

## بررسی تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش

محسن دستگیر<sup>۱</sup>

مهسا هنرمند<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۳/۵/۱۵

تاریخ دریافت: ۹۳/۴/۱

### چکیده

یکی از نقاط توجه ادبیات حسابداری و مدیریت مالی، حاکمیت شرکتی می باشد، زیرا اعتقاد بر این است که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی به کار گیرنده توانایی هایی هستند که از تاثیری مستقیم بر روی توانایی سرمایه گذاران برای وادار کردن مدیریت به استفاده کارا از منابع موجود در سازمان هابرخوردارند. مدیریت سرمایه در گردش نیز یکی دیگر از بخش هایی است که در ساختار مدیریتی یک شرکت نقش حیاتی ایفا می کند. سیاست های ناکارآمد مدیریت سرمایه در گردش می تواند نتیجه حاکمیت شرکتی ضعیف باشد و در نهایت به کاهش ثروت صاحبان سهام منجر شود. به عبارت دیگر حاکمیت شرکتی اثربخش به عنوان عامل نظارتی در مدیریت کارآمد سرمایه در گردش شرکت محسوب می شود. در این پژوهش به تحلیل تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش در بین شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می شود. بدین منظور متغیرهای درصد مالکیت سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت سهامداران نهادی، تعداد اعضاء هیئت مدیره، استقلال اعضاء هیئت مدیره، و تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس (نائب رئیس) هیئت مدیره به عنوان ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و متغیرهای مدت زمان وصول مطالبات، مدت زمان نگهداری موجودی کالا، مدت زمان پرداخت بدهی ها و چرخه نقدینگی شرکت به عنوان معیارهای کارایی مدیریت سرمایه در گردش در نظر گرفته شدند. داده های مورد نیاز به صورت سالانه طی دوره زمانی ۹۰-۱۳۸۵ گردآوری شد. بر اساس پیش فرضهای اقتصادسنجی، روش رگرسیونی مبتنی بر داده های تابلویی - اثرات ثابت برای تمامی فرضیه های پژوهش انتخاب و بر اساس آن تجزیه و تحلیل داده ها انجام گرفت. بر اساس نتایج پژوهش، ساز و کارهای حاکمیت شرکتی تا حدودی در بهبود کارایی مدیریت سرمایه در گردش اثرگذار است.

**واژه های کلیدی:** تئوری نمایندگی، حاکمیت شرکتی، مدیریت سرمایه در گردش، بورس اوراق بهادار تهران.

۱- استاد گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات اصفهان m.dastgir@hotmail.com

۲- عضو هیئت علمی موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی المهدی (نویسنده مسؤول) honarmand.mahsa@gmail.com

## ۱- مقدمه

مباحث حاکمیت شرکتی<sup>۱</sup> به طور عمده حول شرکت‌های بزرگ و در بیشتر موارد بر اقتصادهای پیشرفته متمرکز شده است (کیرو-سولمن و اوسی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸). استفان و بک هاوس<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) بیان می‌کنند که "مساله حاکمیت شرکتی اطمینان حاصل کردن از این است که شرکت‌ها در جهت منافع مالکان‌شان و نه در جهت منافع مدیران عمل می‌کنند و این از مفهوم جداسازی مالکیت و کنترل ناشی می‌شود". یکی از نقاط توجه ادبیات حسابداری و مدیریت مالی، حاکمیت شرکتی می‌باشد؛ زیرا اعتقاد بر این است که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی به کار گیرنده توانایی‌هایی هستند که از تأثیری مستقیم بر روی توانایی سرمایه‌گذاران برای وادار کردن مدیریت به استفاده کارا از منابع موجود در سازمان‌ها برخوردارند (کیرو-سولمن و اوسی، ۲۰۰۸). برای نمونه، دیتمار و اسمیت<sup>۴</sup> (۲۰۰۷) و پینکوویتز و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۰۶) بیان می‌کنند که "حاکمیت شرکتی مناسب قادر به دو برابر کردن موجودی نقد شونده شرکت‌ها در مقابل حاکمیت شرکتی ضعیف می‌باشد".

مدیریت سرمایه در گردش<sup>۶</sup> نیز یکی دیگر از بخش‌هایی است که در ساختار مدیریتی یک شرکت نقش حیاتی ایفا می‌کند. به طوری که بحث سرمایه در گردش و نقدینگی را به مانند خونی تشبیه کرده اند که در رگ‌های یک واحد تجاری در جریان است تا واحد تجاری بتواند به حیات خود ادامه دهد. تجربه نشان داده است که یکی از دلایل عمده پریشانی مالی و ورشکستگی اغلب شرکت‌ها، مدیریت نامناسب سرمایه در گردش است (رهنمای رودپشتی و کیانی، ۱۳۸۷).

سیاست‌های ناکارآمد مدیریت سرمایه در گردش می‌تواند نتیجه حاکمیت شرکتی ضعیف باشد و

نتیجتاً به کاهش ثروت صاحبان سهام منجر شود. به عبارت دیگر حاکمیت شرکتی اثربخش به عنوان عامل نظارتی در مدیریت منابع شرکت محسوب می‌شود. هیئت مدیره و مدیریت عالی شرکت مسئول تدوین سیاست‌های مرتبط با مدیریت وجوه نقد، حسابهای دریافتی، خرید و نگهداری موجودی و تمامی دیگر سیاست‌های سازمانی می‌باشند. بنابراین هیئت مدیره و مدیریت عالی از نقشی مهم در شرکت برخوردار می‌باشند و تصمیم‌گیری و اقدامات اجرایی آنها می‌تواند تأثیری اساسی بر معیارهای مدیریت سرمایه در گردش مانند میزان موجودی نقدی، حسابهای دریافتی، حسابهای پرداختی و چرخه گردش وجوه نقد<sup>۷</sup> در شرکت داشته باشد (گیل و بیگر<sup>۸</sup>، ۲۰۱۳). با توجه به آنچه که گفته شد، هدف اصلی این پژوهش نیز بررسی تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

مدیریت سرمایه در گردش فعال، یک نیاز اساسی توانایی سازمان برای سازگاری در یک اقتصاد پرچالش است و هدف آن برقراری یک تعادل حساس بین حفظ نقدینگی برای پشتیبانی از عملیات روزانه و حداکثر سازی فرصت‌های سرمایه‌گذاری کوتاه مدت می‌باشد (هاووتیس<sup>۹</sup>، ۲۰۰۰). در واقع مدیریت سرمایه در گردش عبارت از تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش می‌باشد، به نحوی که ثروت سهامداران افزایش یابد (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۸۵).

وجوه کوتاه مدت شرکت همواره در دارائی‌های جاری سرمایه‌گذاری می‌شوند و این دارائی‌ها از یک طرف کم بازده و از طرف دیگر ضامن حفظ توان

نقدینگی شرکت هستند. لذا اولین سوالی که شرکت با آن مواجه است این است که حد بهینه و مطلوب این دارایی‌ها چیست و چگونه تعیین می‌شود؟ (الجلی<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۴). اما تعیین حد مطلوب نقدینگی تنها یک مرحله از کار است. آنچه که اهمیت دارد این است که شرکت‌ها بتوانند وجوه مازاد بر این حد مطلوب را در زمینه‌های کوتاه مدت سرمایه‌گذاری کنند و کمبود وجوه را از طرق مناسب تعیین کنند. برای اداره نقدینگی شرکت شرط دیگر این است که شرکت بتواند خط مشی‌ها و اقدامات مناسبی در مواجهه با مطالبات و موجودی کالا اتخاذ کند. در این راستا شرکت باید سیاست اعتباری مشخصی داشته باشد و به آن عمل کند و سیاست‌ها و روش‌های مناسبی را نیز برای نظارت بر حساب‌های دریافتی و وصول مطالبات داشته باشد. همچنین در نگهداری موجودی کالا بگونه‌ای عمل نماید که هدف سودآوری (به‌خصوص در شرایط تورمی) که منجر به نگهداری موجودی کالای اضافی می‌شود، لطمه‌ای به هدف نقدینگی وارد نکند (پولاک و کوسورک<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۷). به علاوه برنامه ریزی نقدینگی شرکت، اصلی‌ترین جزء و پوشش دهنده سایر اجزاء مدیریت سرمایه در گردش شناخته می‌شود که زمینه برخورد فعال در ابعاد فوق را فراهم می‌کند. به عبارت دیگر در صورتی که شرکت حد مطلوب نقدینگی را تعیین کند، و در زمینه تامین مالی کوتاه مدت و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت، مطالبات و موجودی کالا هم فعال عمل کند ولی برنامه ریزی نقدینگی دوره‌ای انجام ندهد، مدیریت سرمایه در گردش با نواقص و کاستی‌های جدی مواجه می‌شود (تسامنی و اسکلیاروا<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۵).

حاکمیت شرکتی نیز به عنوان یکی از مهمترین عناوین تجاری در ابتدای قرن بیست و یکم مطرح شده‌است (شمس‌احمدی، ۱۳۸۴). بررسی تعریف‌ها و

مفاهیم حاکمیت شرکتی و مرور دیدگاه‌های صاحب‌نظران، حکایت از آن دارد که حاکمیت شرکتی یک مفهوم چند رشته‌ای (حوزه‌ای) است و هدف نهایی حاکمیت شرکتی دستیابی به چهار مورد پاسخگویی، شفافیت، عدالت (انصاف) و رعایت حقوق ذینفعان می‌باشد. بنابراین می‌توان تعریف جامع و کامل از حاکمیت شرکتی را بدین صورت ارائه کرد: "حاکمیت شرکتی قوانین، مقررات، ساختارها، فرایندها، فرهنگ‌ها و سیستم‌هایی است که موجب دستیابی به هدف‌های پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی‌نفعان می‌شود" (حساس یگانه، ۱۳۸۵).

به طور کلی نظام حاکمیت شرکتی برحسب نوع سیستم مدیریت و محیط قانونی که شرکت در آن محیط فعالیت می‌کند از ساز و کارهای مختلفی برخوردار است. سازوکار داخلی حاکمیت شرکتی در برگرفته اولین گروه ذینفعان در شرکت‌ها، یعنی هیئت مدیره و ساختار مالکیت است و ساز و کار خارجی، در برگرفته بازار خارجی برای کنترل شرکت و سیستم حقوقی و قانونی است (شلیفر و ویشنی<sup>۱۳</sup>، ۱۹۹۷). مهمترین این ساز و کارها را می‌توان در موارد زیر خلاصه نمود:

۱- مدیران غیر اجرایی: وظیفه اصلی مدیران غیراجرایی، اطمینان دادن از این است که مدیران اجرایی، سیاست‌های خود را مطابق بر منافع سهام‌داران تعقیب می‌کنند (فاما<sup>۱۴</sup>، ۱۹۸۰). مدیران غیراجرایی باید از دو ویژگی برخوردار باشند تا بتوانند نقش نظارتی خود را به خوبی ایفا کنند: ۱- استقلال (کدبوری<sup>۱۵</sup>، ۱۹۹۲) و ۲- حساسیت و نگرانی آنها برای حفظ جایگاه خود در بازار کار (فاما و یسنن<sup>۱۶</sup>، ۱۹۸۳).

۲- تفکیک مدیرعامل از رئیس هیأت مدیره: اگر هیأت مدیره توسط مدیران موظف (داخلی) تشکیل

شده باشد از نظر نظارتی و اعمال کنترل با مشکل روبرو می‌شود (فاما و ینس، ۱۹۸۳). این حالت موجب دوگانگی می‌شود. از طرفی از مزایای اینکه یک نفر به طور همزمان عهده‌دار پست مدیرعامل و پست رئیس هیات مدیره باشد آنست که فرد مذکور دانش و درک بیشتری از محیط اجرایی به دست می‌آورد.

۳- کمیته حسابرسی: وظیفه کمیته حسابرسی، انتخاب حسابرسان داخلی، بررسی صورتهای مالی شرکت، مشورت در موضوعات با اهمیتی که توسط حسابرس داخلی پیشنهاد می‌شود و به طور کلی کمک به افزایش کیفیت گزارشگری مالی است. اغلب مقررات حاکمیت شرکتی از جمله کمیته کدبری دلالت بر این دارد که اعضای این کمیته باید از اعضای غیرموظف و مستقل باشند (ویر و دیگران). بازار نسبت به سودی که پس از تشکیل کمیته حسابرسی اعلام می‌شود واکنش بسیار مثبتی نشان می‌دهد (ویلده<sup>۱۷</sup>، ۱۹۹۴).

۴- هیأت مدیره و کیفیت اعضاء آن: کیفیت هیأت مدیره تابع عوامل تعداد اعضاء (اندازه)، نسبت اعضاء غیرموظف و تعداد پست‌های مدیریتی در سایر شرکت‌ها است (ویر و دیگران، ۲۰۰۰). چیدامباران و همکاران<sup>۱۸</sup>، عامل تعداد جلسات هیأت مدیره، را نیز به عوامل فوق اضافه کردند.

۵- حساسیت مدیرعامل نسبت به عملکرد، سهامداری درونی<sup>۱۹</sup> (مالکیت مدیران): عوامل افزایش حساسیت مدیرعامل نسبت به عملکرد در دو گروه (گروه اول طرح‌های پاداش مدیران و اختیارات سهام و گروه دوم اعطای مالکیت سهام شرکت به مدیران) تقسیم‌بندی می‌شوند (هال و لیب‌من<sup>۲۰</sup>، ۱۹۹۸؛ ینس و مورفی<sup>۲۱</sup>، ۱۹۹۰).

۶- سهامداری درونی (مالکیت مدیران): اگر مدیران، مالکیت مقداری از سهام شرکت را داشته‌باشند، انگیزه بیشتری برای افزایش ثروت

سهامداران دارند. که این یکی از راه‌های کاهش هزینه نمایندگی است. برپایه نظریه تضاد منافع، بین سهامدار بودن مدیران و عملکرد شرکت رابطه خطی وجود دارد. علیرغم این امر امکان دارد مدیران اهداف سهامداران را دنبال نکنند (مورک و همکاران<sup>۲۲</sup>، ۱۹۸۸).

۷- سهامداری بیرونی<sup>۲۳</sup> (مالکیت نهادی): سهامداران بیرونی شامل مؤسسات، سهامداران عمده<sup>۲۴</sup> و نهادهای خارج از شرکت هستند. سهامداران بزرگ، مشکلات بالقوه نمایندگی را که در اثر عملکرد نامناسب بروز پیدا می‌کند افزایش می‌دهند. پس به همان اندازه که سهامداران بیرونی افزایش می‌یابند انگیزه برای نظارت هم بیشتر می‌شود. افزایش سهامداران بیرونی موجب بهبود عملکرد شرکت می‌شود (ویر و همکاران، ۲۰۰۰) و رابطه مستقیمی بین سهامداران بیرونی و عملکرد مالی شرکت وجود دارد (شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۷؛ لیچ و لی‌هی<sup>۲۵</sup>، ۱۹۹۱).

۸- ساز و کارهای بازار در کنترل شرکت: ساز و کارهای درونی نامناسب و ناکارآمد آثار خود را در عملکرد ضعیف شرکت نشان خواهند داد. اگر مکانیزم‌های داخلی شرکت، کارایی خود را از دست دهند، بازار به عنوان ساز و کاری تنظیم کننده و آخرین حربه برای کنترل شرکت وارد عمل خواهد شد و شرکت مورد هدف تصاحب کنندگان قرار می‌گیرد (فاما، ۱۹۸۰).

حاکمیت شرکتی از طریق تدوین سیاست های مناسب از نقشی مهم در کنترل و نظارت بر مدیریت سرمایه در گردش برخوردار است. نقش سازوکارهای حاکمیت شرکتی مانند استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، کمیته حسابرسی و غیره را نمی‌توان در مدیریت سرمایه در گردش نادیده گرفت. به عنوان نمونه، استقلال و اندازه هیئت مدیره به حفظ سطح مناسبی از سرمایه در گردش در سازمان کمک می

نماید (گیل و شاه<sup>۲۶</sup>، ۲۰۱۲). مدت زمان تصدی پست مدیریت عالی سازمان نیز در بهبود مدیریت سرمایه در گردش موثر می باشد. داهیا و تراولوز<sup>۲۷</sup> (۲۰۰۰) معتقدند که عدم استقلال هیئت مدیره (یعنی عدم جدایی پست مدیریت عالی و رئیس هیئت مدیره) باعث خواهد شد تا مدیر عالی در راستای منافع تیم مدیریت عمل نماید و یک روش برای حفظ موقعیت تیم مدیریت عبارت از نگهداری وجوه نقد بیش از حد در سازمان می باشد. به علاوه مدیر عالی همراه با اعضاء هیئت مدیره به تدوین سیاست های مرتبط با مدیریت سرمایه در گردش در سازمان می پردازند. بر اساس دیدگاه یرماک<sup>۲۸</sup> (۱۹۹۶) و لیپتون و لورش<sup>۲۹</sup> (۱۹۹۲)، هیئت مدیره کوچک در فرآیند تصمیم گیری از اثربخشی بیشتری در مقایسه با هیئت مدیره بزرگ برخوردار می باشند. تعداد اندک اعضاء هیئت مدیره باعث می شود تا ارتباطات سازنده تری بین اعضاء برقرار گردد و در نتیجه تصمیمات اتخاذ شده نیز با اثربخشی بیشتری همراه خواهد بود. کمیته حسابرسی نیز به عنوان ساز و کار دیگری از حاکمیت شرکتی، مسئول بهبود کیفیت مدیریت مالی سازمان می باشد (کیریوسولمن<sup>۳۰</sup>، ۲۰۰۷). مدیریت سرمایه در گردش نیز زیر مجموعه ای از مدیریت مالی می باشد. وجود استقلال در کمیته حسابرسی باعث می شود تا کارایی سرمایه در گردش از طریق حسابرسی موجودی نقدی، حساب های دریافتی و پرداختی، موجودی کالا و غیره بهبود یابد و در نتیجه به کاهش مشکلات و هزینه های نمایندگی در سازمان بیانجامد. کیریو-سولمن (۲۰۰۷) بیان می کند که افزایش مدت زمان تصدی مدیریت عالی سازمان باعث می شود تا انگیزه های مدیر عالی برای پیگیری منافع سهامداران افزایش یابد، زیرا در چنین شرایطی مدیر عالی این فرصت را خواهد داشت تا نتایج بلند مدت ناشی از تصمیمات سازمانی خود را به ذینفعان سازمانی نشان دهد و

بنابراین نگرانی خاصی در مورد امنیت شغلی خود به وجود نخواهد آمد. بنابراین به عنوان نمونه ای دیگر، افزایش مدت زمان تصدی پست سازمانی مدیریت عالی می تواند بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش شرکت تاثیری مثبت داشته باشد. پژوهش های مختلفی در این خصوص انجام شده که مهمترین آن عبارتند از:

گیل و بیگر (۲۰۱۳) به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش می پردازند. نمونه آماری این پژوهش شامل ۱۸۰ شرکت تولیدی آمریکایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیویورک برای دوره زمانی سه ساله از ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۱ میلادی می باشد. در این پژوهش معیارهای حاکمیت شرکتی شامل اندازه هیئت مدیره، دوره زمانی تصدی پست مدیریت عالی سازمان، استقلال هیئت مدیره و ویژگی های کمیته حسابرسی می باشد و برای اندازه گیری سیاست های مدیریت سرمایه در گردش نیز از دوره وصول مطالبات، گردش موجوی کالا، دوره پرداخت حسابهای پرداختی، چرخه گردش وجوه نقد، موجودی نقدی و کارایی گردش وجوه نقد استفاده شده است. متغیرهای رشد فروش، درجه بین المللی بودن شرکت، اندازه شرکت و عملکرد شرکت نیز به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است. نتایج به دست آمده نشان می دهد که: ۱- استقلال هیئت مدیره باعث بهبود کارایی مدیریت حسابهای دریافتی، حسابهای پرداختی و چرخه گردش وجه نقد می شود؛ ۲- استقلال هیئت مدیره بر بهبود کارایی مدیریت چرخه گردش وجوه نقد و نسبت جاری تاثیری مثبت دارد؛ ۳- ولی بین اندازه هیئت مدیره و بهبود مدیریت نسبت جاری ارتباط معناداری به دست نیامد. بهبود حاکمیت شرکتی از نقشی اساسی در بهبود کارایی مدیریت سرمایه در گردش برخوردار می باشد نتایج کلی این

تحقیق مبین آن است که حاکمیت شرکتی از نقشی اساسی در بهبود کارآیی مدیریت سرمایه در گردش برخوردار می باشد. گیل و شاه (۲۰۱۲) نیز به بررسی تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر روی موجودی نقدی شرکتها می پردازند. بدین منظور نمونه ای از شرکت های کانادایی انتخاب شدند و طی دوره زمانی ۲۰۱۱-۲۰۰۹ مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج به دست آمده حاکی از این است که استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره از تاثیر مثبت بر موجودی نقدی شرکت برخوردار می باشند. همچنین این نتیجه به دست آمد که استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره بر سرمایه در گردش خالص تاثیر منفی دارند. حسنبوت<sup>۳۱</sup> (۲۰۰۹) تاثیر ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی را بر ساختار سرمایه بررسی کردند. در این تحقیق از سهم تغییر اندازه هیئت مدیره، ترکیب هیأت مدیره و عضویت مدیر عامل در هیأت مدیره به عنوان شاخص های سنجش نظام راهبری شرکت و از درصد سهام متعلق به مدیران و سهامداران نهادی به عنوان معیارهای سنجش ساختار مالکیت استفاده گردید. نتایج این پژوهش نشان داد که اندازه هیأت مدیره و سهامداری مدیریتی به شکلی منفی و معنادار بانسبت اهرم مالی در ارتباط است، در حالی که عضویت مدیر عامل در هیأت مدیره و ترکیب هیأت مدیره هیچ اثر معناداری بر ساختار سرمایه ندارد. همچنین یافته های تحقیق گویای رابطه ای مثبت، ولی غیرمعنادار میان مالکیت نهادی و ساختار سرمایه بود. فلوراکیس<sup>۳۲</sup> (۲۰۰۸) با انتخاب نمونه ای از ۸۹۷ شرکت انگلیسی طی سالهای ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ به بررسی تاثیر ساز و کارهای مختلف نظام راهبری شرکتی بر هزینه های نمایندگی پرداخت. و یازدو عامل به عنوان نماینده هزینه های نمایندگی استفاده نمود: نسبت فروش به دارایی ها و نسبت هزینه های عملیاتی به فروش. یافته های وینشان می

دهد که مالکیت مدیران، پاداش مدیران و تمرکز مالکیت با هزینه های نمایندگی دارای رابطه معناداری هستند و تأثیرگذاری ساز و کارهای داخلی نظام راهبری شرکتی بر هزینه های نمایندگی با توجه به فرصتهای رشد متفاوت خواهد بود. آبرویکپ<sup>۳۳</sup> (۲۰۰۵) در پژوهشی با عنوان "نظام راهبری شرکتی و تصمیم گیری های مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار غنا" ارتباط میان نظام راهبری شرکت و ساختار سرمایه شرکتهای کوچک و متوسط غنایی را با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون بررسی کردند. نتایج این تحقیق حاکی از وجود ارتباطی منفی میان اندازه هیأت مدیره و نسبت اهرم مالی گردید و اثبات نمود که هیأت مدیره بزرگتر عموماً با سطح بدهی پایبتری همراه است. شن و اوروج<sup>۳۴</sup> (۲۰۰۹) در مطالعه ای تحت عنوان "ارتباط بین کارایی مدیریت سرمایه در گردش و بازده دارایی ها" که در بورس اوراق بهادار استانبول انجام شده است، ارتباط منفی معناداری بین چرخه نقدینگی، سطح سرمایه در گردش خالص، نسبت آبی، مدت زمان وصول مطالبات، دوره نگهداری موجودی کالا و بازده کل دارایی ها شناسایی کرده اند. این مطالعه نشان می دهد که شرکت های با سرمایه در گردش بالا معمولاً دارای بازده دارایی پایینی هستند و هر چه سطح سرمایه در گردش شرکت ها بهینه باشد، عملکرد شرکت ها در رابطه با بازده دارایی ها مطلوب تر است. کوماناکوس<sup>۳۵</sup> (۲۰۰۸) در مطالعه ای تحت عنوان "تاثیر مدیریت موجودی کالا بر روی عملکرد شرکت" که بر روی شرکت های با اندازه متوسط و بزرگ یونانی طی دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۲ انجام داده است به این نتیجه دست یافته است که ارتباط منفی معناداری بین عملکرد مالی مطلوب و سطح موجودی کالای بالا در این شرکت ها وجود دارد. گارسیا و همکاران (۲۰۰۷) در مطالعه ای تحت

عنوان "بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت های کوچک و متوسط اسپانیایی" در طی دوره زمانی ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۲ به این نتیجه رسیدند که مدیران می توانند از طریق کاهش مدت زمان نگه داری موجودی کالا و کاهش مدت زمان وصول مطالبات و در نتیجه کاهش چرخه نقدینگی ایجاد ارزش نموده و سودآوری و در نتیجه عملکرد مالی شرکت را بهبود بخشند. در این مطالعه آنان دریافتند که شرکت های سودآور دارای مدت زمان نگه داری موجودی کالا، پرداخت حساب های پرداختنی، دریافت مطالبات و چرخه نقدینگی به مراتب کمتری نسبت به شرکت های کم سودده یا زیان ده هستند. نورویش و همکاران (۱۳۸۸) در پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی و هزینه های نمایندگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" تاثیر مکانیزم های نظام راهبری شرکتی را بر هزینه های نمایندگی این شرکت ها در فاصله زمانی سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۵ بررسی کردند. در این تحقیق، هزینه های نمایندگی تابعی از تعامل بین فرصتهای رشد شرکت و Q توبین جریان های نقدی آزاد تعریف و از شاخص به عنوان معیاری برای اندازه گیری فرصت های رشد استفاده شده است. از بین ساز و کارهای کنترل هزینه نمایندگی، مالکیت سرمایه گذاران نهادی، درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و نسبت بدهی به عنوان متغیرهای مستقل بررسی شده است. یافته های تحقیق حاکی از وجود رابطه منفی و معنادار بین درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و همچنین درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی با هزینه های نمایندگی است. از طرفی، نتایج تحقیق با فرض وجود ارتباط بین نسبت بدهی شرکت ها با هزینه نمایندگی، مطابقت ندارد. مشایخ و اسماعیلی (۱۳۸۵) در تحقیقی رابطه بین کیفیت سود و برخی از

جنبه های اصول راهبری شرکتی شامل درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره و تعداد مدیران غیر موظف در ۱۳۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را با توجه به آیین نامه اصول راهبری برای دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۳ بررسی کردند. نتایج این پژوهش حاکی از این است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین کیفیت سود و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره و تعداد اعضای غیر موظف هیأت مدیره رابطه ای وجود ندارد، اما رابطه ای غیر خطی بین اقلام تعهدی و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره مشاهده شده است. همچنین تعداد مدیران غیر موظف و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره که از ساز و کارهای اصول راهبری شرکتی محسوب می شوند، در ارتقای کیفیت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس نقش با اهمیتی ندارند. تهرانی و باجلان (۱۳۸۸) در مطالعه ای تحت عنوان "بررسی رابطه بین ویژگی های شرکت و موفقیت مالی" به بررسی عواملی پرداختند که می تواند شرکت های موفق را از لحاظ مالی از شرکت های ناموفق متمایز نماید. نتایج این پژوهش حاکی از این امر است که شرکت های بزرگی که سود آوری خوبی دارند و از لحاظ مدیریت کارای سرمایه در گردش با مشکل خاصی روبه رو نیستند، نسبت به سایر شرکت ها از لحاظ مالی موفق تر عمل می کنند. جمعی (۱۳۸۰) نیز در مطالعه ای که بر روی ارتباط سیاست های سرمایه در گردش اتخاذ شده توسط شرکت های داروسازی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بازده سهام این شرکت ها داشته به این نتیجه رسیده است، شرکت هایی که سیاست سرمایه در گردش جسورانه را انتخاب نموده اند، در مقایسه با شرکت های با سیاست محافظه کارانه، دارای بازده بیشتری بوده اند. طالبی (۱۳۷۷) در پژوهشی تحت عنوان "ارزیابی وضعیت موجود مدیریت سرمایه در گردش در شرکت های ایرانی" به

سهامدار عمده و با بیشترین میزان مالکیت به عنوان تمرکز مالکیت سهامداران نهادی در نظر گرفته می شود (بادآور و همکاران، ۱۳۹۰).

### ۳- تعداد اعضای هیئت مدیره (BRDSIZE):

برابر با تعداد افرادی که که عضویت هیئت مدیره سازمان را در اختیار دارند (اسماعیل زاده و همکاران، ۱۳۸۹).

### ۴- استقلال اعضای هیئت مدیره (OUTD):

پژوهش حاضر از نسبت مدیران غیر موظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره برای سنجش میزان استقلال اعضاء هیئت مدیره استفاده شده است. عضو غیر موظف هیئت مدیره، عضوی است که فاقد مسئولیت اجرایی در شرکت می باشد (بادآور و همکاران، ۱۳۹۰).

### ۵- تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس (نایب

رئیس) هیئت مدیره (BRDSEP): با توجه به اینکه در ایران در بسیاری از شرکت ها، مدیر عامل در سمت نایب رئیس هیئت مدیره فعالیت می کند و در چنین شرکت هایی اغلب رئیس هیئت مدیره غیر موظف می باشد، لذا در این پژوهش وجود (یا عدم وجود) مدیر عامل به عنوان رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره به عنوان یک متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. در صورتی که در شرکتی مدیر عامل رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره باشد، از متغیر مصنوعی یک و بالعکس چنانچه مدیر عامل رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره نباشد، از متغیر مصنوعی صفر استفاده خواهد شد (اسماعیل زاده و همکاران، ۱۳۸۹).

همچنین مهم ترین شاخص های مورد استفاده برای سنجش سیاست های مدیریت سرمایه در گردش به عنوان متغیر وابسته و چگونگی اندازه گیری آنها در ادامه شرح داده می شود (گیل و بیگر، ۲۰۱۳):

### ۱- مدت زمان وصول مطالبات (AR): مدت

زمان وصول مطالبات، معیاری برای سنجش مدت

این نتیجه رسیده است که مدیریت وجه نقد، مدیریت مطالبات و روشهای تامین مالی بر وضعیت نقدینگی اثر دارند و مدیریت موجودی کالا از نظر آماری معنی دار نیست. در این پژوهش علاوه بر بررسی رابطه بین روشهای مدیریت سرمایه در گردش و وضعیت نقدینگی در قالب یک فرضیه اثر ماهیت فعالیت شرکت ها بر نقدینگی آنها نیز بررسی شده است. بررسی مزبور نشان داده است که وضعیت نقدینگی شرکت ها به مقدار زیادی تحت تاثیر ماهیت فعالیت شرکت ها قرار دارد.

### ۳- مدل پژوهش و متغیرهای آن

با توجه به آنچه که در بخش چارچوب نظری پژوهش گفته شد، هدف این پژوهش بررسی تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش می باشد. بنابراین متغیر مستقل پژوهش، ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و متغیر وابسته پژوهش نیز عبارت از معیارهای مدیریت سرمایه در گردش می باشد. مهم ترین ساز و کارهای در نظر گرفته شده برای حاکمیت شرکتی به عنوان کتغیر مستقل در پژوهش حاضر و نحوه اندازه گیری آنها به شرح زیر است:

### ۱- درصد مالکیت سهامداران نهادی

(INSTOWN): در این پژوهش سهامدارانی که دارای بیش از پنج درصد کل سهام منتشره شرکت باشند، به عنوان سهامدار نهادی (عمده) در نظر گرفته می شود. برای اندازه گیری درصد مالکیت سهامداران نهادی، میزان سهامی که توسط این گروه از سهامداران نگهداری می شود، بر کل سهام منتشره و به فروش رفته شرکت در بازار تقسیم می گردد (اسماعیل زاده و همکاران، ۱۳۸۹).

### ۲- تمرکز مالکیت سهامداران نهادی

(INSTCON): در این پژوهش مجموع سهام سه

زمان لازم برای وصول نقدی مطالبات حاصل از فروش مشتریان محسوب می‌شود. مدت زمان وصول مطالبات کارائی واحد انتفاعی را در وصول وجوه مرتبط با فروش‌های نسیه نشان می‌دهد. مدت زمان وصول مطالبات به صورت زیر محاسبه می‌شود (فرمول ۱).

۲- مدت زمان نگهداری موجودی کالا (INV):  
مدت زمان نگهداری موجودی کالا بیانگر زمانی است که طول می‌کشد تا کالا فروخته شود. دفعات کم گردش کالا، به معنای سرمایه گذاری نسبتاً زیاد در موجودی کالا است. در این پژوهش مدت زمان

نگهداری موجودی کالا بدین صورت محاسبه می‌شود (فرمول ۲)

۳- مدت زمان پرداخت بدهی ها (AP): یکی دیگر از اجزاء مدیریت سرمایه در گردش مدت زمان پرداخت بدهی ها می‌باشد. به طور کلی، مدت زمان پرداخت بدهی‌ها زمانی را که طول می‌کشد تا حساب‌های پرداختنی تسویه شوند را بیان می‌کند. از فرمول زیر می‌توان برای محاسبه مدت زمان پرداخت بدهی‌ها استفاده نمود (فرمول ۳)

$$\text{فرمول ۱} = \frac{\text{حسابهای دریافتنی شرکت در سال } t * 365}{\text{فروش شرکت در سال } t} = \text{دوره وصول مطالبات شرکت در سال } t$$

$$\text{فرمول ۲} = \frac{\text{موجودی کالای شرکت در سال } t * 365}{\text{بهای تمام شده کالای فروش رفته شرکت در سال } t} = \text{دوره نگهداری موجودی کالای شرکت در سال } t$$

$$\text{فرمول ۳} = \frac{\text{حسابهای پرداختنی شرکت در سال } t * 365}{\text{بهای تمام شده کالای فروش رفته شرکت در سال } t} = \text{مدت زمان پرداخت بدهی های شرکت در سال } t$$

۴- چرخه نقدینگی شرکت (CCC): دوره عملیات شرکت شامل چهار مرحله اساسی خرید، تولید، فروش و وصول مطالبات می‌باشد. شرکت کار و مواد را می‌خرد تبدیل به کالای ساخته شده می‌کند، کالاهای ساخته شده به حساب های دریافتنی تبدیل می‌شود و نهایتاً حسابهای دریافتنی به مرحله وصول می‌رسد. دوره تبدیل وجه نقد، دوره زمانی خالص بین پرداخت بدهی ها و دریافت وجه نقد از محل وصول مطالبات می‌باشد. دوره تبدیل وجه نقد نشان می‌دهد که چه مدت طول می‌کشد تا وجوه

مصرف شده در عملیات به وجه نقد تبدیل شود. به منظور محاسبه چرخه نقدینگی شرکت می‌توان از رابطه زیر استفاده نمود:

چرخه نقدینگی شرکت در سال  $t$  = مدت زمان وصول مطالبات شرکت در سال  $t$  + مدت زمان نگهداری موجودی کالا شرکت در سال  $t$  + مدت زمان پرداخت بدهی های شرکت در سال  $t$

همچنین در پژوهش حاضر از متغیرهای زیر به عنوان متغیرهای کنترلی پژوهش استفاده می‌گردد (گیل و بیگر، ۲۰۱۳):

۱- اندازه شرکت (SIZE): در این پژوهش لگاریتم کل دارایی‌های مندرج در ترازنامه به عنوان شاخصی برای اندازه شرکت در نظر گرفته شده است:  $t$  اندازه شرکت در سال  $(= \text{Log } t)$  (کل دارایی های شرکت در سال

۲- نرخ رشد فروش (SALESGRW): در این پژوهش میزان رشد فروش برای شرکت های مورد نظر در دوره زمانی مربوطه به صورت سالانه محاسبه خواهد شد (گیل و بیگر، ۲۰۱۳):

$$\text{نرخ رشد فروش شرکت در سال } t = \frac{\text{فروش شرکت در سال } (t-1) - \text{فروش شرکت در سال } (t-1)}{\text{فروش شرکت در سال } (t-1)}$$

فروش به عنوان معیار ارزیابی عملکرد شرکت استفاده می شود (گیل و بیگر، ۲۰۱۳).

با در نظر گرفتن متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی پژوهش و شاخص های مورد استفاده برای اندازه گیری آنها می توان مدل های اصلی پژوهش را به صورت زیر تدوین نمود:

۳- عملکرد شرکت (PERF): معمولاً برای ارزیابی عملکرد شرکت ها از معیار حسابداری استفاده می شود. معیارهای حسابداری از طریق بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارائی ها، بازده فروش و بازده سرمایه مورد سنجش قرار می گیرند؛ این معیارها بیانگر میزان رضایتمندی صاحبان سهام می باشند (کاپن و همکاران<sup>۳۶</sup>، ۱۹۹۰) در این پژوهش از نسبت سود خالص پس از کسر مالیات بر درآمد

$$AR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 INSTOWN_{i,t} + \beta_2 INSTCON_{i,t} + \beta_3 BRDSIZE_{i,t} + \beta_4 OUTD_{i,t} + \beta_5 BRDSEP_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 SALESGRW_{i,t} + \beta_8 PERF_{i,t} + \varepsilon_0$$

$$INV_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 INSTOWN_{i,t} + \beta_2 INSTCON_{i,t} + \beta_3 BRDSIZE_{i,t} + \beta_4 OUTD_{i,t} + \beta_5 BRDSEP_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 SALESGRW_{i,t} + \beta_8 PERF_{i,t} + \varepsilon_0$$

$$AP_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 INSTOWN_{i,t} + \beta_2 INSTCON_{i,t} + \beta_3 BRDSIZE_{i,t} + \beta_4 OUTD_{i,t} + \beta_5 BRDSEP_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 SALESGRW_{i,t} + \beta_8 PERF_{i,t} + \varepsilon_0$$

$$CCC_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 INSTOWN_{i,t} + \beta_2 INSTCON_{i,t} + \beta_3 BRDSIZE_{i,t} + \beta_4 OUTD_{i,t} + \beta_5 BRDSEP_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 SALESGRW_{i,t} + \beta_8 PERF_{i,t} + \varepsilon_0$$

۴- فرضیه های پژوهش  
های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

فرضیه سوم پژوهش: ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر مدت زمان پرداخت بدهی ها در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

فرضیه چهارم پژوهش: ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر چرخه نقدینگی شرکت در بین شرکت

با توجه به مدل های ارائه شده، فرضیه های پژوهش نیز به صورت زیر در نظر گرفته می شود:  
فرضیه اول پژوهش: ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر مدت زمان وصول مطالبات در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.  
فرضیه دوم پژوهش: ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر مدت زمان نگهداری موجودی کالا در بین شرکت

های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

تولیدی باشد.

۴) اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش در دسترس باشد.

## ۵- روش شناسی پژوهش

با در نظر گرفتن هدف پژوهش مبنی بر تحلیل تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش در بین شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، این پژوهش از نظر هدف کاربردی است. بر اساس ماهیت و روش، نیز این پژوهش در زمره پژوهش های توصیفی از نوع همبستگی، محسوب می شود که از روشهای مطالعه کتابخانه ای و استفاده می شود [۱ و ۲]. اطلاعات مربوط به ادبیات پژوهش و مباحث تئوریک از منابع کتابخانه ای مثل کتب، نشریات فارسی و لاتین جمع آوری شده است. داده ها و اطلاعات مورد نیاز جهت انجام پژوهش به روش کتابخانه ای و عمدتاً از صورت های مالی و یادداشت های همراه شرکت های نمونه، گزارش های هفتگی، ماهانه ها، سالنامه ها و آمار بورس اوراق بهادار تهران، بانک های اطلاعاتی موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران و همچنین نرم افزار تدبیر پرداز و رهاورد نوین گردآوری شده است. جامعه آماری پژوهش تمامی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند. در این پژوهش برای نمونه گیری از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است، بدین منظور کلیه شرکت های جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده اند به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شده اند:

- ۱) به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
- ۲) معاملات سهام آنها طی دوره پژوهش بیش از سه ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.

۳) به منظور همگن بودن اطلاعات، فعالیت آنها

با توجه به شرایط و محدودیت های مورد نظر، از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در مجموع ۸۹ شرکت انتخاب شده است. همچنین داده های مورد نیاز پژوهش در بازه زمانی سالانه طی دوره زمانی ۹۰-۱۳۸۵ گردآوری شده است. ضمناً پژوهش حاضر برای تحلیل مدل از مجموعه داده های ترکیبی استفاده شده است. بدین ترتیب که چند شرکت در طول زمان مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار می گیرند. به منظور آزمون فرضیه های پژوهش، ابتدا بایستی در داده های ترکیبی برای انتخاب بین روش های داده های تابلویی و داده های تلفیقی، از آزمون F لیمر استفاده شود. اگر F لیمر محاسبه شده از F لیمر جدول کوچکتر باشد از داده های تابلویی و در غیر اینصورت از داده های تلفیقی استفاده شده است. در صورتی که داده ها بصورت تابلویی باشند بایستی آزمون هاسمن انجام شود. برای بررسی این موضوع که آیا عرض از مبدأ بصورت اثرات ثابت است یا اینکه در ساختار واحدهای مقطعی بصورت تصادفی عمل می کند از این آزمون استفاده می شود. اگر احتمال آزمون هاسمن کوچکتر از ۵ درصد باشد، اثرات تصادفی رد می شود و اثرات ثابت انتخاب می شود و در صورتی که احتمال آزمون هاسمن بزرگتر از ۵ درصد باشد، اثرات تصادفی رد نمی شود و اثرات تصادفی انتخاب می شود. در صورت استفاده از روش اثرات تصادفی باید مشکل ناهمسانی واریانس رفع شود. برای رفع این مشکل باید از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای تخمین مدل، استفاده نمود. در ادامه برای تک تک فرضیه ها، از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن بصورت جداگانه انجام می شود و

می‌دهد که برای آزمون فرضیه اول پژوهش بایستی از روش داده‌های تابلویی استفاده شود.

در ادامه بایستی برای تعیین نوع داده‌های تابلویی (روش اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده شود. نتایج بدست آمده در جدول شماره دو نشان می‌دهد که مقدار احتمال برای آزمون هاسمن عدد  $0/0002$  است و فرض صفر رد و فرض مقابل پذیرفته می‌شود. این مقدار نشان می‌دهد که بایستی از روش اثرات ثابت استفاده شود. در ادامه باید آزمون رگرسیون به روش داده‌های تابلویی- اثرات ثابت انجام شود.

### نتایج آزمون رگرسیون فرضیه اول

با توجه به فزونی تعداد بنگاه‌ها از تعداد سال‌های موردنظر (۸۹ شرکت، در طی ۶ سال) مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد که بایستی هنگام انجام رگرسیون به آن توجه کرد. این مشکل با استفاده از روش رگرسیون GLS رفع می‌شود. نتایج این آزمون با استفاده از رگرسیون GLS مطابق جداول شماره دو و سه می‌باشد:

نتایج رگرسیونی بدست آمده با آماره  $t$  و احتمال  $t$ ، آماره  $F$  و احتمال آن و ضریب تعیین مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد [۴]. جهت انجام آزمون‌های آماری، برآورد ضرایب و به دست آوردن مقادیر لازم برای تجزیه و تحلیل‌های آماری از نرم افزار آماری Eviews استفاده می‌شود.

### ۶- نتایج پژوهش

#### ۶-۱- نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش به بررسی تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر روی مدت زمان وصول مطالبات در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. برای بررسی فرضیه مورد نظر ابتدا باید آزمون  $F$  لیمر انجام شود و سپس بر اساس نیاز از آماره هاسمن استفاده خواهد شد.

در آزمون  $F$  لیمر در صورتی که مقدار  $F$  محاسبه شده از  $F$  جدول بیشتر باشد باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود و در غیر اینصورت از روش داده‌های تلفیقی استفاده خواهد شد. با توجه به نتایج بدست آمده در جدول شماره دو مقدار  $P$ -Value برای  $F$  لیمر عدد  $0/000$  است ( $p < 0/05$ )، این نشان

جدول شماره یک: اطلاعات مربوط به روش مورد استفاده برای آزمون فرضیه اول پژوهش

| نوع آزمون   | مقدار محاسبه شده آماری | احتمال | نتیجه            |
|-------------|------------------------|--------|------------------|
| $F$ لیمر    | ۷/۵۸                   | ۰/۰۰۰۰ | داده‌های تابلویی |
| آزمون هاسمن | ۲۷/۸۶                  | ۰/۰۰۰۲ | اثرات ثابت       |

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول شماره دو: اطلاعات مربوط به معنی داری متغیرها برای فرضیه اول پژوهش

| نام متغیر                    | نماد متغیرها | ضرایب     | t-Statistic | P. Value |
|------------------------------|--------------|-----------|-------------|----------|
| عرض از مبدأ                  | $\alpha_0$   | -۳۴۸۹,۹۱۴ | -۳,۷۴۸      | ۰/۰۰۰۲   |
| درصد مالکیت سهامداران نهادی  | INSTOWN      | ۱۸,۸۲۴۴   | ۲,۳۵۰       | ۰,۰۱۹۳   |
| تمرکز مالکیت سهامداران نهادی | INSTCON      | ۸,۰۱۷۶۹۱  | ۲,۴۶۶       | ۰/۰۱۴۱   |
| تعداد اعضاء هیئت مدیره       | BRDSIZE      | -۱۷۶,۰۴۲۸ | -۳,۳۲۲      | ۰/۰۰۱۰   |

| نام متغیر                               | نماد متغیر ها | ضرایب     | t-Statistic | P. Value |
|-----------------------------------------|---------------|-----------|-------------|----------|
| استقلال اعضاء هیئت مدیره                | OUTD          | ۲۸۳,۱۴۲۱  | ۱,۶۲۹       | ۰/۱۰۴۲   |
| تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره | BRDSEP        | ۱۲۲,۵۵۲۳  | ۱,۱۵۷       | ۰/۲۴۶۸   |
| اندازه شرکت                             | SIZE          | ۳۵۷,۹۹۶۴  | ۵,۴۶۵       | ۰/۰۰۰    |
| نرخ رشد فروش                            | SALESGRW      | ۱۸۵,۸۶۸۴- | -۱,۹۹۶      | ۰/۰۴۶۷   |
| عملکرد شرکت                             | PERF          | -۰,۰۰۰۱   | -۳,۴۸۳      | ۰/۰۰۰۶   |

منبع: یافته های پژوهش

جدول شماره سه: اطلاعات مربوط به مدل رگرسیون برای فرضیه اول پژوهش

| ضریب تعیین (R2) | F-statistic |        |
|-----------------|-------------|--------|
| ۰/۱۳            | ۰/۰۰۰۰      | ۶,۷۲۷۷ |

منبع: یافته های پژوهش

## ۲-۶- نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

فرضیه دوم پژوهش به بررسی تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر روی مدت زمان نگهداری موجودی کالا در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. با توجه به نتایج بدست آمده در جدول شماره چهار مقدار P.Value برای F لیمر عدد ۰/۰۰۰ است ( $p < ۰/۰۵$ )، این نشان می دهد که برای آزمون فرضیه دوم پژوهش بایستی از روش داده های تابلویی استفاده شود. همچنین در جدول شماره چهار نشان می دهد که مقدار P.Value برای آزمون هاسمن عدد ۰/۰۰۰۰۰۰ است و فرض صفر رد و فرض مقابل پذیرفته می شود. این مقدار نشان می دهد که بایستی از روش اثرات ثابت استفاده شود. در ادامه باید آزمون رگرسیون به روش داده های تابلویی- اثرات ثابت انجام شود.

## نتایج آزمون رگرسیون فرضیه دوم

نتایج این آزمون با استفاده از رگرسیون GLS مطابق جداول شماره پنج و شش می باشد:

با توجه به احتمال های به دست آمده در جدول شماره دو، بین متغیر وابسته دوره وصول مطالبات با متغیرهای مستقل درصد مالکیت سهامداران نهادی، استقلال اعضاء هیئت مدیره، تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره و متغیر کنترلی اندازه شرکت ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. زیرا سطح معناداری برای این متغیرها کوچکتر از سطح معناداری  $\alpha = ۰/۰۵$  می باشد. همچنین بین متغیر وابسته دوره وصول مطالبات با متغیرهای مستقل تمرکز مالکیت سهامداران نهادی، تعداد اعضاء هیئت مدیره و متغیر کنترلی نرخ رشد فروش ارتباط معناداری وجود ندارد. متغیر عملکرد شرکت نیز با توجه به ضریب و احتمال بدست آمده اثر منفی و معنی دار ناچیزی بر روی متغیر وابسته دارد. نتایج بدست آمده با پژوهش گیل و بیگر (۲۰۱۲) سازگار می باشد.

درباره اعتبار کلی مدل رگرسیون با توجه به مقدار F بدست آمده در جدول شماره سه، می توان بیان نمود که مدل از لحاظ آماری معنادار می باشد.  $R^2$  با مقدار ۰/۱۳ نشان دهنده این است که تنها می توان ۱۳٪ از تغییرات در متغیر وابسته را با استفاده از متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل رگرسیون توضیح داد.

جدول شماره چهار: اطلاعات مربوط به روش مورد استفاده برای آزمون فرضیه دوم پژوهش

| نوع آزمون   | مقدار محاسبه شده آماری | P. Value | نتیجه            |
|-------------|------------------------|----------|------------------|
| F لیمر      | ۴/۵۲                   | ۰/۰۰۰۰   | داده های تابلویی |
| آزمون هاسمن | ۴۶/۰۱                  | ۰/۰۰۰۰   | اثرات ثابت       |

منبع: یافته های پژوهش

جدول شماره پنج: اطلاعات مربوط به معنی داری متغیرها برای فرضیه دوم پژوهش

| نام متغیر                               | نماد متغیرها | ضرایب     | t-Statistic | P. Value |
|-----------------------------------------|--------------|-----------|-------------|----------|
| عرض از مبدأ                             | $\alpha_0$   | -۲۰۱۹,۰۸۹ | -۳,۷۴۸      | ۰/۰۱۱    |
| درصد مالکیت سهامداران نهادی             | INSTOWN      | ۶,۸۳۱۱    | ۱,۰۰۸       | ۰,۳۱۴    |
| تمرکز مالکیت سهامداران نهادی            | INSTCON      | ۴,۴۷۷۷    | ۱,۹۲۹       | ۰,۰۱۰    |
| تعداد اعضاء هیئت مدیره                  | BRDSIZE      | -۷۰,۷۵۷۷  | -۱,۹۶۷      | ۰,۰۱۱    |
| استقلال اعضاء هیئت مدیره                | OUTD         | ۲۲۸,۱۲۰۵  | ۱,۹۵۷       | ۰,۰۱۲    |
| تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره | BRDSEP       | ۳۵,۱۷۳۱   | ۰,۳۹۴       | ۰,۶۹۳    |
| اندازه شرکت                             | SIZE         | ۲۴۱,۷۰۸   | ۴,۳۰۰       | ۰/۰۰۰    |
| نرخ رشد فروش                            | SALESGRW     | ۲۷۴,۱۴۹   | ۳,۴۳۷       | ۰/۰۰۰۷   |
| عملکرد شرکت                             | PERF         | -۰,۰۰۰۱   | -۲,۶۸۴      | ۰/۰۰۰۷   |

منبع: یافته های پژوهش

جدول شماره شش: اطلاعات مربوط به مدل رگرسیون برای فرضیه دوم پژوهش

| F-statistic | ضریب تعیین (R2) |
|-------------|-----------------|
| ۴,۶۸۱       | ۰/۱۰            |

منبع: یافته های پژوهش

تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره ارتباط معناداری وجود ندارد زیرا سطح معناداری برای این متغیرها بزرگتر از سطح معناداری  $\alpha=5\%$  می باشد. در حالی که گیل و شاه (۲۰۱۲) در پژوهش خود به رابطه منفی بین متغیرهای استقلال اعضاء هیئت مدیره و تعداد اعضاء هیئت مدیره با متغیر وابسته سرمایه در گردش دست یافتند. همچنین در پژوهش گیل و بیگر (۲۰۱۳) رابطه معناداری بین این متغیرهای مستقل با دوره نگهداری موجودی کالا وجود نداشته است.

در باره اعتبار کلی مدل رگرسیون با توجه به مقدار F بدست آمده در جدول شماره شش، می توان بیان

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول شماره پنج، بین متغیر وابسته دوره نگهداری موجودی کالا با متغیرهای مستقل تمرکز مالکیت سهامداران نهادی، استقلال اعضاء هیئت مدیره و متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و نرخ رشد فروش ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. در حالی که بین متغیر مستقل تعداد اعضاء هیئت مدیره و عملکرد شرکت با متغیر وابسته نیز ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. قابل ذکر است متغیر عملکرد شرکت با توجه به ضریب آن، اثر ناچیزی بر روی متغیر وابسته داشته است. همچنین بین متغیر وابسته دوره نگهداری موجودی کالا با متغیرهای مستقل درصد مالکیت سهامداران نهادی،

نموده که مدل از لحاظ آماری معنادار می باشد.  $R^2$  با مقدار ۰/۱۰ نشان دهنده این است که تنها می توان ۱۰٪ از تغییرات در متغیر وابسته را با استفاده از متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل رگرسیون توضیح داد.

اوراق بهادار تهران می پردازد. در این فرضیه نیز با توجه به احتمال بدست آمده در جدول شماره ۷ بایستی از روش داده های تابلویی استفاده گردد. همچنین پس از آزمون هاسمن نیز نتیجه گرفته شد که از روش اثرات ثابت استفاده گردد.

### نتایج آزمون رگرسیون فرضیه سوم

نتایج آزمون فرضیه سوم با استفاده از رگرسیون GLS مطابق جداول شماره هشت و نه می باشد:

### ۳-۶- نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

فرضیه سوم پژوهش به بررسی تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر روی مدت زمان پرداخت بدهی ها در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس

جدول شماره هفت: اطلاعات مربوط به روش مورد استفاده برای آزمون فرضیه سوم پژوهش

| نوع آزمون   | مقدار محاسبه شده آماری | P. Value | نتیجه            |
|-------------|------------------------|----------|------------------|
| F لیمر      | ۲/۳۷                   | ۰/۰۰۰۰   | داده های تابلویی |
| آزمون هاسمن | ۳۲/۹۵                  | ۰/۰۰۰۰   | اثرات ثابت       |

منبع: یافته های پژوهش

جدول شماره هشت: اطلاعات مربوط به معنی داری متغیرها برای فرضیه سوم پژوهش

| نام متغیر                               | نماد متغیرها | ضرایب     | t-Statistic | P. Value |
|-----------------------------------------|--------------|-----------|-------------|----------|
| عرض از مبدأ                             | $\alpha_0$   | -۱۸۶۶,۷۲۶ | -۱,۹۲۵      | ۰/۰۵۵    |
| درصد مالکیت سهامداران نهادی             | INSTOWN      | ۹,۶۱۳۸    | ۱,۱۵۸       | ۰/۲۴۷    |
| تمرکز مالکیت سهامداران نهادی            | INSTCON      | ۲,۳۷۹۰    | ۰,۷۰۷       | ۰/۴۸۰    |
| تعداد اعضاء هیئت مدیره                  | BRDSIZE      | -۶۸,۷۱۷۵  | -۱,۹۴۳      | ۰/۰۲۱    |
| استقلال اعضاء هیئت مدیره                | OUTD         | ۲۰۱,۸۰۸   | ۱,۱۲۵       | ۰/۲۶۱    |
| تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره | BRDSEP       | ۱۱,۳۴۶۵   | ۰,۱۰۳       | ۰/۹۱۷    |
| اندازه شرکت                             | SIZE         | ۲۰۴,۰۹۱   | ۲,۹۶۵       | ۰/۰۰۳    |
| نرخ رشد فروش                            | SALESGRW     | ۴۸۸,۱۹۵   | ۴,۹۹۹       | ۰/۰۰۰    |
| عملکرد شرکت                             | PERF         | -۰,۰۰۰۱   | -۲,۵۴۶      | ۰/۰۱۱    |

منبع: یافته های پژوهش

جدول شماره نهم: اطلاعات مربوط به مدل رگرسیون برای فرضیه سوم پژوهش

| F-statistic | ضریب تعیین (R2) |
|-------------|-----------------|
| ۴,۹۲۸       | ۰/۱۰            |

منبع: یافته های پژوهش

مقدار  $0/10$  نشان دهنده این است که تنها می توان  $10\%$  از تغییرات در متغیر وابسته را با استفاده از متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل رگرسیون توضیح داد.

#### ۶-۴- نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش

فرضیه چهارم پژوهش به بررسی تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر روی چرخه نقدینگی در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. در این فرضیه نیز با توجه به احتمال بدست آمده در جدول شماره  $10$  بایستی از روش داده های تابلویی استفاده گردد. همچنین پس از آزمون هاسمن نیز نتیجه گرفته شد که روش اثرات ثابت به کار گرفته می شود.

#### نتایج آزمون رگرسیون فرضیه چهارم

با توجه به فزونی تعداد بنگاه ها از تعداد سال های موردنظر ( $89$  شرکت، در طی  $6$  سال) مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد که بایستی هنگام انجام رگرسیون به آن توجه کرد. این مشکل با استفاده از روش رگرسیون GLS رفع می شود. نتایج این آزمون با استفاده از رگرسیون GLS مطابق جداول شماره یازدهم و دوازدهم می باشد:

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول شماره هشت، بین متغیر وابسته مدت زمان پرداخت بدهی ها با متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و نرخ رشد فروش ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. در حالی که بین متغیر مستقل تعداد اعضاء هیئت مدیره و عملکرد شرکت با متغیر وابسته مدت زمان پرداخت بدهی ها ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. قابل ذکر است متغیر عملکرد شرکت با توجه به ضریب آن، اثر ناچیزی بر روی متغیر وابسته داشته است. همچنین بین متغیر وابسته مدت زمان پرداخت بدهی ها با متغیرهای مستقل درصد مالکیت سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت سهامداران نهادی، استقلال اعضاء هیئت مدیره و تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره ارتباط معناداری وجود ندارد زیرا سطح معناداری برای این متغیرها بزرگتر از سطح معناداری  $5\% = \alpha$  می باشد. در خصوص متغیر مستقل استقلال اعضاء هیئت مدیره نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش گیل و بیگر ( $2013$ ) متفاوت است. آنها در پژوهش خود دریافتند که استقلال هیئت مدیره باعث بهبود کارایی مدیریت حسابهای پرداختی می شود. سایر نتایج با نتایج پژوهش های خارجی مطابقت دارد.

درباره اعتبار کلی مدل رگرسیون با توجه به مقدار  $F$  بدست آمده در جدول شماره نه، می توان بیان نمود که مدل از لحاظ آماری معنادار می باشد.  $R^2$  با

جدول شماره دهم: اطلاعات مربوط به روش مورد استفاده برای آزمون فرضیه چهارم پژوهش

| نوع آزمون   | مقدار محاسبه شده آماری | P. Value | نتیجه            |
|-------------|------------------------|----------|------------------|
| F لیمر      | $3/74$                 | $0/0000$ | داده های تابلویی |
| آزمون هاسمن | $24/82$                | $0/0000$ | اثرات ثابت       |

منبع: یافته های پژوهش

جدول شماره یازدهم: اطلاعات مربوط به معنی داری متغیرها برای فرضیه چهارم پژوهش

| نام متغیر                               | نماد متغیرها | ضرایب    | t-Statistic | P. Value |
|-----------------------------------------|--------------|----------|-------------|----------|
| عرض از مبدأ                             | $\alpha_0$   | -۱۵۸۵,۲۹ | -۲,۲۹۰      | ۰/۰۲۲    |
| درصد مالکیت سهامداران نهادی             | INSTOWN      | ۳,۰۵۳    | ۰,۵۱۵       | ۰/۶۰۶    |
| تمرکز مالکیت سهامداران نهادی            | INSTCON      | ۵,۵۴۹    | ۲,۳۰۹       | ۰/۰۲۱    |
| تعداد اعضاء هیئت مدیره                  | BRDSIZE      | -۴۲,۷۹۱  | -۱,۰۸۴      | ۰/۲۷۹    |
| استقلال اعضاء هیئت مدیره                | OUTD         | ۱۷۷,۲۳۹  | ۱,۹۸۴       | ۰/۰۱۶    |
| تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره | BRDSEP       | ۹۵,۸۴۶   | ۱,۲۲۸       | ۰/۲۱۹    |
| اندازه شرکت                             | SIZE         | ۱۸۳,۹۵۱  | ۳,۷۴۲       | ۰/۰۰۰    |
| نرخ رشد فروش                            | SALESGRW     | -۱۶۰,۶۰۵ | -۲,۳۰۳      | ۰/۰۲۱    |
| عملکرد شرکت                             | PERF         | -۰,۰۰۰۱  | -۱,۹۰۵      | ۰/۰۱۶    |

منبع: یافته های پژوهش

جدول شماره دوازدهم: اطلاعات مربوط به مدل رگرسیون برای فرضیه چهارم پژوهش

| ضریب تعیین (R2) | F-statistic |
|-----------------|-------------|
| ۰/۰۶            | ۰/۰۰۰۰      |
|                 | ۳,۱۴۱       |

منبع: یافته های پژوهش

رابطه معناداری بین متغیرهای مستقل و چرخه نقدینگی شرکت وجود نداشته است. درباره اعتبار کلی مدل رگرسیون با توجه به مقدار F بدست آمده در جدول شماره دوازده، می توان بیان نمود که مدل از لحاظ آماری معنادار می باشد.  $R^2$  با مقدار ۰/۰۶ نشان دهنده این است که تنها می توان ۶٪ از تغییرات در متغیر وابسته را با استفاده از متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل رگرسیون توضیح داد.

#### ۷- نتیجه گیری و بحث

شالوده مباحث مدیریت مالی را سرمایه تشکیل می دهد و می توان ادعا کرد که همه فعالیت های تجاری نیازمند سرمایه اند. بنابراین مدیریت سرمایه در گردش فعال، یک نیاز اساسی توانایی سازمان برای سازگاری در یک اقتصاد پرچالش است و هدف آن برقراری یک تعادل حساس بین حفظ نقدینگی برای

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول شماره یازدهم، بین متغیر وابسته چرخه نقدینگی شرکت با متغیرهای مستقل تمرکز مالکیت سهامداران نهادی، استقلال اعضاء هیئت مدیره و متغیر کنترلی اندازه شرکت ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. در حالی که بین متغیر کنترلی نرخ رشد فروش و عملکرد شرکت با متغیر وابسته مدت زمان پرداخت بدهی ها ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. قابل ذکر است متغیر عملکرد شرکت با توجه به ضریب آن، اثر ناچیزی بر روی متغیر وابسته داشته است. همچنین بین متغیر وابسته چرخه نقدینگی شرکت با متغیرهای مستقل درصد مالکیت سهامداران نهادی، تعداد اعضاء هیئت مدیره و تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره ارتباط معناداری وجود ندارد زیرا سطح معناداری برای این متغیرها بزرگتر از سطح معناداری ۵٪ می باشد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش گیل و بیگر (۲۰۱۳) مطابقت ندارد. در پژوهش آنها

بدرستی وضعیت مالی و عملیاتی شرکت‌ها را منعکس نمی‌کنند.

### فهرست منابع

- \* اسماعیل زاده مقری، علی، جلیلی، محمد، زند عباس آبادی، عباس، (۱۳۸۹)، "بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله حسابداری مدیریت، سال سوم، شماره هفتم.
- \* بادآورنهندي، یونس، برادران حسن زاده، رسول، محمودزاده باغبانی، سعید، (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه بین مکانیزم های حاکمیت شرکتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی"، در دسترس در: [www.noormags.com](http://www.noormags.com)
- \* پی نو، ریموند، (۱۳۸۵)، مدیریت مالی جلد اول و جلد دوم، ترجمه جهانخانی، علی؛ پارسائیان، علی، تهران، انتشارات سمت.
- \* تهرانی و باجلان، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه بین ویژگی های شرکت و موفقیت مالی، پژوهشنامه مدیریت اجرایی، ص ۷۷-۱۰۲.
- \* جمعی، حسین، (۱۳۸۰)، بررسی وضعیت نقدینگی و سیاست های سرمایه در گردش در شرکت های داروسازی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۸-۱۳۷۲، پایان نامه چاپ نشده، دانشگاه اصفهان.
- \* طالبی (۱۳۷۷)، ارزیابی وضعیت موجود مدیریت سرمایه در گردش در شرکت های ایرانی، پایان نامه چاپ نشده، دانشگاه تهران.
- \* کمیته فنی سازمان حسابرسی. (۱۳۸۱)، استانداردهای حسابداری، تهران، انتشارات سازمان حسابرسی.
- \* مشایخ، شهناز و مریم اسماعیلی، (۱۳۸۵)، "بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه پشتیبانی از عملیات روزانه و حداکثر سازی فرصت های سرمایه گذاری کوتاه مدت می باشد. حاکمیت شرکتی نیز به عنوان یکی از مهمترین عناوین تجاری در ابتدای قرن بیست و یکم مطرح شده است و هدف نهایی آن دستیابی به چهار مورد پاسخگویی، شفافیت، عدالت (انصاف) و رعایت حقوق ذینفعان می باشد. حاکمیت شرکتی از طریق تدوین سیاست های مناسب از نقشی مهم در کنترل و نظارت بر مدیریت سرمایه در گردش برخوردار است. نقش سازوکارهای حاکمیت شرکتی مانند استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، کمیته حسابرسی و غیره را نمی توان در مدیریت سرمایه در گردش نادیده گرفت. هدف اصلی این پژوهش بررسی تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. در این راستا چهار فرضیه به ترتیب مبنی بر تاثیرگذاری ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر متغیرهای مدت زمان وصول مطالبات، مدت زمان نگهداری موجودی کالا، مدت زمان پرداخت بدهی ها و چرخه نقدینگی شرکتها در نظر گرفته شد. بر اساس نتایج به دست آمده ساز و کارهای حاکمیت شرکتی تا حدودی در بهبود مدیریت سرمایه در گردش تاثیر گذار است.
- از مهم ترین محدودیت های پژوهش می توان به وجود تورم اشاره داشت که موجب می شود اطلاعات مندرج در صورت های مالی نتوانند وضعیت مالی و نتایج عملیات شرکت ها را به درستی نشان دهند. به علاوه اطلاعات مندرج در صورت های مالی به دور از اشتباهات با اهمیت و اساسی نیست. سرانجام استفاده از روش های حسابداری متفاوت توسط شرکت های مختلف سبب می شود که تفاوت اقلام موجود در صورت های مالی شرکت ها تنها تحت تاثیر تصمیمات مالی و عملیاتی آنها نباشد، در نتیجه اطلاعات مالی

- American manufacturing firms", *Managerial Finance*, Vol. 39 No. 2, pp. 116-132.
- \* Hasan, A. And Butt, S. (2009). "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies". *International Journal of Business and Management*, Vol. 4, PP. 50-57.
  - \* Havoutis, N. (2003), Profitability and the balance sheet, *AFP Exchange*, Vol. 23, No. 6, pp. 34-38.
  - \* Koumanakos, P. D. (2008), The effect of inventory management on firm performance, *International Journal of Productivity and Performance Management*, Vol. 57, No. 5, pp. 355-369.
  - \* Kyereboah-Coleman, A. and Osei (2008). K. A. "Outreach and profitability of microfinance institutions: the role of governance". *Journal of Economic Studies*. Vol. 35 No. 3, pp. 236-248.
  - \* Kyereboah-Coleman, A. (2007), "Corporate governance and firm performance in Africa: a dynamic panel data analysis", a paper prepared for the "International Conference on Corporate Governance in Emerging Markets", available at: [www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/PS2.3/\\$FILE/Kyereboah-Coleman%2B-%2BCorporate%2BGovernance.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/PS2.3/$FILE/Kyereboah-Coleman%2B-%2BCorporate%2BGovernance.pdf) (accessed June 7, 2012).
  - \* Lipton, M. and Lorsch, J. W. (1992), "A modest proposal for improved corporate governance", *Business Lawyer*, Vol. 48 No. 1, pp. 59-78.
  - \* Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R. (2006). "Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross country analysis". *Journal of Finance*, Vol. 61, No. 6, pp. 2725-51.
  - \* Polak, Petr, Kocurek, Kamil, (2007), "Cash and working capital management in the Czech Republic", *Investment management and financial innovations*, Vol. 4, PP. 17-30.
  - \* Shleifer, A. and R. W. Vishny (1997). "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance*, 52 737-783.
  - \* Stephen, H. F. And Backhaus, G. J. (2003). "corporate governance and mass privatization: a theoretical investigation in legal and economic relationships". *Journal of Economic Studies*, Vol. 30. No. 3/4, PP. 389-468.
- های اصول راهبری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵، صص ۴۴-۲۵.
- \* نوروش، ایرج، کرمی، غلامرضا و جلال وافی، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی و هزینه های نمایندگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری، شماره اول، صص ۲۷.
  - \* Abor, J. and Biekpe, N. (2005). "What determines the capital structure of listed firms in Ghana?". *African Finance Journal*, Vol. 7, PP. 37-48.
  - \* Chen, H., Murray, F. and Owen, W. (2005), What actually happened to the inventories of American companies between 1981 and 2000?, *Management Science*, Vol. 51, No. 7, pp. 1015-31.
  - \* Dahya, J. and Travlos, N. G. (2000), "Does the one man show pay? Theory and evidence on the dual CEO revisited", *European Financial Management*, Vol. 6 No. 1, pp. 461-83.
  - \* Dittmar, A. and Mahrt-Smith, J. (2007), "Corporate governance and the value of cash holdings",
  - \* Eljelly Abuzar M. A. (2004), "Liquidity - profitability tradeoff: An empirical investigation in multiple markets", *IJCM*, Vol. 14, PP. 48 - 61.
  - \* Filbeck, G., Krueger, T., Preece, D. (2007), Working Capital Survey "Do Selected Firms Work for Shareholders", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 46, No. 2, pp. 3-22.
  - \* Florackis, C. (2008). "Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms". *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 4, PP. 37-59.
  - \* Garcia, J. P., Martinez, T., Martinez, P. (2007), Effects working capital management on SME profitability, *Journal of management Finance*, Vol. 3, No. 2, pp. 164-177.
  - \* Gill, A. and Shah, C. (2012), "Determinants of corporate cash holdings: evidence from Canada", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4 No. 1, pp. 70-9.
  - \* Gill, Amarjit S. and Biger, Nahum, (2013), "The impact of corporate governance on working capital management efficiency of

- \* Truel, P.J.G. and Solano, P.M., (2007), "Effects of Working Capital Management on SME Profitability", International Journal of Managerial Finance, Vol. 3, No. 2, pp. 164-177.
- \* Tsamenyi Mathew, Skliarova Darina, (2005), "International cash management practices in Russian multinational", Managerial Finance, Vol. 31, PP. 48- 64.
- \* Yermack, D. (1996), "Higher market valuation of companies with a small board of directors", Journal of Financial Economics, Vol. 40 No. 2, pp. 185-211.

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> -Corporate governance
- <sup>2</sup> - Kyereboah-Coleman and Osei
- <sup>3</sup> - Stephen Hf. and Backhaus G.I
- <sup>4</sup> -Ditmar A. and Mahrt-Smith, J
- <sup>5</sup> -Pinkowitz, Stulz and Williamson
- <sup>6</sup> -Working Capital Management
- <sup>7</sup> -Cash Conversion Cycle
- <sup>8</sup> -Gill and Biger
- <sup>9</sup> -Havoutis
- <sup>2</sup> -Eljelly
- <sup>3</sup> -Polak and Kocurek
- <sup>4</sup> -Tsamenyi and Skliarova
- <sup>14</sup> -Sheleifer and Vishny
- <sup>15</sup> -Fama
- <sup>16</sup> -Cadbury
- <sup>17</sup> -Fama & Jensen
- <sup>18</sup> -Wild
- <sup>19</sup> -N.K. Chidambaram & Darius Palia & Yudan Zheng
- <sup>20</sup> -Internal Shareholding
- <sup>21</sup> -Hall & Leibman
- <sup>22</sup> -Jensen & Morphy
- <sup>23</sup> -Morck et al
- <sup>24</sup> -External Shareholding
- <sup>25</sup> -Blockholders
- <sup>26</sup> -Leech & Leahy
- <sup>27</sup> -Gill and Shah
- <sup>28</sup> -Dahya and Travlos
- <sup>29</sup> -Yermack
- <sup>30</sup> -Lipton and Lorsch
- <sup>31</sup> -Kyereboah-Coleman
- <sup>32</sup> -Hasan and Butt
- <sup>33</sup> -Florackis
- <sup>34</sup> -Abor and Biekpe
- <sup>35</sup> -Şen & Oruç
- <sup>1</sup> -Koumanakos
- <sup>1</sup> -Capon et al