چشم‌انداز مدیریت مالی
شماره ۲۰ ـ زمستان ۱۳۹۶
ص‌ص ۷۰ـ۵۵

بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

احمد ناصری*، ساعده سلیمانی، حسن یزدی‌فر*****

چکیده

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» است. در این راستا، تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی (اندازه هیئت‌مدیره، درصد سهامداران نهادی و درصد اعضای غیرموظف) بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش (دوره بازپرداخت بدهی، دوره وصول مطالبات، دوره تبدیل موجودی و چرخه تبدیل وجه نقد) بررسی شده است. در این پژوهش، نمونه آماری پژوهش شامل ۹۸ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ است. برای انجام محاسبات از نرم‌افزار Excel و به‌منظور آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون چندگانه و نرم‌افزار Evewis استفاده شده است. نتایج حاکی از آن است که درصد سهامداران نهادی با چرخه تبدیل وجه نقد رابطه معکوس، ولی با دوره وصول مطالبات، دوره بازپرداخت بدهی و دوره تبدیل موجودی رابطه مستقیم دارد. افزون بر این، بین اندازه هیئت‌مدیره و متغیرهای مدیریت سرمایه در گردش رابطه معناداری وجود ندارد؛ همچنین درصد اعضای غیرموظف با چرخه تبدیل وجه نقد و دوره وصول مطالبات رابطه معناداری ندارد و با دوره بازپرداخت بدهی و دوره تبدیل موجودی رابطه مستقیم دارد. در این مطالعه، به‌طور ویژه رابطه بین چند معیار حاکمیت شرکتی با کارایی مدیریت سرمایه در گردش موردبررسی قرار گرفت که یافته‌های این پژوهش مورداستفاده مدیران مالی، سرمایه‌گذاران، مشاوران مدیریت مالی و سایر ذی‌نفعان است.

کلیدواژه‌ها: حاکمیت شرکتی؛ کارایی مدیریت سرمایه در گردش؛ ترکیب هیئت‌مدیره؛ ساختار مالکیت.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۵/۰۸/۰۳، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۶/۱۰/۱۱

* استادیار، دانشگاه سیستان و بلوچستان.

** کارشناس ارشد، دانشگاه سیستان و بلوچستان (نویسنده مسئول).

E-mail: saedeh.solaimani@yahoo.com

*** دانشیار، دانشگاه سالفورد انگلستان.

Archive of SID

www.SID.ir

۱. مقدمه

مدیریت کارای سرمایه در گردش، برای اغلب شرکت‌ها حیاتی است. مدیریت کارای سرمایه در گردش به مدیریت دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری اشاره دارد. اجزای سرمایه در گردش شامل دریافتی‌ها، موجودی کالا، پرداختی‌ها و استفاده کارا از وجوه نقد برای عملیات روزمره است. بهینه‌سازی مانده اجزای سرمایه در گردش، به حداقل‌کردن نیاز به سرمایه در گردش و درنتیجه افزایش جریان‌های نقدی آزاد شرکت کمک می‌کند. مدیریت ناکارآمد سرمایه در گردش ناشی از حاکمیت شرکتی ضعیف، تأثیر نامساعدی بر ثروت سهامداران دارد [۳].

اعضای هیئت‌مدیره و مدیرعامل، مسئول تدوین سیاست‌های مدیریت وجوه نقد، حساب‌های دریافتی، خرید و حفظ موجودی‌ها، حساب‌های پرداختی و سایر سیاست‌ها در سازمان هستند؛ بنابراین اندازه هیئت‌مدیره و استقلال رئیس هیئت‌مدیره و مدیرعامل، نقش مهمی در سازمان ایفا می‌کند و ممکن است به مانده‌های نقدی بالا، حجم زیاد حساب‌های دریافتی، مبلغ بالای حساب‌های پرداختی و یک چرخه تبدیل وجه نقد سریع منجر شوند. سیاست‌های ضعیف در مورد حساب‌های دریافتی، حساب‌های پرداختی و مدیریت موجودی، تأثیر نامساعدی بر چرخه تبدیل وجه نقد دارد. سیاست نگهداری مانده‌های وجوه نقد بالا، ممکن است نمایانگر ریسک‌گریزی مدیریت باشد که ممکن است باعث ایجاد مشکلات نمایندگی شود؛ زیرا اعضای هیئت‌مدیره و مدیرعامل ممکن است مانده‌هایی نگهداری کنند که ثروت سهامداران را بیشینه نمی‌کند. با مدیریت اثربخش سرمایه در گردش، سهامداران می‌توانند بیشترین بازدهی را بر سرمایه‌گذاری خود کسب کنند. سازوکارهای ضعیف حاکمیت شرکتی ممکن است پیامدهای نامساعدی بر مدیریت نقدینگی، حساب‌های دریافتی، موجودی‌ها، حساب‌های پرداختی و چرخه تبدیل نقد داشته باشد [۴]. در این راستا، پژوهش حاضر به بررسی تجربی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها می‌پردازد.

ارتباط سازوکارهای حاکمیت شرکتی و مدیریت سرمایه در گردش. بحران‌های مالی جهانی، نشانگر اهمیت حاکمیت شرکتی و مدیریت مالی برای شرکت‌ها در سطح بین‌المللی است. تصمیم‌های مدیریت مالی در زمینه ساختار سرمایه، بیمه سرمایه کوتاه‌مدت و بلندمدت، حفظ نقدینگی و پرداخت بدهی، به‌عنوان یک تابع کلیدی، در ایجاد مزیت‌های رقابتی مؤثر است [۶]. تصمیم‌گیری در مدیریت سرمایه در گردش به‌عنوان یک اصل راهبردی در حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده است. افزون بر این، مدیریت سرمایه در گردش به‌طور قابل‌توجهی تحت تأثیر درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره، ساختار مالکیت، پاداش هیئت‌مدیره، اندازه شرکت، رشد فروش شرکت و شیوه‌های صنعت قرار دارد؛ همچنین یافته‌های پژوهش‌ها حاکی از آن است که

Archive of SID

www.SID.ir

درصد بالای مدیران غیرموظف هیئت‌مدیره شرکت، باعث عملکرد بهتر مدیریت سرمایه در گردش می‌شود و پاداش زیاد مدیرعامل باعث عملکرد بهتر مدیریت سرمایه شرکت می‌شود [۷]. هارفورد و همکاران (۲۰۰۸)، به بررسی رابطه حاکمیت شرکت‌ها و نگهداشت وجه نقد شرکت در ایالات‌متحده متمرکز پرداختند و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با ساختارهای حاکمیت ضعیف، ذخایر نقدی کمتری دارند و همچنین دریافتند که حاکمیت شرکتی ضعیف در شرکت‌ها ممکن است ناکارآمدی مدیریت وجه نقد حساب‌های دریافتی، حساب‌های پرداختی و تبدیل وجه نقد به‌دنبال داشته باشد [۵].

در اهداف کوتاه‌مدت شرکت‌ها، کارایی مدیریت سرمایه در گردش، مکانیزم کلیدی در نظر گرفته می‌شود و مدیریت سرمایه در گردش یک مسئله حیاتی در تصمیم‌گیری مدیریت مالی است که بر نقدینگی و همچنین سودآوری شرکت تأثیر دارد؛ به‌علاوه مدیریت کارآمد سرمایه در گردش به ایجاد ارزش شرکت کمک می‌کند [۶]. در این زمینه، مسئولیت اصلی هیئت‌مدیره در رویکرد حاکمیت شرکت‌ها نشان‌دهنده ۱. حصول اطمینان از سیستم‌های مؤثر برای تضمین یکپارچگی اطلاعات، کنترل داخلی و مدیریت ریسک و ۲. حصول اطمینان از ارزش‌ها و استانداردهای شرکت به‌عنوان یک مجموعه با تأکید بر اتخاذ سیاست‌های حسابداری مناسب و منطبق بر مقررات مالی است. کارایی مدیریت سرمایه در گردش برای شرکت‌های تولیدی حیاتی است که بخش عمده‌ای از دارایی‌ها را دارایی‌های جاری تشکیل می‌دهد و به‌طور مستقیم سودآوری و نقدینگی شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. سرمایه در گردش، مهم‌ترین عامل برای حفظ نقدینگی، بقا، پرداخت بدهی و سودآوری است [۸]؛ بنابراین شرکت‌های تولیدی در سطح جهانی باید در جهت کارایی مدیریت سرمایه در گردش از طریق شیوه‌های حاکمیت شرکت برای رسیدن به اهداف بقا، پرداخت بدهی و سودآوری تلاش کنند.

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

کاجاناندن و اکیودن (۲۰۱۳)، تأثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر مدیریت سرمایه در گردش در سریلانکا در سال‌های ۲۰۰۷ – ۲۰۱۱ را با استفاده از روش رگرسیون چندگانه بررسی کردند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که حاکمیت شرکتی (کمیته‌های هیئت‌مدیره، تعداد جلسه‌های هیئت‌مدیره و اندازه هیئت‌مدیره و ساختار رهبری هیئت‌مدیره) بر نسبت بدهی و نسبت دارایی جاری تأثیر معناداری دارد و در مقابل حاکمیت شرکتی بر چرخه تبدیل وجه نقد تأثیر معناداری ندارد [۶].

کاجاناندن و اکیودن (۲۰۱۳)، در پژوهشی با عنوان «ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه در گردش: در شرکت‌های تولیدی سریلانکا» در سال‌های ۲۰۰۷ – ۲۰۱۱ با استفاده از

Archive of SID

www.SID.ir

آزمون T و آزمون F به این نتیجه رسیدند که بین کارایی مدیریت سرمایه در گردش (دوره بازپرداخت بدهی، دوره وصول مطالبات، دوره تبدیل موجودی و چرخه تبدیل وجه نقد) و ویژگی‌های حاکمیت شرکتی (کمیته‌های هیئت‌مدیره، تعداد جلسه‌های هیئت‌مدیره و نسبت مدیران غیرموظف و ساختار رهبری هیئت‌مدیره) رابطه معناداری وجود ندارد [۶].

گیل و بیگر (۲۰۱۳)، پژوهشی با عنوان «تأثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه در گردش در شرکت‌های تولیدی آمریکا در سال‌های ۲۰۰۹– ۲۰۱۱» با استفاده از رگرسیون چندگانه انجام دادند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد که بین اندازه هیئت‌مدیره و چرخه تبدیل وجه نقد، نگهداشت وجه نقد و نسبت جاری رابطه معنادار و منفی وجود دارد و بین کمیته حسابرسی و کارایی سرمایه در گردش رابطه معناداری یافت نشد؛ همچنین نتایج حاکی از وجود رابطه مثبت بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل با دوره حساب‌های پرداختی و دوره حساب‌های دریافتی بود [۴].

ولی‌پور و همکاران (۲۰۱۲)، تأثیر ویژگی‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بر مدیریت سرمایه در گردش آن‌ها را بررسی کردند. ویژگی‌های بررسی‌شده شامل سودآوری، جریان‌های نقد عملیاتی، اندازه شرکت، رشد فروش، نسبت جاری، نسبت آنی و نسبت بدهی بود. بررسی رابطه بین ویژگی‌های شرکت‌ها و چرخه تبدیل وجه نقد حاکی از آن بود که سودآوری، جریان‌های نقد عملیاتی، اندازه شرکت، رشد فروش و نسبت بدهی بر مدیریت سرمایه در گردش تأثیر معناداری دارد [۱۴].

آمر (۲۰۱۰)، رابطه بین مالکیت نهادی و مدیریت موجودی‌ها را بررسی کرد. نتایج نشان داد که رابطه مستقیمی بین مالکیت نهادی و مدیریت موجودی‌ها وجود دارد [۱].

ثقفی و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی روابط متقابل حاکمیت شرکتی، نقدشوندگی و عملکرد با استفاده از سیستم معادلات همزمان پرداختند. نتایج این آزمون نشان میدهد که تاثیر برخی از مکانیسمهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتها بدون در نظر گرفتن متغیر واسطه‌ای نقدشوندگی معکوس و معنادار است. بین عملکرد و نقدشوندگی بدون درنظر گرفتن متغیر واسطه‌ای حاکمیت شرکتی رابطه دوطرفه وجود دارد و با درنظر گرفتن آن، تنها تاثیر نقدشوندگی بر عملکرد معنادار است. در نهایت بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی هیچگونه رابطه معناداری وجود ندارد [۱۲].

نصراللهی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی ارتباط بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعات در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج آزمون حاکی از آن است که میان درصد مدیران مستقل در هیئت مدیره و درصد مالکانه سرمایه‌گذاران نهادی با عدم تقارن اطلاعات رابطه منفی معناداری و میان نسبت بدهی و عدم تقارن اطلاعات رابطه مثبت معناداری وجود دارد؛ ولی میان اندازه هیئت مدیره و عدم تقارن اطلاعات رابطه معناداری وجود ندارد [۹].

Archive of SID

www.SID.ir

طالب‌نیا و همکاران (۱۳۹۰) رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی با میزان ثروت ایجادشده برای سهامداران را بررسی کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که بین هیچ‌کدام از سازوکارهای حاکمیت شرکتی با میزان ثروت ایجادشده برای سهامداران رابطه معناداری وجود ندارد [۱۳].

رسائیان و همکاران (۱۳۸۹)، به بررسی تأثیر سازوکارهای نظارتی درون‌سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در «بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها حاکی از آن بود که بین درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد در «بورس اوراق بهادار تهران»، رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛ اما بین درصد سرمایه‌گذاران نهادی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری وجود ندارد [۱۱].

جانسین (۲۰۰۷)، کارایی مدیریت سرمایه در گردش را برای ۳۴۹ شرکت در صنعت تجهیزات ارتباطات، بررسی کرد. یافته‌های پژوهش نشان داد که کارایی مدیریت سرمایه در گردش رابطه منفی با سودآوری و نقدینگی شرکت‌ها دارد. کاهش سرمایه در گردش روزانه باعث بهبود کارایی مدیریت سرمایه در گردش و افزایش سودآوری شرکت‌های تجهیزات ارتباطات می‌شود؛ به‌علاوه شرکت‌های موجود در این صنعت از تمام اجزای مدیریت سرمایه در گردش استفاده می‌کنند [۳]. بلک و همکاران (۲۰۰۶) رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش بازار در شرکت‌های روسی را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد که افزایش استقلال هیئت‌مدیره به پیش‌بینی بالای قیمت سهام منجر می‌شود؛ همچنین بهبود حاکمیت شرکتی به بهبود عملکرد و درنتیجه افزایش قیمت سهام منجر می‌شود [۲].

۳. روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش و ابزار گردآوری داده‌ها. این پژوهش از نوع کاربردی است. طرح پژوهش، شبه‌تجربی است و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) صورت می‌گیرد. در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها از روش کتابخانه‌ای و میدانی استفاده شده است.

مبانی نظری پژوهش از کتاب‌ها، مجلات و سایت‌های تخصصی فارسی و انگلیسی گردآوری شده است و داده‌های مالی موردنیاز با مراجعه به سایت «سازمان بورس و اوراق بهادار تهران»، صورت‌های مالی شرکت‌ها، گزارش‌های هیئت‌مدیره به مجمع عمومی عادی و گزارش‌های حسابرس مستقل و بازرس قانونی و همچنین با استفاده از نرم‌افزارهای «تدبیرپرداز» و «ره‌آورد نوین» جمع‌آوری شده است. در این پژوهش برای انجام محاسبات از نرم‌افزار Excel و به‌منظور آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون چندگانه و نرم‌افزار Eviews نسخه ۷، استفاده شده است.

Archive of SID

www.SID.ir

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی اول: بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و چرخه تبدیل وجه نقد رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه‌های فرعی

ـ بین درصد مدیران غیرموظف و چرخه تبدیل وجه نقد، ارتباط معناداری وجود دارد.
ـ بین اندازه هیئت‌مدیره و چرخه تبدیل وجه نقد، ارتباط معناداری وجود دارد.
ـ بین درصد مالکیت نهادی و چرخه تبدیل وجه نقد، ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی دوم. بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و دوره وصول مطالبات رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه‌های فرعی

ـ بین درصد مدیران غیرموظف و دوره وصول مطالبات، ارتباط معناداری وجود دارد.
ـ بین اندازه هیئت‌مدیره و دوره وصول مطالبات، رابطه معناداری وجود دارد.
ـ بین درصد مالکیت نهادی و دوره وصول مطالبات، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی سوم. بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و دوره تبدیل موجودی‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه‌های فرعی

ـ بین درصد مدیران غیرموظف و دوره تبدیل موجودی‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.
ـ بین اندازه هیئت‌مدیره و دوره تبدیل موجودی‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.
ـ بین درصد مالکیت نهادی و دوره تبدیل موجودی‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی چهارم. بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و دوره بازپرداخت بدهی‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه‌های فرعی

ـ بین درصد مدیران غیرموظف و دوره بازپرداخت بدهی‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.
ـ بین اندازه هیئت‌مدیره و دوره بازپرداخت بدهی‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.
ـ بین درصد مالکیت نهادی و دوره بازپرداخت بدهی‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.

Archive of SID

www.SID.ir

متغیرهای پژوهش

متغیرهای مستقل. در این پژوهش، سازوکارهای حاکمیت شرکتی، شامل اندازه هیئت‌مدیره، درصد اعضای غیرموظف و درصد سهامداران نهادی، به‌عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده است.

متغیرهای وابسته. متغیرهای وابسته این پژوهش، معیارهای سنجش کارایی مدیریت سرمایه در گردش (دوره وصول مطالبات، دوره بازپرداخت بدهی، دوره تبدیل موجودی و چرخه تبدیل وجه نقد) است.

متغیرهای کنترلی. در این پژوهش اندازه شرکت، رشد فروش و نرخ بازده دارایی‌ها به‌عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است. در جدول ۱، تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش ارائه شده است.

جدول ۱. تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

متغیرها	نماد متغیرها	تعریف عملیاتی
اندازه هیئت‌مدیره	SB	اندازه هیئت‌مدیره برابر است با تعداد اعضای هیئت‌مدیره (اعم از موظف و غیرموظف).
درصد سهامداران نهادی	INST	درصد مالکیت نهادی در هر شرکت، نمایانگر تعداد سهام متعلق به سرمایه‌گذاران نهادی نسبت به کل تعداد سهام عادی است.
درصد اعضای غیرموظف	AMB	درصد اعضای غیرموظف از تقسیم تعداد مدیران غیرموظف هیئت‌مدیره به کل اعضای هیئت‌مدیره به‌دست می‌آید.
دوره وصول مطالبات	DSO	دوره وصول مطالبات = (میانگین حساب‌های دریافتنی اول دوره و پایان دوره /فروش) *۳۶۰
دوره از پرداخت بدهی	DPO	دوره بازپرداخت بدهی‌ها = (میانگین حساب‌های پرداختنی پایان دوره و اول دوره / بهای تمام‌شده کالای فروش رفته) *۳۶۰
دوره تبدیل موجودی	DSI	دوره تبدیل موجودی‌ها = (میانگین موجودی پایان دوره و اول دوره/ بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته) *۳۶۰
چرخه تبدیل وجه نقد	CCC	چرخه تبدیل وجه نقد = دوره وصول مطالبات + دوره تبدیل موجودی‌ها ـ دوره حساب‌های پرداختی
اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت
رشد فروش	GROW	(تفاضل فروش سال جاری- فروش سال گذشته)/ فروش سال گذشته
نرخ بازده دارایی	ROA	سود پس از کسر مالیات/ کل دارایی‌ها

Archive of SID

www.SID.ir

مدل‌های پژوهش. در این پژوهش، از طریق معادله زیر رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته تبیین شده است که برای آزمون فرضیه اول تا چهارم به‌ترتیب از مدل رگرسیونی شماره ۱ تا ۴ استفاده شده است.

1) Regression Equation (A): DSO=β+ β 1INSTit+ β 2SBit+ β 3AMBit+ β 4ROAit+ β 5sizeit+ β 6GROWit+μit

2) Regression Equation (B):
DSI= β + β 1 INSTit+ β 2Sbit+ β 3 AMB it+ β ROA+ β 5size+ β 6GROWit +μit

3) RegressionEquation (C):
DPO= β + β 1 INSTit+ β 2SBit+ β 3AMB it+ β 4 ROA+ β 5size+ β 6GROWit+ μit

4) Regression Equation (D):
CCC = β + β 1 INSTit+ β 2SBit+ β 3 AMBit+ β 4 ROA + β 5size+ β GROWit+μit

جامعه و نمونه آماری. جامعه آماری این پژوهش از کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران« طی دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ تشکیل می‌شود. نمونه آماری پژوهش نیز آن دسته از شرکت‌هایی خواهند بود که شرایط زیر را داشته باشند:

۱. تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۵ در «بورس اوراق بهادار تهران» پذیرفته شده باشند؛

۲. سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و شرکت‌ها نباید سال مالی خود را در طی دوره‌های موردنظر تغییر داده باشند؛

۳. شرکت موردنظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن موردمعامله قرار گرفته باشد؛

۴. اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ به‌طور کامل ارائه کرده باشند.

۵. جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها نباشند.

بر اساس معیارهای بالا، نمونه آماری پژوهش، ۹۸ شرکت را دربرمی‌گیرد.

٤. تحلیل داده‌ها

آمار توصیفی. در ابتدا و قبل از آزمون فرضیه‌ها، آماره‌های توصیفی محاسبه‌شده شامل میانگین، انحراف معیار و واریانس متغیرهای موردبررسی در جدول ۲، نشان داده شده است.

Archive of SID

www.SID.ir

جدول ۲. آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	فراوانی	میانگین	انحراف معیار	واریانس
دوره وصول مطالبات	۴۹۰	۱۷۱/۶۶۳۶	۲۵۶/۵۵۶۸	۶۵۸۲۱/۴۱
دوره پرداخت بدهی	۴۹۰	۱۶۶/۰۳۶۴	۳۸۶/۱۵۵۶	۱۴۹۱۱۶/۲
دوره تبدیل موجودی	۴۹۰	۱۹۰/۷۱۵۵	۲۲۰/۸۹۸	۴۸۷۹۵/۹۴
چرخه تبدیل وجه نقد	۴۹۰	۱۹۴/۷۲۳۲	۲۵۹	۶۷۲۲۴
اندازه هیئت مدیره	۴۹۰	۵	۰/۴۹۱۷۸	۰/۲۴۱۸۴۷
درصد سهامداران نهادی	۴۹۰	۴۵/۵۶۸۷۴	۳۳/۲۴	۱۱۰۵/۱۹
درصد اعضای غیرموظف	۴۹۰	۶۲/۶۴۵۹۶	۲۰/۰۸	۴۰۳/۳۱
اندازه شرکت	۴۹۰	۱۳/۴۶۳۷۸	۱/۴۶۳۷۸۷	۲/۱۴۲۶۷۳
نرخ بازده دارایی‌ها	۴۹۰	۹/۵۸۴۰۶۶	۱۱/۹۵	۱۴۲/۷۲
نرخ رشد فروش	۴۹۰	۰/۱۸۱۹۱۶	۰/۳۸۲۱۰۹	۰/۱۴۶۰۰۸

آمار استنباطی. طی چهار آزمون فرضیه‌ای که در ادامه خواهد آمد، علاوه بر آزمون‌های اختصاصی مربوط به هر یک از متغیرهای پژوهش، در همه موارد با استفاده از آزمون‌های F و دوربین واتسون نشان داده شده است که صحت مدل رگرسیون پژوهش در مورد خطی‌بودن روابط بین متغیرها و استقلال مشاهدات از هم تأیید شده است. ت در همه مدل‌ها سطح معناداری آزمون F کمتر از ۵ درصد است که این موضوع نمایانگر وجود رابطه خطی بین متغیرهای مستقل و وابسته است؛ همچنین آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ – ۲/۵ بوده که نمایانگر نبود خودهمبستگی بین پسماندها است. قبل از برآورد مدل، لازم است روش برآورد آن مشخص شود. برای این امر از آزمون F لیمر و هاسمن استفاده شده است.

برای مشاهداتی که احتمال آزمون F لیمر آن‌ها بیشتر از ۵ درصد باشد، از روش پولینگ استفاده می‌شود و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کمتر از ۵ درصد است، برای تخمین مدل از روش پانل استفاده می‌شود. روش داده‌های پانل دارای دو نوع اثرات ثابت و تصادفی است که نتایج آزمون هاسمن، برای برآورد مدل ۱، روش اثرات تصادفی و مدل ۲، ۳ و ۴، روش اثرات ثابت را تجویز کرده است.

نتایج آزمون فرضیه اول. نتایج آزمون‌های آماری برای فرضیه اول در جدول ۳، آورده شده است. با توجه به این جدول، ضریب تعیین R^2= ۰/۹۲۱۵ است؛ یعنی، ۹۲/۱۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی قابل‌توضیح است. افزون بر این، عدد مربوط به دوربین ـ واتسون مدل برابر ۱/۷۲ است که نشان‌دهنده نبود خطای خودهمبستگی در مدل است؛ همچنین احتمال آماره F (۰/۰۰۹۳) نشان می‌دهد که کل مدل از لحاظ آماری معنادار

Archive of SID

www.SID.ir

است و همچنین ضرایب برآوردی همه متغیرها به استثنای متغیرهای اندازه هیئت مدیره (BS) کوچک‌تر از ۰/۰۵ است که معناداربودن ضرایب یادشده در مدل را نشان می‌دهد.

نتایج حاصل از تخمین نشان می‌دهد که ضرایب برآوردی متغیر مستقل درصد سهامداران نهادی (INST) و درصد اعضای غیرموظف (AMB) به لحاظ آماری معنادار بوده و نمایانگر وجود ارتباط این متغیر با چرخه تبدیل وجه نقد (CCC) است؛ بنابراین فرضیه فرعی (۱-۱) و (۱-۳) را نمی‌توان رد کرد. ضریب منفی متغیرها نشان‌دهنده ارتباط معکوس با چرخه تبدیل وجه نقد است. کاجاناندن و اکیودن (۲۰۱۳)، در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که رابطه معناداری بین درصد اعضای غیرموظف و چرخه تبدیل وجه نقد وجود ندارد که با نتایج این پژوهش مطابقت ندارد و فرضیه فرعی (۱-۲) رد می‌شود. این یافته با نتایج پژوهش کاجاناندن و اکیودن (۲۰۱۳)، مطابقت دارد؛ درحالی‌که گیل و بیگر (۲۰۱۳)، نشان دادند که بین اندازه هیئت مدیره و چرخه تبدیل وجه نقد رابطه معنادار و منفی وجود دارد.

جدول ۳. نتایج تخمین مدل اول

متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره آزمون t	احتمال آزمون t
INST	-۰/۱۱۸۶۲۳	۰/۰۴۳۵۳۸	-۲/۷۲۴۵۵۸	۰/۰۰۶۷
BS	-۰/۵۵۲۹۰۸	۰/۳۵۸۱۴۸	-۱/۵۴۳۷۹۵	۰/۱۲۳۴
AMB	-۰/۲۲۰۰۵۱	۰/۰۷۵۲۷۶	-۲/۹۲۳۲۳۹	۰/۰۰۳۷
ROA	-۰/۲۷۶۲۵۹	۰/۰۷۱۹۸۰	-۳/۸۳۷۹۷۲	۰/۰۰۲۵
SIZE	۰/۲۶۶۱۴۰	۰/۰۸۸۹۵۱	۲/۹۹۲۰۰۳	۰/۰۰۲۹
GROW	-۰/۲۷۶۹۸۰	۰/۱۱۲۷۱۷	-۲/۴۵۷۳۶۴	۰/۰۱۴۴
ضریب تعیین تعدیل شده		احتمال F		دوربین – واتسون
۰/۶۸		۰/۰۰۹۳		۱/۷۲

نتایج آزمون فرضیه دوم. نتایج آزمون‌های آماری برای فرضیه دوم در جدول ۴، آورده شده است. با توجه به این جدول، در مدل R^2=۰/۹۴۹۲ است؛ یعنی ۹۴/۹۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی قابل توضیح است. افزون بر این، عدد مربوط به دوربین- واتسون مدل برابر ۱/۹۶ است که نشان‌دهنده عدم وجود خطای خود همبستگی در مدل است. همچنین احتمال آماره F (۰/۰۰۰) نشان می‌دهد که کل مدل از لحاظ آماری معنادار است و ضرایب برآوردی همه متغیرها به استثنای متغیرهای اندازه هیئت مدیره (BS) و درصد اعضای غیرموظف (AMB) کوچک‌تر از ۰/۰۵ است که معناداربودن ضرایب یادشده در مدل را نشان می‌دهد. نتایج حاصل از تخمین نشان می‌دهد که ضرایب برآوردی متغیر مستقل درصد سهامداران نهادی (INST) به لحاظ آماری معنادار بوده و نمایانگر وجود ارتباط این متغیر با دوره وصول مطالبات (DSO) است؛ بنابراین فرضیه فرعی (۲-۲) رد می‌شود که با نتیجه پژوهش

Archive of SID

www.SID.ir

گیل و بیگر (۲۰۱۳)، مطابقت دارد؛ همچنین فرضیه فرعی (۲-۳) رد می‌شود که با نتیجه پژوهش کاجاناندن و اکیودن (۲۰۱۳) که نمایانگر نبود رابطه بین درصد اعضای غیرموظف و دوره وصول مطالبات است، مطابقت دارد و فرضیه فرعی (۲-۱) پذیرفته می‌شود. ضریب مثبت متغیر مستقل درصد سهامداران نهادی نشان‌دهنده ارتباط مستقیم این متغیر با دوره وصول مطالبات است.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره آزمون t	احتمال آزمون t
INST	۰/۴۲۴۲۲۳	۰/۱۰۵۹۵۳	۴/۰۰۳۸۸۲	۰/۰۰۱
BS	-۰/۸۱۸۹۱۸	۳/۷۱۴۲۱۶	-۰/۲۲۰۴۸۲	۰/۸۲۵۶
AMB	۰/۰۰۳۳۸۰	۰/۰۹۴۴۱۱	۰/۰۳۵۸۰۲	۰/۹۷۱۵
ROA	-۰/۶۷۵۱۳۲	۰/۲۵۳۲۰۳	-۲/۶۶۶۳۶۳	۰/۰۰۸۰
SIZE	۰/۵۸۶۱۷۶	۰/۰۹۴۹۶۸	۶/۱۷۲۳۵۴	۰/۰۰۰۰
GROW	-۱۴/۹۳۷۳۸	۴/۸۶۸۷۴۹	-۳/۰۶۶۲۱۷	۰/۰۰۲۳
ضریب تعیین تعدیل شده		احتمال F		دوربین – واتسون
۰/۸۰۹۰		۰/۰۰۰		۱/۹۶

نتایج آزمون فرضیه سوم. نتایج حاصل از آزمون‌های آماری برای فرضیه سوم در جدول ۵، آورده شده است. اطلاعات این جدول نشان‌دهنده آن است که ضریب R^2 در این مدل ۰/۹۵۶۰ است؛ یعنی ۹۵/۶۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی قابل‌توضیح است؛ به‌علاوه عدد مربوط به دوربین- واتسون مدل برابر ۱/۹۴ است که نشان‌دهنده نبود خطای خود همبستگی در مدل است؛ همچنین احتمال آماره F (۰/۰۰۰) نشان می‌دهد که کل مدل از لحاظ آماری معنادار است.

ضریب برآوردی تمامی متغیرها، به استثنای اندازه هیئت‌مدیره (BS) و درصد اعضای غیرموظف (AMB)، کوچک‌تر از ۰/۰۵ است که معناداربودن ضرایب یادشده در مدل را نشان می‌دهد؛ بنابراین فرضیه‌های فرعی (۳-۱) پذیرفته می‌شوند و با نتایج پژوهش کاجاناندن و اکیودن (۲۰۱۳) که نمایانگر نبود رابطه بین درصد اعضای غیرموظف و دوره بازپرداخت بدهی می‌باشد، متفاوت است و فرضیه (۳-۲) رد می‌شود که با نتیجه پژوهش گیل و بیگر (۲۰۱۳)، هماهنگ است و همچنین فرضیه (۳-۳) رد می‌شود. ضریب منفی متغیر مستقل درصد سهامداران نهادی (INST) و متغیرهای کنترلی نرخ بازده دارایی (ROA) و رشد فروش (GROW) نمایانگر ارتباط معکوس این متغیرها با دوره تبدیل موجودی است؛ همچنین ضریب مثبت متغیر کنترلی اندازه شرکت (SIZE) نشان‌دهنده ارتباط مستقیم این متغیرها با دوره تبدیل موجودی است.

Archive of SID

www.SID.ir

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه سوم

متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره آزمون t	احتمال آزمون t
INST	-۰/۲۸۷۷۹۲	۰/۰۳۸۹۵۱	-۷/۳۸۸۴۵۹	۰/۰۰۰
BS	-۲/۲۰۳۶۴۲	۱/۶۶۲۲۲۹	-۱/۳۲۵۷۱۵	۰/۰۶۰۶
AMB	۰/۱۴۸۱۸۹	۰/۳۱۳۷۳۴	۰/۴۷۲۳۳۹	۰/۰۹۲۱
ROA	-۰/۱۵۳۲۳۶	۰/۰۵۷۷۱۹	-۲/۶۵۴۸۴۷	۰/۰۱۳۰
SIZE	۹/۵۲۷۸۳۴	۰/۹۵۶۶۴۷	۹/۹۵۹۶۱۴	۰/۰۰۰۰
GROW	-۲۵/۱۴۷۶۲	۲/۷۲۰۸۴۴	-۹/۲۴۲۵۸۲	۰/۰۰۰۱
ضریب تعیین تعدیل شده		احتمال F		دوربین – واتسون
۰/۹۰۹۴		۰/۰۰۰		۱/۹۰

نتایج آزمون فرضیه چهارم. نتایج آزمون‌های آماری برای فرضیه چهارم در جدول ۶ آورده شده است. با توجه به این جدول، ضریب R^2 در این مدل برابر ۰/۹۲۸۵ است؛ یعنی ۹۲/۸۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی قابل‌توضیح است؛ افزون بر این، عدد مربوط به دوربین ـ واتسون مدل برابر ۱/۹۰ است که نشان‌دهنده نبود خطای خودهمبستگی در مدل است؛ همچنین احتمال آماره F (۰/۰۰۰) نشان می‌دهد که کل مدل از لحاظ آماری معنادار است. ضریب برآوردی تمامی متغیرها، به استثنای متغیر اندازه هیئت‌مدیره (BS)، کوچک‌تر از ۰/۰۵ است که معناداربودن ضرایب یادشده در مدل را نشان می‌دهد؛ بنابراین فرضیه فرعی (۴–۱) پذیرفته می‌شود و ضریب مثبت آن نمایانگر ارتباط مستقیم این متغیر با دوره تبدیل موجودی است و با نتایج آمیر (۲۰۱۰) که نشان‌دهنده ارتباط مثبت بین مالکیت نهادی و مدیریت موجودی است، مطابقت ندارد؛ همچنین فرضیه فرعی (۴–۳) پذیرفته می‌شود که نمایانگر ارتباط مثبت این متغیر با دوره تبدیل موجودی است و با نتیجه پژوهش کاجاناندن و اکیودن (۲۰۱۳)، مطابقت دارد.

جدول ۶. نتایج تخمین مدل چهارم

متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره آزمون t	احتمال آزمون t
INST	۱۲/۸۰۱۱۰	۲/۳۱۳۵۵۶	۵/۵۳۳۰۸۵	۰/۰۰۰۰
BS	۰/۱۰۴۷۵۲	۰/۱۰۸۶۶۰	۰/۹۶۴۰۴۲	۰/۳۳۵۷
AMB	۳/۶۶۲۳۶۱	۱/۱۱۷۴۰۰	۳/۲۷۷۵۷۴	۰/۰۰۱۳
ROA	-۰/۴۹۰۶۴۵	۰/۲۲۵۷۳۴	-۲/۱۷۳۵۵۴	۰/۰۳۰۴
SIZE	-۳۲/۷۴۶۰۵	۳/۲۵۵۹۵۴	-۱۰/۰۵۷۲۸	۰/۰۰۰۰
GROW	۴۷/۱۷۸۱۸	۵/۷۶۳۰۶۹	۸/۱۸۶۲۹۵	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل‌شده		احتمال F		دوربین – واتسون
۸۷/۱۲		۰/۰۰۰		۱/۸۳

Archive of SID

www.SID.ir

۵. بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش با درنظرگرفتن متغیرهای کنترلی، رابطه بین برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی با کارایی مدیریت سرمایه در گردش در« بورس اوراق بهادار تهران»، طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ بررسی شد. نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که بین درصد مالکیت نهادی و چرخه تبدیل وجه نقد رابطه معنادار و منفی وجود دارد؛ یعنی با افزایش در درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، طول دوره تبدیل وجه نقد شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» کاهش می‌یابد. این نتیجه بدین معنا است که سهامداران نهادی، نقش نظارتی فعالی را در جهت کاهش طول دوره تبدیل وجه نقد در شرکت ایفا می‌کنند؛ همچنین هیچ‌گونه ارتباط معناداری بین اندازه هیئت‌مدیره و چرخه تبدیل وجه نقد در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود ندارد و بین درصد اعضای غیرموظف و چرخه تبدیل وجه نقد ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. بر اساس نتایج آزمون فرضیه دوم، بین درصد اعضای غیرموظف و دوره وصول مطالبات و همچنین بین اندازه هیئت‌مدیره و دوره وصول مطالبات هیچ‌گونه ارتباط معناداری وجود ندارد؛ اما بین درصد مالکیت نهادی و دوره وصول مطالبات رابطه مثبت و معناداری مشاهده می‌شود. این نتیجه بدین معنا است که سهامداران نهادی نقش نظارتی فعالی بر تصمیم‌ها و فعالیت شرکت در جهت کاهش طول دوره وصول مطالبات اعمال نمی‌کنند و با افزایش درصد مالکیت نهادی سهام طول دوره وصول مطالبات افزایش می‌یابد. نتایج آزمون فرضیه سوم همچنین نشان می‌دهد که بین درصد اعضای غیر موظف و دوره بازپرداخت بدهی ارتباط مستقیم و معناداری وجود دارد؛ به‌علاوه بین اندازه هیئت‌مدیره و دوره بازپرداخت بدهی هیچ‌گونه ارتباط معناداری وجود ندارد؛ اما بین درصد مالکیت نهادی و دوره بازپرداخت بدهی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این نتیجه بدین معنا است که سهامداران نهادی نقش نظارتی فعالی بر تصمیم‌ها و فعالیت شرکت در جهت کاهش طول دوره بازپرداخت بدهی اعمال می‌کنند و با افزایش درصد مالکیت نهادی سهام طول دوره بازپرداخت بدهی افزایش می‌یابد.

درنهایت نتایج فرضیه چهارم نشان می‌دهد که بین درصد اعضای غیرموظف و دوره تبدیل موجودی‌ها و همچنین بین اندازه هیئت‌مدیره و دوره تبدیل موجودی‌ها، هیچ‌گونه ارتباط معناداری وجود ندارد.

به‌طورکلی یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین اندازه هیئت‌مدیره و کارایی مدیریت سرمایه در گردش رابطه معناداری وجود ندارد؛ زیرا اندازه هیئت‌مدیره شرکت‌های موردمطالعه نزدیک به ۹۰ درصد آن‌ها ۵ است و نتایج تخمین را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ همچنین با توجه به عدم‌تأثیر اندازه هیئت‌مدیره بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش، به نظر می‌رسد اندازه هیئت‌مدیره به‌دلیل به‌کارگیری نامناسب در ایران، کارایی لازم برای کاهش تضاد منافع بین

Archive of SID

www.SID.ir

ذی‌نفعان و هزینه‌های نمایندگی را ندارد و نقش سازوکارهای حاکمیت شرکتی در ایران، مطابق با نظریه نمایندگی نیست؛ بنابراین توانایی این ابزار نظارتی در بهبود کارایی مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها، ضعیف است. توصیه می‌شود که به‌منظور حل این مشکل، تمهیداتی توسط «سازمان بورس و اوراق بهادار» و شرکت‌ها اندیشیده شود.

بر اساس وجود رابطه منفی بین درصد سهامداران نهادی با چرخه تبدیل وجه نقد و دوره تبدیل موجودی و رابطه مثبت با دوره باز پرداخت بدهی که نشان می‌دهد درصد بالای سهامداران نهادی در کاهش دوره تبدیل موجودی و چرخه تبدیل وجه نقد و افزایش دوره باز پرداخت بدهی و در نتیجه بهبود کارایی سرمایه در گردش مؤثر است، به شرکت‌ها توصیه می‌شود که به این مسئله توجه ویژه داشته باشند؛ همچنین به مدیران «سازمان بورس اوراق بهادار» پیشنهاد می‌شود در این زمینه تمهیداتی در نظر بگیرند و شرکت‌ها را در جهت افزایش درصد سهامدار ان نهادی و بهبود کارایی سرمایه در گردش ترغیب کنند. با توجه به اینکه درصد بالای اعضای غیرموظف در کاهش چرخه تبدیل وجه نقد و افزایش دوره باز پرداخت بدهی مؤثر است به شرکت‌ها توصیه می‌شود که وجود اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره را بیشتر موردتوجه قرار دهند و در جهت بهبود کارایی سرمایه در گردش گام بردارند.

پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی. با انجام هر پژوهش راه به سوی مسیری تازه باز می‌شود و ادامهٔ راه مستلزم انجام پژوهش‌های دیگری است. با توجه به موضوع بررسی‌شده در این پژوهش پیشنهادهای زیر برای انجام پژوهش‌های آتی ارائه می‌شود:

۱. ارزیابی رابطه حاکمیت شرکتی و اثربخشی سیاست‌های مدیریت سرمایه در گردش؛

۲. بررسی تأثیر دیگر سازوکارهای حاکمیت شرکتی (مالکیت مدیریتی، مالکیت خانوادگی، تعداد جلسه‌های هیئت‌مدیره و غیره) بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش؛

۳. در پژوهش‌های آتی می‌توان رابطه حاکمیت شرکتی با سایر معیارهای اندازه‌گیری کارایی مدیریت سرمایه در گردش، نظیر نسبت خالص چرخه تجاری، نسبت جاری، نسبت سریع و یا نسبت میانگین موزون چرخه تبدیل وجه نقدرا تبیین کرد؛

۴. پیشنهاد می‌شود که پژوهش حاضر در مورد صنایع مختلف، به تفکیک صنعت خاص، انجام پذیرد.

Archive of SID

www.SID.ir

منابع

1. Ameer, R. (2010). The role of institutional investors in the inventory and cash management practices of firms in Asia. *Journal of Multinational Financial Management, 20(3):* 126–143.

2. Black, B. S, Love, I, Rachinsky, A. (2006). corporate governance indices and firms market values, time series evidence from Russion. *Journal of emerging markets review, 7:* 361-379

3. Ganesan, V. (2007). An analysis of working capital management efficiency in telecommunication equipment industry. *River Academic Journal, 3(2):* 1-10.

4. Gill, A, Biger، N. (2013). The Impact of Corporate Governance on Working Capital Management Efficiency of American Manufacturing Firms. *Managerial Finance: 39(2).*

5. Harford, J, Mansi, S, Maxwell, W. (2008). Corporate governance and firm cash holding in the Us. *Journal of Finance Economics, [On- Line] Available: http: //www.finance.pamplin.vt.edu/ research/finec667.pdf, 13-6-2012.*

6. Kajananthan, R، Achchuthan, S. (2013). Corporate Governance Practices and Its Impact on Working Capital Management: Evidence from Sri Lanka. *Journal of Finance and Accounting, 4(3).*

7. Moussawi, R, LaPlante, M, Kieschnick, R, Baranchuk, N. (2006). Corporate working capital management: Determinates and Consequences. *[on line] Available: http: //www.129.62.162.212/seminars/papers/ cwcm_*current.pdf, 10-10.

8. Mukhopadhyay, Debabrata. (2004). Working Capital Management in Heavy Engineering Firms, A case study. [On –Line]. Available: htpp: // www.myicwai. com/knowledgebank/fm48: 23-04.

9. Nasrollahi, Zahra. Arefmanesh, Zohreh. Reisi, Mahin (2011). Investigation of the relationship between corporate governance quality and information asymmetry in Tehran Stock Exchange, *Journal of Financial Management and Accounting Perspective, 2:* 9-29 (In Persian).

10. Raheman, A, Afza, T, Qayyum, A, Bodla, M. (2010). Working Capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan. *[On –Line]: International Research Journal of Finance and Economics, Available: htpp: //www.eurojournals.com/finance.htm: 26-7.*

11. Rasaian, Amir. Rahimi, Forough. Hannery, Sarah. (2010). The Effect of Institutional Organizational Governance Mechanisms of Corporate Governance on the Level of Cash Holdings in Tehran Stock Exchange, *Journal of Financial Accounting Research, 2(4):* 144-125. (In Persian).

12. Saghafi, Abbas. Kamran, Mahdieh. (2013). Investigation of the Relationship between Corporate Governance, Liquidity and Performance Using Simultaneous Equation System, *Journal of Financial Management and Accounting Perspective, 6(15).* (In Persian).

13. Talebnia, ghodrato Allah, Rahimian, Nizamodin, Bagheri Novir, Mojtaba (2011). Investigation of the relationship between corporate governance mechanisms and the amount of wealth created for shareholders, *Journal of Management Accounting, 4(11).* (In Persian).

Archive of SID

www.SID.ir

14. Valipour, H, Moradi, J, Farsi, F. (2012). The impact of company characteristics on working capital management. *Journal of Applied Finance and Banking*, *2(1):* 105-125.

Archive of SID

www.SID.ir