

رابطه مدیریت سرمایه در گردش با رشد متوازن با توجه به نقش
سودآوری و استراتژی کسب و کار در شرکت های پذیرفته شده در
بورس اوراق بهادار تهران

نام و نام خانوادگی نویسنده اول

اقای دکتر رسول یاری فرد استاد محترم کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه شهاب دانش قم ایران
yari_fard@yahoo.com

نام و نام خانوادگی نویسنده دوم

خانم رویا چراغی دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه شهاب دانش قم ایران
royacheraghi1992@gmail.com

چکیده

مدیریت سرمایه در گردش به عنوان یکی از ارکان کلیدی در بهبود عملکرد مالی شرکت ها شناخته می شود و نقشی مهم در تضمین رشد متوازن و پایدار ایفا می کند. این پژوهش به بررسی رابطه مدیریت سرمایه در گردش با رشد متوازن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. جامعه آماری شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و نمونه آماری شامل ۱۵۰ شرکت از این جامعه در بازه زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ انتخاب شده است. نتایج تحقیق نشان می دهد که مدیریت بهینه سرمایه در گردش تأثیر مثبت و معناداری بر سودآوری و رشد متوازن شرکت ها دارد. همچنین استراتژی های کسب و کار تهاجمی و تدافعی نیز بر روابط میان این دو متغیر تأثیرگذار بودند. در این پژوهش، فرضیه هایی که رابطه مستقیم میان استراتژی های تهاجمی و تدافعی با مدیریت سرمایه در گردش و رشد متوازن را بررسی کرده بودند، رد شدند. همچنین، فرضیه های مربوط به رابطه میان مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری تأیید شد. این پژوهش نشان داد که مدیریت سرمایه در گردش از طریق سودآوری به عنوان یک متغیر میانجی بر رشد متوازن تأثیر می گذارد. در نهایت، با توجه به یافته ها، پیشنهادات کاربردی برای بهینه سازی مدیریت سرمایه در گردش و انتخاب استراتژی های کسب و کار مناسب جهت دستیابی به رشد متوازن ارائه می شود.

کلید واژه ها: مدیریت سرمایه در گردش، رشد متوازن، استراتژی کسب و کار، سودآوری.

مقدمه

رشد شرکت، در اصطلاح کسب و کار، به فرآیند افزایش اندازه، ارزش یا اهمیت یک شرکت در طول زمان اشاره دارد. این امر را می توان با معیارهای مختلفی مانند درآمد، سهم بازار، تعداد کارمندان یا شناخت برند اندازه گیری کرد. رشد شرکت اغلب به عنوان یک شاخص مثبت از عملکرد تجاری تلقی می شود، اما همیشه تضمینی برای سودآوری نیست. رشد متوازن به معنای حداکثر نرخ رشدی است که شرکت می تواند بدون افزایش منابع مالی خارجی خود حفظ کند. شرکت ها با موانع شدیدی برای رشد متوازن مواجه هستند؛ موانعی که وضعیت توسعه نیافتگی بازارهای مالی و بانک ها می تواند به طور قابل قبولی آنها را توضیح دهد. بنابراین لازم است بررسی شود که چه عواملی بر رشد متوازن شرکت ها موثر هستند. مدیریت سرمایه در گردش یکی از عواملی است که می تواند رشد متوازن را تحت تأثیر قرار دهد. همچنین سودآوری، به عنوان یک متغیر میانجی، در رابطه رشد متوازن شرکت ها و مدیریت سرمایه در گردش نقش دارد. از سوی دیگر، استراتژی کسب و کار عامل مهم دیگری برای رشد شرکت است. استراتژی کسب و کار به دو صورت تهاجمی و تدافعی وجود دارد. استراتژی تهاجمی مربوط به شرکت ها نوآور و ریسک پذیر است و استراتژی تدافعی، ویژه شرکت هایی است که از ورود به بازارهای جدید و فعالیت های نوآورانه اجتناب می کنند و به بیان دیگر، ریسک گریز هستند. در مطالعه حاضر، رابطه مدیریت سرمایه در گردش با رشد متوازن با توجه به نقش سودآوری و استراتژی کسب و کار در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است.

بیان مساله

در مواجهه با تغییرات سریع در دنیای کسب و کار، مدیریت سرمایه در گردش همچنان نقشی حیاتی در تضمین کارایی و بقای شرکتها ایفا مدیریت کارآمد سرمایه در گردش به شرکت می کند و بر مدیریت دارایی های جاری و بدهی های جاری تأکید دارد (گیل و بیگر^۱، ۲۰۱۳). کمک می کند تا توازن مناسبی بین دارایی ها و بدهی های جاری خود برقرار کرده و بدهی ها و هزینه های روزانه را به موقع پرداخت کند که این موضوع باعث می شود فعالیت های روزانه شرکت بدون مشکل ادامه یابد. علاوه بر این، شرکت هایی با عملکرد سرمایه در گردش بهبود یافته، بر رشد درآمد قوی تری دارند، سود سهام بیشتری توزیع می کنند و بازده بالاتری را برای سهامداران ارائه می کنند (آهرن و بروس^۲، ۲۰۱۹). اساس گزارش سرمایه در گردش پرایس واتر هاوس کوپرز^۳ (۲۰۱۹) شرکت های بزرگ جهانی با موفقیت عملکرد خود را از طریق بهبود سرمایه در گردش خالص در پنج سال گذشته افزایش دادند (سان تراک^۴، ۲۰۲۳). بنابراین، مدیریت کارآمد سرمایه در گردش به شرکت ها این شرکت ها می توانند رشد درآمد، درآمد و جریان نقدی خود را متعادل کنند تا اجازه می دهد تا مزیت های رقابتی قوی داشته باشند. با این وجود، سوء مدیریت سرمایه نقدینگی خود را افزایش دهند و جریان نقدی اضافی را به دست آورند و رشد متوازن خود را تسریع کنند. این یکی از دلایل مهم برای ورشکستگی یک شرکت در گردش منجر به کمبود نقدینگی و ناتوانی در پرداخت بدهی های کوتاه مدت می شود. از این رو، مدیریت کارآمد سرمایه در گردش به عنوان یک جنبه مهم از برنامه ریزی مالی است که بر ثروت سهامداران تأثیر منفی می گذارد. در نظر گرفته می شود. زیرا منعکس کننده عملکرد مؤثر مدیریت نقدینگی است و بر بقای شرکت تأثیر می گذارد (فالوپ و آجیلور^۵، ۲۰۰۹).

اگر یک شرکت در مدیریت سرمایه در گردش برتر باشد، می تواند تعادل را حفظ کند و سودآوری و رشد را در کسب و کار به ارمغان بیاورد. جالب توجه است، مطالعات قبلی نشان داده اند که سودآوری یک عامل کلیدی تعیین کننده رشد متوازن است (آموزش و همکاران^۶، ۲۰۱۱؛ از این رو، به نظر می رسد که مدیریت سرمایه در گردش از طریق اثر میانجی سودآوری بر رشد متوازن تأثیر می - موکرجی و سن^۷، ۲۰۱۸). با توجه به این استدلال ها، هدف اصلی این مطالعه بررسی این است که آیا مدیریت سرمایه در گردش از طریق نقش میانجی سودآوری گذارد. بر رشد متوازن تأثیر می گذارد یا خیر.

همچنین این مطالعه به بررسی اثرات تعدیل کننده استراتژی بر رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری می پردازد. مطالعات زیادی اثرات استراتژی را بر پدیده های مختلف حسابداری مانند احتمال تحریف در گزارشگری مالی، ارزیابی شرکت و عدم تقارن هزینه بررسی کرده اند.

استراتژی شرکت یک فرآیند سازمانی است که اهداف بلند مدت را شکل می دهد و برنامه ها و منابع مورد نیاز برای دستیابی به این اهداف را تعریف می کند (ناگ و همکاران^۸، ۲۰۰۷). استراتژی شرکت عامل مهمی است که باید هنگام ارزیابی عملکرد کوتاه مدت مدیریت سرمایه در گردش در نظر گرفته شود.

^۱ Gill & Biger.^۲ Ahearn, J., & Bruce.^۳ Pricewaterhouse Coopers (PWC)^۴ Suntraruk.^۵ Falope & Ajilore.^۶ Amouzes et al.^۷ Mukherjee & Sen.^۸ Nag et al.

این مطالعه بر نوع شناسی مایلز و اسنو^۹ (۱۹۷۸) برای استراتژی کسب و کار تکیه دارد که انواع مختلف استراتژی کسب و کار را تشخیص می دهد. هر کدام با پاسخ های متفاوتی به سه مشکل کلی سازگاری سازمانی (مشکلات کارآفرینی، مهندسی و اداری) مرتبط هستند (مایلز و همکاران^{۱۰}، ۱۹۷۸؛ لانگفیلد اسمیت^{۱۱}، ۲۰۰۶) به طور خلاصه، استراتژی های مختلف شرکت می توانند نحوه مدیریت منابع مالی و سرمایه در گردش را تغییر دهند. نظریه مایلز و اسنو (۱۹۷۸) چهار نوع استراتژی کسب و کار شامل استراتژی تهاجمی^{۱۲}، تدافعی^{۱۳}، واکنش گرانه^{۱۴} و تحلیل گرانه^{۱۵} را شناسایی کرده است. مطابق با مطالعه ویسماس (۲۰۲۴) به دلایل روش شناختی، این مطالعه بر شرکت هایی با موقعیت استراتژیک تدافعی و تهاجمی تمرکز می کند.

هدف استراتژیک اصلی یک شرکت که به عنوان تدافعی شناخته می شود، حفظ سهم بازار خود است. این شرکت ها برای رسیدن به این هدف، سعی می کنند یک سبد محصول پایدار و ثابت را با حداکثر کارایی اقتصادی تولید و توزیع کنند. همچنین، این شرکت ها برای اطمینان از کارایی، کنترل های سازمانی سختگیرانه ای را اعمال می کنند. به عبارت دیگر، شرکت های تدافعی بیشتر بر حفظ وضعیت موجود و بهینه سازی عملیات خود تمرکز دارند؛ به جای اینکه به دنبال نوآوری های گسترده یا گسترش سریع در بازار باشند (مایلز و اسنو، ۱۹۷۸؛ مایلز و همکاران، ۱۹۷۸؛ تریسی و وایسمن^{۱۶}، ۱۹۹۵). برعکس شرکت های تدافعی، یک شرکت تهاجمی تلاش می کند تا از محصولات جدید و فرصت های بازار بهره برداری کند (ویسماس، ۲۰۲۴). این شرکت ها به جای تعهد بلندمدت به یک فرآیند تکنولوژیک خاص، سعی می کنند انعطاف پذیر باشند و از درگیر شدن در یک فرآیند تکنولوژیک خاص برای مدت طولانی پرهیز می کنند.

فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارند.

فرضیه دوم: مدیریت سرمایه در گردش و رشد متوازن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارند.

فرضیه سوم: مدیریت سرمایه در گردش و رشد متوازن از طریق سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارند.

فرضیه چهارم: اجرای یک استراتژی تهاجمی و مدیریت سرمایه در گردش در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارد.

فرضیه پنجم: اجرای یک استراتژی تدافعی و مدیریت سرمایه در گردش در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارد.

فرضیه ششم: اجرای یک استراتژی تهاجمی و رشد متوازن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارد.

فرضیه هفتم: اجرای یک استراتژی تدافعی و رشد متوازن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارد.

^۹ Miles & Snow.

^{۱۰} Miles et al.

^{۱۱} Langfield-Smith.

^{۱۲} Prospecting

^{۱۳} Defending

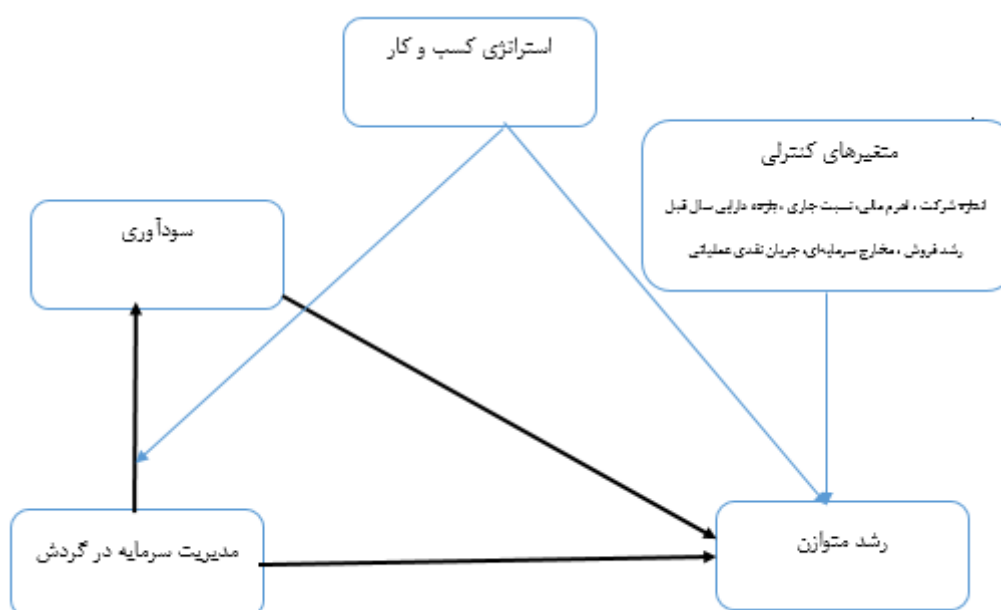
^{۱۴} Reacting

^{۱۵} Analyzing

^{۱۶} Treacy & Wiersema.

فرضیه هشتم: اجرای یک استراتژی تهاجمی اثر تعدیل کننده کاهشی بر شدت رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

فرضیه نهم: اجرای یک استراتژی تدافعی اثر تعدیل کننده فزاینده ای بر شدت رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.



شکل ۱-۱- مدل مفهومی پژوهش (ویسماس، ۲۰۲۴؛ سان تراک، ۲۰۲۳)

نوع پژوهش

پژوهش حاضر از منظر هدف، در زمره تحقیقات کاربردی قرار می‌گیرد و از نظر روش گردآوری داده‌ها، در قالب یک مطالعه توصیفی-همبستگی طراحی شده است که در آن برای آزمون فرضیه‌ها از روش‌های تحلیل رگرسیونی بهره گرفته شده است. همچنین، با توجه به استفاده از داده‌های تاریخی و واقعی شرکت‌ها، این تحقیق از نظر نوع داده‌ها، در رده‌ی مطالعات پس‌رویدادی^{۱۷} طبقه‌بندی می‌شود.

جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری پژوهش، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ بوده و نمونه آماری پژوهش نیز کلیه شرکت‌های موجود در جامعه به‌استثنای شرکت‌هایی است که هریک به دلیل وجود محدودیت‌های زیر امکان حضور در نمونه تحقیق را ندارد:

^{۱۷} ex post facto

جدول ۱-۳) جدول نمونه گیری شرکت های مورد مطالعه

۷۳۹	تعداد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که تا پایان سال مالی ۱۴۰۲ فعال بوده اند.
(۳۵۴)	تعداد شرکت های فرابورس تا پایان سال ۱۴۰۲
(۶۵)	تعداد شرکت هایی که جز شرکت های سرمایه گذار، بانک ها، هلدینگ و لیزینگ و واسطه گری مالی بوده اند.
(۶۷)	تعداد شرکت هایی که ورودشان به بورس اوراق بهادار بعد از سال ۱۳۹۶ بوده است
(۱۹)	تعداد شرکت هایی که تغییر سال مالی داشته اند
(۵۱)	تعداد شرکت هایی که طی دوره مورد مطالعه پایان سال مالی آن ها منتهی به اسفند نبوده است
(۳۳)	تعداد شرکت هایی که اطلاعات مورد نیاز تحقیق آن ها در بازه زمانی در دسترس نبوده و یا ناقص بوده است.
۱۵۰	حجم نمونه

متغیرهای مورد بررسی

متغیرهای پژوهش حاضر شامل متغیر مستقل، وابسته، تعدیلگر، میانجی و کنترلی است که اندازه گیری آنها به شرح زیر است:

-متغیر مستقل

(است و این متغیر با استناد به پژوهش ویسماس (۲۰۲۴) و سان تراک WCM متغیر مستقل پژوهش حاضر، مدیریت سرمایه در گردش)

(۲۰۲۳) با استفاده از چرخه تبدیل وجه نقد اندازه گیری شد. چرخه تبدیل وجه نقد یک معیار کلیدی در مدیریت سرمایه در گردش است و

شامل سه بخش اصلی می شود:

- AR^{18} : تعداد روزهای وصول مطالبات: مدت زمانی که طول می کشد تا یک شرکت مطالبات خود را از مشتریان دریافت کند و برابر

است با متوسط حساب های دریافتی تجاری تقسیم بر فروش ضرب در ۳۶۵

- INV^{19} : تعداد روزهای نگهداری موجودی کالا: مدت زمانی که شرکت موجودی کالا را قبل از فروش نگه می دارد و برابر است با

متوسط موجودی کالا تقسیم بر بهای تمام شده کالای فروش رفته ضرب در ۳۶۵

: تعداد روزهای پرداخت بدهی ها: مدت زمانی که شرکت نیاز دارد تا بدهی های خود را به تأمین کنندگان پرداخت کند و برابر است با $AP^{۲۰}$ متوسط حساب های پرداختی تجاری تقسیم بر بهای تمام

- شده کالا ضرب در ۳۶۵
- چرخه تبدیل وجه نقد با این فرمول محاسبه می شود:

$$CCC = (AR + INV) - AP \quad (۱)$$

مجموع روزهای مورد نیاز برای تبدیل مواد خام به فروش و سپس به وجه نقد است؛ پس از کسر مدت CCC این فرمول نشان می دهد که زمانی که شرکت برای پرداخت بدهی های خود به تأمین کنندگان زمان دارد.

-متغیر وابسته

(است که نشان دهنده حداکثر نرخ رشدی است که شرکت می تواند بدون افزایش Balanced متغیر وابسته پژوهش حاضر، نرخ رشد متوازن) منابع مالی خارجی خود حفظ کند. این معیار برای اندازه گیری عملکرد پایدار در بلندمدت استفاده می شود و برابر است با (یک منهای نسبت پرداخت سود سهام) \times (درآمد خالص \div میانگین حقوق صاحبان سهام)

-متغیر میانجی

(بازده دارایی ها نیز برابر است با نسبت سود قبل از بهره، ROA متغیر میانجی پژوهش حاضر، سودآوری است و برابر است با بازده دارایی ها) (این نسبت نشان دهنده عملکرد کلی شرکت است و بیانگر این است که شرکت به چه TA) به کل دارایی ها (EBITA مالیات و استهلاک) میزان توانسته از دارایی هایش سود ایجاد کند.

-متغیر تعدیلگر

(در پژوهش حاضر مدنظر است. DEF) و تدافعی (PRO) متغیر تعدیلگر پژوهش حاضر استراتژی کسب و کار است که دو استراتژی تهاجمی (اگر شرکت استراتژی تهاجمی داشته باشد برای این متغیر عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر برای این متغیر لحاظ شد. بر اساس پژوهش ویسماس (۲۰۲۴)، بنتلی و همکاران (۲۰۱۳) و پژوهش داخلی درخشان و همکاران (۱۴۰۲) این متغیر با استفاده از شاخص های زیر اندازه گیری شد:

- تمایل به جستجوی محصولات جدید (نسبت هزینه های

به فروش) R&D

کارایی تولید و توزیع (نسبت تعداد کارکنان به درآمد فروش) -

رشد تاریخی یا فرصت های سرمایه گذاری (درصد تغییر فروش نسبت به دوره قبل) -

بهره برداری از محصولات و خدمات جدید (نسبت هزینه های فروش، عمومی و اداری به درآمد فروش) -

تعهد به کارایی تکنولوژیکی / شدت سرمایه (دارایی های ثابت خالص تقسیم بر کل دارایی ها) -

ثبات سازمانی (انحراف معیار تعداد کل کارکنان) -

SIC در مرحله بعد، هر یک از این متغیرها بر اساس میانگین پنج سال گذشته محاسبه می شوند و به صورت سالانه و به تفکیک صنعت (با کد دو رقمی) در پنجگانه رتبه بندی می شوند. به هر مشاهده امتیازی از ۱ (کم) تا ۵ (زیاد) داده می شود (به جز شدت سرمایه که به صورت به دست آید که در بازه ۶ تا $STR_{i,t}$ معکوس امتیازدهی می شود). امتیازات شش متغیر برای هر شرکت در هر سال جمع می شوند تا شاخص ۳۰ قرار دارد

، شرکت ها به سه دسته تقسیم می شوند $STR_{i,t}$ طبقه بندی شرکت ها: بر اساس مقادیر

بین ۶ تا ۱۲ باشد $STR_{i,t}$ اگر تدافعی: -

بین ۱۳ تا ۲۳ باشد $STR_{i,t}$ تحلیلگرانه: گر -

بین ۲۴ تا ۳۰ باشد $STR_{i,t}$ - تهاجمی (اکتشافی): اگر

-متغیر کنترلی

(لگاریتم طبیعی دارایی ها SIZE اندازه شرکت)

(بدهی های کل تقسیم بر دارایی های کل LEV اهرم مالی)

(دارایی های جاری تقسیم بر بدهی های جاری CR نسبت جاری)

(به کل EBITA بازده دارایی ها نیز برابر است با نسبت سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک () که ROA_{t-1} بازده دارایی سال قبل)

(TA_{t-1} دارایی ها)

$$ROA = EBIT / TA \quad (2)$$

(فروش سال جاری - فروش سال گذشته) ÷ فروش سال گذشته SG رشد فروش)

(برای کنترل تأثیر سیاست های سرمایه گذاری در مدل گنجانده شده است. این مخارج با استفاده از منابع CAPEX مخارج سرمایه ای^{۲۱})
مالی برای خرید دارایی های جدید یا به روزرسانی دارایی های موجود اشاره دارد که می تواند بر عملکرد شرکت و ثروت سهامداران تأثیر بگذارد.
هزینه سرمایه ای ÷ دارایی ها

(عبارت است از جریان نقدی خالص حاصل از فعالیت های عملیاتی / کل دارایی ها OCF جریان نقدی عملیاتی)

(دارایی های مالی نیز عبارت است از: FA/TA های کل (های مالی به دارایی نسبت دارایی

۱. وجه نقد: پول نقد و معادلهای نقدی (مثل سپرده های بانکی).

۲. مطالبات: شامل حساب های دریافتنی و سایر بدهی های قابل وصول از دیگران.

۳. سهام سایر شرکت ها: شامل سرمایه گذاری های کوتاه مدت و بلندمدت در سهام شرکت های دیگر.

۴. اوراق مشارکت و اوراق تأمین اسلامی: اوراق بدهی که توسط شرکت ها، دولت یا نهادهای عمومی منتشر می شود (لطفعلی نژاد و برادران حسن زاده، ۱۴۰۲).

تجزیه و تحلیل داده های پژوهش برای ۱۵۰ شرکت بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۲ انجام شده است. با توجه به این تعداد شرکت و دوره زمانی مدنظر (۷ دوره زمانی)، در کل ۱۰۵۰ مشاهده وجود دارد. در آمار توصیفی، پارامترهای مرکزی و پراکندگی متغیرها شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، بیشینه، کمینه، چولگی و کشیدگی محاسبه می شود. در آمار استنباطی، مدل های رگرسیون برای ارزیابی فرضیه های پژوهش به روش داده های ترکیبی (پنل دیتا) برآورد می شوند. لازم به ذکر است که مدل فرضیه اول، مدل فرضیه هشتم و برآورد می شوند؛ زیرا در این مدل ها متغیر وابسته باوقفه در متغیرهای مستقل وجود دارد. تجزیه و GMM مدل فرضیه نهم توسط رگرسیون تحلیل داده ها به تفکیک ۹ فرضیه پژوهش انجام شده است. در نهایت با توجه به نتایج برآورد مدل ها، نسبت به تایید و یا رد فرضیه های پژوهش تصمیم گیری می شود.

برای بررسی توصیف متغیرها از نظر شاخص های مرکزی و پراکندگی از آمار توصیفی استفاده می شود. آمار توصیفی شامل شاخص های مرکزی شامل میانگین و میانه و شاخص های پراکندگی شامل انحراف معیار، بیشینه، کمینه، ضریب چولگی و کشیدگی است. آمار توصیفی متغیرهای این پژوهش شامل متغیرهای پیوسته و متغیرهای گسسته (متغیرهای مجازی) به ترتیب در جدول های ۴-۱ و ۴-۲ ارائه شده است. همچنین مقادیر بیشترین و کمترین به همراه نام شرکت ها در جدول ۴-۳ گزارش شده است.

شاخص	نوع متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	پراکندگی	کشیدگی
مدیریت سرمایه در گردش	WCM	-۰/۰۵۶	-۰/۱۰۳	۰/۰۲۳	۰/۱۱۵	۱/۵۳۳
نرخ رشد متوازن	Balanced	۰/۱۷۸	۰/۱۲۵	۰/۲۰۰	۰/۶۸۸	۳/۱۲۶
سودآوری (بازده دارایی ها)	ROA	۰/۲۵۱	۰/۲۳۸	۰/۱۷۰	۰/۱۷۰	۳/۱۱۴

اندازه شرکت	SIZE	۱۵/۸۲۸	۱۵/۶۰۶	۱/۷۷۲	۰/۶۱۸	۳/۴۲۹
اهرم مالی	LEV	۰/۴۹۲	۰/۵۰۰	۰/۲۰۳	-۰/۱۷۰	۲/۰۰۳
نسبت جاری	CR	۱/۶۱۵	۱/۴۴۰	۰/۶۵۴	۱/۰۳۵	۳/۱۵۲
بازده دارایی های سال قبل	ROA _{t-1}	۰/۲۳۵	۰/۲۱۱	۰/۱۷۰	۰/۲۴۸	۳/۲۴۹
رشد فروش	SG	۰/۴۸۹	۰/۴۵۱	۰/۳۷۷	۰/۳۱۱	۲/۴۷۷
مخارج سرمایه ای	CAPEX	۰/۰۵۲	۰/۰۲۸	۰/۰۵۳	۰/۹۹۶	۲/۵۴۷
جریان نقدی عملیاتی	OCF	۰/۱۳۰	۰/۱۰۶	۰/۱۲۶	۰/۵۴۴	۲/۳۹۳
های کل های مالی به دارایی نسبت دارایی	FA/TA	۰/۴۲۷	۰/۴۱۳	۰/۱۹۸	۰/۴۲۸	۲/۸۴۸

جدول ۴-۲-آمار توصیفی متغیرهای گسسته پژوهش

متغیر	نماد متغیر	درصد اعداد یک	درصد اعداد صفر
استراتژی تهاجمی	PRO	۹ درصد	۹۱ درصد
استراتژی تدافعی	DEF	۸ درصد	۹۲ درصد

جدول ۴-۳-بیشترین و کمترین داده ها

متغیر	نماد متغیر	بیشترین	بیشترین عدد شرکت دارای	کمترین	کمترین عدد شرکت دارای
مدیریت سرمایه در گردش	WCM	۱/۰۰۰	سیمان بجنورد (۱۳۹۷)	-۰/۹۹۹	پالایش نفت اصفهان (۱۳۹۶)
نرخ رشد متوازن	Balanced	۰/۶۶۶	باما (۱۳۹۷)	-۰/۲۵۱	دارو رازک (۱۴۰۱)

سودآوری (بازده دارایی ها)	ROA	۰/۷۲۰	فرآورده تزریقی (۱۴۰۱)	-۰/۴۹۶	پارس خودرو (۱۴۰۱)
اندازه شرکت	SIZE	۲۱/۸۹۹	فولاد مبارکه اصفهان (۱۴۰۲)	۱۱/۳۶۱	آلومراد (۱۳۹۶)
اهرم مالی	LEV	۰/۷۹۲	فرآورده های نسوز آذر (۱۳۹۶)	۰/۰۸۲	دارویی سبحان (۱۳۹۸)
نسبت جاری	CR	۳/۲۱۱	فولاد امیرکبیر کاشان (۱۴۰۲)	۰/۹۰۵	صنعتی بوتان (۱۳۹۶)
بازده دارایی های سال قبل	ROA _{t-1}	۰/۷۲۰	فرآورده تزریقی (۱۴۰۲)	-۰/۴۹۷	پارس خودرو (۱۴۰۲)
رشد فروش	SG	۱/۲۵۶	نورد قطعات فولادی (۱۳۹۹)	-۰/۱۸۰	صنعتی نیرو محرکه (۱۳۹۷)
مخارج سرمایه ای	CAPEX	۰/۱۵۸	کشت و صنعت پیاذر (۱۳۹۹)	-۰/۰۰۱	تاید واتر خاورمیانه (۱۴۰۱)
جریان نقدی عملیاتی	OCF	۰/۳۸۶	خدمات انفورماتیک (۱۳۹۷)	-۰/۰۶۲	ایرکا پارت صنعت (۱۳۹۸)
های کل های مالی به دارایی نسبت دارایی	FA/TA	۰/۹۹۹	دارویی سبحان (۱۳۹۷)	۰/۰۲۳	ملی سرب و روی (۱۴۰۲)

در نتایج آمار توصیفی در مورد متغیرهای پیوسته نتایج زیر حاصل شده است:

(دارای میانگین منفی و چولگی مثبت خفیف نشان می دهد اکثر شرکت ها مدیریت تهاجمی تری WCM متغیر مدیریت سرمایه در گردش)
در سرمایه در گردش داشته اند و تعداد کمی مقادیر بسیار بالا ایجاد کرده اند

(دارای میانگین مثبت ولی کشیدگی بالا بیانگر آن است که بخش کوچکی از شرکت ها رشد نامتعارف و Balanced متغیر نرخ رشد متوازن)
بسیار زیاد داشته اند و توزیع از حالت نرمال فاصله دارد.

(دارای میانگین مناسب و چولگی اندک مثبت نشان می دهد سودآوری شرکت ها عمدتاً مثبت است، اما چند مقدار ROA متغیر سودآوری)
بالای غیرعادی متوسط توزیع را به سمت راست کشیده است.

(دارای کجی کم و کشیدگی بالا نشان می دهد توزیع اندازه شدیداً راست کش است و چند شرکت بسیار بزرگ SIZE متغیر اندازه شرکت ساختار توزیع را از حالت نرمال خارج کرده اند.

(دارای چولگی منفی بسیار کم و کشیدگی نزدیک به نرمال بیانگر آن است که اهرم حول مقدار میانه متمرکز بوده و LEV متغیر اهرم مالی (مقادیر افراطی کم اند.

(دارای چولگی مثبت قوی و کشیدگی زیاد نشان می دهد تعداد کمی از شرکت ها نقدینگی بسیار بالا داشته اند و CR متغیر نسبت جاری (اغلب شرکت ها در محدوده نزدیک تر به میانه قرار دارند.

جاری است: سودآوری سال قبل عمده تاً مثبت بوده و چند مشاهده بالای ROA (الگو مشابه ROA_{t-1} متغیر بازده دارایی های سال قبل (غیرعادی توزیع را کشیده تر کرده است.

(دارای میانگین مثبت و چولگی محدود حاکی از آن است که رشد فروش اغلب شرکت ها معمولی بوده، اما وجود SG متغیر رشد فروش (داده های بالا توزیع را کمی کشیده تر کرده است.

بسیار CAPEX (دارای چولگی بسیار بالا و کشیدگی زیاد نشان دهنده آن است که اکثریت شرکت ها CAPEX متغیر مخارج سرمایه ای (پایین داشته اند و سرمایه گذاری شدید تنها در تعداد کمی مشاهده رخ داده است.

(دارای میانگین و میانه نزدیک و چولگی مثبت متوسط نشان می دهد جریان نقدی عملیاتی پایدار بوده، OCF متغیر جریان نقدی عملیاتی (اما بعضی شرکت ها جهش های نقدی مثبت داشته اند.

(دارای چولگی متوسط و کشیدگی بالا بیانگر این است که بخش عمده شرکت ها FA/TA های کل (های مالی به دارایی متغیر نسبت دارایی (نسبت مالی مشابه دارند و تنها چند شرکت سهم بسیار بالای دارایی مالی دارند.

(۹ درصد از داده ها اعداد یک و ۹۱ درصد از داده ها اعداد صفر بودند. فقط ۹٪ شرکت ها الگوی تهاجمی PRO در متغیر استراتژی تهاجمی (داشته اند که نشان می دهد رفتار ریسکی در سطح بازار کم شیوع است.

(۸ درصد از داده ها اعداد یک و ۹۲ درصد از داده ها اعداد صفر بودند. تنها ۸٪ شرکت ها رویکرد کاملاً DEF در متغیر استراتژی تدافعی (تدافعی داشته اند و اکثریت رفتار خنثی یا ترکیبی از دو رویکرد را دنبال کرده اند.

نتایج مربوط به استراتژی های تهاجمی و تدافعی (استراتژی های کسب و کار) نشان می دهد که بیشتر استراتژی های کسب و کار در شرکت ها مربوط به استراتژی تحلیلگرانه بوده است.

۴-۲- همبستگی متغیرهای مستقل

برای آن که ارتباط میان متغیرهای مستقل بررسی شود از ضریب همبستگی استفاده می شود. ضریب همبستگی در بازه اعداد ۱- تا ۱+ قرار دارد. در صورتی که ضریب همبستگی بین دو متغیر نزدیک به عدد صفر باشد، یعنی رابطه کمی میان آنها وجود دارد. هر چه قدر مطلق ضریب همبستگی به عدد یک نزدیک تر باشد، نشان دهنده ارتباط بیشتر میان دو متغیر است. همبستگی منفی نشان دهنده رابطه معکوس و

همبستگی مثبت نشان دهنده رابطه مستقیم دو متغیر است. ضریب همبستگی متغیرهای مستقل به صورت جدول ۴-۴ محاسبه شده است. ضریب همبستگی بر اساس طبقه بندی کوهن^{۲۲} (۱۹۸۸)، به صورت زیر تفسیر می شود:

- ضریب همبستگی کمتر از ۰/۱ نشان دهنده رابطه بسیار ضعیف است.
- ضریب همبستگی بالاتر از ۰/۵ نشان دهنده رابطه قوی است. که رنگی شده .

بنابراین ضرایب همبستگی که از ۰/۱ کمتر هستند قابلیت تفسیر ندارند؛ زیرا رابطه بسیار ضعیف را نشان می دهند. همچنین این ضرایب در سطح خطای ۵ درصد نیز معنادار نیستند.

جدول ۴-۴- همبستگی متغیرهای مستقل

FA/TA	OCF	CAPEX	SG	ROA _{t-1}	CR	LEV	SIZE	DEF	PRO	ROA	WCM	
											۱	WCM
										۱	۰/۰۵۷	ROA
									۱	۰/۰۴۹	-۰/۰۰۴	PRO
								۱	-۰/۰۹۹	۰/۰۰۱۴	۰/۰۰۹	DEF
							۱	-۰/۰۴۸	۰/۰۰۸	۰/۱۳۹	-۰/۰۷۵	SIZE
						۱	-۰/۰۱۶	-۰/۰۱۵	-۰/۰۲۲	-۰/۴۹۷	-۰/۲۴۶	LEV
					۱	-۰/۵۶۵	۰/۰۳۲	۰/۰۱۰	۰/۰۴۲	-۰/۴۲۲	۰/۱۸۱	CR
				۱	۰/۳۵۷	-۰/۴۶۳	۰/۲۳۱	۰/۰۱۶	-۰/۰۲۵	۰/۶۹۹	۰/۱۱۹	ROA _{t-1}
			۱	-۰/۰۰۴	۰/۰۹۳	-۰/۱۰۶	۰/۰۵۹	-۰/۰۰۴	۰/۰۴۸	۰/۲۱۵	-۰/۱۷۸	SG
		۱	۰/۰۵۶	۰/۰۹۹	-۰/۰۸۷	-۰/۱۱۰	۰/۰۷۶	-۰/۰۷۲	۰/۰۴۴	-۰/۰۰۸	-۰/۱۴۷	CAPEX
	۱	۰/۱۰۵	۰/۰۵۵	۰/۴۸۷	۰/۱۴۳	-۰/۲۱۶	۰/۱۲۸	-۰/۰۱۶	۰/۰۰۶	۰/۵۲۷	-۰/۱۶۱	OCF
۱	-۰/۰۱۸	-۰/۳۲۹	-۰/۰۲۳	۰/۱۰۵	۰/۱۰۲	-۰/۰۵۳	۰/۰۸۸	۰/۰۳۵	۰/۰۰۳	۰/۱۲۹	۰/۲۷۰	FA/TA

فروض اساسی رگرسیون

در این بخش فروض اساسی رگرسیون شامل نرمال بودن اجزاء خطا، همسانی واریانس اجزاء خطا و عدم همخطی متغیرهای مستقل بررسی می شوند.

- نرمال بودن اجزاء خطا

نرمال بودن اجزاء خطا یکی از فروض اساسی رگرسیون است که به معنای آن است که توزیع داده ها در اجزاء خطا از توزیع نرمال باید پیروی کنند. در این مطالعه با توجه به موارد زیر، مشکلی بابت نرمال بودن اجزاء خطا وجود ندارد (آباد، ۱۳۹۲):

- ۱- متغیرها پیش از ورود به نرم افزار نرمال سازی شدند.
- ۲- با توجه به حجم بالای نمونه (۱۰۵۰ مشاهده) و قضا حد مرکزی، حتی در صورت عدم نرمال بودن توزیع داده های اجزاء خطا، آماره های آزمون به صورت مجانبی از توزیع نرمال پیروی می کنند.

- همسانی واریانس اجزاء خطا

یکی دیگر از فروض اساسی رگرسیون، همسانی واریانس اجزاء خطا است که توسط آزمون هایی مانند آزمون بروش پاگان انجام می شود. فرضیه صفر این آزمون، همسانی واریانس و فرضیه مقابل، ناهمسانی واریانس اجزاء خطا است. اگر سطح خطا از 0.05 بیشتر باشد، فرضیه صفر همسانی واریانس اجزاء خطا تایید می شود و اگر سطح خطا از 0.05 کمتر باشد، فرضیه صفر رد می شود و ناهمسانی واریانس در اجزاء خطا برآورد شده اند نیازی به انجام آزمون GMM وجود دارد. در جدول ۴-۵ آزمون بروش پاگان گزارش شده است. در مدل هایی که به صورت بروش پاگان نیست. بنابراین در مدل های فرضیه اول، فرضیه هشتم و فرضیه نهم این آزمون انجام نشده است.

جدول ۴-۵- آزمون بروش پاگان

مدل	آماره بروش پاگان	سطح احتمال	نتیجه
فرضیه دوم	۱۳۸۰۲/۴۸	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس
فرضیه سوم	۱۳۸۳۲/۰۸	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس
فرضیه چهارم	۱۶۶۹۲/۸۸	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس
فرضیه پنجم	۱۶۶۶۰/۲۹	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس
فرضیه ششم	۱۳۷۵۶/۳۳	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس
فرضیه هفتم	۱۳۶۶۳/۴۲	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس

در جدول فوق، سطح احتمال در تمامی آنها از 0.05 کمتر است. بنابراین فرضیه صفر همسانی واریانس در تمامی مدل ها رد شده و این مدل ها تخمین زده شدند. GLS دارای مشکل ناهمسانی واریانس اجزاء خطا می باشند. برای رفع این مشکل، مدل های ذکر شده به روش

- عدم همخطی متغیر مستقل

یکی دیگر از فروض اساسی رگرسیون، فرضیه عدم همخطی میان متغیرهای مستقل است که نشان می دهد متغیرهای مستقل نباید با یکدیگر (استفاده می شود. نتایج بررسی عدم همخطی VIF/ارتباط قوی داشته باشند. برای بررسی همخطی متغیرهای مستقل از عامل تورم واریانس) (به صورت زیر تفسیر می شود: VIF در جدول ۴-۶ ارائه شده است. مقدار عامل تورم واریانس)

- اگر VIF حدود عدد یک باشد، نشان دهنده عدم وجود همخطی است.

- اگر VIF از عدد یک بیشتر و از عدد ۵ کمتر باشد، نشان دهنده همخطی کم و قابل قبول است.
- اگر VIF از عدد ۵ بیشتر و از عدد ۱۰ کمتر باشد، نشان دهنده وجود همخطی است؛ اما این مقدار نیز قابل قبول است.
- در صورتی که VIF از عدد ۱۰ بالاتر باشد، نشان دهنده همخطی شدید است.

(VIF جدول ۴-۶- بررسی همخطی توسط عامل تورم واریانس)

مدل	متغیرهای مستقل	نماد متغیر	مقدار VIF
فرضیه اول	مدیریت سرمایه در گردش	WCM	۲/۰۴۶
	اندازه شرکت	SIZE	۱/۰۱۸
	اهرم مالی	LEV	۳/۸۶۳
	نسبت جاری	CR	۵/۴۸۲
	بازده دارایی های سال قبل	ROA _{t-1}	۴/۸۱۲
	رشد فروش	SG	۲/۳۰۷
	مخارج سرمایه ای	CAPEX	۱/۴۷۱
	جریان نقدی عملیاتی	OCF	۲/۵۰۴
	نسبت دارایی های مالی به دارایی های کل	FA/TA	۶/۵۲۳
فرضیه دوم	مدیریت سرمایه در گردش	WCM	۱/۲۱۵
	اندازه شرکت	SIZE	۱/۰۰۸
	اهرم مالی	LEV	۱/۸۸۷
	نسبت جاری	CR	۱/۶۶۱
	بازده دارایی های سال قبل	ROA _{t-1}	۱/۷۴۱
	رشد فروش	SG	۱/۰۶۴
	مخارج سرمایه ای	CAPEX	۱/۲۰۱
	جریان نقدی عملیاتی	OCF	۱/۴۲۲
	نسبت دارایی های مالی به دارایی های کل	FA/TA	۱/۱۷۹

۱/۲۱۵	WCM	مدیریت سرمایه در گردش	فرضیه سوم
۲/۷۶۶	ROA	سودآوری	
۱/۰۰۸	SIZE	اندازه شرکت	
۱/۹۶۲	LEV	اهرم مالی	
۱/۶۹۱	CR	نسبت جاری	
۲/۳۱۱	ROA _{t-1}	بازده دارایی های سال قبل	
۱/۱۶۳	SG	رشد فروش	
۱/۲۲۰	CAPEX	مخارج سرمایه ای	
۱/۶۰۱	OCF	جریان نقدی عملیاتی	
۱/۱۹۰	FA/TA	نسبت دارایی های مالی به دارایی های کل	
۱/۰۱۲	PRO	استراتژی تهاجمی	فرضیه چهارم
۱/۰۰۴	SIZE	اندازه شرکت	
۱/۸۴۴	LEV	اهرم مالی	
۱/۶۶۳	CR	نسبت جاری	
۱/۷۱۹	ROA _{t-1}	بازده دارایی های سال قبل	
۱/۰۳۰	SG	رشد فروش	
۱/۱۹۷	CAPEX	مخارج سرمایه ای	
۱/۳۳۲	OCF	جریان نقدی عملیاتی	
۱/۱۵۹	FA/TA	نسبت دارایی های مالی به دارایی های کل	
۱/۰۰۶	DEF	استراتژی تدافعی	فرضیه پنجم
۱/۰۰۳	SIZE	اندازه شرکت	
۱/۸۴۴	LEV	اهرم مالی	

۱/۶۵۹	CR	نسبت جاری	
۱/۷۱۳	ROA _{t-1}	بازده دارایی های سال قبل	
۱/۰۲۸	SG	رشد فروش	
۱/۱۹۸	CAPEX	مخارج سرمایه ای	
۱/۳۳۲	OCF	جریان نقدی عملیاتی	
۱/۱۵۶	FA/TA	نسبت دارایی های مالی به دارایی های کل	
۱/۰۱۲	PRO	استراتژی تهاجمی	فرضیه ششم
۱/۰۰۴	SIZE	اندازه شرکت	
۱/۸۴۴	LEV	اهرم مالی	
۱/۶۶۳	CR	نسبت جاری	
۱/۷۱۹	ROA _{t-1}	بازده دارایی های سال قبل	
۱/۰۳۰	SG	رشد فروش	
۱/۱۹۷	CAPEX	مخارج سرمایه ای	
۱/۳۳۲	OCF	جریان نقدی عملیاتی	
۱/۱۵۹	FA/TA	نسبت دارایی های مالی به دارایی های کل	فرضیه هفتم
۱/۰۰۶	DEF	استراتژی تدافعی	
۱/۰۰۳	SIZE	اندازه شرکت	
۱/۸۴۴	LEV	اهرم مالی	
۱/۶۵۹	CR	نسبت جاری	
۱/۷۱۳	ROA _{t-1}	بازده دارایی های سال قبل	
۱/۰۲۸	SG	رشد فروش	
۱/۱۹۸	CAPEX	مخارج سرمایه ای	

۱/۳۳۲	OCF	جریان نقدی عملیاتی	فرضیه هشتم
۱/۱۵۶	FA/TA	نسبت دارایی های مالی به دارایی های کل	
۲/۲۶۳	WCM	مدیریت سرمایه در گردش	
۱/۱۵۶	PRO×WCM	مدیریت سرمایه در گردش × استراتژی تهاجمی	
۱/۰۱۸	SIZE	اندازه شرکت	
۳/۸۶۸	LEV	اهرم مالی	
۵/۴۹۵	CR	نسبت جاری	
۴/۸۱۳	ROA _{t-1}	بازده دارایی های سال قبل	
۲/۳۱۸	SG	رشد فروش	
۱/۴۷۱	CAPEX	مخارج سرمایه ای	
۲/۵۰۴	OCF	جریان نقدی عملیاتی	
۶/۵۲۳	FA/TA	نسبت دارایی های مالی به دارایی های کل	فرضیه نهم
۱/۲۵۲	WCM	مدیریت سرمایه در گردش	
۱/۰۴۱	DEF×WCM	مدیریت سرمایه در گردش × استراتژی تدافعی	
۱/۰۱۲	SIZE	اندازه شرکت	
۱/۸۸۷	LEV	اهرم مالی	
۱/۶۶۱	CR	نسبت جاری	
۱/۷۴۱	ROA _{t-1}	بازده دارایی های سال قبل	
۱/۰۶۵	SG	رشد فروش	
۱/۲۰۱	CAPEX	مخارج سرمایه ای	
۱/۴۲۲	OCF	جریان نقدی عملیاتی	
۱/۱۷۹	FA/TA	نسبت دارایی های مالی به دارایی های کل	

(در متغیرهای مستقل حاصل شده است: VIF با توجه به جدول فوق، نتایج زیر در مورد عامل تورم واریانس)

در آنها VIF از عدد ۱۰ کمتر است. برخی از مدل ها دارای متغیرهایی هستند که مقادیر VIF در تمامی مدل های مربوط به فرضیه ها، مقدار از عدد ۵ بیشتر است؛ اما چون این مقادیر از ۱۰ کمتر هستند، می توان از وجود همخطی چشم پوشی نمود. بنابراین می توان گفت که مشکل همخطی میان متغیرهای مستقل در هیچ یک از مدل ها وجود ندارد؛ یا اگر وجود دارد، مقدار آن ناچیز و قابل چشم پوشی است. لذا می توان بدون نگرانی از وجود همخطی نسبت به تخمین مدل ها اقدام نمود.

-آزمون های تشخیصی در رگرسیون داده های ترکیبی

در داده های ترکیبی، علاوه بر انجام آزمون های مختلف و استفاده از متغیرهای کنترلی، تغییرات سال و صنعت نیز باید کنترل شود؛ زیرا تغییرات داده ها در این روش بین سال ها و صنایع مختلف متفاوت است. بنابراین، برای کنترل تأثیر تغییرات سال و صنعت بر رابطه بین متغیرهای تحقیق، دو متغیر سال و صنعت به مدل رگرسیون اضافه می شوند و به عبارت دیگر، کنترل می شوند. یکی از دلایل اصلی وجود سال و صنعت در مدل رگرسیون، رفع مشکل خودهمبستگی سریالی است که ممکن است در اجزاء خطای مدل برای شرکت هایی که در صنایع لیمر برای تعیین نوع F مشابه یا سال های مشترک فعالیت می کنند، ایجاد شود. (نیکو مرام و بنی مهند، ۱۳۹۲). در داده های ترکیبی، آزمون داده ها (تابلویی یا تلفیقی) و آزمون هاسمن برای تعیین اثرات ثابت و تصادفی اهمیت زیادی دارند. بنابراین با توجه به اینکه اثرات سال و لیمر و هاسمن نیست. صنعت در مدل های پژوهش کنترل شده اند، نیازی به انجام آزمون های

کنترل اثر سال و صنعت. برای حذف شوک های مشترک زمانی و تفاوت های ساختاری بین صنایع، در برآورد مدل از متغیرهای صفر/یک کدگذاری شده اند که به ترتیب متناظر با سال های ۱۳۹۶، ۱۳۹۷، ۱۳۹۸، Y1...Y7 (مجازی) استفاده شد. سال ها با هفت متغیر مجازی به ۱۲ گروه Industry، ۱۳۹۹، ۱۴۰۰، ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ هستند؛ در هر مشاهده فقط یک سال فعال است. صنعت ها نیز بر اساس ستون کدگذاری شده اند؛ هر شرکت فقط در یک گروه صنعت قرار می گیرد. این گروه ها مطابق کدگذاری داده I1...I12 تجمیعی با مجازی های (، سیمان، آهک و گچ/استخراج سایر I3)، خودرو و ساخت قطعات (I1 شامل (نمونه های شاخص) فلزات اساسی/استخراج کانه های فلزی (، ماشین آلات و تجهیزات/ماشین آلات و I10)، لاستیک و پلاستیک (I8)، فرآورده های نفتی، کک و سوخت (I6)، شیمیایی (I5معادن (، هستند (سایر گروه ها طبق همان I7) و غذایی (به جز قند و شکر) و قند و شکر (I4)، رایانه (I12)، مواد دارویی (I11دستگاه های برقی (، WCM کدگذاری موجود در فایل می باشد). با این کدگذاری، اثرات سالانه و صنعتی در مدل کنترل شده و ضرایب متغیرهای اصلی (مانند و ...) فارغ از تفاوت های زمانی و صنعتی تفسیر می شوند. LEV، CR.

آزمون فرضیه های پژوهش

۱-آزمون فرضیه اول پژوهش

فرضیه اول: مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارند.

استفاده شد. در این فرضیه، رابطه GMM برای بررسی فرضیه اول به دلیل حضور متغیر وابسته باوقفه در متغیرهای مستقل، از رگرسیون مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری مورد بررسی قرار گرفت. جدول ۴-۷ نتایج تخمین مدل را برای بررسی فرضیه اول نشان می دهد.

(GMM) به روش ROA جدول ۴-۷-مدل فرضیه اول (متغیر وابسته =

نتیجه	سطح احتمال	آماره t	ضریب	نماد متغیر	متغیر
معنادار	۰/۰۴۳	-۲/۵۶۵	-۰/۰۰۰۰۴۶۱	WCM	مدیریت سرمایه در گردش
معنادار	۰/۰۰۰	۶/۹۳۸	۰/۰۰۰۳۴	SIZE	اندازه شرکت
معنادار	۰/۰۰۱	-۵/۹۳۴	-۰/۰۸۷	LEV	اهرم مالی
معنادار	۰/۰۰۰	۱۰/۵۶۷	۰/۰۳۲	CR	نسبت جاری
معنادار	۰/۰۰۰	۳۰/۹۶۱	۰/۴۸۰	ROA _{t-1}	بازده دارایی های سال قبل
معنادار	۰/۰۰۰	۹/۸۳۵	۰/۰۷۳	SG	رشد فروش
معنادار	۰/۰۰۱	-۵/۹۱۰	-۰/۱۴۱	CAPEX	مخارج سرمایه ای
معنادار	۰/۰۰۰	۸/۷۲۶	۰/۲۵۵	OCF	جریان نقدی عملیاتی
بی معنی	۰/۱۹۴	۱/۴۶۳	۰/۰۲۲	FA/TA	نسبت دارایی های مالی به دارایی های کل
۰/۸۴۳					ضریب تعیین
۰/۸۴۰					ضریب تعیین تعدیل شده
۲/۰۷۱					آماره دوربین واتسون
۳/۴۹۲					آماره J
(۰/۰۶۲)					(سطح احتمال)
۲۷					رتبه ابزاری
۰/۰۶۸					سطح احتمال آزمون سارگان
اثر سال و صنعت کنترل شده است.					

در چارچوب پنل پویا انجام شده است. از آنجا که تخمین در تفاضل اول صورت گرفته، ثابت مقطع در معادله GMM برآورد مدل با روش تفاضلی به طور طبیعی حذف می شود؛ بنابراین ثابت جداگانه ای گزارش نمی شود. همچنین برای حفظ اعتبار ابزارها، از راهبردهای استاندارد شامل محدود کردن وقفه های ابزاری و کاهش تعداد ابزارها استفاده شده است. در نتیجه، عدم وجود ثابت در خروجی ناشی از ماهیت روش

و $3/492j=$ آزمون هانسن برای محدودیت های بیش تعریف برابر با برآورد است و نه تصمیم پژوهشگر (رودمن^{۲۳}، ۲۰۰۹). در این پژوهش، گزارش شده است؛ از آنجا که سطح احتمال آزمون سارگان بیشتر از ۰.۰۵ است، فرض صفر اعتبار $p=$ و آزمون سارگان نیز $0/062p=$ ابزارها رد نمی شود. این نتایج نشان دهنده تایید فرضیه صفر اعتبار متغیرهای ابزاری هستند (رودمن، ۲۰۰۹). مقدار آماره دوربین واتسون برابر $2/071$ بدست آمده است که در بازه $1/5$ تا $2/5$ قرار دارد. بنابراین مشکلی بابت خودهمبستگی اجزاء خطا وجود ندارد.

• ضریب متغیر مدیریت سرمایه در گردش (WCM) برابر $0/000461-$ محاسبه شده است. این ضریب در سطح خطای ۵ درصد معنادار است ($t = -2/565$ و $p = 0/043$). از نظر اندازه اثر، مقدار ضریب بسیار کوچک است؛ به این معنا که اگر مدیریت سرمایه در گردش به میزان ۱ واحد کامل افزایش یابد، بازده دارایی ها به طور متوسط حدود $0/000461$ واحد کاهش می یابد. بنابراین هرچند رابطه از نظر آماری معنادار است، اثر اقتصادی آن ناچیز است. در نتیجه، فرضیه اول مبنی بر وجود رابطه معنادار بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری تأیید می شود، اما جهت این رابطه منفی است.

۲-آزمون فرضیه دوم پژوهش

فرضیه دوم: مدیریت سرمایه در گردش و رشد متوازن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارند.

(استفاده و برآورد با ماتریس وزن یک مرحله ای انجام شد. اثر سال و Panel EGLS برای بررسی فرضیه دوم از رگرسیون داده های ترکیبی) صنعت نیز کنترل شده است. در این فرضیه، رابطه مدیریت سرمایه در گردش و رشد متوازن مورد بررسی قرار گرفت. جدول ۴-۸ نتایج تخمین مدل را برای بررسی فرضیه دوم نشان می دهد.

(به روش داده های ترکیبی (پنل دیتا) Balanced جدول ۴-۸-مدل فرضیه دوم (متغیر وابسته =

متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	سطح احتمال	نتیجه
عرض از مبدا	C	۰/۰۹۴	۱/۱۴۱	۰/۲۵۴	بی معنی
مدیریت سرمایه در گردش	WCM	-۰/۰۰۰۱۱	-۲/۳۳۴	۰/۰۱۹	معنادار
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۶۸	-۱/۴۱۱	۰/۱۵۸	بی معنی
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۲۶	-۰/۷۲۰	۰/۴۷۲	بی معنی
نسبت جاری	CR	۰/۰۴۰	۳/۷۸۶	۰/۰۰۰	معنادار
بازده دارایی های سال قبل	ROA _{t-1}	۰/۱۹۱	۳/۳۸۲	۰/۰۰۰	معنادار
رشد فروش	SG	۰/۰۹۱	۵/۷۵۰	۰/۰۰۰	معنادار
مخارج سرمایه ای	CAPEX	۰/۰۸۲	۱/۲۹۵	۰/۱۹۶	بی معنی

بی معنی	۰/۷۵۴	-۰/۳۱۴	-۰/۰۱۷	OCF	جریان نقدی عملیاتی
بی معنی	۰/۴۶۸	۰/۷۲۵	۰/۰۲۷	FA/TA	نسبت دارایی های مالی به دارایی های کل
۰/۱۹۹					ضریب تعیین
۰/۱۷۹					ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۶۷۱					آماره دوربین واتسون
۱۰/۱۶۵					آماره F
(۰/۰۰۰)					(سطح احتمال)
اثر سال و صنعت کنترل شده است.					

. مقدار ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب برابر ۰/۱۹۹ و ۰/۱۷۹ بدست آمده است. ضریب تعیین نشان می دهد که متغیرهای و سطح معناداری آن به ترتیب برابر ۱۰/۱۶۵ و ۰/۰۰۰ Fمستقل می توانند به میزان ۱۹/۹ درصد متغیر وابسته را توضیح دهند. مقدار آمار بدست آمده که نشان دهنده معناداری کل مدل رگرسیون است. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۱/۶۷۱ بدست آمده است که در $p < ۰/۰۰۱$ بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. بنابراین مشکلی بابت خودهمبستگی اجزاء خطا وجود ندارد.

• ضریب متغیر مدیریت سرمایه در گردش (WCM) برابر ۰/۰۰۱۱- محاسبه شده است. این ضریب در سطح خطای ۵ درصد معنادار است ($t = -۲/۳۳۴$ و $p = ۰/۰۱۹$). بنابراین مدیریت سرمایه در گردش (WCM) با رشد متوازن (Balanced) رابطه منفی و معنادار دارد و افزایش آن با کاهش رشد متوازن همراه است. در نتیجه، فرضیه دوم مبنی بر وجود رابطه معنادار بین مدیریت سرمایه در گردش و رشد متوازن تأیید می شود.

۳-آزمون فرضیه سوم پژوهش

فرضیه سوم: مدیریت سرمایه در گردش و رشد متوازن از طریق سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارند.

- فرضیه سوم

(استفاده و برآورد با ماتریس وزن یک مرحله ای انجام شد. اثر سال و Panel EGLS برای بررسی فرضیه سوم از رگرسیون داده های ترکیبی) صنعت نیز کنترل شده است. در این فرضیه، رابطه مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری با رشد متوازن مورد بررسی قرار گرفت. جدول ۴- ۱۲ نتایج تخمین مدل را برای بررسی مدل چهارم فرضیه سوم نشان می دهد.

(به روش داده های ترکیبی (پنل دیتا) Balanced جدول ۴-۱۲- فرضیه سوم (متغیر وابسته =

متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	سطح احتمال	نتیجه
-------	------------	------	---------	------------	-------

بی معنی	۰/۵۷۵	۰/۵۶۱	۰/۰۴۵	C	عرض از مبدا
معنادار	۰/۰۳۳	-۲/۱۳۳	-۰/۰۰۰۹۲۹	WCM	مدیریت سرمایه در گردش
معنادار	۰/۰۰۰	۷/۴۴۳	۰/۴۷۸	ROA	سودآوری
بی معنی	۰/۱۹۸	-۱/۲۸۸	-۰/۰۰۶	SIZE	اندازه شرکت
بی معنی	۰/۶۶۱	۰/۴۳۸	۰/۰۱۶	LEV	اهرم مالی
معنادار	۰/۰۱۱	۲/۵۴۵	۰/۰۲۷	CR	نسبت جاری
بی معنی	۰/۹۸۱	۰/۰۲۴	۰/۰۰۱۴	ROA _{t-1}	بازده دارایی های سال قبل
معنادار	۰/۰۰۰	۳/۸۷۹	۰/۰۶۲	SG	رشد فروش
معنادار	۰/۰۲۷	۲/۲۲۱	۰/۱۴۰	CAPEX	مخارج سرمایه ای
معنادار	۰/۰۰۹	-۲/۵۹۶	-۰/۱۴۲	OCF	جریان نقدی عملیاتی
بی معنی	۰/۹۶۴	۰/۰۴۴	۰/۰۰۱۶	FA/TA	نسبت دارایی های مالی به دارایی های کل
۰/۲۴۱					ضریب تعیین
۰/۲۲۱					ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۵۵۲					آماره دوربین واتسون
۱۲/۴۶۹					آماره F
(۰/۰۰۰)					(سطح احتمال)
اثر سال و صنعت کنترل شده است.					

در بررسی فرضیه سوم، مقدار ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب برابر ۰/۲۴۱ و ۰/۲۲۱ بدست آمده است. ضریب تعیین نشان و سطح معناداری آن به ترتیب برابر F می دهد که متغیرهای مستقل می توانند به میزان ۲۴/۱ درصد متغیر وابسته را توضیح دهند. مقدار آمار ۱۲/۴۶۹ و ۰/۰۰۰ بدست آمده که نشان دهنده معناداری کل مدل رگرسیون است. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۱/۵۵۲ بدست آمده است که در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. بنابراین مشکلی بابت خودهمبستگی اجزاء خطا وجود ندارد.

- ضریب متغیر مدیریت سرمایه در گردش (WCM) برابر ۰/۰۰۰۹۲۹ - محاسبه شده است. این ضریب در سطح خطای ۵ درصد معنادار است (t = -۲/۱۳۳ و p = ۰/۰۳۳). بنابراین مدیریت سرمایه در گردش (WCM) با رشد متوازن (Balanced) رابطه منفی و معنادار دارد. بنابراین مدیریت سرمایه در گردش منجر به کاهش رشد متوازن می شود.

- ضریب متغیر سودآوری (ROA) برابر ۰/۴۷۸ محاسبه شده است. این ضریب در سطح خطای ۵ درصد معنادار است ($t = ۷/۴۴۳$ و $p = ۰/۰۰۰$). بنابراین سودآوری (ROA) بر رشد متوازن (Balanced) رابطه مثبت و معنادار دارد. بنابراین سودآوری منجر به افزایش رشد متوازن می شود. با توجه به نتایج فوق می توان گفت که مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری بر رشد متوازن رابطه معنادار دارند. بنابراین فرضیه سوم پژوهش تایید می شود. از آنجا که هر دو ضریب متغیرهای مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری معنادار شدند، نشان دهنده میانجی گری جزئی سودآوری است.
- در بررسی مربوط به فرضیه سوم، مشخص می شود که مدیریت سرمایه در گردش و رشد متوازن از طریق سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارند. همانطور که گفته شد، نقش میانجی سودآوری به صورت جزئی است. برای بررسی دقیق تر فرضیه سوم از آزمون سوبل استفاده می شود. فرمول آزمون سوبل به صورت زیر است:

$$Z = \frac{a \times b}{\sqrt{(b^2 \times s_a^2) + (a^2 \times s_b^2) + (s_a^2 \times s_b^2)}}$$

در رابطه فوق پارامترها به شرح زیر می باشند:

: ضریب تاثیر متغیر مستقل (مدیریت سرمایه در گردش) بر میانجی (سودآوری) پارامتر a

: ضریب تاثیر میانجی (سودآوری) بر وابسته (رشد متوازن) پارامتر b

: خطای استاندارد تاثیر متغیر مستقل (مدیریت سرمایه در گردش) بر میانجی (سودآوری) پارامتر Sa

: خطای استاندارد تاثیر متغیر میانجی (سودآوری) بر وابسته (رشد متوازن) پارامتر Sb

است، باید از سطح بحرانی آن یعنی عدد ۱/۹۶ بیشتر باشد. نتایج مطابق با Z برای معنادار بودن متغیر میانجی، آماره این آزمون که آماره جدول ۴-۱۳ می باشد.

جدول ۴-۱۳- نتایج آزمون سوبل

آماره Z	S _b	S _a	b	a
۲/۵۲۳	۰/۰۴۸	۰/۰۰۰۱۸	۰/۷۰۴	-۰/۰۰۰۰۴۶۱

بحرانی در توزیع نرمال (۱/۹۶) مقایسه می شود. Z پس از محاسبه این مقدار، با سطح معناداری ۵ درصد، قدرمطلق این مقدار با مقدار آماره بدست Z در صورتی که قدر مطلق مقدار محاسبه شده بزرگتر از ۱/۹۶ باشد، به معنای آن است که متغیر دارای نقش میانجی است. مقدار آمده در این مطالعه برابر ۲/۵۲۳ است که از ۱/۹۶ بیشتر است؛ بنابراین متغیر سودآوری دارای نقش میانجی در رابطه مدیریت سرمایه در گردش و رشد متوازن است و فرضیه سوم نیز تایید می شود.

۴-آزمون فرضیه چهارم پژوهش

در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه فرضیه چهارم: اجرای یک استراتژی تهاجمی و مدیریت سرمایه در گردش معنادار دارد.

(استفاده و برآورد با ماتریس وزن یک مرحله ای انجام شد. اثر سال Panel EGLS برای بررسی فرضیه چهارم از رگرسیون داده های ترکیبی) و صنعت نیز کنترل شده است. این فرضیه، استراتژی تهاجمی و مدیریت سرمایه در گردش مورد بررسی قرار گرفت. جدول ۴-۱۴ نتایج تخمین مدل را برای بررسی فرضیه چهارم نشان می دهد.

(به روش داده های ترکیبی (پنل دیتا) WCM جدول ۴-۱۴- فرضیه چهارم (متغیر وابسته =

نتیجه	سطح احتمال	آماره t	ضریب	نماد متغیر	متغیر
معنادار	۰/۰۰۰	۶/۹۹۶	۴۲۰/۳۶۱	C	عرض از مبدا
بی معنی	۰/۳۳۵	۰/۹۶۵	۱۳/۲۹۴	PRO	استراتژی تهاجمی
بی معنی	۰/۳۳۲	-۰/۹۷۱	-۳/۱۶۴	SIZE	اندازه شرکت
معنادار	۰/۰۰۰	-۹/۴۴۰	-۲۲۲/۶۰۳	LEV	اهرم مالی
بی معنی	۰/۵۱۹	۰/۶۴۴	۴/۴۸۶	CR	نسبت جاری
بی معنی	۰/۹۶۶	۰/۰۴۳	۱/۶۰۲	ROA _{t-1}	بازده دارایی‌های سال قبل
معنادار	۰/۰۰۰	-۷/۳۷۷	-۷۳/۳۴۶	SG	رشد فروش
بی معنی	۰/۵۲۵	-۰/۶۳۵	-۲۵/۷۰۲	CAPEX	مخارج سرمایه‌ای
معنادار	۰/۰۰۰	-۴/۲۷۹	-۱۴۶/۰۸۹	OCF	جریان نقدی عملیاتی
معنادار	۰/۰۰۰	۷/۲۰۰	۱۷۸/۴۸۶	FA/TA	نسبت دارایی‌های مالی به دارایی‌های کل
۰/۴۳۴					ضریب تعیین
۰/۴۲۰					ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۶۷۴					آماره دوربین واتسون
۳۰/۲۱۷					آماره F
(۰/۰۰۰)					(سطح احتمال)
اثر سال و صنعت کنترل شده است.					

در بررسی مدل فرضیه چهارم، مقدار ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب برابر $0/434$ و $0/420$ بدست آمده است. ضریب و سطح معناداری آن F تعیین نشان می دهد که متغیرهای مستقل می توانند به میزان $43/3$ درصد متغیر وابسته را توضیح دهند. مقدار آمار به ترتیب برابر $30/217$ و $0/000$ بدست آمده که نشان دهنده معناداری کل مدل رگرسیون است. مقدار آماره دوربین واتسون برابر $1/674$ بدست آمده است که در بازه $1/5$ تا $2/5$ قرار دارد. بنابراین مشکلی بابت خودهمبستگی اجزاء خطا وجود ندارد.

- از آنجا که ضریب متغیر استراتژی تهاجمی (PRO) در سطح خطای 5 درصد معنادار نیست ($t = 6/996$ و $p = 0/335$)؛ لذا استراتژی تهاجمی (PRO) با مدیریت سرمایه در گردش (WCM) رابطه معنادار ندارد. بنابراین فرضیه چهارم پژوهش رد می شود.

۵-آزمون فرضیه پنجم پژوهش

در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه فرضیه پنجم: اجرای یک استراتژی تدافعی و مدیریت سرمایه در گردش معنادار دارد.

(استفاده و برآورد با ماتریس وزن یک مرحله ای انجام شد. اثر سال Panel EGLS برای بررسی فرضیه پنجم از رگرسیون داده های ترکیبی) و صنعت نیز کنترل شده است. در این فرضیه، استراتژی تدافعی و مدیریت سرمایه در گردش مورد بررسی قرار گرفت. جدول ۴-۱۵ نتایج تخمین مدل را برای بررسی فرضیه پنجم نشان می دهد.

(به روش داده های ترکیبی (پنل دیتا) WCM جدول ۴-۱۵- فرضیه پنجم (متغیر وابسته =

متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	سطح احتمال	نتیجه
عرض از مبدا	C	$441/100$	$7/066$	$0/000$	معنادار
استراتژی تدافعی	DEF	$-0/099$	$-0/006$	$0/995$	بی معنی
اندازه شرکت	SIZE	$-3/929$	$-1/173$	$0/241$	بی معنی
اهرم مالی	LEV	$-227/075$	$-9/164$	$0/000$	معنادار
نسبت جاری	CR	$5/166$	$0/713$	$0/475$	بی معنی
بازده دارایی های سال قبل	ROA_{t-1}	$-4/465$	$-0/116$	$0/908$	بی معنی
رشد فروش	SG	$-74/293$	$-7/211$	$0/000$	معنادار
مخارج سرمایه ای	CAPEX	$-32/707$	$-0/761$	$0/447$	بی معنی

معنادار	۰/۰۰۰	-۴/۴۴۷	-۱۵۹/۰۶۰	OCF	جریان نقدی عملیاتی
معنادار	۰/۰۰۰	۷/۱۰۹	۱۸۲/۶۱۰	FA/TA	نسبت دارایی های مالی به دارایی های کل
۰/۴۲۴					ضریب تعیین
۰/۴۱۰					ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۶۸۰					آماره دوربین واتسون
۲۸/۹۸۴					آماره F
(۰/۰۰۰)					(سطح احتمال)
اثر سال و صنعت کنترل شده است.					

در بررسی مدل فرضیه پنجم مقدار ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب برابر ۰/۴۲۴ و ۰/۴۱۰ بدست آمده است. ضریب تعیین و سطح معناداری آن به F نشان می دهد که متغیرهای مستقل می توانند به میزان ۴۲/۴ درصد متغیر وابسته را توضیح دهند. مقدار آمار ترتیب برابر ۲۸/۹۸۴ و ۰/۰۰۰ بدست آمده که نشان دهنده معناداری کل مدل رگرسیون است. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۱/۶۸۰ بدست آمده است که در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. بنابراین مشکلی بابت خودهمبستگی اجزاء خطا وجود ندارد.

• از آنجا که ضریب متغیر استراتژی تدافعی (DEF) در سطح خطای ۵ درصد معنادار نیست ($t = -۰/۰۰۶$ و $p = ۰/۹۹۵$)؛ لذا استراتژی تدافعی (DEF) با مدیریت سرمایه در گردش (WCM) رابطه معنادار ندارد. بنابراین فرضیه پنجم پژوهش رد می شود.

۶-آزمون فرضیه ششم پژوهش

فرضیه ششم: اجرای یک استراتژی تهاجمی و رشد متوازن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارد.

(استفاده و برآورد با ماتریس وزن یک مرحله ای انجام شد. اثر سال Panel EGLS برای بررسی فرضیه ششم از رگرسیون داده های ترکیبی) و صنعت نیز کنترل شده است. در این فرضیه، استراتژی تهاجمی و رشد متوازن مورد بررسی قرار گرفت. جدول ۴-۱۶ نتایج تخمین مدل را برای بررسی فرضیه ششم نشان می دهد.

(به روش داده های ترکیبی (پنل دیتا) Balanced جدول ۴-۱۶- فرضیه ششم (متغیر وابسته =

نتیجه	سطح احتمال	آماره t	ضریب	نماد متغیر	متغیر
بی معنی	۰/۱۶۵	۱/۳۸۸	۰/۱۳۷	C	عرض از میدا
بی معنی	۰/۲۲۲	-۱/۲۲۰	-۰/۰۲۸	PRO	استراتژی تهاجمی

اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۱۰	-۱/۷۳۴	۰/۰۸۳	بی معنی
اهرم مالی	LEV	۰/۰۲۵	۰/۴۹۶	۰/۶۲۰	بی معنی
نسبت جاری	CR	۰/۰۳۶	۳/۳۱۱	۰/۰۰۱	معنادار
بازده دارایی های سال قبل	ROA _{t-1}	۰/۲۱۶	۳/۱۶۴	۰/۰۰۱	معنادار
رشد فروش	SG	۰/۰۹۸	۵/۵۹۰	۰/۰۰۰	معنادار
مخارج سرمایه ای	CAPEX	۰/۱۱۲	۱/۵۲۶	۰/۱۲۷	بی معنی
جریان نقدی عملیاتی	OCF	-۰/۰۲۱	-۰/۳۵۱	۰/۷۲۶	بی معنی
نسبت دارایی های مالی به دارایی های کل	FA/TA	۰/۰۵۱	۱/۳۳۱	۰/۱۸۳	بی معنی
ضریب تعیین	۰/۲۰۸				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۸۸				
آماره دوربین واتسون	۱/۵۸۳				
آماره F	۱۰/۳۱۸				
(سطح احتمال)	(۰/۰۰۰)				
اثر سال و صنعت کنترل شده است.					

در بررسی مدل فرضیه ششم، مقدار ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب برابر ۰/۲۰۸ و ۰/۱۸۸ بدست آمده است. ضریب و سطح معناداری آن F تعیین نشان می دهد که متغیرهای مستقل می توانند به میزان ۲۰/۸ درصد متغیر وابسته را توضیح دهند. مقدار آمار به ترتیب برابر ۱۰/۳۱۸ و ۰/۰۰۰ بدست آمده که نشان دهنده معناداری کل مدل رگرسیون است. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۱/۵۸۳ بدست آمده است که در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. بنابراین مشکلی بابت خودهمبستگی اجزاء خطا وجود ندارد.

- از آنجا که ضریب متغیر استراتژی تهاجمی (PRO) در سطح خطای ۵ درصد معنادار نیست ($t = -۱/۲۲۰$ و $p = ۰/۲۲۲$)؛ لذا استراتژی تهاجمی (PRO) بر رشد متوازن (Balanced) رابطه معنادار ندارد. بنابراین فرضیه ششم پژوهش رد می شود.

۷-آزمون فرضیه هفتم پژوهش

فرضیه هفتم: اجرای یک استراتژی تدافعی و رشد متوازن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارد.

(استفاده و برآورد با ماتریس وزن یک مرحله ای انجام شد. اثر سال و Panel EGLS برای بررسی فرضیه هفتم از رگرسیون داده های ترکیبی) صنعت نیز کنترل شده است. در این فرضیه، استراتژی تدافعی و رشد متوازن مورد بررسی قرار گرفت. جدول ۴-۱۷ نتایج تخمین مدل را برای بررسی فرضیه هفتم نشان می دهد.

(به روش داده های ترکیبی (پنل دیتا) Balanced جدول ۴-۱۷ - فرضیه هفتم (متغیر وابسته =

نتیجه	سطح احتمال	آماره t	ضریب	نماد متغیر	متغیر
بی معنی	۰/۲۳۹	۱/۱۷۷	۰/۰۹۶	C	عرض از مبدا
بی معنی	۰/۷۹۶	۰/۲۵۹	۰/۰۰۷	DEF	استراتژی تدافعی
معنادار	۰/۰۴۶	-۱/۹۹۳	-۰/۰۰۹	SIZE	اندازه شرکت
بی معنی	۰/۶۰۳	۰/۵۲۰	۰/۰۲۴	LEV	اهرم مالی
معنادار	۰/۰۰۰	۳/۷۱۹	۰/۰۳۵	CR	نسبت جاری
معنادار	۰/۰۰۷	۲/۶۶۵	۰/۲۱۹	ROA _{t-1}	بازده دارایی های سال قبل
معنادار	۰/۰۰۰	۶/۴۲۹	۰/۰۹۷	SG	رشد فروش
بی معنی	۰/۱۰۶	۱/۶۱۷	۰/۱۱۰	CAPEX	مخارج سرمایه ای
بی معنی	۰/۷۵۱	-۰/۳۱۷	-۰/۰۲۱	OCF	جریان نقدی عملیاتی
بی معنی	۰/۱۹۰	۱/۳۰۹	۰/۰۵۰	FA/TA	نسبت دارایی های مالی به دارایی های کل
۰/۲۰۷					ضریب تعیین
۰/۱۸۶					ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۵۸۲					آماره دوربین واتسون
۱۰/۲۴۱					آماره F
(۰/۰۰۰)					(سطح احتمال)
اثر سال و صنعت کنترل شده است.					

در بررسی مدل فرضیه هفتم، مقدار ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب برابر $0/207$ و $0/187$ بدست آمده است. ضریب و سطح معناداری آن F تعیین نشان می دهد که متغیرهای مستقل می توانند به میزان $20/7$ درصد متغیر وابسته را توضیح دهند. مقدار آمار به ترتیب برابر $10/241$ و $0/000$ بدست آمده که نشان دهنده معناداری کل مدل رگرسیون است. مقدار آماره دوربین واتسون برابر $1/582$ بدست آمده است که در بازه $1/5$ تا $2/5$ قرار دارد. بنابراین مشکلی بابت خودهمبستگی اجزاء خطا وجود ندارد.

- از آنجا که ضریب متغیر استراتژی تدافعی (DEF) در سطح خطای 5 درصد معنادار نیست ($t = 0/259$ و $p = 0/796$)؛ لذا استراتژی تدافعی (DEF) بر رشد متوازن (Balanced) رابطه معنادار ندارد. بنابراین فرضیه هفتم پژوهش رد می شود.

۸-آزمون فرضیه هشتم پژوهش

و سودآوری در مدیریت سرمایه در گردش فرضیه هشتم: اجرای یک استراتژی تهاجمی اثر تعدیل کننده کاهشی بر شدت رابطه بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

استفاده شد. در این فرضیه، نقش GMM برای بررسی فرضیه هشتم به دلیل حضور متغیر وابسته باوقفه در متغیرهای مستقل، از رگرسیون تعدیلگر استراتژی تهاجمی در رابطه مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری مورد بررسی قرار گرفت. جدول ۴-۱۸ نتایج تخمین مدل را برای بررسی فرضیه هشتم نشان می دهد.

(GMM) به روش ROA جدول ۴-۱۸-مدل فرضیه هشتم (متغیر وابسته =

متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	سطح احتمال	نتیجه
عرض از مبدا	C	$0/057$	$0/958$	$0/338$	بی معنی
مدیریت سرمایه در گردش	WCM	$-0/0002$	$-3/299$	$0/001$	معنادار
مدیریت سرمایه در گردش \times استراتژی تهاجمی	PRO \times WCM	$0/0014$	$3/259$	$0/001$	معنادار
اندازه شرکت	SIZE	$0/0028$	$0/839$	$0/402$	بی معنی
اهرم مالی	LEV	$-0/127$	$-4/479$	$0/000$	معنادار
نسبت جاری	CR	$0/026$	$3/243$	$0/000$	معنادار
بازده دارایی های سال قبل	ROA $_{t-1}$	$0/411$	$9/158$	$0/000$	معنادار
رشد فروش	SG	$0/048$	$3/994$	$0/000$	معنادار
مخارج سرمایه ای	CAPEX	$-0/088$	$-1/866$	$0/062$	بی معنی
جریان نقدی عملیاتی	OCF	$0/272$	$6/859$	$0/000$	معنادار

نسبت دارایی های مالی به دارایی های کل	FA/TA	۰/۰۹۳	۳/۱۷۹	۰/۰۰۱	معنادار
ضریب تعیین		۰/۲۶۰			
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۴۱			
آماره دوربین واتسون		۲/۰۰۹			
آماره J		۱/۳۷۹			
(سطح احتمال)		(۰/۲۴۰)			
رتبه ابزاری		۲۷			
سطح احتمال آزمون سارگان		۰/۲۴۴			
اثر سال و صنعت کنترل شده است.					

در بررسی فرضیه هشتم، مقدار ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب برابر ۰/۲۶۰ و ۰/۲۴۱ بدست آمده است. ضریب تعیین و سطح احتمال آن به ترتیب نشان می دهد که متغیرهای مستقل می توانند به میزان ۲۶/۰ درصد متغیر وابسته را توضیح دهند. مقدار آماره برابر ۱/۳۷۹ و ۰/۲۴۰ محاسبه شده است. سطح احتمال آزمون سارگان نیز برابر ۰/۲۴۴ می باشد که از ۰/۰۵ بیشتر است. این نتایج نشان دهنده تایید فرضیه صفر اعتبار متغیرهای ابزاری می باشند. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۲/۰۰۹ بدست آمده است که در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. بنابراین مشکلی بابت خودهمبستگی اجزاء خطا وجود ندارد.

- ضریب متغیر مدیریت سرمایه در گردش (WCM) برابر ۰/۰۰۲۳ - محاسبه شده است. این ضریب در سطح خطای ۵ درصد معنادار است ($t = -۳/۲۹۹$ و $p = ۰/۰۰۱$). بنابراین مدیریت سرمایه در گردش (WCM) با سودآوری (ROA) رابطه منفی و معنادار دارد. با توجه به این نتیجه می توان گفت که افزایش مدیریت سرمایه در گردش با کاهش سودآوری همراه است.
- ضریب متغیر مدیریت سرمایه در گردش \times استراتژی تهاجمی (PRO \times WCM) برابر ۰/۰۰۱۴ محاسبه شده است. این ضریب در سطح خطای ۵ درصد معنادار است ($t = ۳/۲۵۹$ و $p = ۰/۰۰۱$). بنابراین مدیریت سرمایه در گردش \times استراتژی تهاجمی (WCM \times PRO) با سودآوری (ROA) رابطه مثبت و معنادار دارد. با توجه به این نتیجه می توان گفت که مدیریت سرمایه در گردش \times استراتژی تهاجمی منجر به افزایش سودآوری می شود. به عبارت دیگر، اجرای یک استراتژی تهاجمی اثر تعدیل کننده افزایشی (به علت مثبت بودن ضریب) بر شدت رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. بنابراین فرضیه هشتم رد می شود.

۹-آزمون فرضیه نهم پژوهش

فرضیه نهم: اجرای یک استراتژی تدافعی اثر تعدیل کننده فزاینده ای بر شدت رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

استفاده شد. در این فرضیه، نقش GMM برای بررسی فرضیه نهم به دلیل حضور متغیر وابسته باوقفه در متغیرهای مستقل، از رگرسیون تعدیلگر استراتژی تدافعی در رابطه مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری مورد بررسی قرار گرفت. جدول ۴-۱۹ نتایج تخمین مدل را برای بررسی فرضیه نهم نشان می دهد.

GMM) به روش ROA جدول ۴-۱۹-مدل فرضیه نهم (متغیر وابسته =

متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	سطح احتمال	نتیجه
عرض از مبدا	C	۰/۰۵۴	۰/۷۶۰	۰/۴۴۷	بی معنی
مدیریت سرمایه در گردش	WCM	-۰/۰۰۰۱۷	-۲/۴۵۶	۰/۰۱۴	معنادار
مدیریت سرمایه در گردش × استراتژی تدافعی	DEF×WCM	۰/۰۰۲۰	۲/۳۳۹	۰/۰۱۹	معنادار
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۰۱۵	۰/۴۴۱	۰/۶۵۹	بی معنی
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۹۳	-۲/۷۷۱	۰/۰۰۵	معنادار
نسبت جاری	CR	۰/۰۳۵	۳/۴۸۹	۰/۰۰۰	معنادار
بازده دارایی های سال قبل	ROA _{t-1}	۰/۴۸۱	۱۱/۵۰۸	۰/۰۰۰	معنادار
رشد فروش	SG	۰/۰۷۳	۶/۱۳۸	۰/۰۰۰	معنادار
مخارج سرمایه ای	CAPEX	-۰/۱۱۹	-۲/۶۴۱	۰/۰۰۸	معنادار
جریان نقدی عملیاتی	OCF	۰/۲۲۱	۵/۷۵۰	۰/۰۰۰	معنادار
نسبت دارایی های مالی به دارایی های کل	FA/TA	۰/۰۱۱	۰/۴۱۵	۰/۶۷۸	بی معنی
ضریب تعیین	۰/۳۴۰				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۲۴				
آماره دوربین واتسون	۲/۰۵۰				
آماره J	۳/۸۲۱				
(سطح احتمال)	(۰/۰۵۱)				
رتبه ابزاری	۲۷				

سطح احتمال آزمون سارگان	۰/۰۶۵
اثر سال و صنعت کنترل شده است.	

در بررسی فرضیه نهم، مقدار ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب برابر ۰/۳۴۰ و ۰/۳۲۴ بدست آمده است که نشان می دهد و سطح احتمال آن به ترتیب برابر ۰/۰۵۱ و ۰/۰۵۱ محاسبه شده است. همچنین، سطح احتمال آزمون سارگان برابر ۰/۰۶۵ است که از ۰/۰۵ بیشتر می باشد؛ بنابراین فرض صفر در چارچوب پیل پویا انجام شده است. از آنجا که تخمین در تفاضل اول صورت گرفته، GMM اعتبار ابزارها رد نمی شود. برآورد مدل با روش ثابت مقطع در معادله تفاضلی به طور طبیعی حذف می شود و بنابراین ثابت جداگانه ای گزارش نمی شود. برای حفظ اعتبار ابزارها، از راهبردهای استاندارد شامل محدود کردن وقفه های ابزاری و کاهش تعداد ابزارها استفاده شده است. در نتیجه، عدم وجود ثابت در خروجی ناشی از ماهیت روش برآورد است و نه تصمیم پژوهشگر (رودمن، ۲۰۰۹). مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۲/۰۵۰ بدست آمده است که در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. بنابراین مشکلی بابت خودهمبستگی اجزاء وجود ندارد.

- ضریب متغیر مدیریت سرمایه در گردش (WCM) برابر ۰/۰۰۱۷- محاسبه شده است. این ضریب در سطح خطای ۵ درصد معنادار است ($t = -۲/۴۵۶$ و $p = ۰/۰۱۴$). بنابراین مدیریت سرمایه در گردش (WCM) با سودآوری (ROA) رابطه منفی و معنادار دارد. با توجه به این نتیجه می توان گفت که افزایش مدیریت سرمایه در گردش با کاهش سودآوری همراه است.
- ضریب متغیر مدیریت سرمایه در گردش \times استراتژی تدافعی (DEF \times WCM) برابر ۰/۰۲۰- محاسبه شده است. این ضریب در سطح خطای ۵ درصد معنادار است ($t = ۲/۳۳۹$ و $p = ۰/۰۱۹$). بنابراین مدیریت سرمایه در گردش \times استراتژی تدافعی (WCM \times DEF) با سودآوری (ROA) رابطه مثبت و معنادار دارد. با توجه به این نتیجه می توان گفت که مدیریت سرمایه در گردش \times استراتژی تدافعی منجر به افزایش سودآوری می شود. به عبارت دیگر، اجرای یک استراتژی تدافعی اثر تعدیل کننده فزاینده (به علت مثبت بودن ضریب) بر شدت رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. بنابراین فرضیه نهم تایید می شود.
- ضریب متغیر اهرم مالی (LEV) برابر ۰/۰۹۳- محاسبه شده است. این ضریب در سطح خطای ۵ درصد معنادار است ($t = -۲/۷۷۱$ و $p = ۰/۰۰۵$). بنابراین اهرم مالی (LEV) با سودآوری (ROA) رابطه منفی و معنادار دارد. با توجه به این نتیجه می توان گفت که افزایش مدیریت سرمایه در گردش با کاهش سودآوری همراه است.

۴-۶- ارزیابی فرضیه های پژوهش

جدول ۴-۲۰- ارزیابی فرضیه ها

شماره فرضیه	شرح فرضیه	نتیجه
اول	مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارند.	تایید

دوم	مدیریت سرمایه در گردش و رشد متوازن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارند.	تایید
سوم	مدیریت سرمایه در گردش و رشد متوازن از طریق سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارند.	تایید
چهارم	اجرای یک استراتژی تهاجمی و مدیریت سرمایه در گردش در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارد.	رد
پنجم	اجرای یک استراتژی تدافعی و مدیریت سرمایه در گردش در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارد.	رد
ششم	اجرای یک استراتژی تهاجمی و رشد متوازن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارد.	رد
هفتم	اجرای یک استراتژی تدافعی و رشد متوازن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارد.	رد
هشتم	اجرای یک استراتژی تهاجمی اثر تعدیل کننده کاهشی بر شدت رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.	رد
نهم	اجرای یک استراتژی تدافعی اثر تعدیل کننده فزاینده ای بر شدت رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.	تایید

تفسیر نتایج

در این بخش، نتایج به دست آمده به تفکیک فرضیه های پژوهش ارائه شده است.

۱- مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارند.

-تفسیر نتایج فرضیه اول

این فرضیه تایید می شود که مدیریت مناسب سرمایه در گردش می تواند به سودآوری کمک کند، اما اگر این مدیریت به طور غیر بهینه انجام شود و منابع زیادی در موجودی ها و حساب های دریافتی قفل شود، این امر می تواند به کاهش سودآوری منجر شود. بنابراین، شرکت ها باید به دقت مدیریت موجودی ها، حساب های دریافتی و پرداختی خود را بررسی کرده و اطمینان حاصل کنند که از منابع خود به طور کارآمدتری استفاده می کنند تا از بروز هزینه های اضافی و کاهش بازده سرمایه جلوگیری کنند.

-تفسیر نتایج فرضیه دوم

رابطه منفی بین مدیریت سرمایه در گردش و رشد متوازن می تواند ناشی از این حقیقت باشد که منابع مالی که در موجودی ها و حساب های دریافتی نگهداری می شوند، قابلیت استفاده در فرصت های سودآور دیگر را از دست می دهند. در واقع، زمانی که یک شرکت منابع زیادی را در کالاهای نیمه تمام یا موجودی ها سرمایه گذاری می کند، این منابع دیگر نمی توانند برای سرمایه گذاری در پروژه های بلندمدت یا استراتژی های

رشد متوازن مورد استفاده قرار گیرند. به عبارت دیگر، هر چه یک شرکت بیشتر بر موجودی ها و حساب های دریافتی تمرکز کند، کمتر قادر خواهد بود که این منابع را به فرصت های سودآور و بلندمدت تخصیص دهد که می تواند به رشد پایدار آن کمک کند.

-تفسیر نتایج فرضیه سوم

. مدیریت سرمایه در گردش، که به بهینه سازی استفاده از منابع مالی کوتاه مدت مانند موجودی ها، حساب های دریافتی و حساب های پرداختی اطلاق می شود، نقش مهمی در بهبود نقدینگی و کاهش هزینه های اضافی شرکت ها دارد. زمانی که شرکت ها قادر باشند این منابع را به طور مؤثر مدیریت کنند، قادر خواهند بود نقدینگی بیشتری را به طور مؤثر در دسترس قرار دهند. این نقدینگی اضافه به شرکت ها کمک می کند تا از فرصت های جدید بهره برداری کنند، هزینه های مالی خود را کاهش دهند و در نهایت سودآوری خود را افزایش دهند. سودآوری بیشتر به شرکت ها این امکان را می دهد که منابع مالی خود را در راستای توسعه پایدار و گسترش فعالیت هایشان تخصیص دهند که این امر منجر به رشد متوازن خواهد شد.

-تفسیر نتایج فرضیه چهارم

نتایج نشان می دهد که اجرای یک استراتژی تهاجمی، که معمولاً با اتخاذ سیاست های پر ریسک و تلاش برای رشد سریع همراه است، تأثیر مستقیمی بر بهینه سازی و مدیریت منابع مالی کوتاه مدت (مانند موجودی ها، حساب های دریافتی و حساب های پرداختی) ندارد. این امر می تواند به دلیل این باشد که شرکت هایی که استراتژی تهاجمی را اتخاذ می کنند، بیشتر به دنبال گسترش سریع فعالیت های خود هستند تا بهینه سازی مدیریت منابع جاری و کوتاه مدت، و در نتیجه، فشار بیشتری به منابع مالی آنها وارد می شود و این موضوع باعث می شود که اثرات مثبت مدیریت سرمایه در گردش تحت تأثیر استراتژی تهاجمی قرار نگیرد.

-تفسیر نتایج فرضیه پنجم

. این نتیجه نشان دهنده آن است که استراتژی های تدافعی، که معمولاً با سیاست های کمتر ریسکی و تمرکز بیشتر بر حفظ وضعیت موجود همراه هستند، تأثیر مستقیمی بر بهبود یا تغییر در نحوه مدیریت منابع مالی کوتاه مدت شرکت ها ندارند.

-تفسیر نتایج فرضیه ششم

فرضیه ششم: اجرای یک استراتژی تهاجمی و رشد متوازن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارد.

این نتیجه نشان دهنده این است که استراتژی های تهاجمی که معمولاً با هدف افزایش سهم بازار، افزایش فروش و به طور کلی رشد سریعتر همراه هستند، لزوماً به رشد متوازن شرکت ها منتهی نمی شوند. در واقع، در شرایطی که شرکت ها استراتژی های تهاجمی را اتخاذ می کنند، این استراتژی ها ممکن است منجر به افزایش ریسک ها و فشارهای مالی بیشتری شوند که در نهایت به رشد پایدار و متوازن منتهی نمی شود.

- فرضیه هفتم: اجرای یک استراتژی تدافعی و رشد متوازن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارد.

-تفسیر نتایج فرضیه هفتم

. این نتیجه نشان دهنده آن است که اتخاذ استراتژی های تدافعی، که معمولاً بر حفظ وضعیت موجود و کاهش ریسک ها تمرکز دارند، به طور مستقیم به رشد متوازن شرکت ها منجر نمی شود. در واقع، استراتژی های تدافعی که به طور عمده در واکنش به بحران ها و تهدیدات به کار می روند، ممکن است باعث شوند که شرکت ها به جای جست و جوی فرصت های جدید و بهبود فرآیندهای داخلی، بر حفظ وضعیت موجود و جلوگیری از ریسک ها متمرکز شوند

و مدیریت سرمایه در گردش -فرضیه هشتم: اجرای یک استراتژی تهاجمی اثر تعدیل کننده کاهشی بر شدت رابطه بین سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

-تفسیر نتایج فرضیه هشتم

این نتیجه به وضوح نشان دهنده آن است که اگرچه استراتژی تهاجمی به طور معمول با ریسک پذیری بالا و سرمایه گذاری های متمرکز بر رشد سریع همراه است، اما در این مطالعه هیچ شواهدی مبنی بر اثر کاهشی این استراتژی بر رابطه میان مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری مشاهده نشد.

استراتژی تهاجمی معمولاً به عنوان یک استراتژی فعال و مبتنی بر ریسک تعریف می شود که در آن شرکت ها به دنبال گسترش سریع بازار، سرمایه گذاری های بزرگ و افزایش سودآوری به وسیله استفاده از فرصت های جدید هستند. این استراتژی می تواند به ویژه در شرایطی که شرکت ها در بازارهای رقابتی قرار دارند یا در حال مواجهه با بحران ها و چالش های جدی هستند، جذابیت بیشتری داشته باشد. در چنین شرایطی، انتظار می رود که این نوع استراتژی ها بتوانند موجب تقویت ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شوند، چراکه با استفاده از منابع مالی و انسانی موجود به طور بهینه تر، توان شرکت ها برای افزایش سودآوری بیشتر می شود اما در این مطالعه، نتایج آزمون نشان می دهند که این استراتژی، حتی در صورت اجرایی بودن، تأثیر تعدیل کننده کاهشی بر رابطه میان مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری ندارد. ممکن است دلیل این امر، نحوه مدیریت منابع در شرکت ها باشد. در بسیاری از موارد، استراتژی های تهاجمی موجب می شوند که منابع شرکت ها به طور عمده در پروژه ها و فرصت های رشد سریع و سرمایه گذاری های پرریسک تخصیص یابند، که ممکن است مانع از تخصیص بهینه منابع برای مدیریت مؤثر سرمایه در گردش شود. این عدم تخصیص بهینه منابع به ویژه زمانی که شرکت ها به دنبال تسریع در روند رشد هستند، می تواند تأثیر منفی بر سودآوری داشته باشد.

-فرضیه نهم: اجرای یک استراتژی تدافعی اثر تعدیل کننده فزاینده ای بر شدت رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

-تفسیر نتایج فرضیه نهم

یافته های حاصل از آزمون فرضیه نهم پژوهش حاکی از آن است که اجرای یک استراتژی تدافعی اثر تعدیل کننده فزاینده ای بر شدت رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد و فرضیه نهم پژوهش تایید شد. یافته های حاصل از آزمون فرضیه نهم پژوهش حاکی از آن است که اجرای یک استراتژی تدافعی اثر تعدیل کننده فزاینده ای بر شدت رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. این نتایج به وضوح نشان می دهند

که استراتژی تدافعی در واقع به تقویت و افزایش شدت ارتباط میان مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری کمک می کند. استراتژی تدافعی معمولاً بر حفظ وضعیت مالی پایدار و کاهش ریسکها از طریق کنترل هزینهها، بهینه سازی عملیات و افزایش بهره وری تاکید دارد. در این استراتژی، شرکتها به جای گسترش سریع و ریسک پذیری، تمرکز خود را بر حفظ منابع موجود و بهره برداری بهینه از آنها می گذارند. این نوع استراتژی در شرایطی که بازار رقابتی است یا وضعیت اقتصادی نامطلوب است، به ویژه برای شرکت های با منابع محدود، می تواند به افزایش پایداری مالی و سودآوری کمک کند. بنابراین، انتظار می رود که این استراتژی اثر مثبتی بر مدیریت سرمایه در گردش و در نهایت بر سودآوری داشته باشد.

دارد.

- پیشنهادهای کاربردی

-پیشنهادهات مبتنی بر نتایج فرضیه اول

مدیران مدیریت بهینه سرمایه در گردش برای حفظ سودآوری و افزایش کارایی مالی ضروری است. بر همین اساس پیشنهاد می شود شرکتها باید بر کاهش موجودی های غیرضروری و بهینه سازی مالی باید توجه ویژه ای به بهبود گردش سرمایه در گردش داشته باشند. دوره های پرداخت و دریافت تمرکز کنند تا هزینه های مالی را کاهش دهند و سودآوری را افزایش دهند.

-پیشنهادهات مبتنی بر نتایج فرضیه دوم

شرکتها باید مدیریت سرمایه در گردش خود را به گونه ای بهینه کنند که منابع بیشتری برای سرمایه گذاری در پیشنهاد می شود. پروژه های بلندمدت و رشد پایدار فراهم شود.

-پیشنهادهات مبتنی بر نتایج فرضیه سوم

شرکتها باید استراتژی های مالی خود را به گونه ای طراحی کنند که مدیریت سرمایه در گردش به طور مستقیم به پیشنهاد می شود. افزایش سودآوری و در نتیجه رشد متوازن منجر شود

-پیشنهادهات مبتنی بر نتایج فرضیه چهارم

پیشنهاد می شود شرکتها باید در شرایط اقتصادی ناپایدار از استراتژی های مالی محافظه کارانه استفاده کنند تا بر تأثیرات منفی مدیریت سرمایه در گردش کاسته شود.

-پیشنهادهات مبتنی بر نتایج فرضیه پنجم

پیشنهاد می شود با توجه به عدم وجود رابطه معنادار، شرکتها باید منابع خود را به گونه ای بهینه استفاده کنند که علاوه بر حفظ موقعیت مالی، امکان توسعه فعالیت های سودآور در آینده نیز فراهم شود

-پیشنهادهات مبتنی بر نتایج فرضیه ششم

پیشنهاد می شود شرکتها باید به جای استفاده از استراتژی های تهاجمی، بر رشد پایدار و تدریجی تمرکز کنند تا از ریسک های بلندمدت و نوسانات بازار کاسته شود.

-پیشنهادهات مبتنی بر نتایج فرضیه هفتم

پیشنهاد می شود شرکتها باید استراتژی هایی اتخاذ کنند که نه تنها به حفظ منابع موجود بلکه به بهبود و رشد پایدار منجر شوند

-پیشنهادهات مبتنی بر نتایج فرضیه هشتم

پیشنهاد می شود با توجه به نتایج منفی استراتژی تهاجمی، پیشنهاد می شود که شرکتها استراتژی های بهینه تری برای افزایش

سودآوری اتخاذ کنند که به نفع عملکرد بلندمدت آنها باشد.

-پیشنهادهای مبتنی بر نتایج فرضیه نهم

پیشنهاد می شود در شرایط اقتصادی دشوار، شرکت ها باید بر استراتژی های تدافعی تأکید کنند تا هم سودآوری و هم مدیریت سرمایه در گردش به طور مؤثر انجام شوند.

پیشنهاد برای پژوهش های آتی

- بررسی اثرات مدیریت کارآمد سرمایه در گردش و سیاست های تأمین مالی بر عملکرد مالی و رشد پایدار در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- بررسی رابطه بین رشد پایدار و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- بررسی تأثیر استراتژی های کسب و کار بر عملکرد مالی و رشد پایدار در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- بررسی رابطه بین عملکرد شرکت و نرخ رشد پایدار: تحلیل عوامل مالی و کارایی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (عوامل مالی و کارایی شامل نسبت بدهی، نسبت حقوق صاحبان سهام، نسبت نقدینگی و اندازه شرکت)

منابع فارسی

- احتشام رانی، ر. و رضایی فرد، م. (۱۴۰۰). تأثیر استراتژی های مدیریت سرمایه در گردش بر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *اولین کنفرانس ملی سرمایه گذاری جسورانه (تأمین مالی و مدل های ارزیابی)*.
- اسکندر نژاد، س.، برادران حسن زاده، ر. و طاهری، ح. (۱۳۹۹). تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر قابلیت سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در چرخه های تجاری مبتنی بر شکاف تولید. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۸(۲)، ۳۱-۴۸.
- پلرین، ب. (۱۴۰۳). *استراتژی های کسب و کار مبتنی بر هوش مصنوعی*. ترجمه دکتر رحیم زارع، روزبه درویشی، علیرضا رستمی نیا، شرکت چاپ و نشر بازرگانی.
- پهلوان، ا.، سعیدی، ح.، عبدالوند، م. و سعیدنیا، ح. (۱۴۰۴). ارائه الگوی برندسازی شخصی افراد کارآفرین در راستای افزایش سودآوری صنعت خودرو کشور مبتنی بر نظریه داده بنیاد. *اقتصاد مالی*، ۱۹(۱)، ۳۱-۳۵۴.
- ترابی نژاد، ا. (۱۴۰۳). بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سود هر سهم (مطالعه موردی از بازار سرمایه ایران). *هفتمین کنفرانس بین المللی ایده های نوین در مدیریت، اقتصاد، حسابداری و بانکداری*.
- تریسی، ب. (۱۳۹۵). *استراتژی کسب و کار*. ترجمه ژان بقوسیان، بنفشه عطرسائی، انتشارات زرین کلک آفتاب.
- چیدری، ا.، کریمی، ع. و سینیایی، س. (۱۳۹۹). بررسی رابطه بین نرخ رشد و سودآوری شرکت های صنایع غذایی بورس اوراق بهادار تهران. *مجله اقتصاد کشاورزی*، ۱۴(۳)، ۵۹-۷۷.
- دمشقی، ح.، حاجی بلند، م. و دیزناب، ر. (۱۴۰۱). مطالعه تأثیرات مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شعب بانک ملی کلانشهر تبریز. *هفتمین کنفرانس ملی افق های نوین در علوم انسانی، اقتصاد، کارآفرینی*.
- رضائیان، م. و سهرابی، ش. (۱۳۹۹). بررسی تأثیر استراتژی های کسب و کار بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش شرکت ها: مطالعه ای بر شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله تحقیقات مالی*، ۱۳(۲)، ۷۵-۸۹.

رهبر، ی. و فرج پور، م. (۱۴۰۲). بررسی مدل SWOT در استراتژی های توسعه محصول جدید در شرکت های تولیدی. / اولین کنفرانس بین المللی توانمندی مدیریت، مهندسی صنایع، حسابداری و اقتصاد.

زارع، ع.، فلاح شمس، م.ف. و زمریدیان، غ. (۱۴۰۳). ارائه تبیین رابطه بین مؤلفه های اقتصادی، قوانین و شفافیت با سودآوری بانک ها. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۶ (۴)، ۱۹۰-۱۶۱.

صادقی شریف، س.ج. و ایرانی جانبارلو، ش. (۱۳۹۶). نقش مدیریت سرمایه در گردش در تبیین سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (با رویکرد EGLS). چشم انداز مدیریت مالی، ۷ (۱۹)، ۲۶-۹.

غفوریان شاگردی، ا. و گلزاری، ع. (۱۳۹۸). رابطه بین استراتژی کسب و کار و پایداری عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دومین کنفرانس ملی اندیشه های نوین در مدیریت کسب و کار.

فرامرزی، ش.، ایوانی، ف.، خیرالهی، ف. و عبدی، ح. (۱۴۰۳). تأثیر استراتژی های کسب و کار بر افشا ریسک. حسابداری و منافع اجتماعی، ۱۱ (۱)، ۱۲۵-۱۴۶.

لطفعلی نژاد، ب. و برادران حسن زاده، ر. (۱۴۰۲). تأثیر مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت با تأکید بر محدودیت مالی. پایان نامه کارشناسی ارشد.

کوردی، ج. (۱۴۰۲). / استراتژی کسب و کار. ترجمه مهرداد ملایی، انتشارات دنیای اقتصاد.

محمدزاده، س. و قادری، ر. (۱۳۹۸). تأثیر استراتژی های کسب و کار بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مدیریت مالی، ۱۱ (۱)، ۶۰-۴۵.

مرفوع، م. و شاکری، ر. (۱۳۹۷). استراتژی های کسب و کار و رابطه آن با عملکرد مالی شرکت ها. پژوهش های تجربی حسابداری، ۸ (۲۹)، ۱۵۷-۱۸۴.

میشو، ک. (۱۴۰۲). سودآوری از منابع تامین: تحول کسب و کار با تمرکز بر تامین کنندگان. ترجمه هاشم آقازاده، مهدی عبدی، احمد فروتن، شرکت چاپ و نشر بازرگانی.

نبئی بروجنی، ح. و براتی، س. (۱۴۰۲). نقش واسطه ای سودآوری شرکت در تأثیر سرمایه فکری بر اهرم مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۷ (۲۵)، ۴۳۷-۴۵۵.

هاشمی، ن. و فیروزی، ع. (۱۴۰۰). تحلیل تأثیر استراتژی های کسب و کار بر مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله اقتصاد و مدیریت مالی، ۱۴ (۳)، ۱۱۵-۱۰۰.

منابع انگلیسی

Abuzayed, B. (2012). Working capital management and firms' performance in emerging markets: the case of Jordan. *International Journal of Managerial Finance*, 8(2), 155-179

Adane, M. (2021). *ASSESSMENT OF STRATEGIC MANAGEMENT PRACTICES; THE CASE OF ETHIOPIAN ROADS AUTHORITY*. Ph.D. Thesis, ST. MARY'S UNIVERSITY.

- Adler, P. S., & Kwon, S. W. (2002). Social capital: Prospects for a new concept. *Academy of management review*, 27(1), 17-40.
- Agyemang, B.E., & Asiedu, M.K. (2013). The Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Manufacturing Companies In Ghana. *International Journal of Business and Social Research*, 25-34.
- Ahearn, J., & Bruce, J. (2019). *Why working capital matters: A glimpse into the shifting global environment and how working capital efficiencies can help drive change*. CITI Treasury and Trade Solutions
- Ajzen, I. (1991). The theory of planned behavior. *Organizational behavior and human decision processes*, 50(2), 179-211.
- Ajzen, I., & Fishbein, M. (1975). A Bayesian analysis of attribution processes. *Psychological bulletin*, 82(2), 261.
- Aktas, N., Croci, E., & Petmezas, D. (2015). Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments. *Journal of Corporate Finance*, 30(1), 98–113.
- Alam, M.S., Atif, M., Chien-Chi, C., & Soytaş, U., (2019). Does corporate R&D investment affect firm environmental performance? Evidence from G-6 countries. *Energy Econ.* 78, 401–411.
- Albitar, K., Borgi, H., Khan, M., & Zahra, A., (2023). Business environmental innovation and CO2 emissions: the moderating role of environmental governance. *Bus. Strateg. Environ.*, 32, 1996–2007.
- Amin, A., Bowler, B., Hasan, M.M., Lobo, G., & Tresl, J. (2023). Firm life cycle and cost of debt. *Journal of Banking & Finance*, 154, 106971.
- Amouzesh, N., Moeinfar, Z., & Mousavi, Z. (2011). Sustainable growth rate and firm performance: Evidence from Iran Stock Exchange. *International Journal of Business and Social Science*, 2(23).
- Anton, S.G., & Afloarei Nucu, A.E., (2021). The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability: Empirical Evidence from the Polish Listed Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(1), 9.
- Ashta, A. (2008). Sustainable growth rates: refining a measure. *Strategic Change*, 17(5-6), 207-214
- Ballas, A., & Demirakos, E. (2018). The valuation implications of strategy in R&D-intensive industries. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(3), 365-382
- Ballas, A., Naoum, V. C., & Vlismas, O. (2022). The effect of strategy on the asymmetric cost behavior of SG&A expenses. *European Accounting Review*, 31(2), 409-447
- Bentley, K. A., Omer, T. C., & Sharp, N. Y. (2013). Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort. *Contemporary accounting research*, 30(2), 780-817
- Bentley-Goode, K., Omer, T.C., Twedt, B.J. (2017). Does Business Strategy Impact a Firm's Information Environment?. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 34(4), 563-587.

Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate finance; Corporate finance*. The Prentice Hall series in finance.

Bieniasz, A., & Gołaś, Z. (2011). The influence of working capital management on the food industry enterprises profitability. *Contemporary Economics*, 5(4), 68-81

Bisht, M. (2021). *IMPACT OF WORKING CAPITAL MANAGEMENT ON BUSINESS PROFITABILITY*. Master Thesis, National College of Ireland.

Bolek, M. (2013). Working capital management profitability and risk: analyse of companies listed on the Warsaw Stock Exchange. *E-Finanse: Financial Internet Quarterly*, 9(3), 1-10

Boopathi. C. (2016). Concept of working capital management. *International Journal of Commerce, Business and Management*, 5(2), 2319–2828.

Boțoc, C., & Anton, S. G. (2017). Is profitability driven by working capital management? Evidence for high-growth firms from emerging Europe. *Journal of Business Economics and Management*, 18(6), 1135-1155

Chen, H., & Elango, B. (2024). The Role of Profitability in Achieving Sustainable Corporate Growth: Evidence from Emerging Markets. *International Journal of Economics and Business Research*, 19(1), 78-95

Churchill, N. C., & Mullins, J. W. (2001). How fast can your company afford to grow. *Harvard business review*, 79(5), 135-143

Coase, R. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4 (16), 386-405.

Davidsson, P., Achtenhagen, L., & Naldi, L. (2005). *Research on Small Firm Growth: A Review*. Queensland University of Technology.

Delmar, F., Davidsson, P. & Gartner, W. (2003). Arriving at the high-growth firm. *Journal of Business Venturing*, 18(2), 189-216.

Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 573-588.

Demir, R., Wennberg, K., & McKelvie, A. (2017). The strategic management of high-growth firms: A review and theoretical conceptualization. *Long Range Planning*, 50(4), 431-456.

Demissie, A. (2022). THE EFFECT OF WORKING CAPITAL MANAGEMENT ON THE PROFITABILITY OF MANUFACTURING COMPANIES IN ETHIOPIA. Master Thesis, ST. MARY'S UNIVERSITY SCHOOL OF GRADUATE STUDIES.

Ebire, K., Onmonya, L.O., Ofikwu., C.E., & Adegbenro, D.F. (2024). WORKING CAPITAL MANAGEMENT AND FINANCIAL PERFORMANCE: EVIDENCE FROM ALTERNATIVE ENERGY FIRMS IN THE UK. *International Journal of Professional Business Review*, 9(4), 1-21.

- Falope, O. I., & 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
- Farida, I., & Setiawan, D. (2022). Business Strategies and Competitive Advantage: The Role of Performance and Innovation. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 8(3), 163.
- Fonseka, M. M., Ramos, C. G., & Tian, G. L. (2012). The most appropriate sustainable growth rate model for managers and researchers. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 28(3), 481-500
- Gao, P. (2019). Idiosyncratic Information, Moral Hazard, and the Cost of Capital. *Contemp. Account. Res.*, 36 (4), 2178-2206.
- García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 3 (2), 164-177
- García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of managerial finance*, 3(2), 164-177
- Gibrat, R. (1931). *Les Inegalites Economiques*. Paris: Librairie du Recueil Sirey, Retrieved from English translation of Chapters V-VII: International Economic Papers, No. 7, London: MacMillan and Company Limited, 1957, pp. 53-70.
- Gilbert, B. A., McDougall, P. P. & Audretsch, D. B. (2006). New venture growth: A review and extension. *Journal of Management*, 32 (6), 926-950.
- Gill, A. S., & Biger, N. (2013). The impact of corporate governance on working capital management efficiency of American manufacturing firms. *Managerial Finance*, 39(2), 116-132
- Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2010). The relationship between working capital management and profitability: Evidence from the United States. *Business and economics journal*, 10(1), 1-9.
- Greiner, L. (1972). Evolution and revolution as organizations grow. *Harvard Business Review*, 6, 37-46.
- Ha, S. (2024). *Navigating the Growth Trajectory: A study on the link between growth intentions and small business growth in China*. Ph.D. Thesis, Brunel University London.
- Hamed, R., Al-Shattarat, W., & Al-Shattarat, B. (2025). Does the business strategy matter? The mandatory regulation of corporate social responsibility and earnings quality relationship. *Journal of Accounting & Organizational Change*.
- Hampel-Milagrosa, A., Loewe, M., & Reeg, C. (2015). The entrepreneur makes a difference: Evidence on MSE upgrading factors from Egypt, India, and the Philippines. *World Development*, 66, 118-130.
- Hasan, M.M., & Chen, X.C. (2023). Strategic deviation and idiosyncratic return volatility. *Finance Research Letters*, 54, 103731.

- Hasan, M.M., & Chen, X.C. (2025). Business strategies and carbon emissions. *Energy Economics*, 141, 108092.
- Hassan, R. S., & Hart, M. (2016). The determinants of small firm growth: An empirical study on Egypt. *The Business and Management Review*, 7(2), 41–52.
- Hermans, J., Vanderstraeten, J., Van Witteloostuijn, A., Dejardin, M., Ramdani, D., & Stam, E. (2015). Ambitious entrepreneurship: A review of growth aspirations, intentions, and expectations. *Entrepreneurial growth: Individual, firm, and region*, 17, 127-160.
- Higgins, R. C. (1977). How much growth can a firm afford?. *Financial management*, 7-16.
- Higgins, D., Omer, T.C., & Phillips, J.D. (2014). The Influence of a Firm's Business Strategy on its Tax Aggressiveness. *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 674-702.
- Houqe, M.N., Monem, R.M., & van Zijl, T., (2023). Business strategy, cash holdings, and dividend payouts. *Account. Finance*, 63 (4), 3999-4035.
- Huang, X., & Zhang, J. (2015). Research on the financial sustainable growth of the listed companies on GEM. *International Business and Management*, 10(2), 32-37
- Jegers, M. (2003). The sustainable growth rate of non-profit organisations: The effect of efficiency, profitability and capital structure. *Financial Accountability & Management*, 19(4), 309-314
- Jitmaneeroj, B., & Ogwang, J. (2023). Time matters less: Variance partitioning of return on equity for banks in Uganda. *Heliyon*, 9(10), 20581.
- Kasozi, J., (2017). The effect of working capital management on profitability: a case of listed manufacturing firms in South Africa. *Investment management and financial innovations*, 14(2), 336-346.
- Kaur, A., & Singh, A. (2021). Working capital management and its impact on financial risk and performance: Evidence from Indian firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 14 (8), 365. [Link to article](#)
- Kautonen, T., van Gelderen, M., & Fink, M. (2015). Robustness of the theory of planned behavior in predicting entrepreneurial intentions and actions. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39 (3), 655-674.
- Kayabas, Y.E., & Ertugan, A., (2020). The Effect of Perception Management on Customer Loyalty, Profitability, and Average Company Lifespan. *International Journal of Early Childhood Special Education (INT-JECSE)*, 29(5), 1382.
- Kol, J.K. (2013). *Management Control Systems for a Hybrid Business Strategy: An exploratory case study of a Dutch food-retailer*. Master Thesis, University of Twente.
- Kolvereid, L., & Åmo, B. W. (2019). Growth intention and growth in small accounting firms. *Administrative Sciences*, 9(2), 36.
- Kolvereid, L., & Isaksen, E. J. (2017). Expectations and achievements in new firms. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24 (3), 649–668.

Kotler, P., Keller, K. L., Brady, M., Goodman, M., & Hansen, T. (2016). *Marketing Management 3rd edn PDF eBook*. Pearson Higher Ed.

Kuratko, D.F. & Welsch. (2004). *Strategic entrepreneurial growth* (2nd ed.). Mason, OH: South-Western College Publishers.

Langfield-Smith, K. (2006). A review of quantitative research in management control systems and strategy. *Handbooks of management accounting research*, 2, 753-783

Le, B. (2019). Working capital management and firm's valuation, profitability and risk: Evidence from a developing market. *International Journal of Managerial Finance*, 15(2), 191-204

Le, H.L., Vu, K.T., Du, N.K., & Tran, M.D., (2018). Impact of working capital management on financial performance: The case of Vietnam. *International Journal of Applied Economics, Finance and Accounting*, 3(1), 15-20.

Lee, S., & Kumar, V. (2024). Impact of Working Capital Management on Firm Sustainability and Growth: Recent Evidence from Developed and Emerging Markets. *International Journal of Financial Studies*, 12(1), 45-67.

Lockwood, L., & Prombutr, W. (2010). Sustainable growth and stock returns. *Journal of Financial Research*, 33(4), 519-538

Lucas, R. E. (1978). On the size distribution of business firms. *The Bell Journal of Economics*, 9(2), 508-523.

Mahmood, F., Han, D., Ali, N., Mubeen, R., & Shahzad, U., (2019). Moderating Effects of Firm Size and Leverage on the Working Capital Finance–Profitability Relationship: Evidence from China. *Sustainability*, 11(7), 2029.

Majka, M. (2024a). Return on Equity. https://www.researchgate.net/publication/385801275_Return_on_Equity

Majka, M. (2024b). Return on Invested Capital. [https://www.researchgate.net/publication/385747526_Return_on_Invested_Capital#:~:text=Return%20on%20Invested%20Capital%20\(ROIC,and%20long%2Dterm%20value%20creation](https://www.researchgate.net/publication/385747526_Return_on_Invested_Capital#:~:text=Return%20on%20Invested%20Capital%20(ROIC,and%20long%2Dterm%20value%20creation)

Majka, M. (2025). Return on Assets. https://www.researchgate.net/publication/385837393_Return_on_Assets

Margaritis, D., & Psillaki, M. (2007). Capital structure and firm efficiency. *Journal of Business finance & accounting*, 34(9-10), 1447-1469.

McPherson, M. A. (1996). Growth of micro and small enterprises in southern Africa. *Journal of Development Economics*, 48(2), 253-277.

Miles, R. E. & Snow, C.C. (1978). *Organizational Strategy, Structure and Process*. McGraw-Hill

- Miles, R. E., Snow, C. C., Meyer, A. D., & Coleman Jr, H. J. (1978). Organizational strategy, structure, and process. *Academy of management review*, 3(3), 546-562
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1982). Innovation in conservative and entrepreneurial firms: Two models of strategic momentum. *Strategic management journal*, 3(1), 1-25.
- Morshed, A. (2020). Role of working capital management in profitability considering the connection between accounting and finance. *Asian Journal of Accounting*, 5(2), 257-267.
- Moyer R. C., Mcguigan J. R., & Kretlow W.J. (1995). *Contemporary Financial Management*. West Publishing Co, Cincinnati, Ohio.
- Mukherjee, T., & Sen, S. S. (2017). Sustainable Growth: A study on some selected banks in India. *Wealth: International Journal of Money, Banking & Finance*, 6(1).
- Myers, S. C. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors do not have
- Nag, R., Hambrick, D. C., & Chen, M. J. (2007). What is strategic management, really? Inductive derivation of a consensus definition of the field. *Strategic management journal*, 28(9), 935-955
- Nahapiet, J., & Ghoshal, S. (1998). Social Capital, Intellectual Capital, and the Organizational Advantage. *Academy of Management Review*, 23 (2), 242-266.
- Nastiti, P. K. Y., Atahau, A. D. R., & Supramono, S. (2019). Working capital management and its influence on profitability and sustainable growth. *Business: Theory and Practice*, 20, 61-68
- New York, NY
- Ngalim, L., & Togan, A. (2025). Colonialism in sub-Saharan Africa, access to finance, and firm growth. *Emerging Markets Review*, 67, 101300.
- Padachi, K. (2006). Trends in working capital management and its impact on firms' performance: an analysis of Mauritian small manufacturing firms. *International Review of business research papers*, 2(2), 45-58.
- Porter, M.E. (1996). *What is strategy?* Harvard Business Review, November-December, 61-78.
- Patel, A., & Fernandez, J. (2023). Working Capital Management and Firm Profitability: Insights from Emerging Markets. *Journal of Financial Research*, 48(2), 123-145.
- Pekin, S., & Şengü, A. (2024). The good, the better and the challenging: Insights into predicting high-growth firms using machine learning. *Borsa Istanbul Review*, 24(2), 47-60.
- Penrose, E. T. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford, UK: Basil Blackwell.
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1997). Trade Credit: Theories and Evidence. *The Review of Financial Studies*, 10(3), 661-691.

- Pirttilä, M., Virolainen, V.M., Lind, L., & Kärri, T., (2020). Working capital management in the Russian automotive industry supply chain. *International Journal of Production Economics*, 221, 107474.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. Free Press.
- Radasanu, A. C. (2015). Cash-flow sustainable growth rate models. *Journal of Public Administration. Finance and Law*, (07), 62-70
- Rafiki, A. (2019). Determinants of SME growth: An empirical study in Saudi Arabia. *International Journal of Organizational Analysis*, 28(1), 205-225
- Raheman, A., & Nasr, M. (2007). Working capital management and profitability: A case study of Pakistani firms. *International Review of Business Research Papers*, 3 (1), 279-300
- Rehana, I. (2017). Working Capital an Effective Business Management Tool. *International Journal of Humanities and Social Science Invention*, 6(3), 12-23.
- Ren, T., Liu, N., Yang, H., Xiao, Y., & Hu, Y. (2019). Working capital management and firm performance in China. *Asian Review of Accounting*, 27(4), 546-562
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal*, 9(1), 86-136.
- Roni, H., Djazuli, A., & Djumahir, D., (2018). The Effect of Working Capital Management on Profitability of State-Owned Enterprise in Processing Industry Sector. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 16(2), 293-299.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. A. (2014). *Essentials of corporate finance* (8th ed.). New York: McGraw-Hill / Irwin.
- Runólfsson, A.M. (2019). *Can Effective Working Capital Management Increase Profitability- Evidence from Denmark*. Master Thesis, Copenhagen Business School.
- Sagner, J. S. (2012). *Cash, Credit and Short-Term Financial Management*. John Wiley & Sons, Inc.
- Schlaegel, C., & Koenig, M. (2014). Determinants of Entrepreneurial Intent: A Meta-Analytic Test and Integration of Competing Models. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38 (2), 291-332.
- Schoonjans, B., Van Cauwenberge, P., & Vander Bauwhede, H. (2013). Formal business networking and SME growth. *Small Business Economics*, 41 (1), 169-181.
- Schumpeter, J. A. (1934). *The Theory of Economic Development*. Cambridge: Harvard University Press.
- Sexton, D.L., & Bowman-Upton, N. (1991). *Entrepreneurship: Creativity and Growth*. New York, NY, USA: Macmillan Pub Co.
- Sharma, A. K., & Kumar, S. (2011). Effect of working capital management on firm profitability: Empirical evidence from India. *Global business review*, 12(1), 159-173

- Singh, H. P., Kumar, S., & Colombage, S. (2017). Working capital management and firm profitability: a meta-analysis. *Qualitative Research in Financial Markets*, 9(1), 34-47
- Slevin, D. P., & Covin, J. G. (1997). Strategy formation patterns, performance, and the significance of context. *Journal of management*, 23(2), 189-209.
- Smith, J., & Patel, R. (2024). Working Capital Management and Sustainable Growth: Evidence from Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, 70, 100-123.
- Storey, D. J., & Greene, F. J. (2010). *Small Business and Entrepreneurship*. Harlow: Pearson Education Limited.
- Suntraruk, P. (2023). The Mediating Effect of Profitability on the Relationship Between Working Capital Management and Sustainable Growth. *Studies in Business & Economics*, 18(1).
- Suntraruk, P. (2023). The Mediating Effect of Profitability on the Relationship Between Working Capital Management and Sustainable Growth. *Studies in Business & Economics*, 18(1)
- Sutton, J. (1997). Gibrat's legacy. *Journal of Economic Literature*, 35 (1):40–59.
- Tarfasa, S., Ferede, T., Kebede, S., & Behailu, D. (2016). *Determinants of growth of micro and small enterprises (MSEs): Empirical evidence from Ethiopia*. Swiss Programme for Research on Global Issues for Development. R4D Working Paper 2016/3. Retrieved from: https://www.wti.org/media/filer_public
- Tewolde, S. (2002). *Working capital management: the case of government-owned, transitional, and privatised manufacturing firms in Eritrea*. Ph.D. Thesis, University of Groningen.
- Töngür, Ü. (2015). *PATTERNS OF FIRM GROWTH IN THE TURKISH MANUFACTURING INDUSTRY*. Ph.D. Thesis, MIDDLE EAST TECHNICAL UNIVERSITY.
- Tran, H., Abbott, M., & Yap, C.J., (2017). How does working capital management affect the profitability of Vietnamese small-and medium-sized enterprises? *Journal of Small Business and Enterprise Development*.
- Treacy, M., & Wiersema, F. (1995). *The discipline of market leaders*. Addison
- Vaz, R. (2021). Firm growth: A review of the empirical literature. *Revista Galega de Economía*, 30(2), 1-20.
- Vlismas, O. (2024). The moderating effects of strategy on the relation of working capital management with profitability. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 20(2), 276-306
- Wasiu, A.A. (2022). *THE IMPACT OF STRATEGIC MANAGEMENT PRACTICE ON ORGANIZATIONAL PERFORMANCE OF REAL ESTATE BUSINESSES IN NIGERIA*. Ph.D. Thesis, Selinus University.
- Wilson, M., & Kaur, R. (2023). Profitability and Sustainable Growth: The Interplay Between Financial Performance and Long-Term Stability. *Journal of Business Strategy and Sustainability*, 17(4), 233-254.

Yusuf, A., & Nasruddin, Z. (2015). A Review of Anatomy of Working Capital Management Theories and the Relevant Linkages to Working Capital Components: A Theoretical Building Approach. *European Journal of Business and Management*, 7(2), 10-18.

Zhang, L., & Nguyen, T. (2023). The Impact of Working Capital Management on Profitability: Evidence from Global Firms. *European Journal of Financial Management*, 29(3), 205-223.

Zhou, S., Noordin, B., Tunde, M.B., Chen, Y., & Xu, K. (2025). Working capital management and corporate profitability: the moderating role of foreign ownership. *Finance Research Letters*, 81, 107466.

Georgia-Tbilisi

ICMEAB

2026

بیست دومین کنفرانس بین المللی پژوهش های نوین در مدیریت، اقتصاد، حسابداری و بانکداری

گرجستان- اسفند ۱۴۰۴ - آکادمی بین المللی علوم و مطالعات گرجستان

17 March 2026 -TBILISI GEORGIA

www.icmeab.ir

info@icmeab.ir