فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت
سال هفتم / شماره بیست و دوم/ پائیز ۱۳۹۳

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

محسن دستگیر[۱]
مهسا هنرمند[۲]

تاریخ دریافت: ۹۳/۴/۱ تاریخ پذیرش: ۹۳/۵/۱۵

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 وادارکردن مدیریت به استفاده کارا از منابع موجود درسازمان 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 کارآیی 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 کارآیی 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.

واژه‌های 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

Archive of SID
www.SID.ir

۱- مقدمه

مباحث حاکمیت شرکتی[۱] به طور عمده حول شرکت‌های بزرگ و در بیشتر موارد بر اقتصادهای پیشرفته متمرکز شده است (کیربو-سولمن و اوسی[۲]، ۲۰۰۸). استفان و بک هاوس[۳] (۲۰۰۳) بیان می کنند که "مساله حاکمیت شرکتی اطمینان حاصل کردن از این است که شرکت‌ها در جهت منافع مالکان‌شان و نه در جهت منافع مدیران عمل می کنند و این از مفهوم جداسازی مالکیت و کنترل ناشی می شود". 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 وادارکردن مدیریت به استفاده کارا از منابع موجود در سازمان ها برخوردارند (کیربو-سولمن و اوسی، ۲۰۰۸). برای نمونه، دیتمار و اسمیت[٤] (۲۰۰۷) و پینکوویتز و همکاران[٥] (۲۰۰٦) بیان می‌کنند که "حاکمیت شرکتی مناسب قادربه دو برابرکردن موجودی نقد شونده شرکت‌ها در مقابل حاکمیت شرکتی ضعیف می‌باشد".

مدیریت سرمایه در گردش[٦] نیز یکی دیگر از بخش هایی است که در ساختار مدیریتی یک شرکت نقش حیاتی ایفا می کند. به طوری که بحث سرمایه در گردش و نقدینگی را به مانند خونی تشبیه کرده اند که در رگ های 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 شرکت ها، مدیریت نامناسب سرمایه در گردش است (رهنمای رودپشتی و کیانی، ۱۳۸۷).

سیاست های ناکارآمد مدیریت سرمایه در گردش می تواند نتیجه حاکمیت شرکتی ضعیف باشد و نتیجتا به کاهش ثروت صاحبان سهام منجر شود. به عبارت دیگر حاکمیت شرکتی اثربخش به عنوان عامل نظارتی در مدیریت منابع شرکت محسوب می شود. هیئت مدیره و مدیریت عالی شرکت مسئول تدوین سیاست های مرتبط با مدیریت وجوه نقد، حسابهای دریافتنی، خرید و نگهداری موجودی و تمامی دیگر سیاست های سازمانی می باشند. بنابراین هیئت مدیره و مدیریت عالی از نقشی مهم در شرکت برخوردار می باشند و تصمیم گیری و اقدامات اجرایی آنها می تواند تاثیری اساسی بر معیارهای مدیریت سرمایه در گردش مانند میزان موجودی نقدی، حسابهای دریافتنی، حسابهای پرداختنی و چرخه گردش وجوه نقد[۷] در شرکت داشته باشد (گیل و بیگر[۸]، ۲۰۱۳). با توجه به آنچه که گفته شد، هدف اصلی این پژوهش نیز بررسی تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

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 فرصت های سرمایه گذاری کوتاه مدت می باشد (هاووتیس[۹]،۲۰۰۰). در واقع مدیریت سرمایه در گردش عبارت از تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش می باشد، به نحوی که ثروت سهامداران افزایش یابد (جهانخانی و پارسائیان،۱۳۸۵).

وجوه کوتاه مدت شرکت همواره در دارائی های جاری سرمایه گذاری می شوند و این دارائی ها از یک طرف کم بازده و از طرف دیگر ضامن حفظ توان

Archive of SID
www.SID.ir

نقدینگی شرکت هستند. لذا اولین سوالی که شرکت با آن مواجه است این است که حد بهینه و مطلوب این دارائی ها چیست و چگونه تعیین می شود؟ (الجلی[10]، ۲۰۰٤). اما تعیین حد مطلوب نقدینگی تنها یک مرحله از کار است. آنچه که اهمیت دارد این است که شرکت ها بتوانند وجوه مازاد بر این حد مطلوب را در زمینه های کوتاه مدت سرمایه گذاری کنند و کمبود وجوه را از طرق مناسب تعیین کنند. برای اداره نقدینگی شرکت شرط دیگر این است که شرکت بتواند خط مشی ها و اقدامات مناسبی در مواجه با مطالبات و موجودی کالا اتخاذ کند. در این راستا شرکت باید سیاست اعتباری مشخصی داشته باشد و به آن عمل کند و سیاست ها و روش های مناسبی را نیز برای نظارت بر حساب های دریافتنی و وصول مطالبات داشته باشد. همچنین در نگهداری موجودی کالا بگونه ای عمل نماید که هدف سود آوری (بخصوص در شرایط تورمی) که منجر به نگهداری موجودی کالای اضافی می شود، لطمه ای به هدف نقدینگی وارد نکند (پولاک و کوسورک[11]، ۲۰۰۷). به علاوه برنامه ریزی نقدینگی شرکت، اصلی ترین جزء و پوشش دهنده سایر اجزاء مدیریت سرمایه در گردش شناخته می شود که زمینه برخورد فعال در ابعاد فوق را فراهم می کند. به عبارت دیگر در صورتی که شرکت حد مطلوب نقدینگی را تعیین کند، و در زمینه تامین مالی کوتاه مدت و سرمایه گذاری کوتاه مدت، مطالبات و موجودی کالا هم فعال عمل کند ولی برنامه ریزی نقدینگی دوره ای انجام ندهد، مدیریت سرمایه در گردش با نواقص و کاستی های جدی مواجه می شود (تسامنی و اسکلیاروا[12]، ۲۰۰۵).

حاکمیت شرکتی نیز به عنوان یکی از مهمترین عناوین تجاری در ابتدای قرن بیست و یکم مطرح شده‌است (شمس‌احمدی، ۱۳۸٤). 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 می باشد. 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 برگیرنده اولین گروه ذینفعان در شرکت ها، یعنی هیئت مدیره و ساختار مالکیت است و ساز و کار خارجی، در بر گیرنده بازار خارجی برای کنترل شرکت و سیستم حقوقی و قانونی است (شلیفر و ویشنی[13]، ۱۹۹۷).مهمترین این ساز و کارها را می توان در موارد زیر خلاصه نمود:

۱- مدیران غیر اجرایی: وظیفه اصلی مدیران غیراجرایی، اطمینان دادن از این است که مدیران اجرایی، سیاست‌های خود را منطبق بر منافع سهامداران تعقیب می‌کنند (فاما[14]، ۱۹۸۰). مدیران غیراجرایی باید از دو ویژگی برخوردار باشند تا بتوانند نقش نظارتی خود را به خوبی ایفا کنند: ۱- استقلال (کدبوری[15]، ۱۹۹۲) و ۲- حساسیت و نگرانی آنها برای حفظ جایگاه خود در بازار کار (فاما و ینسن[16]، ۱۹۸۳).

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

Archive of SID
www.SID.ir

شده باشد از نظر نظارتی و اعمال کنترل با مشکل روبر 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 طورکلی 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 (ویلد[۱۷]، ۱۹۹٤).

٤- 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[۱۸]، عامل تعداد جلسات هیأت مدیره، را نیز به عوامل فوق اضافه کردند.

۵- حساسیت مدیرعامل نسبت به عملکرد، سهامداری درونی[۱۹] (مالکیت مدیران): عوامل افزایش حساسیت مدیر عامل 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[۲۰]، ۱۹۹۸؛ ینسن و مورفی[۲۱]، ۱۹۹۰).

٦- سهامداری درونی (مالکیت مدیران): اگر مدیران، مالکیت مقداری از سهام شرکت را داشته‌باشند، انگیزهٔ بیشتری برای افزایش ثروت سهام‌داران دارند. که این یکی از راه‌های کاهش هزینهٔ نمایندگی است. برپایه نظریهٔ تضاد منافع، بین سهام‌دار بودن مدیران و عملکرد شرکت رابطهٔ خطی وجود دارد. علیرغم این امر امکان دارد مدیران اهداف سهام‌داران را دنبال نکنند (مورک و همکاران[۲۲]، ۱۹۸۸).

۷- سهامداری بیرونی[۲۳] (مالکیت نهادی): سهام‌داران بیرونی شامل مؤسسات، سهام‌داران عمده[۲٤] 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[۲۵]، 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 خواهدشد 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 هئیت مدیره، اندازه هیئت مدیره، کمیته حسابرسی و غیره را نمی توان 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

Archive of SID
www.SID.ir

نماید (گیل و شاه[۲۶]، ۲۰۱۲). مدت زمان تصدی پست مدیریت عالی سازمان نیز در بهبود مدیریت سرمایه در گردش موثر می باشد. داهیا و تراولوز[۲۷] (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[۲۸] (۱۹۹۶) و لیپتون و لورش[۲۹] (۱۹۹۲)، هئیت مدیره کوچک در فرآیند تصمیم گیری از اثربخشی بیشتری در مقایسه با هیئت مدیره بزرگ برخوردار می باشند. تعداد اندک اعضای 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 (کیربو–سولمن[۳۰]، ۲۰۰۷). مدیریت سرمایه در گردش نیز زیر مجموعه ای از مدیریت مالی می باشد. وجود استقلال در کمیته حسابرسی باعث می شود تا کارآیی سرمایه در گردش از طریق حسابرسی موجودی نقدی، حساب‌های دریافتنی و پرداختنی، موجودی کالا و غیره بهبود یابد و در نتیجه به کاهش مشکلات و هزینه های نمایندگی در سازمان بیانجامد. کیربو–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 کارآیی 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 کارآیی 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 پرداختنی، چرخه گردش وجوه نقد، موجودی نقدی و کارآیی 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 کارآیی مدیریت حسابهای دریافتنی، حسابهای پرداختنی و چرخه گردش وجه نقد می شود؛ ۲– استقلال هیئت مدیره بر بهبود کارآیی 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 کارآیی مدیریت سرمایه در گردش برخوردار می باشد نتایج کلی این

Archive of SID
www.SID.ir

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 تاثیری 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.حسنوبوت[۳۱](۲۰۰۹) تأثیر ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی را بر ساختار سرمایه بررسی کردند. در این تحقیق از سهم تغیر اندازه هیأت 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 یافته‌های تحقیق گویای رابطه‌ای مثبت، ولی غیرمعنادار میان مالکیت نهادی و ساختار سرمایه بود. فلوراکیس[۳۲](۲۰۰۸) با انتخاب نمونه‌ای از ۸۹۷ شرکت انگلیسی طی سالهای ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ به بررسی تأثیر ساز و کارهای مختلف نظام راهبری شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی پرداخت. و یازدو عامل به عنوان نماینده هزینه‌های نمایندگی استفاده نمود: نسبت فروش به دارایی ها و نسبت هزینه های عملیاتی به فروش. یافته‌های وینشان می دهد که مالکیت مدیران، پاداش مدیران و تمرکز مالکیت با هزینه‌های نمایندگی دارای رابطه معناداری هستند و تأثیرگذاری ساز و کارهای داخلی نظام راهبری شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی با توجه به فرصتهای رشد متفاوت خواهد بود. آبروبیکپ[۳۳] (۲۰۰۵) در پژوهشی با عنوان "نظام راهبری شرکتی و تصمیم‌گیری‌های 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 پایینتری همراه است. شن و اوروچ [۳٤](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 آنی ، 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 معمولا 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 [۳۵](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

Archive of SID
www.SID.ir

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 چرخهٔ 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. نوروش و همکاران (۱۳۸۸) در پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی و هزینه‌های نمایندگی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" تأثیر مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی را بر هزینه‌های نمایندگی این شرکتها در فاصله زمانی سالهای ۱۳۸۲تا ۱۳۸۵ بررسی کردند. در این تحقیق، هزینه‌های نمایندگی تابعی از تعامل بین فرصتهای رشد شرکت و Q توبین جریان‌های نقدی آزاد تعریف و از شاخص به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری فرصت‌های 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. یافته‌های تحقیق حاکی از وجود رابطه منفی و معنادار بین درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و همچنین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با هزینه‌های نمایندگی است. از طرفی، نتایج تحقیق با فرض وجود ارتباط بین نسبت بدهی شرکتها با هزینه نمایندگی، مطابقت ندارد. مشایخ و اسماعیلی (۱۳۸۵) در تحقیقی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های 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 آیین‌نامه 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 رابطه‌ای وجود ندارد، اما رابطه‌ای غیر خطی بین اقلام تعهدی و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره مشاهد هشده است. همچنین تعداد مدیران غیر موظف و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره که از ساز و کارهای اصول راهبری شرکتی محسوب می‌شوند، در ارتقای کیفیت سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس نقش با اهمیتی ندارند. تهرانی و باجلان (۱۳۸۸) در مطالعه‌ای 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 سیاست‌های سرمایه در گردش اتخاذ شده توسط شرکتهای داروسازی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بازده سهام این شرکتها داشته به این نتیجه رسیده است، شرکت‌هایی که سیاست سرمایه در گردش جسورانه را انتخاب نموده‌اند، 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 شرکت‌های ایرانی" به

Archive of SID
www.SID.ir

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 شرکت‌ها بر نقدینگی آنها نیز بررسی شده است. بررسی مزبور نشان داده است که وضعیت نقدینگی شرکت‌ها به مقدار زیادی تحت تاثیر ماهیت فعالیت شرکت‌ها 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 کارآیی 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 کار های 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 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).

٤- استقلال اعضای هیئت مدیره (OUTD):در 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 نائب رئیس هیئت مدیره باشد، از متغیر مصنوعی یک و بالعکس چنانچه مدیر عامل رئیس یا نائب 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

Archive of SID
www.SID.ir

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 می شود (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 نسبتا زیاد در موجودی کالا است. در این پژوهش مدت زمان نگهداری موجودی کالا بدین صورت محاسبه می شود (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 می توان برای محاسبه مدت زمان پرداخت بدهی ها استفاده نمود (فرمول ۳)

فرمول ۱

$$\text{دوره وصول مطالبات شرکت در سال t} = \frac{\text{حسابهای دریافتنی شرکت در سال t} * ۳۶۵}{\text{فروش شرکت در سال t}}$$

فرمول ۲

$$\text{دوره نگهداری موجودی کالای شرکت در سال t} = \frac{\text{موجودی کالای شرکت در سال t} * ۳۶۵}{\text{بهای تمام شده کالای فروش رفته شرکت در سال t}}$$

فرمول ۳

$$\text{مدت زمان پرداخت بدهی های شرکت در سال t} = \frac{\text{حسابهای پرداختنی شرکت در سال t} * ۳۶۵}{\text{بهای تمام شده کالای فروش رفته شرکت در سال t}}$$

٤- چرخه نقدینگی شرکت(CCC): دوره عملیات شرکت شامل چهار مرحله اساسی خرید، تولید، فروش و وصول مطالبات می باشد. شرکت کار و مواد را می خرد تبدیل به کالای ساخته شده می کند، کالاهای ساخته شده به حساب های دریافتنی تبدیل می شود و نهایتاً حسابهای دریافتنی به مرحله وصول می رسد. دوره تبدیل وجه نقد، دوره زمانی خالص بین پرداخت بدهی ها و دریافت وجه نقد از محل وصول مطالبات می باشد. دوره تبدیل وجه نقد نشان می دهد که چه مدت طول می کشد تا وجوه مصرف شده در عملیات به وجه نقد تبدیل شود. به منظور محاسبه چرخه نقدینگی شرکت می توان 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 می گردد(گیل و بیگر، ۲۰۱۳):

Archive of SID

www.SID.ir

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(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):

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

۳- عملکرد شرکت (PERF): معمولا 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 وهمکاران[۳۶]،۱۹۹۰) در این پژوهش از نسبت سود خالص پس از کسر مالیات بر درآمد 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:

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

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

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

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

٤- فرضیه های پژوهش

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.

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

Archive of SID

www.SID.ir

های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

۵- روش شناسی پژوهش

با در نظر گرفتن هدف پژوهش مبنی بر تحلیل تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر کارآیی 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 کتابخانه‌ای و استفاده می‌شود [۲و۱]. اطلاعات مربوط به ادبیات پژوهش و مباحث تئوریک از منابع کتابخانه‌ای مثل کتب، نشریات فارسی و لاتین جمع-آوری شده است.داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز جهت انجام پژوهش به روش کتابخانه‌ای و عمدتاً از صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه شرکت‌های نمونه، گزارش‌های هفتگی، ماهانه‌ها، سالنامه‌ها و آمار بورس اوراق بهادار تهران، بانک‌های اطلاعاتی موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران و همچنین نرم‌افزار تدبیر پرداز و رهآورد نوین گردآوری شده است.جامعه آماری پژوهش تمامی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند. در این پژوهش برای نمونه‌گیری از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است، بدین منظور کلیه شرکت‌های جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شده‌اند:

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

با توجه به شرایط و محدودیت‌های مورد نظر، از بین شرکت‌های 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. ضمنادر پژوهش حاضر برای تحلیل مدل از مجموعه داده‌های ترکیبی استفاده شده است. بدین ترتیب که چند شرکت در طول زمان مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند.به منظور آزمون فرضیه های پژوهش، ابتدا بایستی در داده‌های ترکیبی برای انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، از آزمون F لیمر استفاده شود. اگر F لیمر محاسبه شده از F لیمر جدول کوچکتر باشد از داده‌های تابلویی و در غیر اینصورت از داده‌های تلفیقی استفاده شده است. در صورتی که داده‌ها 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 می‌کند از این آزمون استفاده می‌شود. اگر احتمال آزمون هاسمن کوچکتر از ۵ درصد باشد، اثرات تصادفی رد می‌شود و اثرات ثابت انتخاب می‌شود و در صورتی که احتمال آزمون هاسمن بزرگتر از ۵ درصد باشد، اثرات تصادفی رد نمی‌شود و اثرات تصادفی انتخاب می‌شود. 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 فرضیه‌ها، از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن بصورت جداگانه انجام می‌شود و

Archive of SID
www.SID.ir

نتایج رگرسیونی بدست آمده با آماره t و احتمال t، آماره F و احتمال آن و ضریب تعیین مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد [٤]. جهت انجام آزمون های آماری، برآورد ضرایب و به دست آوردن مقادیر لازم برای تجزیه و تحلیل های آماری از نرم افزار آماری Eviews استفاده می شود.

٦- نتایج پژوهش

٦-١- نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش به بررسی تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر روی مدت زمان وصول مطالبات در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. 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 مقدارF محاسبه شده ازF 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 برایF لیمر عدد ۰/۰۰۰ است (p< ۰/۰۵)، این نشان می‌دهدکه 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 می‌دهدکه مقدار احتمالبرای آزمون هاسمن عدد۰/۰۰۰۲ است و فرض صفر رد و فرض مقابل پذیرفته می شود. این مقدار نشان می‌دهد 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 اول

با توجه به فزونی تعداد بنگاه‌ها از تعداد سال‌های موردنظر (۸۹ شرکت، درطی٦ سال) مشکل ناهمسانی واریانس وجود داردکه 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:

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

نوع آزمون	مقدارمحاسبه شده آماری	احتمال	نتیجه
F لیمر	۷/۵۸	۰/۰۰۰۰	داده های تابلویی
آزمون هاسمن	۲۷/۸٦	۰/۰۰۰۲	اثرات ثابت

منبع: یافته های پژوهش

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

نام متغیر	نماد متغیر ها	ضرایب	t-Statistic	P. Value
عرض از مبدأ	α0	-۳٤۸۹,۹۱٤	-۳,۷٤۸	۰/۰۰۰۲
درصد مالکیت سهامداران نهادی	INSTOWN	۱۸,۸۲٤٤	۲,۳۵۰	۰,۰۱۹۳
تمرکز مالکیت سهامداران نهادی	INSTCON	۸,۰۱۷٦۹۱	۲,٤٦٦	۰/۰۱٤۱
تعداد اعضاء هیئت مدیره	BRDSIZE	-۱۷٦,۰٤۲۸	-۳,۳۲۲	۰/۰۰۱۰

Archive of SID
www.SID.ir

نام متغیر	نماد متغیر ها	ضرایب	t-Statistic	P. Value
استقلال اعضاء هیئت مدیره	OUTD	۲۸۳,۱٤۲۱	۱,٦۲۹	۰/۱۰٤۲
تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره	BRDSEP	۱۲۲,٥٥۲۳	۱,۱٥۷	۰/۲٤٦۸
اندازه شرکت	SIZE	۳٥۷,۹۹٦٤	٥,٤٦٥	۰/۰۰۰
نرخ رشد فروش	SALESGRW	-۱۸٥,۸٦۸٤	-۱,۹۹٦	۰/۰٤٦۷
عملکرد شرکت	PERF	-۰,۰۰۰۱	-۳,٤۸۳	۰/۰۰۰٦

منبع: یافته های پژوهش

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

F-statistic		ضریب تعیین(R2)
٦,۷۲۷۷	۰/۰۰۰۰	۰/۱۳

منبع: یافته های پژوهش

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 ٥٪=α می باشد. همچنین بین متغیر وابسته دوره وصول مطالبات با متغیرهای مستقل تمرکز مالکیت سهامداران نهادی، تعداد اعضاء هیئت مدیره و متغیرکنترلی 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، می‌توان بیان نمودکه مدل از لحاظ آماری معنادار می باشد. R^2 با مقدار ۰/۱۳ نشان دهنده این است که تنها می‌توان ۱۳٪ از تغییرات در متغیر وابسته را با استفاده از متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل رگرسیون توضیح داد.

۲-٦- 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< ۰/۰٥)، این نشان می‌دهدکه برای آزمون فرضیه دوم پژوهش بایستی از روش داده‌های تابلویی استفاده شود.

همچنین در جدول شماره چهار نشان می‌دهدکه مقدارP.Value برای آزمون هاسمن عدد۰/۰۰۰۰ است و فرض صفر رد و فرض مقابل پذیرفته می شود. این مقدار نشان می‌دهد 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 می‌باشد:

Archive of SID
www.SID.ir

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

نوع آزمون	مقدارمحاسبه شده آماری	P. Value	نتیجه
F لیمر	٤/٥٢	٠/٠٠٠٠	داده های تابلویی
آزمون هاسمن	٤٦/٠١	٠/٠٠٠٠	اثرات ثابت

منبع: یافته های پژوهش

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

نام متغیر	نماد متغیر ها	ضرایب	t-Statistic	P. Value
عرض از مبدأ	α0	-٢٠١٩,٠٨٩	-٣,٧٤٨	٠/٠١١
درصد مالکیت سهامداران نهادی	INSTOWN	٦,٨٣١١	١,٠٠٨	٠,٣١٤
تمرکز مالکیت سهامداران نهادی	INSTCON	٤,٤٧٧٧	١,٩٢٩	٠,٠١٠
تعداد اعضاء هیئت مدیره	BRDSIZE	-٧٠,٧٥٧٧	-١,٩٦٧	٠,٠١١
استقلال اعضاء هیئت مدیره	OUTD	٢٢٨,١٢٠٥	١,٩٥٧	٠,٠١٢
تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره	BRDSEP	٣٥,١٧٣١	٠,٣٩٤	٠,٦٩٣
اندازه شرکت	SIZE	٢٤١,٧٠٨	٤,٣٠٠	٠/٠٠٠
نرخ رشد فروش	SALESGRW	٢٧٤,١٤٩	٣,٤٣٧	٠/٠٠٠٧
عملکرد شرکت	PERF	-٠,٠٠٠١	-٢,٦٨٤	٠/٠٠٧

منبع: یافته های پژوهش

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

F-statistic		ضریب تعیین(R2)
٤,٦٨١	٠/٠٠٠٠	٠/١٠

منبع: یافته های پژوهش

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول شماره پنج، بین متغیر وابسته دوره نگهداری موجودی کالابا 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، تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره ارتباط معناداری وجود ندارد زیرا سطح معناداری برای این متغیرها بزرگتر از سطح معناداری ٥٪=αمی باشد.در حالی که گیل و شاه (٢٠١٢) 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 (٢٠١٣) رابطه معناداری بین این متغیرهای مستقل با دوره نگهداری موجودی کالا وجود نداشته است.

درباره اعتبار کلی مدل رگرسیون با توجه به مقدار F بدست آمده در جدول شماره شش، می‌توان بیان

Archive of SID
www.SID.ir

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

۳-٦- 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 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 می‌باشد:

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

نوع آزمون	مقدارمحاسبه 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 متغیر ها	ضرایب	t-Statistic	P. Value
عرض از مبدأ	α0	-۱۸٦٦,۷۲٦	-۱,۹۲۵	۰/۰۵۵
درصد مالکیت سهامداران نهادی	INSTOWN	۹,٦۱۳۸	۱,۱۵۸	۰/۲٤۷
تمرکز مالکیت سهامداران نهادی	INSTCON	۲,۳۷۹۰	۰,۷۰۷	۰/٤۸۰
تعداد اعضاء هیئت مدیره	BRDSIZE	-٦۸,۷۱۷۵	-۱,۹٤۳	۰/۰۲۱
استقلال اعضاء هیئت مدیره	OUTD	۲۰۱,۸۰۸	۱,۱۲۵	۰/۲٦۱
تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره	BRDSEP	۱۱,۳٤٦۵	۰,۱۰۳	۰/۹۱۷
اندازه شرکت	SIZE	۲۰٤,۰۹۱	۲,۹٦۵	۰/۰۰۳
نرخ رشد فروش	SALESGRW	٤۸۸,۱۹۵	٤,۹۹۹	۰/۰۰۰
عملکرد شرکت	PERF	-۰,۰۰۰۱	-۲,۵٤٦	۰/۰۱۱

منبع: یافته های پژوهش

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

F-statistic		ضریب تعیین(R2)
٤,۹۲۸	۰/۰۰۰۰	۰/۱۰

منبع: یافته های پژوهش

Archive of SID
www.SID.ir

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 ٪۵=α می باشد.در خصوص متغیر مستقل استقلال اعضاء هیئت مدیره نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش گیل و بیگر (۲۰۱۳) متفاوت است.آنها در پژوهش خود دریافتند که استقلال هیئت مدیره باعث بهبود کارآیی مدیریت حسابهای پرداختنی 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، می‌توان بیان نمودکه مدل از لحاظ آماری معنادار می باشد. R^2 با مقدار ۰/۱۰ نشان دهنده این است که تنها می‌توان ۱۰ ٪ از تغییرات در متغیر وابسته را با استفاده از متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل رگرسیون توضیح داد.

٤-٦- 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 ۱۰ 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 بنگاه‌ها از تعداد سال‌های موردنظر (۸۹ شرکت، درطی٦ سال) مشکل ناهمسانی واریانس وجود داردکه 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 یازدهم و دوازدهم می‌باشد:

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

نوع آزمون	مقدارمحاسبه شده آماری	P. Value	نتیجه
F لیمر	۳/۷٤	۰/۰۰۰۰	داده های تابلویی
آزمون هاسمن	۲٤/۸۲	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت

منبع: یافته های پژوهش

Archive of SID
www.SID.ir

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

نام متغیر	نماد متغیر ها	ضرایب	t-Statistic	P. Value
عرض از مبدأ	α0	-۱۵۸۵,۲۹	-۲,۲۹۰	۰/۰۲۲
درصد مالکیت سهامداران نهادی	INSTOWN	۳,۰۵۳	۰,۵۱۵	۰/٦۰٦
تمرکز مالکیت سهامداران نهادی	INSTCON	۵,۵٤۹	۲,۳۰۹	۰/۰۲۱
تعداد اعضاء هیئت مدیره	BRDSIZE	-٤۲,۷۹۱	-۱,۰۸٤	۰/۲۷۹
استقلال اعضاء هیئت مدیره	OUTD	۱۷۷,۲۳۹	۱,۹۸٤	۰/۰۱٦
تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره	BRDSEP	۹۵,۸٤٦	۱,۲۲۸	۰/۲۱۹
اندازه شرکت	SIZE	۱۸۳,۹۵۱	۳,۷٤۲	۰/۰۰۰
نرخ رشد فروش	SALESGRW	-۱٦۰,٦۰۵	-۲,۳۰۳	۰/۰۲۱
عملکرد شرکت	PERF	-۰,۰۰۰۱	-۱,۹۰۵	۰/۰۱٦

منبع: یافته های پژوهش

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

F-statistic		ضریب تعیین(R2)
۳,۱٤۱	۰/۰۰۰۰	۰/۰٦

منبع: یافته های پژوهش

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 α=٪۵ می باشد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش گیل و بیگر (۲۰۱۳) مطابقت ندارد.در پژوهش آنها رابطه معناداری بین متغیر های مستقل و چرخه نقدینگی شرکت وجود نداشته است.

درباره اعتبار کلی مدل رگرسیون با توجه به مقدار F بدست آمده در جدول شماره دوازده، می‌توان بیان نمودکه مدل از لحاظ آماری معنادار می باشد. R^2 با مقدار ۰/۰٦ نشان دهنده این است که تنها می‌توان ٦ ٪ از تغییرات در متغیر وابسته را با استفاده از متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل رگرسیون توضیح داد.

۷- نتیجه گیری و بحث

شالودۀ مباحث مدیریت مالی را سرمایه تشکیل می دهد و می توان ادعا کرد که همۀ فعالیتهای 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

Archive of SID
www.SID.ir

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 شده‌است 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 هئیت 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 کارآیی 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 برمتغیرهای 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 می‌شود اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی نتوانند وضعیت مالی و نتایج عملیات شرکت‌ها را به درستی نشان دهند. به علاوه اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی به دور از اشتباهات با اهمیت و اساسی نیست. سرانجام استفاده از روش‌های حسابداری متفاوت توسط شرکت‌های مختلف سبب می‌شود که تفاوت اقلام موجود در صورت‌های مالی شرکت‌ها تنها تحت تأثیر تصمیمات مالی و عملیاتی آنها نباشد، در نتیجه اطلاعات مالی 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.
* بادآورنهندی، یونس، برادران حسن زاده، رسول، محموزاده باغبانی، سعید، (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه بین مکانیزم های حاکمیت شرکتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی"، در دسترس در: www.noormags.com
* پی نوو،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

Archive of SID
www.SID.ir

های اصول راهبری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵، صص ٤٤-۲۵.

* 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)."Whatdetermines the capital structure of listedfirms in Ghana?". African FinanceJournal, 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 FirmsWork for Shareholders ,Quarterly Journal of Business andEconomics,Vol.46,No.2,pp.3-22.
* Florackis, C. (2008)."Agency costs andcorporate governance mechanisms:Evidence for UK firms".InternationalJournal of Manegerial 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 American manufacturing firms", Managerial Finance, Vol. 39 No. 2, pp. 116-132.
* Hasan, A. And Butt, S. (2009). "Impact ofOwnership Structure and CorporateGovernance on Capital Structure ofPakistani Listed Companies".InternationalJournal of Business and Management,Vol. 4, PP. 50-57.
* Havoutis,N, (2003), Profitability hn the balance , AFP Exchange, Vol.23 ,No.6, pp.34-38.
* Koumanakos,P,D, (2008), The effect of inventory management on firm perf ormance ,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 (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 , 1., 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 Survery of Corporate Governance." Journal of Finance, 52 737-783.
* Stephen,HF. And Backhaus,G.J(2003). "corporate governance and mass privatization: a theoretical investigations in legal and economic relationships". Journal of Economic Studies, Vol 30. No 3/4, PP 389-468.

Archive of SID

www.SID.ir

* Truel, P.J.G. and Solano, P.M., (2007), "Effects of Working Capital Management on SME Profitibality", International Journal of Managerial Finance, Vol. 3, No. 2, pp. 164-177.
* TsamenyiMathew,SkliarovaDarina,(2005), " Internationalcash manaqement 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

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

Archive of SID

www.SID.ir