

بررسی تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهرداد کاکالی صومعه سرايي*، دکتر محسن محمد نوربخش لنگرودي**، دکتر شاعر بیابانی**

کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات رشت*

عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد رشت**

چکیده TMBA

این تحقیق به بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. به این منظور تعداد ۶۱ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۰ انتخاب گردید. در این تحقیق اثر متغیرهای مختلف مدیریت سرمایه در گردش شامل متوسط دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی کالا، متوسط دوره پرداخت بدهی و چرخه تبدیل وجه نقد را بر ارزش شرکت و سود ناخالص عملیاتی شرکتهای مورد مطالعه قرار داده ایم. اندازه شرکت، رشد فروش، اهرم مالی، دارایی های ثابت به کل دارایی ها، تغییر پذیری درآمد خالص عملیاتی و رشد تولید ناخالص ملی که به عنوان متغیرهای کنترلی مورد استفاده قرار گرفته است، برای تجزیه و تحلیل از همبستگی پیرسون و رگرسیون استفاده شده است.

نتایج تحقیق حاضر که در قالب هشت فرض تاثیر مدیریت سرمایه در گردش را بر عملکرد مالی شرکت ها مورد بررسی قرار داده است حاکی از این است که با توجه به معناداری فوق العاده ضعیف بین چرخه تبدیل وجه نقد و اجزاء آن شامل دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی ها و دوره واریز حساب های پرداختی با سودآوری شرکت ها رابطه معکوس معنا داری وجود دارد و مدیران شرکت ها می توانند با کاهش دوره وصول مطالبات و دوره گردش موجودی ها، در حد مطلوب سودآوری شرکتشان را افزایش دهند.

واژگان کلیدی: سرمایه در گردش، مدیریت سرمایه در گردش، سودآوری، متوسط دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی کالا، متوسط دوره پرداخت بدهی، چرخه تبدیل وجه نقد.

مقدمه :

در اقتصاد پرچالش کنونی با فشارهای فزاینده محیطی و منابع خارجی محدود، دارایی ها و بدهی های جاری یعنی سرمایه در گردش بنگاه های اقتصادی از اهمیت زیادی برخوردار است و مدیریت بهینه سرمایه در گردش بنگاه ها می تواند به عنوان یک مزیت رقابتی برای آنها محسوب شود. شالوده مباحث مدیریت مالی را سرمایه تشکیل می دهد و می توان ادعا کرد که همه فعالیتهای تجاری نیازمند سرمایه اند، سرمایه عبارت است از تمام منابع مالی که مورد مصرف شرکت قرار می گیرد و در این راستا مدیریت مالی چارچوب روابط بین سرمایه و شرکت را مشخص می کند (بی نوو، ریموند، ۱۳۸۶).

شرکتهای می توانند سطح بهینه ای از سرمایه در گردش را دارا باشند که ارزش آنها را بیشینه نماید. موجودی فراوان سیاست اعتباری سخاوتمندانه، می تواند منجر به افزایش فروش گردد. موجودی زیاد ریسک کمبود موجودی را کاهش می دهد و اعتبار

تجاری به دلیل اینکه امکان ارزیابی کیفیت محصول را قبل از پرداخت برای مشتریان فراهم می‌سازد، می‌تواند باعث افزایش فروش گردد (Deloof, 2003).

یک معیار رایج برای سنجش مدیریت سرمایه در گردش چرخه تبدیل نقد، فاصله زمانی بین انجام هزینه برای خرید مواد اولیه و وصول مبالغ کالاهای فروش رفته است. هر چه این فاصله زمانی طولانی‌تر باشد، سرمایه‌گذاری بیشتری در سرمایه‌د گردش انجام شده است. جزء دیگر سرمایه در گردش حسابهای پرداختی است به تعویق انداختن پرداخت‌ها به عرضه‌کنندگان این امکان را برای واحد تجاری فراهم می‌سازد تا کیفیت محصولات خریداری شده را مورد ارزیابی قرار دهد و می‌تواند یک منبع انعطاف‌پذیر و ارزان‌تامین مالی برای شرکتها باشد. از طرف دیگر اگر عرضه‌کننده به منظور پرداخت پیش از موعد، تخفیف پیشنهاد نماید تاخیر در پرداخت صورت‌حساب می‌تواند بسیار هزینه‌بر باشد.

با وجود اهمیت زیاد سرمایه در گردش برای سازمان‌ها، ادبیات سازمانی به طور سنتی بر روی مطالعه تصمیمات مالی بلندمدت متمرکز است و پژوهشگران نیز بیشتر به مطالعه در زمینه تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری، ساختار سرمایه، تقسیم سود، ارزشیابی سازمان و موارد مشابه پرداخته‌اند.

همچنین شرکت‌ها باید با استفاده از ابزارهای کنترل ریسک، مدت زمان وصول مطالبات، مدت زمان نگه‌داری موجودی کالا، مدت زمان پرداخت حسابهای پرداختی، چرخه نقدینگی را کنترل و از این طریق اثرات مثبت بروی شاخص‌های عملکرد مالی را برای شرکت به ارمغان آورند (فتحی و توکلی، ۱۳۸۸).

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 بین حفظ نقدینگی برای پشتیبانی از عملیات روزانه و حداکثر سازی فرصت‌های سرمایه‌گذاری کوتاه مدت می‌باشد. (همان منبع)

در این تحقیق برای بررسی اثر سرمایه در گردش بر روی عملکرد شرکتها از شاخص Q توبین استفاده می‌گردد. دلیل عمده برای این انتخاب این است که در این فرمول بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان متغیرهایی برای ارزیابی عملکرد شرکت اندازه‌گیری می‌گردد که این نسبت‌ها با عملکرد مدیریت رابطه مستقیم دارند.

سوالی که در این تحقیق قصد پاسخ دادن به آن را داریم عبارتست از اینکه آیا بین مدیریت سرمایه در گردش و معیارهای عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟

چهارچوب نظری تحقیق

مدیریت سرمایه در گردش یکی از بخشهایی است که در ساختار مدیریتی یک سازمان نقش حیاتی ایفا می‌کند بطوری که در برخی موارد بحث سرمایه در گردش و نقدینگی را بسان خونی تشبیه کرده‌اند که در رگهای یک واحد تجاری در جریان است تا واحد تجاری بتواند به حیات خود ادامه دهد و از مدیریت این بخش به قلب تپنده واحد تجاری یاد شده است که وظیفه پمپاژ خون به رگهای سازمان را به عهده دارد.

ضرورت دارد با انجام پژوهش حاضر شواهدی بدست آید تا مسائل فراروی مدیران مورد بررسی قرار گیرد همچنین تعمق در مورد نکات زیر اهمیت موضوع را برجسته می کند.

- در حال حاضر وضعیت نقدینگی شرکتها در شرایط نامناسبی قرار دارد و اکثر شرکتهای ایرانی به علت موقعیت تورمی که در کشور حاکم است ترجیح می دهند تا وجه نقد را به دارائی های دیگر تبدیل کنند و این موضوع باعث می شود که شرکتها در سررسید بدهیها در مانده شوند و به اعتبار سازمان لطمه وارد شود (رهنمای رودپشتی و علی کیائی؛ ۱۳۸۷).
 - تجربه نشان داده شده است که اغلب شرکتهائی که با پریشانی مالی مواجه شده و نهایتاً سرنوشت برخی از آنها به ورشکستگی کشیده می شود، یکی از دلایل عمده آن مدیریت سرمایه در گردش می باشد (همان منبع).
 - معمولاً بخش قابل توجهی از منابع شرکت ها در سرمایه در گردش سرمایه گذاری می شود. که این امر خود بر اهمیت مدیریت سرمایه در گردش می افزاید. علاوه بر این شرکت ها وجوهی را که به دست می آورند در جهت مصارف گوناگون خرج می کنند. به عنوان مثال داشتن موجودی کافی و سیاست اعتباری باز می تواند درآمد فروش شرکت را تحت تاثیر قرار دهد؛ همان طور که نگهداری موجودی کافی می تواند ریسک کمبود موجودی را در زمان تقاضای زیاد بازار کاهش دهد و همچنین از تاخیر و وقفه در برنامه تولید جلوگیری کند و یا با استفاده از سیاست اعتباری باز فروش شرکت را افزایش داد. از طرفی ممکن است نگهداری بیش از حد موجودی و یا دادن اعتبار زیاد به مشتریان باعث شود که حجم زیادی از جوه نقد در سرمایه در گردش بلوکه شود (مارک دلاف، ۲۰۰۳). موارد فوق می تواند تحت مدیریت سرمایه در گردش مورد بررسی قرار گیرد
- 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 بین حفظ نقدینگی برای پشتیبانی از عملیات روزانه و حداکثر سازی فرصت های سرمایه گذاری کوتاه مدت می باشد (Havoutis, N. 2003).

بنابر این با توجه به اهمیت موضوع در این تحقیق سعی شده است که تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد مالی شرکت ها مورد بررسی قرار گیرد.

سرمایه در گردش

توسعه فعالیتهای تجاری، توسعه کمی و کیفی «مدیریت مالی» را در پی داشته و به طبع این مدیریت را پیچیده کرده است. تداوم فعالیتهای بنگاه های اقتصادی تا میزان زیادی به مدیریت منابع کوتاه مدت آنها بستگی دارد؛ زیرا فعالیتهای عملیاتی در دوره عادی معمولاً سالانه، به سرمایه در گردش و مدیریت مطلوب آن بستگی دارد، به گونه ای که نتایج مورد انتظار تحقق یابد و امکان تداوم فعالیت در درازمدت فراهم شود. بنابراین «سرمایه در گردش» از اقلام مهم داراییهای واحدها و بنگاههای اقتصادی تلقی می شود که در تصمیمهای مالی، نقش برجسته ای دارد.

تعریف واژه سرمایه در گردش در متون حسابداری، داراییهای جاری منهای بدهی های جاری است و نشانگر میزان سرمایه گذاری شرکت در وجه نقد، اوراق بهادار قابل فروش، حسابهای دریافتی تجاری و موجودی مواد و کالا منهای بدهی های جاری است. برخی نویسندگان، سرمایه در گردش را به وسیله مجموع دارایی ها و بدهی های جاری معنی می کنند و اختلاف آنها را به عنوان سرمایه در

گردش خالص بیان می کنند. به عبارت دیگر، سرمایه در گردش خالص، معرف آن بخش از دارایی های جاری است که بر بدهی های جاری فزونی دارد و از طریق وام گیری درازمدت و حقوق صاحبان سرمایه، پشتیبانی شده است (شباهنگ، ۱۳۸۷).

راهبردهای سرمایه در گردش

اهمیت روزافزون سرمایه در گردش در تداوم فعالیتهای واحدهای تجاری موجب شده است که راهبردهای مختلفی برای مدیریت سرمایه در گردش در نظر قرار گیرد. واحدهای انتفاعی با به کارگیری راهبردهای گوناگون در رابطه با مدیریت سرمایه در گردش، می توانند میزان نقدینگی شرکت را تحت تاثیر قرار دهند. هر یک از راهبردهای مختلف دارای میزان ریسک و بازده متفاوتند. مدیران مالی شرکتها نیز با توجه به شرایط حاکم بر وضعیت شرکت و همچنین با توجه به ویژگیهای شخصیتی و فردی خود، از بین راهبردهای «جسورانه» یا خطرپذیر و یا راهبردهای «محافظه کارانه» یا خطرگریز و یا ترکیبی از این دو یک راهبرد را انتخاب می کنند (رهنمای رودپشتی، ۱۳۸۹).

در شرایط اطمینان، فروش، هزینه ها، زمان پرداخت و سایر موارد آشکارا معلوم است و همه شرکت ها داراییهای جاری را فقط در پایینترین سطح نگهداری می کنند. نگهداری سرمایه در گردش بیش از نیاز موسسه باعث افزایش هزینه تامین مالی و کاهش سود خواهد شد و هرگونه نگهداری کمتر از حداقل مورد نیاز، باعث تاخیر در پرداخت تعهدات به عرضه کنندگان مواد و کالا و از دست دادن قسمتی از فروش به علت کمبود موجودی کالا و محدودیت در استفاده از تسهیلات اعتباری خواهد شد.

در شرایط نبود اطمینان، وضعیت تغییر می کند و شرکتها ملزمند که حداقل وجوه نقد و موجودی کالا را بر اساس پرداختها، فروش و زمان سفارش مورد انتظار و همچنین مقدار اضافی دیگری نگهداری کنند که به آن «ذخیره اطمینان» می گویند. همچنین، سطح حسابهای دریافتی از طریق شرایط اعتباری تعیین می شود و هر قدر شرایط اعتباری بهتر شود، حسابهای دریافتی برای مقدار معین فروش بیشتر می شود. سیاست سرمایه گذاری جسورانه شرکتها برای داراییهای جاری، باعث می شود که وجه نقد و موجودی کالا به میزان کم نگهداری شود. این نوع سیاست، خطر پرداخت نشدن به موقع بدهی و خطر از دست دادن مشتریان را افزایش می دهد. اغلب سیاست جسورانه، بیشترین بازده را در پی خواهد داشت، ولی در عوض ریسک بالایی را نیز داراست؛ در حالی که سیاست محافظه کارانه عکس آن است.

مدیریت بهینه سرمایه در گردش

مدیریت سرمایه در گردش عبارت است از ترکیب بهینه اقلام سرمایه در گردش، یعنی داراییها و بدهیهای جاری؛ به گونه ای که ثروت سهامداران را حداکثر سازد (رهنمای رود پستی، ۱۳۸۹). مدیران واحدهای انتفاعی در شرایط مختلف با توجه به عوامل درونی و بیرونی و با در نظر گرفتن ریسک و بازده باید راهبردهای مناسبی را برای اداره و مدیریت سرمایه در گردش واحد خود انتخاب کنند؛ به گونه ای که منجر به افزایش بازده، توان نقدینگی، توان پرداخت بدهی و در نهایت تداوم فعالیتهای واحد انتفاعی گردد. «سرمایه در گردش» یکی از منابع تامین مالی به ویژه برای شرکتهای کوچک و متوسط و در حال رشد است. مدیران مالی واحدهای کسب و کار، روزانه با تصمیمهای مربوط به «مدیریت سرمایه در گردش» روبه رو می شوند. برای نمونه، نگهداری حجم بالایی از موجودیها باعث کاهش در هزینه های وقفه احتمالی در چرخه تولید یا زیانهای تجاری ناشی از کمبود محصولات، کاهش هزینه های عرضه و حفاظت

در مقابل نوسانهای قیمتها می شود و از طرف دیگر، به فروش شرکت از جهات مختلف اعتبار تجاری مناسب می بخشد. با اینکه سرمایه گذاری زیاد شرکتها در موجودیه او کسب اعتبار تجاری باعث کاهش ریسک می شود، اما در مقابل سودآوری را نیز کاهش می دهد (Lazaridis & Tryfonidis, 2006). از نگرانی های مدیریت، میزان سرمایه گذاری در داراییهای جاری و مدیریت سرمایه در گردش است؛ به گونه ای که از یک طرف سهم بازار و اعتبار تجاری کسب شده بین مشتریان و عرضه کنندگان خود را حفظ کند و از طرف دیگر، سودآوری خود را افزایش دهد. لذا مدیریت این داراییها و بدهیهای کوتاهمدت به این دلیل نیازمند توجه خاص است که مدیریت سرمایه در گردش، نقش مهمی در سودآوری و نقدینگی شرکتها و همچنین ریسک و بازده آن بازی می کند. هدف نهایی هر شرکت، «ایجاد ارزش برای ذینفعان» است و «سودآوری» از مولفه های اصلی این هدف است. همچنین، «حفظ نقدینگی» نیز از هدفهای مهم واحدهای تجاری است؛ اما مسئله این است که افزایش در سود شرکت در حالت کلی منجر به افزایش در نقدینگی نمی شود و این دو راهبردی همیشه همسو و در یک جهت نیستند. اگر افزایش سود منوط به مصرف نقدینگی باشد، در این صورت ممکن است مشکلات جدی به بار آورد. بنابراین باید بین این دو هدف راهبردی تمایز قائل شد و یک هدف نباید فدای هدف دیگر شود. از یک طرف، اگر ما به سود توجه نکنیم، نمی توانیم برای دوره درازمدت فعالیت کنیم و از طرف دیگر، اگر به نقدینگی توجه نکنیم ممکن است با مشکلات مرتبط با ناتوانی در پرداخت دیون و ورشکستگی روبرو شویم.

مدیریت نقدینگی

مدیریت نقدینگی، «معیار مهمی در تعیین «سیاستهای سرمایه در گردش» است و توانایی شرکت در ایحاد وجه نقد مورد نیاز را بیان می کند. نسبتهای جاری و آتی و نسبتهای نقدینگی، شاخصهای مفید و سنتی نقدینگی هستند؛ اما ناکافی و تنها مبتنی بر ارقام ترازنامه اند و نمی توانند جزئیات را به خوبی فراهم کنند و اطلاعات صحیحی درباره کارایی مدیریت سرمایه در گردش بدهند. روابط ریاضی مورد استفاده برای محاسبه این شاخصها، وجه نقد و داراییهای عملیاتی را در بر می گیرند؛ اما در نظر گرفتن داراییهای عملیاتی نظیر حسابهای دریافتی و موجودی مواد و کالا با وجه نقد و شبه نقد از نظر مبانی اساسی مدیریت وجه نقد، غیرمنطقی است. با توجه به محدودیتهای نسبتهای سنتی نقدینگی، در تحقیقات به عمل آمده پیشنهاد شده است که از مقیاس نقدینگی مستمر برای مدیریت سرمایه در گردش استفاده شود. مقیاس نقدینگی مستمر به جریانهای نقدی ورودی و خروجی ایجادشده در شرکت اشاره دارد که ناشی از تحصیل مواد خام، تولید، فروش، پرداختها و فرایند گردآوری مطالبات است. همان گونه که مقیاس نقدینگی مستمر تابعی از چرخه تبدیل وجه نقد می باشد، صحیح تر است که به جای نسبتهای سنتی، از مقیاس چرخه تبدیل وجه نقد برای ارزیابی اثربخشی مدیریت سرمایه در گردش استفاده شود (Samiloglu & Demirgunes, 2008).

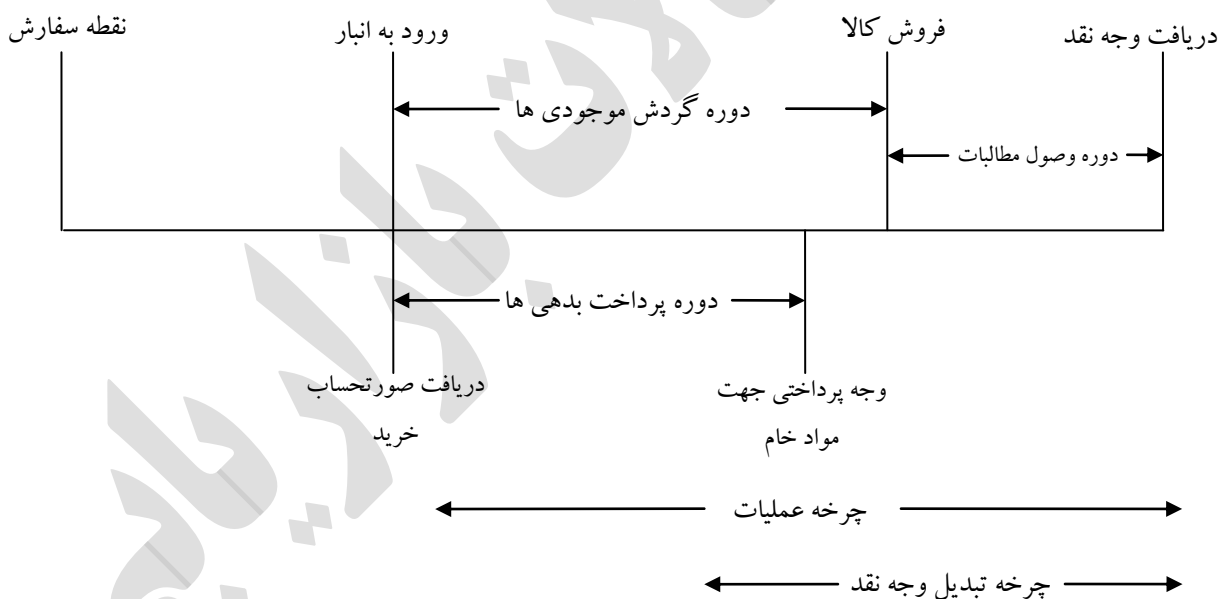
چرخه تبدیل وجه نقد

مدیریت نقدینگی در واقع منعکس کننده مدیریت داراییها و بدهیهای کوتاهمدت است و نقش حیاتی در موفقیت مدیریت بنگاه اقتصادی بازی می کند. اگر شرکت نتواند نقدینگی خود را به نحو مطلوب مدیریت کند ممکن است داراییهای جاری شرکت نتواند پاسخگوی بدهیهای جاری آن باشد. در نتیجه شرکت مجبور به پیدا کردن منابع خارجی برای پرداخت بدهیهای کوتاهمدت خود در زمان سررسید می شود. جوز (Jose, 1996) درباره اهمیت «مدیریت وجه نقد» اعتقاد دارد که «شرکتهای دارای سابقه درازمدت

درخشانی که ترازنامه های صحیح و پاکی دارند، اگر مدیریت نقدینگی خوبی نداشته باشند قادر به پرداخت دیون خود نخواهند بود.“
 روش مناسب برای ارزیابی نقدینگی شرکتها، «چرخه تبدیل وجه نقد» است که مدت زمان بین پرداخت به منظور خرید موجودیهای کالا یا مواد اولیه تا جمع آوری مطالبات ناشی از فروش به مشتریان را محاسبه می کند. چرخه تبدیل وجه نقد مقیاسی پویا برای «مدیریت وجه نقد در گردش» است که به طور همزمان با استفاده از ارقام ترازنامه و صورت سودوزیان، مقیاسی مبتنی بر زمان می سازد (Padachi, 2006)

اگرچه تجزیه و تحلیل چرخه تبدیل وجه نقد به تنهایی می تواند مفید باشد، اما شاخص صنعت به منظور ارزیابی عملکرد این چرخه و پیش بینی فرصتها به منظور بهبود آن، برای شرکتها بسیار تعیین کننده است. نظر به اینکه مدت زمان این چرخه برای صنایع مختلف متفاوت است، بنابراین مقایسه شرکتی که در یک صنعت فعالیت می کنند، روش صحیحی به شمار می آید.
 در کتابهای علوم مالی از چرخه تبدیل وجه نقد به عنوان معیاری برای مفهوم «مدیریت سرمایه در گردش» نام برده می شود (Bodie and Merton, 2003). راس (Ross, 2008) چرخه تبدیل وجه نقد و چرخه فرایند عملیات شرکت را در شکل ۱-۲ نشان داده شده است.

شکل ۱-۲ - چرخه تبدیل وجه نقد و فرایند عملیات (Ross, 2008)



فرضیه های تحقیق

بر مبنای تحلیل مبانی نظری و پژوهش های انجام شده، در این تحقیق فرضیه هایی به شرح زیر وجود دارد:

فرضیه اصلی تحقیق: بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی بنگاه های اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱: بین چرخه نقدینگی و ارزش بازار بنگاه های اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲: بین مدت زمان وصول مطالبات و ارزش بازار بنگاه های اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

- فرضیه فرعی ۳:** بین مدت زمان نگهداری موجودی کالا و ارزش بازار بنگاه های اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه فرعی ۴:** بین مدت زمان پرداخت حسابهای پرداختی و ارزش بازار بنگاه های اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه فرعی ۵:** بین چرخه نقدینگی و سود ناخالص عملیاتی بنگاههای اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه فرعی ۶:** بین مدت زمان وصول مطالبات و سود ناخالص عملیاتی بنگاه های اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه فرعی ۷:** بین مدت زمان نگهداری موجودی کالا و سود ناخالص عملیاتی بنگاه های اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه فرعی ۸:** بین مدت زمان پرداخت حسابهای پرداختی و سود ناخالص عملیاتی بنگاه های اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

جامعه آماری

کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بین سالهای ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰، جامعه آماری تحقیق حاضر را تشکیل می دهند.

نمونه و روش نمونه گیری تحقیق

به منظور انتخاب نمونه آماری، شرکتهایی که دارای ویژگی های زیر بودند به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف گردیدند:

۱. به واسطه لزوم محاسبه متغیرهای تحقیق و آزمون فرضیات، در مورد هر شرکت اطلاعات کامل هر یک از شرکتهای در رابطه با متغیرهای مورد مطالعه وجود داشته و افضاء شده باشد.
۲. شرکتهای در طول دوره تحقیق وقفه عملیاتی بیش از شش ماه نداشته باشند.
۳. نظر به اینکه ماهیت اقلام صورتهای مالی متأثر از ماهیت و نوع فعالیت شرکتهاست از این رو به منظور برخورداری از ویژگی یکنواختی و افزایش قابلیت مقایسه ای اطلاعات، شرکتهای واسطه مالی نباشند. پس موسسات مالی، سرمایه گذاری و بانکها در نمونه آورده نمی شوند.
۴. به جهت همسانی تاریخ گزارشگری، حذف اثرات فصلی و افزایش قابلیت مقایسه ای اطلاعات، دوره مالی شرکتهای مختوم به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد و در طول دوره تحقیق تغییر سال مالی نداده باشند.
۵. حقوق صاحبان سهام شرکتهای نمونه نباید در هیچکدام از دوره های مورد بررسی منفی باشد.

روش و ابزار جمع آوری داده ها

این پژوهش از نظر ماهیت و روش توصیفی، تحلیلی و از نوع همبستگی می باشد. در مرحله جمع آوری، طبقه بندی و پردازش اولیه داده ها از نرم افزار Excel استفاده شده است. در این مرحله داده های مربوط به بازار سهام که از نرم افزارهای اطلاع رسانی و معاملاتی بورس استخراج گردیده، مستقیماً وارد اکسل شده است. پس از انجام طبقه بندی مناسب بر روی داده ها و انجام محاسبات و پردازش اولیه، اطلاعات خروجی با استفاده از نرم افزار Eviews 7 برای اجرای مدل و آزمون فرضیات مورد استفاده قرار گرفته است.

روش تجزیه و تحلیل داده ها

از آنجا که هدف تحقیق کاربردی توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است و به عبارت دیگر تحقیق های کاربردی به سمت کاربرد علمی دانش هدایت می شوند، این تحقیق براساس هدف، از نوع کاربردی بوده و این تحقیق از لحاظ روش گردآوری

اطلاعات، به دلیل آنکه در متغیرهای مستقل و وابسته دستکاری نمی شود و تلاش می شود که روابط بین آنها در دنیای واقعی کشف گردد، از نوع تحقیق توصیفی-همبستگی می باشد و هدف اصلی آن تعیین وجود، میزان و نوع رابطه بین متغیرهای مورد آزمون است.

آزمون فرضیات آماری

فرضیه فرعی اول: بین چرخه نقدینگی و ارزش بازار بنگاه های اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 CCC_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GR_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 FFA_{it} + \beta_6 VNOI_{it} + \beta_7 GDP_{it} + \varepsilon_{it}$$

بین چرخه نقدینگی و ارزش بازار بنگاه های اقتصادی ارتباط معناداری وجود ندارد: H_0
 بین چرخه نقدینگی و ارزش بازار بنگاه های اقتصادی ارتباط معناداری وجود دارد: H_1

روش OLS- تخمین

جدول (۴-۵): نتایج تخمین بدست آمده از آزمون فرضیه به روش OLS

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری
C	835.2857	588.2878	1.419859	0.1567
CCC_?	0.005431	0.051602	0.105254	0.9162
SIZE_?	47.51401	83.65501	0.567976	0.5705
GR_?	-0.403385	5.186139	-0.077781	0.9381
LEV_?	-689.1140	146.4442	-4.705643	0.0000
FFA_?	-297.1681	268.2518	-1.107796	0.2688
VNOI_?	0.998344	1.573896	0.634314	0.5264
GDP_?	4078.581	7596.479	0.536904	0.5917
آماره دورین واتسون	2.169479			
ضریب تعیین تعدیل شده	0.107133			
آماره F	1.653663			
احتمال آماره F	0.002530			

همانطور که در جدول ۴-۵ ملاحظه می گردد، شاخص نیکوئی برازش مدل در سطح خطای آلفای ۵ درصد بزرگتر است. بنابراین می توان گفت که مدل رگرسیون فوق، پس از حذف متغیرهای اضافی معنی دار می باشد. و مقدار آماره دورین - واتسون، برابر ۲.۱۶ است که می توان گفت که مقدار این آماره مناسب است و نشان دهنده رفع خودهمبستگی بین اجزای اخلال مدل اولیه می باشد. مقدار

ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حاکی از آن است که متغیرهای برآوردی مدل، از توان توضیح دهندگی (۱۰ درصد)، برای توضیح متغیر وابسته برخوردارند.

فرضیه فرعی دوم بین مدت زمان وصول مطالبات و ارزش بازار بنگاه های اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 DAR_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GR_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 FFA_{it} + \beta_6 VNOI_{it} + \beta_7 GDP_{it} + \varepsilon_{it}$$

- H_0 : بین مدت زمان وصول مطالبات و ارزش بازار بنگاه های اقتصادی ارتباط معناداری وجود ندارد
 H_1 : بین مدت زمان وصول مطالبات و ارزش بازار بنگاه های اقتصادی ارتباط معناداری وجود دارد

روش OLS- تخمین

جدول (۴-۶): نتایج تخمین بدست آمده از آزمون فرضیه به روش OLS

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری
C	886.4787	597.2000	1.484392	0.1388
DAR_?	-0.041094	0.154941	-0.265222	0.7910
SIZE_?	43.22946	84.20275	0.513397	0.6081
GR_?	-0.384548	5.185596	-0.074157	0.9409
LEV_?	-682.9910	146.7204	-4.655051	0.0000
FFA_?	-310.1806	269.1785	-1.152323	0.2501
VNOI_?	0.990632	1.573943	0.629395	0.5296
GDP_?	3665.922	7617.795	0.481231	0.6307
آماره دورین واتسون	2.170664			
ضریب تعیین تعدیل شده	0.107310			
آماره F	1.654877			
احتمال آماره F	0.002497			

همانطور که در جدول ۴-۶ ملاحظه می گردد، مقدار آماره F در سطح خطای آلفای ۵ درصد و میزان اطمینان ۹۵ درصد معنی دار می باشد و مقدار دورین- واتسون، با عدد ۲.۱۷ عدم همبستگی بین خطاها را نشان می دهد با توجه به $P-Value$ به دست آمده ضریب متغیر مدت زمان وصول مطالبات معنادار می باشد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حاکی از آن است که متغیرهای برآوردی مدل، از توان توضیح دهندگی (۱۰ درصد)، برای توضیح متغیر وابسته برخوردارند.

فرضیه فرعی سوم: بین مدت زمان نگهداری موجودی کالا و ارزش بازار بنگاه های اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 DI_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GR_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 FFA_{it} + \beta_6 VNOI_{it} + \beta_7 GDP_{it} + \varepsilon_{it}$$

- H_0 : بین مدت زمان نگهداری موجودی کالا و ارزش بازار بنگاه های اقتصادی ارتباط معناداری وجود ندارد:
 H_1 : بین مدت زمان نگهداری موجودی کالا و ارزش بازار بنگاه های اقتصادی ارتباط معناداری وجود دارد:

روش OLS- تخمین

جدول (۴-۷): نتایج اولین تخمین بدست آمده از آزمون فرضیه به روش OLS

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری
C	831.5163	593.0534	1.402093	0.1619
DI_?	0.008655	0.075160	0.115156	0.9084
SIZE_?	47.83807	83.89083	0.570242	0.5689
GR_?	-0.409911	5.186913	-0.079028	0.9371
LEV_?	-688.8212	146.1134	-4.714292	0.0000
FFA_?	-297.6253	267.6087	-1.112166	0.2670
VNOI_?	1.002993	1.574570	0.636995	0.5246
GDP_?	4113.051	7627.508	0.539239	0.5901
آماره دوربین واتسون	2.169637			
ضریب تعیین تعدیل شده	0.107139			
آماره F	1.653708			
احتمال آماره F	0.002529			

همانطور که در جدول ۴-۷ ملاحظه می گردد، مقدار آماره F در سطح خطای آلفای ۵ درصد و میزان اطمینان ۹۵ درصد معنی دار بوده و فرض خطی بودن مدل و معنی داری آن تأیید می شود و مقدار دوربین- واتسون، با عدد ۲.۱۶ عدم همبستگی بین خطاها را نشان می دهد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حاکی از آن است که متغیرهای برآوردی مدل، از توان توضیح دهندگی (۱۰ درصد)، برای توضیح متغیر وابسته برخوردارند.

فرضیه فرعی چهارم: بین مدت زمان پرداخت حسابهای پرداختی و ارزش بازار بنگاه های اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 DAP_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GR_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 FFA_{it} + \beta_6 VNOI_{it} + \beta_7 GDP_{it} + \varepsilon_{it}$$

بین مدت زمان پرداخت حسابهای پرداختی و ارزش بازار بنگاه های اقتصادی ارتباط معناداری وجود ندارد: H_0

بین مدت زمان پرداخت حسابهای پرداختی و ارزش بازار بنگاه های اقتصادی ارتباط معناداری وجود دارد: H_1

روش OLS - تخمین

جدول (۴-۸): نتایج اولین تخمین بدست آمده از آزمون فرضیه به روش OLS

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری
C	947.5707	601.5829	1.575129	0.1163
DAP_?	-0.163232	0.271062	-0.602195	0.5475
SIZE_?	36.93578	84.72406	0.435954	0.6632
GR_?	-0.284306	5.186241	-0.054819	0.9563
LEV_?	-692.1070	145.8215	-4.746263	0.0000
FFA_?	-296.0299	266.5452	-1.110618	0.2676
VNOI_?	0.890533	1.582969	0.562571	0.5741
GDP_?	3284.373	7611.975	0.431474	0.6664
آماره دوربین واتسون	2.168591			
ضریب تعیین تعدیل شده	0.108185			
آماره F	1.660861			
احتمال آماره F	0.002341			

همانطور که در جدول ۴-۸ ملاحظه می گردد، مقدار آماره F در سطح خطای آلفای ۵ درصد و میزان اطمینان ۹۵ درصد معنی دار بوده و فرض خطی بودن مدل و معنی داری آن رد می شود و مقدار دوربین- واتسون، با عدد ۲.۱۶ عدم همبستگی بین خطاها را نشان می دهد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حاکی از آن است که متغیرهای برآوردی مدل، از توان توضیح دهندگی (۱۰ درصد)، برای توضیح متغیر وابسته برخوردارند.

فرضیه فرعی پنجم: بین چرخه نقدینگی و سود ناخالص عملیاتی بنگاههای اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

$$GOP_{it} = \beta_0 + \beta_1 CCC_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GR_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 FFA_{it} + \beta_6 VNOI_{it} + \beta_7 GDP_{it} + \varepsilon_{it}$$

بین چرخه نقدینگی و سود ناخالص عملیاتی بنگاه های اقتصادی ارتباط معناداری وجود ندارد: H_0

بین چرخه نقدینگی و سود ناخالص عملیاتی بنگاه های اقتصادی ارتباط معناداری وجود دارد: H_1

روش OLS - تخمین

جدول (۴-۹): نتایج اولین تخمین بدست آمده از آزمون فرضیه به روش OLS

متغیر ها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری
C	-0.730287	0.233756	-3.124142	0.0020
CCC_?	4.98E-05	2.05E-05	2.430428	0.0157
SIZE_?	0.106929	0.033240	3.216848	0.0014
GR_?	-0.000608	0.002061	-0.295060	0.7682
LEV_?	0.056377	0.058190	0.968855	0.3334
FFA_?	0.641347	0.106590	6.016961	0.0000
VNOI_?	0.000993	0.000625	1.588575	0.1132
GDP_?	3.418217	3.018461	1.132437	0.2584
آماره دوربین واتسون	2.208935			
ضریب تعیین تعدیل شده	0.145849			
آماره F	1.930224			
احتمال آماره F	0.000106			

همانطور که در جدول ۴-۹ ملاحظه می گردد، مقدار آماره F در سطح خطای آلفای ۵ درصد و میزان اطمینان ۹۵ درصد معنی دار بوده و فرض خطی بودن مدل و معنی داری آن تأیید می شود و مقدار دوربین- واتسون، با عدد ۲.۲۰ عدم همبستگی بین خطاها را نشان می دهد. با توجه به $P-Value$ به دست آمده کلیه ضرایب همبستگی مدل معنی دار است و نتایج حاصل از آزمون مدل و ضریب متغیر مستقل بدست آمده نشان دهنده این مطلب است که ضریب متغیر چرخه نقدینگی منفی و معنی دار می باشد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حاکی از آن است که متغیرهای برآوردی مدل، از توان توضیح دهندگی (۱۴ درصد)، برای توضیح متغیر وابسته برخوردارند. بنابراین با توجه به $P-Value$ به دست آمده بین چرخه نقدینگی و سود ناخالص عملیاتی بنگاههای اقتصادی رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ششم: بین مدت زمان وصول مطالبات و سود ناخالص عملیاتی بنگاه های اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

$$GOP_{it} = \beta_0 + \beta_1 DAR_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GR_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 FFA_{it} + \beta_6 VNOI_{it} + \beta_7 GDP_{it} + \varepsilon_{it}$$

H_0 : بین مدت زمان وصول مطالبات و سود ناخالص عملیاتی بنگاه های اقتصادی ارتباط معناداری وجود ندارد
 H_1 : بین مدت زمان وصول مطالبات و سود ناخالص عملیاتی بنگاه های اقتصادی ارتباط معناداری وجود دارد

روش OLS - تخمین

جدول (۴-۱۰): نتایج تخمین بدست آمده از آزمون فرضیه به روش OLS

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری
C	-0.685378	0.239259	-2.864581	0.0045
DAR_?	6.22E-05	6.21E-05	1.001245	0.3175
SIZE_?	0.103939	0.033735	3.081081	0.0023
GR_?	-0.000577	0.002078	-0.277765	0.7814
LEV_?	0.063558	0.058781	1.081254	0.2805
FFA_?	0.627677	0.107842	5.820322	0.0000
VNOI_?	0.000997	0.000631	1.581424	0.1148
GDP_?	2.914409	3.051958	0.954931	0.3404
آماره دورین واتسون	2.190705			
ضریب تعیین تعدیل شده	0.131839			
آماره F	1.827295			
احتمال آماره F	0.000359			

همانطور که در جدول ۴-۱۰ ملاحظه می گردد، مقدار آماره F در سطح خطای آلفای ۵ درصد و میزان اطمینان ۹۵ درصد معنی دار بوده و فرض خطی بودن مدل و معنی داری آن تایید می شود و مقدار دورین- واتسون، با عدد ۲.۱۹ عدم همبستگی بین خطاها را نشان می دهد. با توجه به P -Value به دست آمده کلیه ضرایب همبستگی مدل معنی دار است و نتایج حاصل از آزمون مدل و ضریب متغیر مستقل بدست آمده نشان دهنده این مطلب است که ضریب متغیر مدت زمان وصول مطالبات مثبت و معنی دار می باشد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حاکی از آن است که متغیرهای برآوردی مدل، از توان توضیح دهندگی (۱۳ درصد)، برای توضیح متغیر وابسته برخوردارند. بنابراین با توجه به P -Value به دست آمده بین مدت زمان وصول مطالبات و سود ناخالص عملیاتی بنگاههای اقتصادی رابطه معناداری وجود ندارد.

فرضیه فرعی هفتم: بین مدت زمان نگهداری موجودی کالا و سود ناخالص عملیاتی بنگاه های اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

$$GOP_{it} = \beta_0 + \beta_1 DI_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GR_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 FFA_{it} + \beta_6 VNOI_{it} + \beta_7 GDP_{it} + \varepsilon_{it}$$

بین مدت زمان نگهداری موجودی کالا و سود ناخالص عملیاتی بنگاه های اقتصادی ارتباط معناداری وجود ندارد: H_0
 بین مدت زمان نگهداری موجودی کالا و سود ناخالص عملیاتی بنگاه های اقتصادی ارتباط معناداری وجود دارد: H_1

روش OLS - تخمین

جدول (۴-۱۱): نتایج تخمین بدست آمده از آزمون فرضیه به روش OLS

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری
C	-0.758383	0.235444	-3.221070	0.0014
DI_?	7.57E-05	2.98E-05	2.537675	0.0117
SIZE_?	0.109386	0.033305	3.284381	0.0011
GR_?	-0.000663	0.002059	-0.321844	0.7478
LEV_?	0.059595	0.058008	1.027370	0.3051
FFA_?	0.636016	0.106242	5.986508	0.0000
VNOI_?	0.001034	0.000625	1.653846	0.0992
GDP_?	3.674769	3.028147	1.213537	0.2259
آماره دوربین واتسون	2.215810			
ضریب تعیین تعدیل شده	0.147344			
آماره F	1.941406			
احتمال آماره F	0.000092			

همانطور که در جدول ۴-۱۱ ملاحظه می گردد، مقدار آماره F در سطح خطای آلفای ۵ درصد و میزان اطمینان ۹۵ درصد معنی دار بوده و فرض خطی بودن مدل و معنی داری آن تأیید می شود و مقدار دوربین-واتسون، با عدد ۲.۴۰ عدم همبستگی بین خطاها را نشان می دهد. با توجه به P -Value به دست آمده کلیه ضرایب همبستگی مدل معنی دار است و نتایج حاصل از آزمون مدل و ضریب متغیر مستقل بدست آمده نشان دهنده این مطلب است که ضریب متغیر مدت زمان نگهداری موجودی کالا مثبت و معنی دار می باشد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حاکی از آن است که متغیرهای بیاوردی مدل، از توان توضیح دهندگی (۱۴ درصد)، برای توضیح متغیر وابسته برخوردارند. بنابراین با توجه به P -Value به دست آمده بین مدت زمان نگهداری موجودی کالا و سود ناخالص عملیاتی بنگاههای اقتصادی رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی هشتم: بین مدت زمان پرداخت حسابهای پرداختی و سود ناخالص عملیاتی بنگاه های اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

$$GOP_{it} = \beta_0 + \beta_1 DAP_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GR_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 FFA_{it} + \beta_6 VNOI_{it} + \beta_7 GDP_{it} + \varepsilon_{it}$$

H_0 : بین مدت زمان پرداخت حسابهای پرداختی و سود ناخالص عملیاتی بنگاه های اقتصادی ارتباط معناداری وجود ندارد
 H_1 : بین مدت زمان پرداخت حسابهای پرداختی و سود ناخالص عملیاتی بنگاه های اقتصادی ارتباط معناداری وجود دارد

روش OLS- تخمین

جدول (۴-۱۲): نتایج اولین تخمین بدست آمده از آزمون فرضیه به روش OLS

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری
C	-0.501558	0.240163	-2.088409	0.0376
DAP_?	-0.000200	0.000108	-1.850498	0.0652
SIZE_?	0.086909	0.033823	2.569495	0.0107
GR_?	-0.000418	0.002070	-0.201759	0.8402
LEV_?	0.064933	0.058215	1.115404	0.2656
FFA_?	0.617941	0.106410	5.807184	0.0000
VNOI_?	0.000855	0.000632	1.353462	0.1769
GDP_?	1.605061	3.038839	0.528182	0.5978
آماره دورین واتسون	2.158605			
ضریب تعیین تعدیل شده	0.138814			
آماره F	1.878122			
احتمال آماره F	0.000197			

همانطور که در جدول ۴-۱۲ ملاحظه می گردد، مقدار آماره F در سطح خطای آلفای ۵ درصد و میزان اطمینان ۹۵ درصد معنی دار بوده و مقدار دورین- واتسون، با عدد ۲.۳۷ عدم خود همبستگی بین خطاها را نشان می دهد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حاکی از آن است که متغیرهای برآوردی مدل، از توان توضیح دهندگی (۴۱ درصد)، برای توضیح متغیر وابسته برخوردارند. با توجه به $P-Value$ به دست آمده بین مدت زمان پرداخت حسابهای پرداختی و سود ناخالص عملیاتی بنگاه های اقتصادی رابطه ی معناداری وجود ندارد.

محدودیت های تحقیق

از مهم ترین محدودیت های این تحقیق می توان به موارد ذیل اشاره نمود:

۱. اعمال سیاست های شخصی مدیران به جای سیاست های اصولی و هدفمند در شرکت های ایرانی که منجر به کاهش و یا افزایش چرخه تبدیل وجه نقد می شود.

۲. عدم استقرار برنامه های زمانی ویژه جهت وصول مطالبات و یا پرداخت حساب های پرداختی در برخی شرکت ها می تواند تا حدی بر چرخه تبدیل وجه نقد اثر بگذارد.
۳. وجود سیستم ها و تجهیزات متفاوت در شرکت ها که می تواند بعضی از چرخه ها را کوتاه و یا طولانی کند و این منجر به اثر گذاری بر چرخه تبدیل وجه نقد می شود.
۴. عوامل سازمانی از قبیل تغییر در سیاست های پولی بانک ها که دریافت تسهیلات بانکی را تحت تاثیر قرار می دهد بر مدیریت سرمایه در گردش اثر می گذارد.

پیشنهاد برای تحقیقات آتی

سرمایه در گردش یکی از مباحث مهم در مدیریت زنجیره تامین از نگاه مالی می باشد و اگر به خوبی مدیریت شود منافع عظیمی عاید سازمان ها می گردد. بالاخص برای سازمان ها با اندازه های کوچک تر که دارایی ها و بدهی های جاری حجم عظیمی از سرمایه آنها را تشکیل می دهد، مدیریت سرمایه در گردش و سیاست های اتخاذ شده در این زمینه از اهمیت فراوانی برخوردار است، چرا که این سیاست ها تعاملات مالی شرکت با تامین کنندگان و خریداران در زنجیره تامین را مدیریت می کند. عوامل زیادی همچون مدیریت وجوه نقد، ابزارهای کنترل ریسک، نسبت بدهی، جریان نقدی عملیاتی و غیره بر روی سرمایه در گردش سازمان تاثیر می گذارد که اگر به خوبی توسط سازمانها شناسایی شده و مورد استفاده قرار گیرد می توان در ارتقای عملکرد سرمایه در گردش سازمان مفید واقع شود. به نوبه خود مدیریت سرمایه در گردش و سیاست های سرمایه در گردش اتخاذ شده در سازمان نیز می توان بر عملکرد مالی سازمان تاثیر گذار باشد و موجب افزایش سودآوری سازمان گردیده و یک موقعیت نقدینگی بهینه را برای آن فراهم سازد.

منابع و مآخذ

1. Glosten, L. and Milgrom, P., (1985). Bid-Ask spread and transactions prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of financial economics*, No. 14(1), pp: 70-100.
2. Goss, B., (2008). *A Debt, Risk and Liquidity in Futures Markets*, Routledge, New York.
3. Havoutis, N, (2003). "Profitability in the balance", *AFP Exchange*, Vol.23, No.6, pp .3438 .
4. Hasbrouck, J., (2003). *Trading Costs and Returns for US Equities: The Evidence from Daily Data*, Working Paper, New York University.
5. Ho, T. and Stoll, H. R., (1981). Optimal dealer pricing under transactions and return uncertainty. *Journal of financial economics*, No. 9(1), pp: 47-73.
6. Johnson, R, Soenen, L.(2003). "Indicators of Successful Companies", *European Management Journal*, Vol.21, NO. 3, pp.36.
7. Jose M. L., C. Lancaster, and J. L. (1996). Stevens, *Corporate Returns and Cash Conversion Cycles*, *Journal of Economics and Finance*. 20(1), pp. 33-46.
8. Jensen, M. and Meckling, W., (1976). the theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, pp: 305-360.
9. Jun, S. G. et al., (2003). *Liquidity and Stock Returns in Emerging Equity Markets*, *Emerging Markets Review* 4.
10. Keown A. J., J. D. Martin, J. W. Petty, and D. F. Scott, (2003). *Foundations of Finance*, 4th Ed.

11. Kim, C., Mauer, D. and Sherman, A. (1998), "The determinants of corporate liquidity: theory and evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 33 No. 3, pp. 335-59.
12. Klapper L., (2002). Small- and Medium-Size Enterprise Financing in Eastern Europe, Development Research Group the World Bank.
13. Kini O, Mian S (1995). Bid-ask spread and ownership structure. *Journal of Financial Research*, Vol. 18, pp: 401-414.
14. Lazaridis I. and D. (2006). Tryfonidis, Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange, *Journal of Financial Management and Analysis*, Vol.19 (1), pp. 26 – 35.
15. Lhabitant, F. Serge & Gregoriou, G. N., 2008, *Stock Market Liquidity*, John Wiley & Sons.
16. Lin, F.L., (2010). A Panel Threshold model of institutional ownership and firm value in Taiwan international research, *journal of finance and economics*, 42, pp: 1450-2887.
17. Liu, W. C. & Hsu, C. M., (2006). The Role of Financial Development in Economic Growth: The Experiences of Taiwan, Korea and Japan, *Journal of Asian Economics* 17 (4).
18. Long, M.S., Malitz, I. B. and Ravid, S. A. (1993)."Trade Credit, Quality Guarantees, and Product Marketability, *Financial Management*.
19. Madhavan, A., (1992). Trading mechanisms in securit Markets. *Journal of finance*, 47(2), pp: 607-641.
20. Marcelo, J. L. M. & Quiros, M. M., (2007). The Role of an Illiquidity Risk Factor in Asset Pricing: Empirical Evidence From the Spanish Stock Market, Working Paper, University of Extremadura.
21. Myers, S. (1984), "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 39 No. 3, pp. 575-92.
22. Minguez – Vera, and martin – ugedo, j.f., (2007). Does ownership structure affect value? A panel data analysis for the Spanish market international review of financial analysis, n.16, pp: 81-98
23. OECD, (2006).The SME Financing Gap (Volume I) – Theory and Evidence, p. 9.
24. 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*, Vol. 2(3).
25. Pastor, L. & Stambaugh, R. F., (2003). Liquidity Risk and Expected Stock Returns, *Journal of Political Economy* 111(3).
26. Polák, P Kocurek, K. (2007). "Cash and Working Capital Management in the Czech Republic", *Investment Management & Financial Innovations*, Vol. 4, No. 1, pp. 1730 .
27. Priya, p.v. and shanmughan, r., (2011). foreign ownership structure and corporate performance: empirical evidence from India, *global journal of finance and management*, 3(1), pp: 15-24.
28. Ross S. A., R.W. Westerfield & B.D. Jordan, (2008).*Fundamentals of Corporate Finance*, 8th edition, Boston (USA).
29. Rogers, P. and Dami, A., (2005). Corporate governance and ownership structure in Brazil: Causes and consequences, *Social Science Research Network, Electronic paper Collection, New YORK, USA*. Available: <http://ssrn.com/abstract=976198>.
30. Rosch, C. and kaserer, C., (2010). Ownership concentration, blockholder types and stock market liquidity. Working paper.<http://ssrn.com/>
31. Shin H. H., L. Soenen, (1998). Efficiency of Working Capital and Corporate Profitability Financial Practice and Education.