



## مروری بر تئوری‌های سرمایه در گردش و سودآوری

### اکرم تفتیان

استادیار، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.

taftiyan@iauyazd.ac.ir

اعظم باکفایت

دانشجو کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران

Bakefayat1394@gmail.com

### مهديه آقا باقري طزر جاني

دانش‌آموخته کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران

Mahdieh\_aghahagheri@yahoo.com

### چکیده

مدیریت سرمایه در گردش یکی از بخش‌هایی است که در ساختار مدیریتی یک سازمان نقش حیاتی ایفا می‌کند و به عنوان نیروی اصلی در حرکت رو به جلوی سازمان‌ها، در کسب منافع بزرگ اقتصادی از اهمیت خاصی برخوردار است. مدیریت سرمایه در گردش فعال نیاز اساسی توانایی سازمان برای سازگاری در اقتصاد پر چالش است و معمولاً بخش قابل توجهی از منابع شرکت‌ها در سرمایه در گردش سرمایه‌گذاری می‌شود که این امر خود بر اهمیت مدیریت سرمایه در گردش می‌افزاید؛ همچنین نقدینگی و سودآوری دو جنبه اصلی و حیاتی شرکت‌های تجاری است. از این‌رو محور اصلی این مقاله، شناسایی تئوری‌های سرمایه در گردش بنگاه‌های اقتصادی و تأثیر مدیریت سرمایه در گردش که شامل تعامل با تأمین‌کنندگان و خریداران کالاهای شرکت، بر روی سودآوری و نقدینگی به عنوان دو فاکتور مهم عملکرد مالی است. شایان ذکر است این مقاله تحقیقی تحلیلی توصیفی است که به مرور ادبیات موجود در این زمینه می‌پردازد.

**واژگان کلیدی:** سرمایه در گردش، سودآوری، تئوری‌های سرمایه در گردش و سودآوری.



## ۱- مقدمه

در اقتصاد پر چالش امروزی، سرمایه در گردش بنگاه‌های اقتصادی از اهمیت زیادی برخوردار است و مدیران باید استراتژی مناسبی را برای اداره و مدیریت سرمایه در گردش خود انتخاب نمایند تا نهایتاً ثروت سهامداران و ارزش شرکت حداکثر گردد. مدیریت سرمایه در گردش تبدیل به یک عنصر حیاتی در راهبردهای عملیاتی بسیاری از شرکت‌ها شده است (کوئین، ۲۰۱۱). سیاست‌های جریان وجوه نقد شرکت‌ها با مدیریت سرمایه در گردش در قالب دریافتی‌های نقدی از مشتریان، نگهداری موجودی کالا و پرداخت‌های نقدی به مشتریان به‌طور گسترده‌ای با بهبود عملکرد مالی شرکت مرتبط گردیده است (استیوارت، ۱۹۹۵). در حالی که در صنعت، پذیرش مدیریت سرمایه در گردش مؤثر به عنوان مکانیزم بهبود عملکرد می‌باشد. (ابن و جانسون ۲۰۱۱) با توجه به جایگاه و اهمیت سرمایه در فرآیندهای سازمانی، مدیریت آن از اهمیت خاصی برخوردار می‌باشد. سرمایه در گردش یک شرکت مجموعه‌مبالغی است که در دارایی‌های جاری سرمایه‌گذاری می‌شود. طبق نظر اسکیلینگ نیز عموماً واژه سرمایه در گردش به سرمایه‌گذاری سازمان در دارایی‌های جاری، بدهی‌های جاری، وجوه نقد، اوراق بهادار کوتاه‌مدت، حساب‌های دریافتی و موجودی کالا مربوط می‌شود و مدیریت سرمایه در گردش نیز عبارت است از تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش به نحوی که ثروت سهامداران افزایش یابد (فتیحی و توکلی، ۱۳۸۸). از این رو در این پژوهش ادبیات مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها مورد مطالعه قرار گرفته شده است؛ و مبانی‌های نظری مختلف و تحقیقات سایر پژوهشگران در اقتصادهای در حال توسعه و توسعه یافته پرداخته شده است و در نهایت خلاصه و نتیجه کلی پژوهش مطرح شده است.

## ۲- مبانی نظری

هدف نهایی هر بنگاه اقتصادی حداکثر کردن ارزش ذاتی برای سهامداران در طول یک زمان متممادی به معنای ارزش آفرینی پایدار است؛ بنابراین استراتژی‌های سازمانی، تخصیص منابع و سیستم‌های ارزیابی عملکرد، باید همگی بر تحقق این امر متمرکز شوند. در راستای همین هدف، نگهداری سطح مطلوب وجه نقد برای پرداخت بدهی‌های سررسید شده، استفاده از فرصت‌های ناگهانی مناسب جهت سرمایه‌گذاری که نشانه‌ای از انعطاف‌پذیری واحد تجاری می‌باشد و دسترسی به مواد اولیه برای تولید به‌طوری که شرکت بتواند به‌موقع جوابگوی تقاضای مشتریان باشد از جمله دلایل اهمیت مفهوم سرمایه در گردش می‌باشد. سرمایه در گردش یکی از مباحث مهم در مدیریت زنجیره تأمین از نگاه مالی می‌باشد و اگر به خوبی مدیریت شود منافع عظیمی عاید سازمان‌ها می‌گردد. بالاخص برای سازمان‌ها با اندازه‌های کوچک‌تر که دارایی‌ها و بدهی‌های جاری، حجم عظیمی از سرمایه آن‌ها را تشکیل می‌دهد. مدیریت سرمایه در گردش و سیاست‌های اتخاذ شده در این زمینه از اهمیت فراوانی برخوردار است، چرا که این سیاست‌ها تعاملات مالی شرکت با تأمین‌کنندگان و خریداران در زنجیره تأمین را مدیریت می‌کند. عوامل زیادی همچون مدیریت وجوه نقد، ابزارهای کنترل ریسک نسبت بدهی، جریان نقدی عملیاتی و غیره بر روی سرمایه در گردش سازمان تأثیر می‌گذارد که اگر به خوبی توسط سازمان‌ها شناسایی شده و مورد استفاده قرار گیرد می‌تواند در ارتقای عملکرد سرمایه در گردش سازمان مفید واقع شود. به نوبه خود مدیریت سرمایه در گردش و سیاست‌های سرمایه در گردش اتخاذ شده در سازمان نیز می‌تواند در عملکرد مالی سازمان تأثیرگذار باشد و موجب افزایش سودآوری سازمان گردیده و یک موقعیت بهینه را برای آن فراهم آورد (فتیحی و توکلی، ۱۳۸۸). همچنین مدیریت سرمایه در گردش یکی از راهکارهای تحقق نقدینگی مطلوب برای شرکت‌ها می‌باشد به‌گونه‌ای که نقدینگی مطلوب برای شرکت‌ها در حدی نگه داشته شود که با مازاد و یا کمبود نقدینگی غیرطبیعی مواجه نباشد (ساندرز، ۲۰۰۰).

## ۳- تئوری‌ها در مورد رابطه بین زمان نگهداری موجودی و سودآوری

در شرایط مناسب، شرکت‌ها تمایلی به نگه داشتن موجودی ندارند. آن‌ها برای اینکه بتوانند تقاضای فروش را برآورده سازند تمایل به تولید مقادیر دقیق دارند؛ زیرا شرکت‌ها مجبور به حفظ موجودی خود هستند تا از هر رویداد معمولی حفاظت کنند.



همانطور که زیون<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) بیان می‌کند که حفظ موجودی برای فروش آینده یا استفاده از آن در کسب و کار امری رایج می‌باشد؛ اما نگهداری موجودی‌ها یک سری هزینه‌هایی را به شرکت تحمیل می‌کند؛ بنابراین نظریه‌های مختلف سعی در ایجاد روش‌هایی دارد تا هزینه‌های مربوط به حفظ موجودی را به حداقل برساند. بر طبق نظر هیل و سارتوریس<sup>۲</sup> (۱۹۹۲)، مفاهیم و رویکردهای استفاده شده در برخورد با مشکلات مدیریت، پول نقد را می‌توان به طور مؤثرتری در مدیریت موجودی به کار گرفت. برخی از این نظریه‌های مطرح برای توضیح اینکه چرا شرکت‌ها موجودی را حفظ می‌کنند، عبارتند از: تئوری انگیزه معامله، نظریه انگیزه احتیاطی، نظریه انگیزه سفته‌بازی و تئوری JIT. در مورد هر یک از نظریه‌های مذکور در زیر بحث شده است.

در حال حاضر اقتصاد جدید به طور قابل ملاحظه‌ای صنعتی شده است. مشکلات تأمین مالی و ملاحظات سرمایه در گردش باعث شده است شرکت‌ها اعمال کنترل‌های مناسب دیدگاه جدیدی نسبت به موجودی‌های خود داشته باشند. گزارش‌ها و تحلیل‌های آماری به روشنی بیانگر این است که داشتن سطح بهینه از موجودی‌ها و اعمال کنترل‌های مناسب موجودی‌ها از طریق، کاهش هزینه سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها و همچنین هزینه نگهداری موجودی‌ها امکان‌پذیر می‌باشد. از این رو عرضه و تحویل به موقع کالاها به مشتریان و همچنین کاهش هزینه نگهداری و سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها یکی از چالش‌های مهم مدیران می‌باشد؛ که این امر از طریق اقدامات مناسب می‌تواند مرتفع شود (کومار دورتا، ۲۰۰۷).

مدیران می‌توانند از طریق کاهش مدت زمان نگهداری موجودی کالا و کاهش مدت‌زمان وصول مطالبات و در نتیجه کاهش چرخه نقدینگی ایجاد ارزش نموده و سودآوری خود را بهبود ببخشند. کاهش مدت‌زمان وصول مطالبات، مدت‌زمان نگهداری موجودی کالا و مدت‌زمان پرداخت حساب‌های پرداختی و در نتیجه چرخه نقدینگی کوتاه‌تر موجب بیشتر شدن سودآوری شرکت‌ها می‌شود. برعکس این قضیه صادق است. همچنین این شرکت‌ها با نگه داشتن چرخه نقدینگی و اجزای تشکیل دهنده آن در حد بهینه می‌توانند به سودآوری بالا دست پیدا کنند (مالکی نیا و همکاران، ۱۳۹۰).

به طور کلی، دوره گردش موجودی‌ها بیانگر مدت‌زمانی است که طول می‌کشد کالا فروخته شود معمولاً کالا مترادف موجودی جنسی به کار برده می‌شود که شامل مواد اولیه، کالای در جریان ساخت و کالای ساخته شده می‌شود و ملزومات تولید را نیز در برمی‌گیرد. از طرف دیگر، نگهداری موجودی کالا به منظور جبران نوسانات تحویل کالا و جلوگیری از اتمام بی‌موقع آن انجام می‌گردد. دفعات کم گردش کالا، به معنای سرمایه‌گذاری نسبتاً زیاد در موجودی کالا است (در مقایسه با مبلغ فروش). نگهداری کالا بیش از سطح لازم، باعث حبس منابع مالی در موارد غیر مولد خواهد شد. از طرف دیگر، چنانچه دفعات گردش کالا خیلی زیاد باشد به معنای آن است موجودی کالا در سطح کم و غیر کافی نگه داشته می‌شود و می‌تواند به طور مکرر موجب اتمام موجودی و از دست دادن مشتریان بشود. هدف واحد انتفاعی قاعداً باید این باشد که سطح موجودی کالا را در حد مطلوب نگه دارد که نه باعث به‌کارگیری منابع مالی در موارد غیر مولد و نه باعث از دست دادن مشتریان شود. همچنین، نتایج تحقیقات انجام شده در زمینه مدیریت سرمایه در گردش نشان دهنده این است که بین دوره گردش موجودی‌ها و سودآوری شرکت‌ها رابطه معکوس معنی‌داری وجود دارد؛ و مدیران شرکت‌ها می‌توانند با کاهش دوره گردش موجودی‌ها در حد مطلوب سودآوری شرکت را افزایش دهند (محمدی، ۱۳۸۸).

### ۱-۳- تئوری انگیزه معامله<sup>۳</sup>

<sup>۱</sup> Zappone

<sup>۲</sup> Hill and Sartoris

<sup>۳</sup> Transaction motive



این نظریه دو عامل همبستگی بین نگهداری موجودی و سودآوری را بیان می کند. عامل اول فرض می شود که شرکتها می توانند سودآوری را از طریق کاهش دوره نگهداری موجودی افزایش دهند. این کار با نگر داشتن حداقل موجودی مورد نیاز انجام می گیرد تا پاسخگوی تقاضای مورد انتظار تولید باشد؛ باتاچاریا<sup>۱</sup> در سال ۲۰۰۸ بیان می کند که شرکتها همچنین باید حداقل موجودی برای نمایش دادن و یا اثبات اهداف نگر دارند، زیرا مشتریان همیشه می خواهند یک نمونه از یک محصول خاص را قبل از اقدام به سفارش امتحان کنند. حفظ حداقل موجودی، دوره نگهداری موجودی را کاهش خواهد داد. کاهش در دوره نگهداری موجودی منجر به کاهش در هزینه های مختلف مرتبط با نگر داری موجودی خواهد شد و بنابراین منجر به سودآوری بالاتر نیز می شود.

عامل دوم رابطه مثبت میان دوره نگهداری موجودی و سودآوری با خرید به صورت عمده را، پیشنهاد می کند. خرید به صورت عمده، دوره نگهداری موجودی را افزایش می دهد؛ اما خرید به صورت عمده ممکن است هزینه تدارک تولید را کاهش دهد. صرفه جویی در هزینه خرید عمده، همچنین منجر به کاهش هزینه های فروش محصول می گردد که قیمت کلی محصول را کاهش داده و منجر به سودآوری بیشتری خواهد شد. این هزینه صرفه جویی خرید عمده ممکن است به دلایل بسیاری افزایش یابد. شرکتی که به صورت عمده خریداری می کند از تخفیفانی بهره مند می گردد و همچنین باعث صرفه جویی هزینه حمل و نقل، هزینه ثابت از جمله هزینه سفارش و پردازش سفارش ها و یا راه اندازی خواهد شد. افزایش در دوره نگهداری موجودی، هزینه اضافی به شرکت در قالب هزینه های نگهداری موجودی تحمیل خواهد کرد. این هزینه ها شامل بهره، فساد، منسوخ شدن، هزینه های ذخیره سازی و غیره می باشند. مودیلیانی<sup>۲</sup> در سال ۱۹۵۷ استدلال می کند که فراتر از یک نقطه خاص هزینه ای که در هر واحد کاهش می یابد، بیشتر از جبران هزینه ها یا افزایش ذخیره سازی است؛ بنابراین لازم است شرکتها از فرمول های ریاضی مانند مقدار سفارش اقتصادی (EOQ) تا مقادیر خرید که موجب دستیابی به کاهش هزینه سفارش و هزینه نگهداری را به کار بگیرند.

### ۳-۲- تئوری انگیزه احتیاطی<sup>۳</sup>

نظریه انگیزه احتیاطی ارتباط مثبت بین دوره نگهداری موجودی و سودآوری را مطرح می کند. به بیانی دیگر هرچقدر دوره نگهداری موجودی بالاتر باشد، از فقدان موجودی جلوگیری خواهد کرد (کریستیانو و فیتزجرالد؛ ۲۰۰۳) که می تواند منجر به کاهش سودآوری گردد. فقدان موجودی وضعیتی است که به موجب آن موجودی یک شرکت به آخر رسیده است. فقدان موجودی اثر فاجعه باری بر سودآوری یک شرکت خواهد گذاشت؛ زیرا یک شرکت بدون موجودی ممکن است حسن نیت خود را از دست بدهد. (باتاچاریا<sup>۴</sup> ۲۰۰۸). عدم موجودی هر دو مشتریان فعلی و بالقوه را به سمت رقبا می برد. این نه تنها سودآوری فعلی شرکت، بلکه سودآوری آینده آن را نیز تحت تأثیر قرار خواهد داد. همچنین یک نام بد برای شرکت به همراه خواهد داشت. ون (2003) استدلال می کند که تئوری اجتناب فقدان موجودی بیش از هر نظریه دیگر که ارتباط بین دوره نگهداری موجودی و سودآوری را توضیح می دهد، واقعی تر است.

افزایش در دوره نگهداری موجودی ها که به دلیل عدم اطمینان از زمان تحویل، باعث سوددهی بالاتر می شود (مودیلیانی<sup>۵</sup> ۱۹۵۷). اگر چه ممکن است شرکتها یک توافقنامه قراردادی با عرضه کنندگان در شرایط تحویل موجودی داشته باشند؛ اما شرایط پیش بینی نشده می تواند باعث تأخیر در تحویل شود. تأخیر در تحویل می تواند منجر به از دست دادن فرصت برای فروش آینده گردد که این امر سودآوری یک شرکت را کاهش می دهد. همچنین، دوره مدت تحویل طبیعی بدان معنی است

<sup>1</sup> Bhattacharya

<sup>2</sup> Modigliani

<sup>3</sup> Precautionary motive

<sup>4</sup> Bhattacharya

<sup>5</sup> Modigliani



که در شرکتها باید موجودی ذخیره بین زمان قرارداد یک سفارش جدید و موجودی حاضر که در فروشگاه دریافت می شود را داشته باشند. میسینلی و بلایندر<sup>۱</sup> (۱۹۹۱) بیان می کنند که مدل هموارسازی تولید/ بافر سهام در هر دو متون نظری و تجربی در ایجاد ارتباط بین دوره نگهداری موجودی به سوددهی نقش برجسته ای ایفا کرده است.

### ۳-۳- تئوری انگیزه سفته بازی<sup>۲</sup>

این نظریه بیان می کند که دوره نگهداری موجودی بالاتر ممکن است به سوددهی بالاتر منجر شود (کریستیانو و فیتز جرالده ۱۹۸۹). بر طبق این نظریه، یک دلیل برای دوره طولانی تر موجودیها باعث تغییرات مورد انتظار بیشتر در قیمت محصولات می شود که منجر به سودآوری بالاتری می گردد به هر حال افزایش مورد انتظار در قیمت های آینده باید به اندازه کافی هزینه های مختلف در ارتباط با دوره نگهداری موجودی بالاتر را پوشش دهد. این نظریه بیشتر در شرایط تورمی کاربرد دارد. (هیلسار توریس ۱۹۹۲). به عنوان مثال، مورگان<sup>۳</sup> (۱۹۹۱) بیان می کند که تورم سریع در اواخر دهه ۱۹۷۰ و اوایل دهه ۱۹۸۰ منجر به افزایش در دوره نگهداری موجودیها قبل از افزایش قیمت ها در شرکتها شد. یکی دیگر از نظریه انگیزه سفته بازی، برای دوره نگهداری موجودی طولانی تر، شامل تغییر مورد انتظار در محصول است. منظور از تغییر در محصول این است که نسخه های قدیمی از بازار خارج می شود. کمبود محصول قدیمی موجب افزایش تقاضا بیش از عرضه آن خواهد شد که موجب افزایش قیمت می شود. افزایش قیمت باعث خواهد شد یک شرکت به سوددهی بالاتری برسد؛ بنابراین در صورتی که محصول قرار است از بازار حذف شود، معمول است که فروشندگان دوره نگهداری موجودی را افزایش دهند تا قیمت مورد انتظار بالاتری در آینده برای آن ها به دست آید. با وجود مزایای آینده انگیزه سفته بازی برای نگهداری موجودی، یک تحقیق توسط کریستیانو و فیتز جرالده (۱۹۸۹) نشان داد که مقدار انگیزه سفته بازی برای افزایش دوره نگهداری موجودی از لحاظ کمی، ناچیز است. از سوی دیگر، نظریه انگیزه سفته بازی با افزایش دوره نگهداری موجودی ممکن است سوددهی را کاهش دهد اگر افزایش قیمت در آینده نتواند هزینه های نگه داری موجودی کالا را پوشش دهد.

### ۳-۴- تئوری تولید بهنگام<sup>۴</sup>

تولید به موقع (JIT) یک فلسفه مدیریت ژاپنی است که از اوایل دهه ی ۱۹۷۰ در بسیاری از مؤسسات تولیدی ژاپن مورد استفاده قرار گرفت. این فلسفه نخستین بار توسط تائیچی اونو در شرکت تویوتا به عنوان ابزاری برای برآورده ساختن خواسته ی مشتری با حداقل تأخیر معرفی و به کار گرفته شد. به همین دلیل، تائیچی اونو اغلب پدر سیستم تولید بهنگام نامیده می شود تولید بهنگام سیستمی جامع برای کنترل موجودی های تولید است. در این سیستم هیچ موجودی مواد اولیه خریداری نمی شود و هیچ محصولی ساخته نمی شود مگر هنگامی که ضرورت ایجاب کند.

نظریه JIT سیستم مدیریت موجودی را با هدف کاهش دوره نگهداری موجودی به صفر، تغییر اساسی داد؛ بنابراین نظریه یک رابطه منفی بین دوره نگهداری موجودی و سودآوری را پیشنهاد می کند. نظریه JIT به نگهداری موجودی در هر شکلی به عنوان ضایعات نگاه می کند. به همین دلیل این ارزش را به محصول اضافه نمی کند (مورگان<sup>۵</sup> ۲۰۰۸). میسینلی و بلایندر ۱۹۹۱ دریافته اند که این هزینه های مختلف متوسط نگهداری موجودی نزدیک به ده درصد از ارزش سهام موجودی در سال است. براساس این نظریه، انگیزه های مختلف برای نگهداری موجودی به اندازه کافی مفید نیست و بنابراین داشتن یک دوره نگهداری موجودی صفر، سوددهی شرکت را نسبتاً افزایش خواهد داد.

<sup>1</sup> Blinder and Maccini

<sup>2</sup> Speculative motive

<sup>3</sup> Morgan

<sup>4</sup> Just-in-time

<sup>5</sup> Morgan



سیستم JIT دوره نگهداری موجودی صفر را تضمین کرده و فقط برای مواد زمانی که آن‌ها برای تولید ضروری هستند را سفارش می‌دهد. این از هزینه نگهداری موجودی جلوگیری کرده و اجازه می‌دهد که شرکت‌ها به سوددهی بالاتری برسند؛ بنابراین، در مقایسه با روش‌های سنتی مدیریت موجودی، سیستم JIT خواستار سفارش‌ها مکرر بخش و قطعات کوچک است. یکی از تفاوت‌های قابل توجه بین سیستم‌های سنتی مدیریت موجودی ذخیره احتیاطی مواد (ذخایر مواد اولیه و کالاهایی که به منظور تقلیل نوسان قیمت‌های محصولات اولیه نگهداری شده‌اند) است. ذخیره احتیاطی مواد در سیستم JIT به طور کامل جلوگیری شده است. به دلیل اتکای بر تولید به موقع، زمانی که مواد مورد نیاز است، اینطور استدلال شده که برای اجرای موفقیت آمیز سیستم JIT یک شرکت باید یک رابطه نزدیک با عرضه‌کنندگان خود ایجاد کنند (یونس و همکاران، ۲۰۰۷). شرکت‌هایی که اجرای موفقیت آمیز سیستم JIT داشتند صرفه‌جویی قابل توجهی را در هزینه، گزارش کرده‌اند. به گفته جانسون<sup>۲</sup> (۱۹۸۶)، هیولت پاکارد موجودی خود را بعد از اجرای سیستم JIT به بیش از ۵۰ درصد کاهش دادند. همچنین، جنرال موتورز با به‌کارگیری تکنیک JIT هزینه‌های موجودی خود را از ۸ میلیارد دلار به ۲ دلار کاهش داد. باین‌حال، برخی مطالعات نشان داد که JIT ممکن است همیشه به بهبود سودآوری مالی یک شرکت منجر نشود (احمدوپالتچر، ۲۰۰۴). همچنین شریدان (۱۹۸۹) به نتیجه دست یافت که JIT در میان شرکت‌های بزرگ بسیار شایع‌تر از شرکت‌های کوچک متوسط می‌باشد.

#### ۵- تئوری وابستگی بین دوره حساب‌های دریافتنی و سودآوری

هدف اصلی یک شرکت این است که از تأمین کنندگان خرید می‌کند و پس از آن به مشتریان می‌فروشد. بارکارت و النگنس<sup>۳</sup> (۲۰۰۴) مطرح کردند که عرضه کنندگان نه تنها کالا و خدمات می‌فروشند، بلکه مقادیر زیادی از اعتبار را نیز گسترش می‌دهند. نظریه‌های بسیاری توسط محققان در توضیح این که چرا شرکت‌ها اعتبار تجاری به مشتریان خود ارائه می‌دهند، داده شده است (نوربین و رفت ۱۹۹۵). به هر حال همان طور که ماک و فرانک<sup>۴</sup> (۲۰۰۵) استدلال کرده‌اند، تئوری‌ها قادر به توضیح کامل استفاده گسترده از اعتبار تجاری نیستند.

##### ۵-۱- تئوری تأمین مالی<sup>۵</sup>

این نظریه ارتباط مثبت بین دوره حساب‌های دریافتنی و سودآوری را پیش‌بینی می‌کند. می‌توان بیان کرد تأمین کنندگان به‌صورت فروش اعتباری موقعیت مؤسسات مالی و در نتیجه توسعه مالی به مشتریان را گسترش می‌دهند. آن‌ها نظریه تأمین مالی را صرفاً اعطا یا اعتبار در زمینه‌های مالی می‌پندارند، بنابراین مشاهده اعتبار تجاری به عنوان یک جایگزین برای تأمین مالی است (باتاچاریا<sup>۶</sup> ۲۰۰۸).

نظریه‌های مالی حساب‌های دریافتنی، سودآوری شرکت‌ها را به ایجاد یک رابطه مشتری خوب بهبود می‌بخشد. یک رابطه خوب بین عرضه‌کننده کالا مشتری ممکن است سودآوری را افزایش دهد زیرا فروش آینده را تضمین می‌کند. همچنین، این منجر به افزایش در سوددهی خواهد شد زیرا مشتریان برای خرید بیشتر جلب خواهند شد.

##### ۵-۲- تئوری تضمین کیفیت<sup>۷</sup>

<sup>1</sup> Younies

<sup>2</sup> janson

<sup>3</sup> Burkart and Ellingsen

<sup>4</sup> Maksimovic and Frank

<sup>5</sup> Financial theory

<sup>6</sup> Bathula , H

<sup>7</sup>Quality guarantee theory



این نظریه سعی دارد، عدم تقارن اطلاعات بین فروشنده و خریدار کاهش دهد. طبق این نظریه شرکتها اعتبار تجاری را به مشتریان خود عرضه می کنند تا به آنها بتوانند میزان کیفیت محصولشان را تایید کنند. این بدان دلیل است که خریداران، به ویژه خریداران جدید هیچ گونه آگاهی از کیفیت محصول ندارند. ضمانت محصول به ویژه از این نظر برای فروشندگان مهم است که به تسهیل خریدهای آتی کمک خواهد کرد. ضمناً به کاهش ابهامات در مورد محصول از طریق کسب رضایت خریدار نسبت به محصول، قبل از آن که پرداخت انجام شود، کمک خواهد کرد که این کار خود به جلوگیری از مجادلات بعدی منجر می گردد.

در نتیجه مشتری که از کیفیت کالا راضی نیست می تواند از پرداخت بهای آن خودداری کند و سپس کالا را به تأمین کننده برگرداند. در صورت برگشت کالا روش عدم پرداخت بهای آن باعث صرفه جویی در وقت و منابع برای فروشنده و خریدار می شود، از این نظر که باعث پرهیز از وضعیتی خواهد شد که مشتری ناچاراً تقاضای استرداد وجه خود را بکند که می تواند روند طولانی و پرهزینه ای را داشته باشد.

در تدوین وضعیت ممکن قبل از آنکه معایب کالا ثابت شود، تهیه کننده ممکن است به دلیل ورشکستگی کار را تعطیل کند. به دنبال این استدلال، این بحث پیش می آید که بنگاه های کوچک یا متوسط و شرکت های جدید در مقایسه با شرکت های بزرگتر و قدیمی، تمایل داشته باشند اعتبار بیشتری را عرضه کنند. دلیل آن این است که ناچار هستند در مورد کیفیت کالای خود کسب اعتبار کنند. در ضمن مشتریان محصول که تاییدشان دشوار است و یا نیاز به زمان بیشتری برای تایید کیفیت دارند، درخواست اعتبار تجاری بیشتری خواهند کرد. نظریات خاصی علیه نظریه ضمانت کیفیت در مورد اعطای اعتبار تجاری وجود دارد.

اولاً در صورتی که بنگاه های کوچک یا متوسط و شرکت کنندگان جدید برای اثبات کیفیت کالای خود اعتبار تجاری ارائه دهند، در این صورت هرگاه این کالا در بازار جایگاه محکمی پیدا کند، چه اتفاقی می افتد؟

بر اساس این نظریه باید در میزان اعتبار تجاری ارائه شده کاهشی صورت بگیرد. هرچند تحقیقات دریافته است که این پدیده عملاً اتفاق نمی افتد بلکه مدت اعتبار ادامه می یابد که نهایتاً یک ضابطه می شود.

نظریه مخالف دیگر این است که در مورد کالای فاسد شدنی هیچ گونه اعتبار تجاری نباید داده شود؛ زیرا دوام آنها چند روز بیش نیست و دیگر اینکه فرصت لازم برای تعیین کیفیت این محصولات وجود ندارد؛ چنین پیدا است که در عمل دوره پرداخت بهای محصولات فاسد شدنی به اندازه محصولات فاسد نشدنی طولانی است.

در ضمن تحقیق به عمل آمده توسط زی و وی در سال ۱۹۹۷ هیچ گونه حمایت تجربی هماهنگی برای نظریه ضمانت کیفیت از طریق داده های آنها به دست نداد. نظریه ضمانت کیفیت در مورد حساب های دریافتنی می تواند بر میزان سوددهی شرکتها اثر بگذارد. به دلیل اینکه به مشتریان فرصت داده می شود تا قبل از پرداخت نهایی محصولات را ارزیابی کنند این کار می تواند در افزایش اعتماد آنها به شرکت مفید باشد.

به علت خریدهای مکرر، داشتن اعتماد به شرکت می تواند میزان سوددهی را بالا ببرد. علاوه بر این چون فرصت دادن به مشتریان برای تایید کیفیت محصولات، اعتبار خوبی را به وجود خواهد آورد، میزان سوددهی شرکتها می تواند افزایش یابد.

### ۳-۵- تئوری هزینه معاملات<sup>۱</sup>

این نظریه در سال ۱۹۸۱ توسط فریس<sup>۱</sup> به وجود آمد تا این واقعیت را بیان کند که هدف از اعتبار تجاری این است که کارایی های عملیاتی را بهبود بخشد. به گفته ایمری<sup>۲</sup> (۱۹۸۷) انگیزه هزینه معامله در جهت توسعه اعتبار تجاری، صرفاً بر اثر تمایل به

<sup>1</sup> Transaction cost theory



بهبود انعطاف پذیری عملیاتی به وجود می آید که می تواند مشوق سوددهی بیشتر شود. بنا بر نظریه هزینه معاملات، شرکتها به منظور کاهش هزینه معاملات بین خود که می تواند منجر به افزایش میزان سوددهی گردد، در اعتبار تجاری مشارکت می کنند. (باتاچاریا ۲۰۰۸)

بدون اعتبار تجاری، شرکتها ملزم به پرداخت هزینه حمل کالا و همچنین خدمات خواهند شد. یک شرکت با قبول شرایط پرداخت قادر است دوره خریدهای خود را از دوره پرداختها متمایز کند. این امر کمک می کند برای پرهیز از موقعیتی که شرکتها ممکن است دائما برای خرید کالا و خدمات ناچار شوند، ترتیباتی اتخاذ شود. با وجود آنکه پرداخت فوری هنگام خرید در مورد معاملات دوره ای و منظم عاقلانه می باشد، در موقعیت هایی که داد و ستد بین فروشنده و خریدار مکرر است، هزینه مربوطه می تواند قابل ملاحظه باشد. هر شرکتی با مجزا کردن خریدها از پرداختها و همچنین با توافق بر سر مهلت معین پرداخت، می تواند برنامه ریزی کرده و منابع مالی خود را با قطعیت مدیریت کند (شوارتز ۱۹۷۴).

در نبود اعتبار تجاری، شرکتها ممکن است به عنوان پیش گیری برای پرداختها در قبال درخواست غیرمنتظره کالا، مجبور به نگهداری مبالغ کلانی بشوند. استو و گهر در سال ۱۹۸۵ عقیده دارند مجزا کردن پرداختها از قسمت حمل کالا خطر سرعت پول را کاهش داده و در نتیجه منجر به سوددهی بیشتر می شود.

علاوه بر این، شرکت هایی که با نوسانات شدید درخواست مواجه هستند می توانند با تنظیم برنامه، تولید را روان کرده، بر کاهش قیمت اثر بگذارد و اعتبار تجاری را به کار گیرند. با این حال به گفته باتاچاریا در سال ۲۰۰۸، به کارگیری اعتبار تجاری کمترین راه حل هزینه می باشد. با استفاده از اعتبار تجاری، فروشنده قادر است در زمان افت تقاضا که می تواند منجر به افزایش میزان سوددهی گردد، بر فروش اثر بگذارد. در هنگامی که فروش رو به نزول است، اعتبار تجاری را آرام می کند و در زمانی که فروش در حال صعود است آن را مهار کند. در این مورد، اعتبار تجاری به عنوان یک مکانیزم پاداش برای مشتریانی اعمال می شود که در زمان افت تقاضا به این کالا و خدمات روی خوش نشان می دهد. در تحقیقی که توسط لانگ و دیگران در سال ۱۹۹۳ در حمایت از این بحث انجام گرفت، آن ها دریافتند که شرکت هایی که دارای تقاضای متغیر می باشند در مقایسه با شرکت های دارای تقاضای ثابت، اعتبار تجاری طولانی مدتی را اعطا می کند. در ضمن یک شرکت می تواند با استفاده از اعتبار تجاری، هزینه انبارداری خود را در نگهداری موجودی کالا کاهش دهد. در صورتی که هزینه نگهداری موجودی بالا باشد، فروشنده می تواند با اعطای شرایط سخاوتمندانه اعتباری به خریداران، آن ها را به خرید موجودی تشویق کند. در این حالت کاهش هزینه های انبارداری می تواند سوددهی را بهبود بخشد. با این حال باید توجه داشت و اطمینان حاصل شود از اینکه هزینه جزئی نگهداری حساب های دریافتی کمتر از هزینه نگهداری موجودی کالا باشد. ایرادی که بر نظریه هزینه معاملات به خاطر به کارگیری اعتبار تجاری وارد است، این واقعیت است که با استفاده از پرداخت های دوره ای، کاهش هزینه معاملات را در پی دارد. در حالی که به دلیل روش های گوناگون و سنتی پرداخت، این نظریه در دهه ۱۹۸۰ معتبر بود، با ظهور فن آوری که به روش های بهتر پرداخت منجر شده است، جای سوال است که آیا کاهش هزینه معامله همچنان یک قضیه معتبری برای استفاده از اعتبار تجاری می باشد یا خیر. سرانجام ارتباط بین حساب های دریافتی و میزان سوددهی از دیدگاه نظریه هزینه های معامله بین تهیه کننده و مشتری ناشی می شود.

#### ۴-۵- تئوری تبعیض قیمت<sup>۲</sup>

این نظریه بر این فرضیه مبتنی است که فروشنده می تواند با قیمت های کاملا متفاوتی و بدون تغییر دادن قیمت اصلی محصول یا خدمات، اقدام به فروش آن ها به دو خریدار مختلف کند. به بیانی دیگر یک شرکت با ارائه سطوح مختلف اعتبار تجاری،

<sup>1</sup> Fraser

<sup>2</sup> Emery

<sup>3</sup> Price discrimination theory





نهایتاً با قیمت‌های مختلفی اقدام به فروش می‌کند. آن مشتری که اعتبار طولانی مدت تری را دریافت می‌کند، در مقایسه با مشتریان دیگر در عمل بهای کمتری را می‌پردازد. این فرضیه به این دلیل اهمیت زیادی دارد که مشتریان گوناگون هستند و دیگر این که فروشی که با قیمت‌های مختلف و مبتنی بر خصوصیات مختلف مشتریان باشد راحت‌تر است. دو دلیل وجود دارد برای اینکه چرا شرکت‌ها به جای تخفیف مستقیم در قیمت‌ها، به عنوان یک شکل تبعیض قیمت به اعتبار تجاری روی می‌آورند. دلیل اول این که به علت محدودیت‌های بازار و نظارت بر اعمال تبعیض قیمت، شرکت‌ها فقط از طریق استفاده غیر مستقیم از اعتبار تجاری می‌توانند این نظریه را اجرا کنند. به نقل از ایمری<sup>۱</sup> در سال ۱۹۸۷، توسعه اعتبار تجاری فروشنده را قادر می‌سازد تا به طور ذاتی محدودیت‌های قیمت را زیر پا بگذارد. دلیل دوم آن است که در یک بازار رقابتی، کاهش مستقیم قیمت توسط رقیبان نزدیک، تلافی خواهد شد که در نتیجه باعث جنگ قیمت‌ها خواهد شد. به همین دلیل شرکتی که در بازار رقابتی مایل به افزایش فروش است، با استفاده از اعتبار تجاری می‌تواند اقدام به این کار کند.

به نقل از باجاری<sup>۲</sup> (۲۰۰۸) و پیترسون و راجان (۱۹۹۷)، شرکت‌هایی که از تفاوت بین فروش\_ هزینه بهره می‌برند، از نظریه تبعیض قیمت اعتبار تجاری سود می‌برند. به علت تفاوت سود بیشتر در مقایسه با شرکت‌های حاضر در بازار، چنین شرکتی می‌تواند به منظور کنترل بیشتر بر فروش از طریق اعتبار تجاری که به سوددهی بیشتری منجر می‌شود، به طور موثری قیمت‌های خود را کاهش دهد. توضیح دیگر نظریه تفاوت قیمت، استفاده از اعتبار تجاری به عنوان روشی برای پرداخت کمک هزینه قیمت پرداختی بابت محصولات و خدمات توسط مشتریان پر خطر می‌باشد.

به دلیل میزان سود ضمنی مرتبط با اعتبار تجاری، طبعاً این روش برای مشتریان پر خطری که از طرف موسسات مالی از اعتبار محروم شده اند و یا مجاز به دریافت وام با هزینه زیاد می‌باشد قابل توجه است. از این رو چنین شرکت‌هایی مایل به قبول اعتبار تجاری از تهیه کنندگان کالا خواهند بود. شواهد به دست آمده از بانرجی در سال ۲۰۰۷ تایید می‌کند که اعتبار تجاری با تخفیف مشکلات پولی مشتریان پر خطر، به نحو موثرتری تفاوت قیمت را به نفع آنان قایل می‌شود؛ بنابراین استفاده از اعتبار تجاری برای کمک به مشتریان پر خطر ممکن است در ارتباط با میزان سوددهی برای تهیه‌کننده مخاطره‌آمیز باشد. به این علت که مشتریان پر خطر تمایل بسیار زیادی برای عدم پرداخت حساب خود دارند، بنابراین اتفاق، دیون افزایش یافته و باعث کاهش میزان سوددهی می‌شود. مشکل دیگر این نظریه این است که به هیچ وجه برای ریسک پایین و مشتریان دائمی سودمند نیست. به دلیل این واقعیت که مشتریان می‌توانند به راحتی از موسسات مالی اعتبار ارزان‌تری را دریافت کنند، همه نوع احتمالی وجود دارد برای اینکه آن‌ها هر نوع اعتبار تجاری را رد کنند؛ بنابراین عاقلانه این است که شرکت‌ها به طور گزینشی و فقط برای منظور محدودی تقاضای اعتبار تجاری کنند. در خاتمه این بحث مطرح می‌شود که شرکتی که تفاوت قیمت را در حساب‌های دریافتی اعمال می‌کند با دادن مدت بیشتر اعتبار مبتنی بر سوددهی جزئی به هر مشتری می‌تواند میزان سوددهی را بهبود بخشد.

### ۵-۵- تئوری تفاوت محصولات<sup>۳</sup>

بنابر نظریه تفاوت محصولات، اعتبار تجاری می‌تواند مانند هر وسیله ارتقا فروش دیگری، برای فروش و نتیجه سوددهی مورد استفاده قرار بگیرد. این روش برای متمایز کردن محصولات یک شرکت از محصولات شرکت‌های رقیب به کار می‌رود. با اعطای اعتبار تجاری، یک شرکت قادر است مشتریان را متقاعد سازد به اینکه محصولاتش ارزش بیشتری را در قبال پول آن‌ها ارائه می‌دهد و اینکه سود بیشتری از تشویق به خرید محصولات یا خدمات می‌تواند عاید شود. این نظریه متذکر می‌شود که شرکت‌ها می‌توانند با اعطای اعتبار تجاری بیشتر میزان سوددهی خود را افزایش دهند. تحقیق قبلی رابطه مثبتی را بین سطح اعتبار تجاری و سود جزئی به دست آورد. (پیترسن و راجان، ۱۹۹۷)

<sup>1</sup> Emery G.W.,

<sup>2</sup> Bathula , H

<sup>3</sup> Product differentiation theory



تا آنجا که به تهیه کننده مربوط می شود، توضیح دیگر نظریه تفاوت محصولات، توانایی آن در حفظ رابطه طولانی مدت با مشتریان است که می تواند میزان سوددهی را بهبود بخشد. شرکتها با اعطای اعتبار تجاری می توانند گروهی از مشتریان دائمی خود را حفظ کنند. حفظ مشتریان دائمی در قالب بهبود سوددهی منافع آتی را در بردارد زیرا فروش های آتی بیشتری را در رابطه با مشتریان فعلی و همچنین مشتریان خاص موجب خواهد شد. اعتبار تجاری، در این مقطع، به عنوان یک سرمایه گذاری بر روی مشتریانی مدنظر است که قرار نیست عایدات فوری را موجب شوند بلکه مانند دیگر ابزار ارتقای فروش در دراز مدت، سوددهی آتی را باعث می شود؛ بنابراین، مشابهت بین اعتبار تجاری و دیگر شکلهای ارتقای فروش تفاوت هایی در کاربرد و انگیزه ی پشت سر آنها وجود دارد (باچاری<sup>۱</sup> ۲۰۰۸). اعتبار تجاری در مورد مشتریان انفرادی، به کار گرفته می شود، در حالی که شکل های سنتی ارتقای فروش متوجه تمامی بازار و یا بخشی از بازار است.

#### ۶-۵- تئوری قدرت بازار<sup>۲</sup>

تئوری قدرت بازار مربوط به حساب های دریافتنی در جایی است که مشتری درمقایسه با تأمین کنندگان کالا و خدمات دارای قدرت بیشتری می باشد. این برتری ناشی از تجارت مشتری است که بخش عمده ی درآمد تأمین کننده را تشکیل می دهد. مشتری قدرتمند از تأمین کنندگان خود تقاضای اعتبار بیشتری خواهد کرد که کمکی برای بهبود سوددهی می باشد (بانرزی<sup>۳</sup> ۲۰۰۷). منبع دیگر قدرت مشتری در نابرابری تعداد مشتری و تأمین کننده است؛ به طوری که تعداد تأمین کنندگان متعدد بوده اما تعداد مشتریان بسیار اندک است که مشتری گزینه های زیادی برای انتخاب دارد. در چنین حالتی، رقابت بین تأمین کنندگان بازار به بیشتر شدن اعتبار تجاری کمک خواهد کرد. ویلسون و سامرز<sup>۴</sup> در سال ۲۰۰۲ در تحقیق خود به رابطه ی مثبتی بین قدرت مشتری و اعتبار تجاری دست یافته اند. رابطه قدرت بازار بین شرکت و تأمین کننده می تواند بر سوددهی اثر داشته باشد. شرکتی که دارای قدرت بیشتر بر تأمین کننده باشد می تواند شرایط اعتباری دلخواه را تقاضا کند که خود به بهبود سوددهی کمک خواهد کرد.

ضمناً شرکتی که دارای رابطه ی ضعیفی با تأمین کنندگان داشته باشد به دلیل آنکه تهیه کننده ممکن است شرایط اعتباری نامطلوبی را مطرح کرده و یا تقاضای پرداخت مستقیم کند، می تواند شاهد افت سوددهی باشد. از آنجا که شرایط نامطلوب اعتبار شرکت را مجبور به انصراف از تعهدات، ارتقای سوددهی و یا اقدام به اخذ وام های سنگین خواهد کرد، خود می تواند باعث کاهش سوددهی گردد. در عین حال بحثی در زمینه ی رابطه ی منفی قدرت بازار و اعتبار تجاری نیز وجود دارد. مشتری دارای قدرت بیشتر در بازار، جایگاه مالی خوبی خواهد داشت و در نتیجه خواستار اعتبار تجاری کمتری از تأمین کننده خواهد بود. این بدان دلیل است که چنین شرکتی می تواند از طریق موسسات مالی سنتی تر به اعتبار دسترسی داشته باشد.

#### ۶-۶- تئوری هایی در مورد ارتباط بین حساب های پرداختنی و میزان سوددهی

در بین شرکت هایی که به دنبال دریافت کمک های مالی هستند، معمول است به موسسات مالی روی آورند. با این وجود، مدارکی مبتنی بر به کارگیری گسترده از اعتبار تأمین کنندگان توسط مشتریان وجود دارد. به عقیده ی دیلوف و جیکرز سال ۱۹۹۹، حساب های قابل پرداخت نه تنها برای دیون بانکی کوتاه مدت، بلکه همچنین برای دین مالی بلند مدت گزینه ی مهمی به شمار می آیند.

#### ۶-۱- تئوری استقراض<sup>۵</sup>

<sup>1</sup> Bathula

<sup>2</sup> Market power theory

<sup>3</sup> Banerjee

<sup>4</sup> Wilson

<sup>5</sup> Financial theory



این نظریه ناکارآمدی بازار مالی را علت عدم مراجعه برخی از شرکتها به موسسات مالی می‌داند. شرکتها برای کسب اعتبار لازم رو به تأمین کنندگان خود می‌آورند (کهپلر<sup>۱</sup> ۲۰۰۰). به علت همین ناکارآمدی‌های بازار، همه شرکتها به طور یکسان دسترسی دریافت اعتبار از موسسات مالی را ندارند.

از دید موسسات مالی بعضی شرکتها، به‌ویژه شرکت‌های کوچک و یا متوسط پر مخاطره هستند. در نتیجه از دادن اعتبار به آنها خودداری می‌شود. از این رو چنین شرکت‌هایی به ناچار هر گونه اعتبار پیشنهادی از سوی تأمین کنندگان خود را با کمال میل می‌پذیرند. با این روند، این بحث مطرح می‌شود که شرکت‌های دارای دسترسی بیشتر به بازارهای مالی با قرض گرفتن از موسسات مالی و سپس اعطای آن به مشتریان در قالب اعتبار تجاری به‌عنوان میانجی عمل می‌کنند.

بنابراین طبق نظریه استقراض اعطای اعتبار تجاری بستگی زیادی به دسترسی به بازار مالی هر دو طرف، یعنی تأمین‌کننده و مشتری خواهد داشت. تاثیر این نظریه بر حساب‌های پرداختی بر میزان سوددهی شرکتها نیز اثر خواهد داشت. به این دلیل که شرکت‌های محروم از دستیابی به بازارهای اصلی، برای تأمین بودجه تجارت خود ممکن است مجبور شوند به اعتبار تهیه‌کنندگان متکی شوند که این امر می‌تواند بر میزان سوددهی اثر بگذارد. ضمناً توانایی انجام خرید بدون پول نقد به این معنی است که شرکتها می‌توانند این پول را در سایر معاملات پرخطر سود ده سرمایه‌گذاری کنند. با این حال به علت کمبود تخفیف‌های ارائه شده توسط تهیه‌کنندگان، نظریه استقراض حساب‌های پرداختی ممکن است به کاهش میزان سوددهی شرکتها منجر شود. تهیه‌کنندگان به طور طبیعی تخفیف‌های نقدی را در مورد پرداخت‌های فوری ارائه می‌دهند؛ بنابراین تقاضای اعتبار به معنی آن است که چنین پس‌اندازهایی در تخفیف نقدی ممکن است از دست برود.

#### تئوری نقدینگی<sup>۲</sup> -۲-

این نظریه مطرح می‌کند که به چه علت بعضی از شرکتها مایلند حداکثر اعتباری را که به آنها داده می‌شود را بپذیرند. طبق این نظریه، شرکت‌های دارای نقدینگی بیشتر مایل به ارائه اعتبار تجاری هستند، ضمناً بر اساس این نظریه شرکت‌های کوچک و یا متوسط اعتبار بیشتری از هم‌تایان بزرگتر خود مطالبه می‌کنند (نلسون ۲۰۰۲) این بدان دلیل است که به طور متوسط شرکت‌های بزرگ در مقایسه با شرکت‌های کوچک به علت دسترسی بیشتری به موسسات مالی، دارای نقدینگی بیشتری هستند. شرکت‌های بزرگتر به دلیل پایگاه جانبی خود احتمال بیشتری نسبت به شرکت‌های کوچک و یا متوسط برای دریافت اعتبار دارند. نوع دیگر نظریه نقدینگی این است که شرکت‌های دارای جریان نقدینگی منفی و یا افت فروش احتمال بیشتری برای تقاضای اعتبار تجاری دارند. (پیترسون و راجان ۱۹۹۷) جریان نقدینگی منفی به معنی آن است که مخارج بیشتر از عایدات می‌باشد. شرکت‌های دچار این وضعیت به دلیل نبود پول نقد قادر به انجام خرید نقدی نخواهند بود. در این صورت چاره‌ای نخواهند داشت جز این که به‌عنوان تنها گزینه پیشرو به اعتبار تجاری متوسل شوند. علاوه بر این شرکتی که دارای افت فروش است دارای عایدات پولی کمتری بوده و در نتیجه در برآورده کردن تعهدات مالی کوتاه مدت تا میان مدت خود در موعد مقرر با مشکل مواجه خواهد شد. چنین شرکتی از پرداخت هرگونه مخارج از طریق وجه نقد اجتناب خواهد کرد. هم‌چنان که قبلاً ذکر شد در زمان خط مشی پولی محدود، اعتبار تجاری، کاهش اعتبار صادره از موسسات مالی را جبران خواهد کرد.

نلسون در سال ۲۰۰۲ در تحقیق خود دریافت که شرکت‌های کوچک و یا متوسط با اخذ وام بیشتر از تأمین کنندگان به انقباض پولی واکنش نشان می‌دهند. به دلیل رابطه متقابل منفی بین وام‌دهی موسسه مالی و اعتبار تجاری، این بحث مطرح می‌شود که داشتن رابطه‌ی خوب با بانکها، به‌کارگیری اعتبار تجاری را محدود خواهد کرد. راجان و پیترسون در سال ۱۹۹۴ دریافتند که شرکت‌های دارای رابطه بانکی طولانی هستند، اتکای کمتری به اعتبار تجاری دارند. نظریه نقدینگی، رابطه‌ی بین

<sup>1</sup> Kohler

<sup>2</sup> Liquidity theory



حساب‌های پرداختی و میزان سودآوری شرکت‌ها را توجیه می‌کند. علت این است که شرکتی که دارای مشکلات نقدینگی می‌باشد، ممکن به منظور استفاده از آن پول برای پرداخت سایر صورت حساب‌ها در موعد مقرر، پرداخت وجه به تهیه‌کنندگان را به تعویق بیندازد که این کار می‌تواند میزان سودآوری را بهبود ببخشد.

### ۳-۶- تئوری درماندگی مالی<sup>۱</sup>

نظریه درماندگی مالی مربوط به حساب‌های پرداختی از "فرصت طلبی خریدار" نشات می‌گیرد. این نظریه‌ی اعتبار تجاری متذکر می‌شود که یک تأمین‌کننده دچار درمانده مالی مجبور می‌شود تا اعتبار تجاری بیشتری را به مشتریان خود ارائه دهد. شرکت دچار درمانده مالی دارای وضعیت داد و ستدی ضعیف‌تر از آن خواهد تا بتواند به طور موثری خط مشی اعتبار تجاری خود را دنبال کند. همچنین می‌توان یادآور شد، تئوری های مالی بالا نشان می‌دهد که تأمین کنندگان کنترل بیشتری بر مشتریان خود از طریق تهدید به قطع تأمین کنندگان دارند. با این حال، یک تأمین‌کننده در یک بحران مالی در موقعیت ضعیف‌تری برای اجرای چنین سیاستی خواهد بود. با توجه به این نقاط ضعف، مشتریان یک شرکت با شرایط مالی بحرانی، اعتبار بیشتر تقاضا خواهند کرد. نه تنها این، بلکه چندین امتیازات دیگر از جمله تخفیف بزرگ‌تر (باتاچاریا<sup>۲</sup> ۲۰۰۸) مشتریان درخواست خواهند کرد. همان‌طور که توسط باتاچاریا (۲۰۰۸) استدلال شد، وقتی که مشتری یکی از مشتریان اصلی است؛ رفتار فرصت‌طلبانه از مشتری برجسته‌تر می‌شود. وینر، ۲۰۰۲ همچنین دریافت که چنین شرکت‌هایی جرأت نشان دادن تاخیر در پرداخت هزینه را ندارند. پترسون و راجان (۱۹۹۷) اثبات تجربی است که شرکت‌ها در بحران مالی اعتبار تجاری بیشتری ارائه می‌دهند.

در ادامه برخی از پژوهش‌های تجربی در اقتصادهای در حال توسعه و توسعه‌یافته انجام شده است. با توجه به تفاوت‌های موجود در فضای اقتصادی بین این دو اقتصاد، ضروری است تا به بررسی ادبیات و منابع موجود در زمینه‌ی این دو گروه از اقتصاد پرداخته شود.

### ۷- پیشینه تحقیق در اقتصادهای در حال توسعه

سلطانی و همکاران (۱۳۹۴) در تحقیقی با عنوان " بررسی تأثیر سرمایه در گردش و انعطاف پذیری مالی بر توان رقابتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران " به بررسی تأثیر سرمایه در گردش و انعطاف‌پذیری مالی بر توان رقابتی شرکت پرداختند نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که مدیریت سرمایه در گردش به طور گسترده‌ای بر توان رقابتی بازار و بهره‌وری عملیاتی تأثیرگذار است. توانایی سرمایه در گردش تأثیر مثبتی بر توان رقابتی در بازار محصولات دارد. ولی با کاهش توانایی سرمایه در گردش به سطح مشخصی، این تأثیرگذاری ضعیف خواهد شد.

علی نژاد سارکلایی و آئین (۱۳۹۳) در تحقیقی با عنوان " تأثیر سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش با توجه به محدودیت‌های تأمین مالی بر حساسیت جریان وجوه نقد " به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش را بر مبنای مدیریت سرمایه در گردش که شامل چهار متغیر، دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی‌ها، دوره واریز بستانکاران و چرخه تبدیل وجه نقد است، با توجه به محدودیت‌های تأمین مالی بر حساسیت جریان وجه نقد پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از این مطلب است که از بین معیارهای مدیریت سرمایه در گردش تنها تأثیر دوره وصول مطالبات، با توجه به محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان وجه نقد مثبت و معنی‌دار است؛ اما تأثیر دوره واریز بستانکاران، دوره گردش موجودی‌ها و چرخه تبدیل وجه نقد با توجه به محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان وجه نقد معنی‌دار نیست.

واعظ و همکاران (۱۳۹۲) در تحقیقی با عنوان " عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران " به بررسی عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته

<sup>1</sup> Financial distress theory

<sup>2</sup> Bathula



شده است. عوامل مؤثر در این پژوهش سودآوری، اهرم، مخارج سرمایه‌ای و تولید ناخالص داخلی در نظر گرفته شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد بین سودآوری، اهرم و مخارج سرمایه‌ای با چرخه‌ی تبدیل وجه نقد رابطه‌ی منفی و معناداری وجود دارد و بین تولید ناخالص داخلی و چرخه‌ی تبدیل وجه نقد رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. مالکی نیا و همکاران (۱۳۹۰) در تحقیقی با عنوان " رابطه بین استراتژی سرمایه در گردش و معیارهای سودآوری شرکت‌های خودرو، داروسازی و کانی بورس اوراق بهادار تهران " به بررسی ارتباط بین سیاست سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌های خودرو، داروسازی و کانی بورس اوراق بهادار تهران پرداختند نتایج این آزمون نشان می‌دهد بین سود هر سهم و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام با استراتژی مدیریت سرمایه در گردش رابطه معنی‌دار و مستقیم وجود ندارد، ولی بین استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش و نرخ بازده سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌دار مستقیم ولی نه چندان قوی وجود دارد. عباس زاده و همکاران (۱۳۸۹) در تحقیقی با عنوان " مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی شرکت‌ها در صنایع مختلف " به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد مالی شرکت‌ها در صنایع مختلف در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که رابطه میان مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی شرکت‌ها در صنعت ماشین‌آلات و تجهیزات به صورت معنادار نمی‌باشد در حالی که نتایج دو صنعت خودرو و ساخت قطعات و مواد و محصولات دارویی نتایج نشان داد که رابطه مثبت و بسیار معناداری میان مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌ها وجود دارد.

دونگ و سو نیز<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) رابطه بین اجزای مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در بازار سهام ویتنام مورد بررسی قرار داد آن‌ها یک همبستگی منفی معنی‌داری را بین سه جزء از مدیریت سرمایه در گردش (دوره نگهداری موجودی، دوره حساب‌های دریافتی و چرخه‌ی تبدیل وجه نقد) را گزارش کردند؛ بنابراین این نتایج رابطه معکوس بین دوره زمانی فروش موجودی با سودآوری را نشان می‌دهد. همچنین افزایش یا کاهش در حساب‌های دریافتی، سوددهی شرکت را به طور قابل توجهی تحت تأثیر قرار خواهد داد. ضریب چرخه تبدیل وجه نقد نشان می‌دهد زمانی که چرخه تبدیل وجه نقد طولانی‌تر است، سودآوری کمتر رخ می‌دهد و مدیران می‌توانند با کاهش چرخه تبدیل وجه نقد به ارزشی معقول برای سهامداران خود برسند.

راهیمن و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) رابطه‌ی بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در بازار بورس کراچی مورد بررسی قرار دادند. آن‌یک رابطه معنی‌داری را بین دوره‌ی نگهداری موجودی و سودآوری شرکت‌ها پیدا کردند. نتایج آنان نشان می‌دهد که ضریب منفی دوره‌ی نگهداری موجودی نشان می‌دهد که شرکت‌ها می‌توانند سود خود را با کاهش دوره نگهداری موجودی بهبود بخشند. همچنین دوره‌ی حساب‌های دریافتی منفی بوده و به‌طور غیر معنی‌داری مرتبط با سودآوری است. همچنین مشخص شد که ضریب مثبت حساب‌های پرداختی، دلالت دارد بر اینکه طولانی شدن دوره پرداخت، سوددهی را افزایش می‌دهد. چرخه تبدیل وجه نقد و سودآوری رابطه منفی در سطح یک درصد اهمیت دارد و در نتیجه کاهش چرخه تبدیل وجه نقد، سود بیشتری برای یک شرکت تولیدی ایجاد خواهد کرد.

ماتهووا<sup>۳</sup> (۲۰۱۰) با به‌کارگیری یک نمونه از ۳۰ شرکت فهرست شده در بورس اوراق بهادار نایروبی دریافت که یک رابطه مثبت بسیار معنی‌داری بین زمان صرف شده برای تبدیل موجودی به فروش و سودآوری دست یافت. حفظ سطح موجودی بالا، باعث کاهش در هزینه‌های احتمالی در فرآیند تولید و از دست دادن کسب و کار به دلیل کمبود منابع می‌گردد. همچنین بیان می‌کند که رابطه منفی بین چرخه تبدیل وجه نقد و سودآوری به این معنی است که به حداقل رساندن سرمایه‌گذاری در دارایی‌های جاری می‌تواند در افزایش سودآوری مؤثر باشد که مستلزم عدم نگهداری طولانی مدت پول نقد در کسب و کار و در غیر این صورت برای شرکت سودآور باشد.

<sup>1</sup> Dong, H. P., and Su, J.

<sup>2</sup> Raheman A et al

<sup>3</sup> Mathuva, D



رامچندران و جاناکیرامن<sup>۱</sup> (۲۰۰۹) میلادی معیارهایی از شاخص سودآوری، شاخص استفاده و شاخص بهره‌وری را برای اندازه-گیری مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت صنعت کاغذ در هند در طی سال‌های ۱۹۹۷ و ۱۹۹۸ میلادی تا ۲۰۰۵ و ۲۰۰۶ میلادی به کار بردند. با به‌کارگیری یک نمونه‌ای از ۳۰ شرکت فهرست‌شده در بورس اوراق بهادار بمبئی، رابطه منفی و معنی‌داری بین دوره نگهداری موجودی و چرخه تبدیل وجه نقد با سودآوری پیدا کردند. از این رو پیشنهاد شد که شرکت‌های با سود کمتر، تمایل به کاهش موجودی حساب خود دارند تا فاصله پول خود را در چرخه تبدیل وجه نقد دوره حساب‌های دریافتی کاهش دهند. از سوی دیگر دریافتند که بین دوره حساب‌های دریافتی و دوره حساب‌های پرداختی با سودآوری یک رابطه مثبتی وجود دارد. این منجر به این نتیجه شد که یک شرکت بسیار سودآور، پرداخت‌هایش را به تأمین‌کنندگان به‌تأخیر می‌اندازد.

فلوپ و آجیلور<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) در پژوهشی تحت عنوان " به بررسی رابطه بین اجزای مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌ها در نیجریه پرداخته‌اند. آن‌ها بیان نموده‌اند که هر آنچه دوره نگهداری موجودی‌ها طولانی‌تر باشد، مدیریت سرمایه در گردش کمتر می‌باشد که در نتیجه سودآوری شرکت کمتر می‌گردد. در ارتباط بین دوره‌ی حساب‌های دریافتی و سوددهی، ادعای آن‌ها این است که سیاست‌های اعتباری محدودتر به‌طور بالقوه سودآوری شرکت را بهبود می‌بخشد. آن‌ها همچنین به این نتیجه رسیدند که ضریب منفی چرخه تبدیل وجه نقد نشان می‌دهد که شرکت‌های سودآور، چرخه تبدیل وجه نقد خود را به حداقل می‌رسانند. در حالی که نتایج آن‌ها رابطه‌ی مثبتی بین دوره‌ی حساب‌های پرداختی و سودآوری نشان می‌دهد که نشان می‌دهد هر چه پرداخت‌های یک شرکت به تأخیر بیفتد، مقدار بیشتری از سطوح مدیریت سرمایه در گردش حفظ و استفاده می‌شود تا این که میزان سودآوری را افزایش یابد.

راهیم و نصر<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) در پژوهشی تحت عنوان " رابطه بین اجزاء مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری را بررسی کرده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که هر آنچه زمان فروش موجودی بیشتر گردد اثر منفی بر روی سودآوری خواهد داشت. در رابطه بین دوره‌ی حساب‌های دریافتی و سودآوری، آن‌ها به این نتیجه رسیدند که سیاست‌ها و خط‌های یک شرکت اثر قابل توجهی بر سود شرکت دارد. همچنین با توجه به همبستگی بین دوره حساب‌های دریافتی و سودآوری، شرکت‌های با سودآوری کمتر، برای زمان طولانی‌تری جهت پرداخت صورت حساب در انتظار می‌مانند.

جنسن<sup>۴</sup> در سال ۲۰۰۷ میلادی، بهره‌وری اجزای مدیریت سرمایه در گردش را در صنعت تجهیزات مخابراتی در هند مورد تجزیه و تحلیل قرارداد. وی بر خلاف دیگر پژوهشگران، چرخه تبدیل وجه نقد را یکی از اجزای مدیریت سرمایه در گردش در نظر نگرفت. جنسن با به‌کارگیری درصد به‌عنوان معیاری از سودآوری شرکت برای نمونه‌ای از ۳۹۴ شرکت فهرست شده‌ی عمومی، یک رابطه‌ی منفی بین اجزای مدیریت سرمایه در گردش و درصد شرکت پیدا کرد. در نهایت همبستگی بین دوره‌ی حساب‌های پرداختی و سودآوری غیر معنی‌دار بیان کرد.

#### ۸- پیشینه تحقیق در کشور با اقتصادهای توسعه‌یافته

مون و جانگ<sup>۵</sup> (۲۰۱۵) در تحقیقی با عنوان "سرمایه در گردش، وجه نقد و سودآوری" به بررسی اثرات نقدینگی بر رابطه سرمایه در گردش و سودآوری در رستوران‌ها پرداخته‌اند. نتایج بیانگر این است که مدیریت سرمایه در گردش امری مهم در شرکت‌ها در زمان شرایط مالی ضعیف است و نتایج نشان می‌دهد رابطه U شکل بین سرمایه در گردش و سودآوری وجود دارد و همچنین سطح نقدینگی عامل مهمی برای کارآمد بودن مدیریت سرمایه در گردش است.

<sup>1</sup> Ramachandran, A., Janakiraman, M.,

<sup>2</sup> Falope O. I., and Ajilore O. T.

<sup>3</sup> Raheman and Nasr

<sup>4</sup> Jensen

<sup>5</sup> Mun and Jang



گراهام و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۴) تحقیقی را با عنوان "تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر عملکرد در چرخه های تجاری مختلف" بررسی کردند. [در این تحقیق] دریافته اند که اثر چرخه ی تجاری بر رابطه ی بین سرمایه در گردش و سودآوری در رکودهای اقتصادی نسبت به رونق های اقتصادی مشخص تر است. بعلاوه، نشان دادند که اهمیت مدیریت کارآمد صورت اموال و دوره ی های تبدیل حساب های وصولی در طول زمان رکود اقتصادی افزایش می یابد. نتایج نشان داد که مدیریت سرمایه در گردش فعال مهم است بنابراین باید در برنامه ریزی مالی شرکت ها گنجانده شود.

گیل و بیگر<sup>۲</sup> (۲۰۱۳) به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کار آیی مدیریت سرمایه در گردش می پردازند. نتایج به دست آمده نشان بهبود حاکمیت شرکتی از نقشی اساسی در بهبود کار آیی مدیریت سرمایه در گردش برخوردار می باشد نتایج کلی این تحقیق مبین آن است که حاکمیت شرکتی از نقشی اساسی در بهبود کار آیی مدیریت سرمایه در گردش برخوردار می باشد. گارسیا<sup>۳</sup> (۲۰۱۱) در تحقیق خود رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت ها را مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق ۲۹۷۴ شرکت بین سال های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۹ از بورس اوراق بهادار اروپا مورد بررسی قرار گرفتند. در این تحقیق از چرخه تبدیل وجه نقد، دوره گردش موجودی ها، دوره واریز بستانکاران، دوره وصول مطالبات، نسبت جاری، سود خالص عملیاتی، اندازه شرکت، نسبت بدهی و نسبت دارائی های مالی، استفاده شده بود. نتیجه حاکی از این شد می توانند با نگهداری سطح مطلوبی (فاصله زمانی) از چرخه تبدیل وجه نقد و اجزاء آن شامل: دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی و دوره واریز بستانکاران سودآوری شرکت را افزایش دهند.

گیل و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۰) رابطه بین اجزای مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری را بررسی کردند نتایج آن ها دوره نگه داری موجودی و چرخه تبدیل وجه نقد رابطه مثبتی با سودآوری نشان می دهد از طرفی به رابطه منفی و معنی داری بین دوره ی حساب های دریافتی و دوره حساب های پرداختی با سودآوری دست یافتند؛ بنابراین آن ها نتیجه گرفتند که مدیران با کاهش تعداد دوره حساب های دریافتی می توانند ارزشی را برای سهامداران خود ایجاد کنند. در نهایت نتایج آنان نشان می دهد که هرچه چرخه وجه نقد بالاتر باشد، سوددهی شرکت نیز بالاتر است.

سن و اوروک<sup>۵</sup> (۲۰۰۹) رابطه بین سطح بهره وری مدیریت سرمایه در گردش و بازده مجموع دارایی شرکت هایی که در ISE تجارت می کردند را مورد بررسی قرار دادند. آن ها به این نتیجه رسیدند که یک رابطه منفی بین دوره نگهداری موجودی، دوره حساب های دریافتی، چرخه تبدیل وجه نقد و بازده مجموع دارایی وجود دارد. بهرحال یک همبستگی مثبت معنی داری بین دوره حساب های پرداختی و بازده مجموع دارایی مشاهده شد.

نوبانه و علی تاجار<sup>۶</sup> (۲۰۰۹) رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری تعاونی ها را در ایالات متحده آمریکا مورد بررسی قرار دادند. آن ها به استثناء دوره نگه داری موجودی، یک رابطه منفی بین سودآوری و تمام اجزای دیگر مدیریت سرمایه در گردش پیدا کردند. آن ها بیان کردند که که کوتاه شدن دوره نگه داری موجودی می تواند هزینه سهام موجودی را افزایش دهد. این امر باعث از دست دادن فرصت های فروش و در نهایت ضعف سودآوری شرکت می شود. همچنین آنان به این نتیجه رسیدند که کوتاه شدن دوره حساب های دریافتی با سرعت بخشیدن مجموعه نتایج منجر به درآمد عملیاتی بالا به فروش و جریان های نقدی عملیاتی به فروش می شود. ضریب منفی حساب های پرداختی این مفهوم را می رساند که کاهش پرداخت به تأمین کنندگان باعث آسیب رساندن به شهرت اعتباری شرکت و سوددهی ضعیف آن می شود. ضریب منفی چرخه تبدیل وجه

<sup>1</sup> Graham et al

<sup>2</sup> Gill and Biger

<sup>3</sup> Garcia

<sup>4</sup> Gill and Biger

<sup>5</sup> Sen and Oruc

<sup>6</sup> Nobanee and Alhajjar



نقد منجر به این پیشنهاد شد که کوتاه شدن چرخه تبدیل وجه نقد با کاهش زمانی که پول نقد در چرخه وجوه نقد اثر می‌گذارد و باعث سودآوری بالای شرکت می‌شود.

نوبانی و الهاجر<sup>۱</sup> (۲۰۰۹) از یک پانل متشکل از ۲۱۲۳ شرکت غیر مالی ژاپن لیست شده در بورس اوراق بهادار توکیو برای دوره زمانی از ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۴ میلادی استفاده کردند تا ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری تعاونی را بررسی کنند. آن‌ها نتیجه گرفتند که مدیران می‌توانند سودآوری را با کوتاه شدن دوره نگهداری موجودی افزایش دهند. رابطه مثبت بین حساب‌های پرداختی و نسبت بازده سرمایه‌گذاری نشان داد که شرکت‌هایی که زمانی طولانی‌تری برای پرداخت صورت حساب‌شان صرف می‌کنند، دارای موقعیتی بهتری از جریان نقد و سودآوری بالاتری می‌باشند. ارتباط بین سودآوری و چرخه تبدیل وجه نقد منجر به این نتیجه شد که مدیران می‌توانستند میزان سودآوری را با کوتاه کردن چرخه تبدیل وجه نقد افزایش دهند.

سامی لوگا و دمیر جونز<sup>۲</sup> (۲۰۰۸) اثر مدیریت سرمایه در گردش در سودآوری شرکت را از نمونه‌ای از شرکت‌های تولیدی در بورس اوراق بهادار استانبول (ISE) برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۷ میلادی مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. آن‌ها دریافتند که با استفاده از درصد به‌عنوان معیاری از سودآوری شرکت که یک اثر منفی معنی‌داری از دوره نگهداری موجودی و دوره حساب‌های دریافتی روی سودآوری شرکت وجود دارد. نتیجه‌گیری آن‌ها این بود که رابطه منفی بین دوره حساب‌های دریافتی و سوددهی ممکن است به دلیل این واقعیت باشد که مشتریان زمان بیشتری نیاز دارند تا کیفیت محصولاتی که از شرکت‌ها با کاهش سودآوری خریداری می‌کنند را ارزیابی نمایند.

تروئل و سولونا<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) یک پانلی از ۸۸۷۲ شرکت را در طول دوره زمانی بین سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۲ میلادی جمع‌آوری کردند. تا اثر اجزای مدیریت سرمایه در گردش در سودآوری را پیدا کنند. آن‌ها با استفاده از بازده دارایی‌ها به‌عنوان معیاری از سودآوری شرکت، یک رابطه منفی معنی‌داری را بین دوره نگهداری موجودی، دوره حساب‌های دریافتی و چرخه تبدیل وجه نقد و سودآوری (SME) پیدا کردند؛ بنابراین بحث شد که می‌توان سودآوری شرکت را با کاهش تعداد دوره نگهداری موجودی بهبود داد. همچنین پیشنهاد شد که سیاست اعتباری با محدودیت بیشتر، زمان کمتری را به مشتریان می‌دهد تا سودآوری بهبودهای پرداختشان را ایجاد کنند.

کارلازایدیس و ترایفوندیس (۲۰۰۶) از یک نمونه از ۱۳۱ شرکت فهرست‌شده در بورس اوراق بهادار آتن (ASC) برای دوره زمانی بین سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۴ میلادی استفاده کرده تا ارتباط بین اجزای مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری را بررسی کنند. این پژوهشگران با به‌کارگیری سود ناخالص عملیاتی به‌عنوان معیاری از سودآوری شرکت، یک رابطه منفی غیر معنی‌داری بین دوره نگهداری موجودی و سودآوری پیدا کردند. آنان به ضریب منفی برای دوره حساب‌های دریافتی رسیدند و این نشان می‌دهد که مدیران می‌توانند با کاهش مدت اعتبار اعطا شده به مشتریان، سودآوری را بهبود بخشند.

دلوف<sup>۴</sup> (۲۰۰۳) میلادی با بررسی یک نمونه از ۱۰۰۹ شرکت غیرمالی بلژیک در طول دوره ۱۹۹۲-۱۹۹۶ یک رابطه منفی معنی‌داری بین سودآوری و تمام چهار جزء از مدیریت سرمایه در گردش را پیدا کرد و به این نتیجه رسید که مدیران با کاهش تعداد دوره نگهداری موجودی می‌توانند سودآوری شرکت را افزایش دهند. ضریب منفی دوره حساب‌های دریافتی به این معنی است که مشتریان زمان بیشتری را برای دسترسی به کیفیت محصولاتی که آن‌ها از شرکت‌هایی با سودآوری پائین

<sup>1</sup> Nobanee and Alhajjar

<sup>2</sup> Samiloglu and Demirgunes

<sup>3</sup> Garcia-Teruel and Martinez-Solano

<sup>4</sup> Deloof





خریداری می کنند نیاز دارند. رابطه منفی بین دوره حساب های پرداختی و سودآوری نشان می دهد که شرکت های سودآوری کمتر نیاز به زمان طولانی تری برای پرداخت صورت حسابشان دارند.

## ۹- نتیجه گیری

هدف این پژوهش مروری بر ادبیات سرمایه در گردش و سودآوری بود و به بررسی چارچوب های مختلف نظری اجزا چرخه وجوه نقد که عبارتند از دوره گردش موجودی کالا، دوره پرداخت حساب های پرداختی و دوره دریافت مطالبات با سودآوری پرداخته شد در ابتدا، تئوری های مربوط به نگهداشت موجودی بیان شد، چهار تئوری برای توضیح اهمیت موجودی در رابطه با سوددهی شرکت ها شناسایی شدند. این چهار نظریه شامل انگیزه معامله، انگیزه احتیاطی، انگیزه های نظری و در نهایت تئوری تولید به موقع مربوط به نگهداشت موجودی سیستم مدیریت موجودی را با هدف کاهش دوره نگهداری موجودی به صفر، تغییر اساسی داد.

انگیزه احتیاطی رابطه مثبت افزایش موجودی با سودآوری را توجیه نمود و توضیح داد که چرا شرکت ها ممکن است موجودی زیادی را حتی بیش از آنچه برای خدمت به مشتریان مورد نیاز است نگه دارند. این واضح است که شرکت ها موجودی را به عنوان یک اقدام احتیاطی در برابر چشم انداز شرایط ناخواسته نگه می دارند. نظریه تولید به موقع نگهداری موجودی را در هر شکل به عنوان یک ضایعات در نظر گرفته است. این نظریه استدلال می کند که موجودی صفر سودآوری شرکت را افزایش خواهد داد. بخش بعدی نگاهی به نظریه های مختلف دارد که توضیح می دهند چرا شرکت ها اعطا یا اعتبار تجاری را قبول می کنند. همچنین نظریه های مالی، نظریه نقدینگی، تئوری بحران مالی، نظریه تضمین کیفیت، تئوری هزینه معامله، تئوری تمایز قیمت، نظریه تمایز محصول و تئوری قدرت بازار مورد بررسی قرار گرفتند. نظریه مالی اعتبار تجاری را توضیح داد و همچنین بیان شد نظریه نقدینگی بر این تأکید می ورزد که نقدینگی بیشتر، شرکت ها را به ارائه اعتبار تجاری مایل می سازد. تئوری هزینه معامله اعطای اعتبار تجاری به عنوان وسیله ای به منظور افزایش بازده عملیاتی در شرایط کاهش هزینه های معاملات بین شرکت و مشتریان خود توصیف کرد. در نظریه تبعیض قیمت استفاده از اعتبار تجاری به عنوان یک ابزار ذاتی برای فروش به خریداران مختلف با قیمت های کاملاً متفاوت را بدون تغییر در قیمت اصلی محصولات و خدمات توجیه کرده است. نظریه تمایز محصول، اعتبار تجاری را به هر ابزار تبلیغاتی فروش شبیه کرده است با این استدلال که اعتبار تجاری شرکت کمک می کند تا محصولات خود را متمایز از رقبا کند. در نهایت، نظریه قدرت بازار پیشنهاد کرد که میزان اعتبار تجاری اعطا و دریافت شده به رابطه قوی بین تأمین کننده و مشتری بستگی دارد.

## ۱۰- منابع

- سلطانی، اصغر؛ فرهنگ، شکوفه؛ عربی، رسول (۱۳۹۴) بررسی تأثیر سرمایه در گردش و انعطاف پذیری مالی بر توان رقابتی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، شماره ۲۲، صفحات ۱۵۳-۱۷۵.
- فتحی، سعید، توکلی، سید یاسین، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی بنگاه های اقتصادی، بررسی های بازرگانی، شماره ۳۶، صص ۱۰۴ تا ۱۱۶.
- عباس زاده، محمدرضا؛ هاتفی مجومرد، حجت. (۱۳۸۹)، مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی شرکت ها در صنایع مختلف. یازدهمین همایش ملی حسابداری ایران.
- علینژادساروکلانی، مهدی؛ آئین، صدیقه (۱۳۹۳)، تأثیر سرمایه گذاری در سرمایه در گردش با توجه به محدودیت های تأمین مالی بر حساسیت جریان وجوه نقد، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال ششم، شماره ۲۰، صفحات ۴۵-۶۰.
- مالکی نیا، ناهید؛ عسگری آلوچ، حسین؛ قزلباش، اعظم. (۱۳۹۰)، رابطه بین استراتژی سرمایه در گردش و معیارهای سودآوری شرکت های خودرو، داروسازی و کانی بورس اوراق بهادار تهران، دو فصلنامه اقتصاد پولی، مالی (دانش و توسعه سابق)، سال هیجده، شماره ۵، صفحات ۱۴۰-۱۶۱.



- محمدی، محمد، (۱۳۸۸)، تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکتها در جامعه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدیریت، شماره ۱۴.
- واعظ، سید علی؛ قلمبر، محمدحسین؛ شاکری، فاطمه. (۱۳۹۲)، عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال پنجم، شماره ۱۹، صفحات ۶۸-۹۲.
- یعقوب نژاد، احمد، وکیلی فرد، حمیدرضا، بابائی، احمدرضا، (۱۳۸۹)، ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سود آوری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مهندسی مالی و مدیرین پرتفوی، شماره دوم.

- Adeyemi, S. L. 2010. Just-in-Time Production Systems (JITPS) in Developing Countries: The Nigerian Experience. *Journal of Social Science*, 22(2), 145-152.
- Ahmad, A. Mehra, S. and Pletcher, M. 2004. The perceived impact of JIT implementation on firms' financial/growth performance. *Journal of Manufacturing Technology Management*, 15(2), 118 - 130.
- Balakrishnan, R. Linsmeier, T. J. and Venkatachalam. M. 1996. Financial benefits from JIT adoption: Effects of customer concentration and cost structure. *The Accounting Review*, 71, 183- 205.
- Banerjee, S. Gatchev, V.A. and Spindt, P.A. 2007. Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(2), 369-398.
- Bathula, H. 2008. Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from New Zealand. Thesis (PhD). Auckland University of Technology.
- Bhattacharya, H. 2008. Theories of Trade Credit: Limitations and Applications Available from: <http://ssrn.com/abstract=1286443> [Accessed 25 November 2010].
- Concepts, Measurement, and Controlling Factors. National Bureau of Economic Research, Inc, 495-511.
- Deloof, M. 2003. Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? *Journal of Business, Finance and Accounting*, 30(3), 573-587.
- Dong, H. P. and Su, J. 2010. The relationship between working capital management and profitability: a Vietnam case. *International Research Journal of Finance and Economics*, 49, 62-71.
- Emery G.W. 1987. An Optimal Financial Response to Variable Demand. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22, 209-225.
- Falope O. I. and Ajilore O. T. 2009. Working capital management and corporate profitability: evidence from panel data analysis of selected quoted companies in Nigeria. *Research Journal of Business Management*, 3(3), 73-84.
- Fraser, S. 2005. Finance for Small and Medium Sized Enterprises: A Report on the 2004 UK Survey of SME Finances, Warwick Business School, Coventry
- Garcia-Perez-de-Lema, D. Durendez, A., and Marino, T., 2010. A Strategic Decision for Growth, Financing And Survival Of Small And Medium Family Businesses: Going Public In An Alternative Stock Market (MAB). *Economics and Finance Review*, 1(8), 31-42.
- Garcia-Teruel, P. J., and Martinez-Solano, P., 2010a. A dynamic approach to accounts receivable: a study of Spanish SMEs. *European Financial Management*, 16(3), 400-421.
- Garcia-Teruel, P. J., and Martinez-Solano, P., 2010b. A dynamic perspective on the determinants of accounts payable. *Rev. Quant Finan Acc*, 34, 439-457.
- Garcia-Teruel, P. J. and Martinez-Solano, P., 2010c. Determinants of trade credit: a comparative study of European SMEs. *International Small Business Journal*, 28(3), 215-233.
- Garcia-Teruel, P. J., and Martinez-Solano, P., 2007. Effects of Working Capital Management on SME Profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164-177.
- Gill, A. S. and Biger, N. (2013) "The impact of corporate governance on working capital management efficiency of American manufacturing firms", *Managerial Finance*, Vol. 39 Iss: 2, pp.116 – 132
- Graham, M., & Nikkinen, J. Enqvist, J. (2014). The impact of working capital management on firm profitability in different business cycles: Evidence from Finland. *Research in International Business and Finance*, 32, 36-49
- Hill, N. and Sartoris W, 1992. Short-Term Financial Management. Macmillan.
- Jain, N., 2001. Monitoring Costs and Trade Credit. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 41(1), 89-110.



- Hsieh, P. J., and Kleiner, B. H., 1992. New Developments in Inventory and Materials Management. *Logistics Information Management*, 5(2), 32 - 35.
- Kandori, M., 1992. Social Norms and Community Enforcement. *Review of Economic Studies*, 59(1), 63-80.
- Kohler, M., Britton, E., and Yates, T., 2000. Trade credit and the monetary transmission mechanism. Bank of England Discussion Paper.
- Lee, Y. W., and Stowe, J. D., 1993. Product Risk, Asymmetric Information, and Trade Credit. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(2), 285-300.
- Mathuva, D., 2010. The influence of working capital management components on corporate profitability: a survey on Kenyan listed firms. *Research Journal of Business Management*, 4(1), 1-11.
- Maksimovic, V., and Frank, M. Z., 2005. Trade Credit, Collateral, and Adverse Selection. Available from: <http://ssrn.com/abstract=87868> [Accessed 2 November 2009].
- Modigliani, F., 1957. Business Reasons for Holding Inventories and Their Macro- Economic Implications, NBER Chapters. In: *Problems of Capital Formation: Concepts, Measurement, and Controlling Factors*. National Bureau of Economic Research, Inc, 495-511.
- Morgan, D. P., 1991. Will just-in-time inventory techniques dampen recessions? *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, issue Mar, 21-33.
- Morgan, D. P., 1991. Will just-in-time inventory techniques dampen recessions? *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, issue Mar, 21-33.
- Mun, S. G., & Jang, S. S. (2015). Working capital, cash holding, and profitability of restaurant firms. *International Journal of Hospitality Management*, 48, 1-11.
- Nelson, R. R., 2002. Technology, institutions, and innovation systems. *Research Policy*, 31(2), 265-272.
- Nobanee, H., and Alhajjar, M., 2009a. A note on working capital management and corporate profitability of Japanese firms. <http://ssrn.com/abstract=1433243>. [Accessed 12 October 2010].
- Nobanee, H., and Alhajjar, M., 2009b. Working capital management, operating cash flow and corporate performance. <http://ssrn.com/abstract=1471236>. [Accessed 10 October 2010].
- Petersen, M., and Rajan, R., 1994. The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *Journal of Finance*, 49, 1367-1400.
- Raheman, A., Afza, T., Qayyum, A., and Bodla, M. A., 2010. Working capital management and corporate performance of manufacturing sector in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 47, 156-169.
- Raheman, A., and Nasr, M., 2007. Working capital management and profitability – case of Pakistani firms. *International Review of Business Research Papers*, 3(1), 279-300.
- Ramachandran, A., Janakiraman, M., 2009. The relationship between working capital management efficiency and EBIT. *Managing Global Transitions*, 7(1), 61-74.
- Raia, E., 1987. Just-In-Time USA: Journey to World Class. *Journal of Purchasing and Materials Management*, September 24.
- Samiloglu, F., and Demirgunes K., 2008. The Effect of Working Capital Management on Firm Profitability: Evidence from Turkey. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 2(1): 44-50.
- Sen M., and Oruc, E., 2009. Relationship Between Efficiency Level of Working Capital Management and Return on Total Assets is ISE. *International journal of Business and Management*, 4(10), 109-114.
- Sohal, A. S., Ramsay, L., and Samson, D., 1993. JIT manufacturing: industry analysis and a methodology for implementation. *International Journal of Operations and Production Management*, 13(7), 22-56.
- Van den Berghe L., Levrau A., 2004. Evaluating boards of directors: what constitutes a good corporate board? *Corporate Governance – An international Review*, 12(4), 461-478.
- Van Der Wijst, N., and Hol, S., 2002. Trade credit in Europe. Mimeo, Norwegian University of Science and Technology, Trondheim.
- Vishnani, S., Shah, B. K., 2007. Impact of Working Capital Management Policies on Corporate Performance: An Empirical Study. *Global Business Review*, 8, 267-281.
- Wilner, B., 2000. The Exploitation of Relationships in Financial Distress: The Case of Trade Credit. *The Journal of Finance*, 55(1), 153-178.
- Wilson, N., and Summers, B., 2002. Trade credit terms offered by small firms: survey evidence and empirical analysis. *Journal of Business, Finance & Accounting*, 29, 317-51.



- Van Horne, J. C., and Wachowicz, J. M., 2001. Fundamentals of Financial Management. 11 th edn. Prentice Hall Inc., New York.
- Younies, H., Barhem, B., and Ed Hsu, C., 2007. A review of the Adoption of Just-In- Time method and its effect on efficiency. The Public Administration & Financial Management, an Interactive Journal (PAMIJ), 12, 2.