱۳۸۰). **مبانی مدیریت مالی**. جلد دوم، تهران: انتشارات ترمه.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Afza, T., and M.S. Nazir. (2007). **Working Capital Management Practice of Firms: Empirical Evidence from Pakistan**, in the Proceedings of 9th South Asian Management Forum (SAMF) held on February 24-25, pp. 334-343, North South University, Dhaka, Bangladesh.

Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? **Journal of Business, Finance and Accounting** 30(3&4): 573-587.

Fama, E.F., and K.R. French. (2004). Financing Decisions: Who Issues Stock, **Journal of Financial Econamics** 76(3).

Fawzi, S.M. (2012). The Relationship between Capital Structure and Profitability, **International Journal of Business and Social Science** 3(16).

Frydenberg, S. (2004). Theory of Capital Structure A Review, Working Paper, **Department of Business Administration**, Sor-Trondelag University College, Trondheim, Norway.

Marques, M.O., and M.C. Santos. (2004). Capital Structure Policy and Determinants: Theory and Managerial Evidence, Working Paper, **Department of Economy**, University of Porto, Portugal. Available at SSRN: http://ssrn.com.

Modigiliani, F., and M. Miller. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, **American Economic Review** 261-297.

Mohammad Shaukat, M. B. Mahum. (2014). The Impact of Working Capital Management on Corporate Performance: A Study of Firms in Cement, Chemical and Engineering Sectors of Pakistan. **Al-Falah Institute of Banking and Finance** 8 (1): 134- 148.

Myers. (1984). The Capital Structure Puzzle. **Journal of Finance** 39: 575-592

Padachi, K. (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** 2(2): 45-58.

Rosina, S. (2012). A Relationship between Capital Structure and Profitabilityin Banks, **Review of Economics Studies** 66: 825-852.

Sharma, A.K., and K. Satish. (2011). Effect of Working Capital Management on FirmProfitability: Empirical Evidence from India. **Global Business Review** 12:159–173.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Titman, S., and M. Grinblatt. (1988). **Financial Markets and Corporate Strategy**. McGraw-Hill, Inc.

Vural, G., A.H. Sokmen, and Cetenak, E.H. (2012). Affects of Working Capital Management on Firm's Performance: Evidence from Turkey. **International Journal of Economics and Financial Issues** 2(4): 488-495.

Welch, I. (2011). Relationship between Capital Structure and Profitability**. InternationalReview of Finance** 11(1): 1-17.

Zubairi, J. (2012). Impact of Working Capital Management and Capital Structure on Profitability of Automobile Firms, **Institute of Business Management.**

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]