Arshive of SID

فصلنامه علمی- پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی
سال چهارم، شماره اول، شماره پیاپی (۱۲) بهار ۱۳۹۵
تاریخ دریافت: ۹۲/۱۱/۷ تاریخ پذیرش: ۹۴/۱/۱۹
صص: ۸۶ – ۶۹

تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر شاخص واحد کارآیی مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مژگان جلالی جلال‌آبادی[1*]، محسن دستگیر[2]، احمد گوگردچیان[3]
۱- دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد نجف‌آباد، اصفهان، ایران
mozhgan.jalali2013@gmail.com
۲- عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد واحد علوم تحقیقات اصفهان و استاد مدعو دانشگاه آزاد نجف‌آباد، اصفهان، ایران
dastmw@yahoo.com
۳- استادیار گروه اقتصاد دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران
agoogerdchian@yahoo.com

چکیده

مطالعه حاضر، به بررسی تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش می‌پردازد. در این پژوهش، از متغیرهای درصد مالکیت سهامداران نهادی، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه هیأت مدیره، استقلال اعضای هیأت مدیره و کیفیت حسابرسی به عنوان ساز وکارهای نظام حاکمیت شرکتی و از شاخص EI_{wcm} ، برای اندازه‌گیری کارآیی مدیریت سرمایه در گردش استفاده شد. در این راستا، اطلاعات ۱۳۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۰ مطالعه و بررسی شد. برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده های ترکیبی بهره گرفته شد. نتایج پژوهش، بیانگر آن است که درصد مالکیت سهامداران نهادی و دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اثر مثبت و معناداری بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش دارد، در حالی که متغیرهای اندازه هیأت مدیره، استقلال اعضای هیأت مدیره و کیفیت حسابرسی بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش، تأثیر معناداری نداشتند.

واژه‌های کلیدی: نظام حاکمیت شرکتی، کارآیی مدیریت سرمایه در گردش، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، استقلال اعضای هیأت مدیره و سهامداران نهادی.

* نویسنده مسؤول

www.SID.ir

Arshive of SID

مقدمه

هدف اصلی از اقدامات مدیریت مالی، کنترل بخش‌های حیاتی شرکت و امید به پیشرفت عملکرد شرکت‌هاست. یکی از بخش‌های اصلی که نیاز به کنترل و مدیریت صحیح دارد، بخش دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری است [۳]. مدیریت سرمایه در گردش یکی از مهمترین عوامل ایجادکننده نقدینگی و سودآوری در شرکت‌هاست که در برگیرنده تصمیم‌هایی راجع به میزان و ترکیب دارایی‌های جاری و تأمین مالی این دارایی‌هاست. اجزای تشکیل دهنده مدیریت سرمایه در گردش از قبیل مدیریت وجه نقد، اوراق بهادار کوتاه مدت، حساب‌های دریافتنی و موجودی‌ها، نقش حیاتی در کارآیی و عملکرد شرکت‌ها ایفا می‌کند [۳۱]. کارایی مدیریت سرمایه در گردش شامل برنامه ریزی و کنترل دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری از طریق اجتناب از سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌های جاری و جلوگیری از گردش نامناسب دارایی‌های جاری، برای انجام مسئولیت‌ها و پاسخگویی است [۳۳]. از اهداف مهم مدیریت سرمایه در گردش، حفظ تعادل مناسب بین تمام اجزای آن است. بنابراین سطح مطلوب سرمایه در گردش باید بتواند بین ریسک و بازده شرکت، تعادل ایجاد کند [۲۵، ۳۳]. مدیریت سرمایه در گردش شامل ترکیب بهینه اقلام سرمایه در گردش؛ یعنی دارایی‌ها و بدهی‌های جاری است، به گونه‌ای که ثروت سهامداران را حداکثر کند [۱۶]. لذا با وجود مدیریت اثربخش سرمایه در گردش در شرکت‌ها، سهامداران می‌توانند حداکثر بازده را از سرمایه‌گذاری خود به دست آورند [۲۸].

نظام حاکمیت شرکتی[۱] بیش از هر چیز در صدد است تا از منافع سهامداران در مقابل مدیریت سازمان‌ها حفاظت کند. حاکمیت شرکتی مجموعه ابزارهای هدایت و کنترل است که با استفاده از قوانین، مقررات، ساختارها، فرایندها، فرهنگ‌ها و سیستم‌ها موجب دستیابی به هدف‌های پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی‌نفعان می‌شود [۲]. حاکمیت شرکتی چنانچه به صورت اثربخش اعمال شود، کنترلی برای رفتار مدیریت در تخصیص منابع سازمان محسوب می‌شود و هر چه این امر به صورت موفقیت‌آمیز انجام شود، سهامداران حداکثر بازده را روی سرمایه به‌دست خواهند آورد. لذا سرمایه‌گذاری ناکارآمد که در نتیجه حاکمیت شرکتی ضعیف است، بر سودآوری شرکت و به دنبال آن ارزش شرکت تأثیرگذار است [۲۹].

با توجه به اهمیت کارآیی مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌ها، این پژوهش در صدد بررسی تأثیر برخی از ساز و کارهای نظام حاکمیت شرکتی بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش است. نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند با نشان دادن تأثیر یا عدم تأثیر برخی از ساز و کارهای نظام حاکمیت شرکتی، مبنایی را برای تصمیم‌گیری سهامداران، هیأت مدیره، قانون-گذاران و سایر ذی‌نفعان فراهم کند. لذا در ادامه، ابتدا مبانی نظری موضوع مطرح و پیشینه پژوهش ارایه می-شود. سپس به آزمون فرضیه‌های پژوهش و تحلیل و نتیجه‌گیری یافته‌ها پرداخته می‌شود.

مبانی نظری

سرمایه عبارت است از تمام منابع مالی که مورد مصرف شرکت قرار می‌گیرد و در این راستا مدیریت

۱. در برخی از منابع به جای واژه "حاکمیت شرکتی" از واژه "راهبری شرکتی" استفاده شده است.

www.SID.ir

Arshive of SID

مالی، چارچوب روابط بین سرمایه و شرکت را مشخص می‌کند [۱۲]. امور مالی شرکت‌ها می‌تواند به سه بخش اصلی بودجه‌بندی سرمایه، ساختار سرمایه و مدیریت سرمایه در گردش طبقه‌بندی شود. مدیریت سرمایه‌های بلندمدت به بودجه‌بندی سرمایه و ساختار سرمایه مربوط می‌شود، در حالی که مدیریت دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری در حوزه مدیریت سرمایه در گردش قرار دارد [۲۳]. سرمایه در گردش، مجموعه مبالغی است که در دارایی‌های جاری سرمایه‌گذاری می‌شود. اگر بدهی‌های جاری از دارایی‌های جاری یک شرکت کسر شود، سرمایه در گردش خالص به‌دست می‌آید. مدیریت سرمایه در گردش نیز عبارت است از تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش به نحوی که ثروت سهام‌داران حداکثر شود [۱۶]. مدیریت سرمایه در گردش کارآ، یکی از پیش شرط‌های اصلی موفقیت واحد تجاری است. سوء مدیریت در اداره دارایی‌های جاری، احتمال دارد هزینه‌های چشمگیری در بر داشته باشد. سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌های جاری، منابع محدود واحد تجاری را که می‌تواند در موارد سودآورتر استفاده شود، به خود اختصاص می‌دهد که موجب تحمل هزینه فرصت از دست رفته خواهد شد. ازسوی دیگر، سرمایه‌گذاری کمتر از حد لازم در دارایی‌های جاری نیز ممکن است پر هزینه باشد. مثلاً کافی نبودن وجه نقد موجب می‌شود که تعهدات شرکت به موقع ایفا نشود، یا نگهداری موجودی به میزان ناکافی، موجب از دست رفتن فروش یا نارضایتی مشتریان می‌شود [۲۴]. بنابراین، برای بسیاری ازشرکت‌ها مدیریت سرمایه در گردش، یکی از مباحث مهم مدیریت مالی است و مدیران می‌توانند با نگهداری سطح بهینه سرمایه در گردش، ارزش شرکت را افزایش دهند [۱۴].

از مسایل مهمی که در سال‌های اخیر در پی رسوایی‌های گسترده مالی، در سطح شرکت‌های بزرگ مورد توجه پژوهشگران بوده و به عنوان یکی از موضوع‌های مهم برای سرمایه‌گذاران مطرح شده، موضوع حاکمیت شرکتی است که به لزوم نظارت بر مدیریت شرکت و به تفکیک واحد اقتصادی از مالکیت آن و در نهایت حفظ حقوق سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان می‌پردازد [۱۳]. تعاریف ارایه شده برای حاکمیت شرکتی متنوع است. عمده‌ترین عامل تمایز این تعاریف را می‌توان پهنه یا گستره شمول حاکمیت شرکتی دانست. از یک منظر می‌توان این نظام را رابطه مدیران با سهام‌داران دانست که مبنای نظری آن، نظریه نمایندگی در شکل محدود خود است. در آن سوی این طیف و در نگرشی وسیع، حاکمیت شرکتی، رابطه شرکت با تمام ذی‌نفعان خود را در بر می‌گیرد که پشتوانه نظری آن را می‌توان، نظریه ذی‌نفعان دانست. سایر تعاریف و نگرش‌ها به حاکمیت شرکتی، داخل طیفی که نگاه حداقلی و حداکثری آن تبیین شد، قرار می‌گیرد [۴].

از جمله مواردی که می‌تواند تصمیم‌گیری درباره سطح بهینه سرمایه در گردش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد، نظریه حاکمیت شرکتی است. نظریه حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از روابط بین مدیریت، هیأت مدیره، سهام‌داران و سایر ذی‌نفعان را تعیین می‌کند. استفاده از این نظریه زمینه را برای پاسخگویی و شفاف‌سازی اطلاعات فراهم می‌کند [۲۰]. با توجه به این که با مدیریت اثربخش سرمایه در گردش، سهام‌داران می‌توانند حداکثر بازده را از سرمایه‌گذاری خود به دست آورند، حاکمیت شرکتی ضعیف نیز،

www.SID.ir

Arshive of SID

می‌تواند نتایج منفی بر مدیریت وجه نقد و همچنین حساب‌های دریافتنی، موجودی کالا، حساب‌های پرداختنی و چرخه وجه نقد داشته باشد. همچنین سیاست ضعیف در خصوص مدیریت حساب‌های دریافتنی، حساب‌های پرداختنی و موجودی‌ها، اثری منفی بر چرخه تبدیل وجه نقد دارد. سیاست نگهداری میزان بالای وجه نقد حاکی از ریسک گریزی مدیریت بوده و این امر، یک مشکل نمایندگی ایجاد می‌کند. زیرا هیأت مدیره و مدیرعامل ممکن است سطحی از وجه نقد را نگهداری کنند که ثروت سهامداران را حداکثر نکند. اگرچه حساب‌های دریافتنی، موجودی کالا و حساب‌های پرداختنی، بخش‌های مهم مدیریت سرمایه در گردش است، اما وجه نقد آسیب پذیرترین دارایی بوده که در معرض رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت است. وجه نقد مازاد در حساب‌های شرکت، ضرورتاً به نفع شرکت نیست و ممکن است به خاطر حاکمیت شرکتی ضعیف در شرکت انباشته شود. بنابراین ایجاد سرمایه در گردش غیرضروری به نفع شرکت نیست، زیرا این امر اثری منفی بر ثروت سهامداران دارد. در نتیجه سیاست بهینه مدیریت سرمایه در گردش برای شرکت‌ها ضروری است و نظام حاکمیت شرکتی می‌تواند با ایجاد سیاست‌های بهینه، نقش مهمی در کنترل مدیریت سرمایه در گردش ایفا کند [۲۶]. مالکان برای کاهش این تضاد منافع می‌توانند از مکانیزم‌های نظارتی، محرک‌های انگیزشی و ابزارهایی استفاده کنند تا اطمینان یابند مدیران در جهت منافع مالکان در حرکت هستند. بنابراین، واحدهای تجاری باید نظام‌های کنترل تصمیم‌گیری مانند سلسله مراتب تصمیم‌گیری، نظام نظارت مشارکتی، هیأت مدیره فعال و وجود اعضای غیرموظف در هیأت مدیره را به منظور هم جهت شدن منافع مورد توجه قرار دهند. در صورتی که واحد تجاری دارای نظام نظارتی ضعیفی باشد، تصمیم‌های مدیریت می‌تواند در جهت منافع ذی‌نفعان نباشد و در این صورت مدیران می‌توانند اعمالی از جمله نگهداری بیش از حد موجودی، پرداخت زودتر بدهی‌ها و دریافت دیرتر طلب‌ها و غیره را انجام دهند که به تضعیف مدیریت سرمایه در گردش منجر می‌شود [۳۵].

حاکمیت شرکتی می‌تواند عامل موثری برای دستیابی به سطح بهینه مدیریت سرمایه در گردش باشد. حاکمیت شرکتی اثربخش، مکانیزمی کنترلی برای مدیریت منابع شرکت است. هیأت مدیره و مدیرعامل، مسئولیت اجرای سیاست‌هایی در خصوص مدیریت وجه نقد، حساب‌های دریافتنی، خرید و نگهداری موجودی، حساب‌های پرداختنی و همه سیاست‌های مالی شرکت را دارند و می‌توانند به عنوان یکی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، نقش مهمی در سازمان ایفا کنند [۲۶]. لذا، استقرار مناسب حاکمیت شرکتی می‌تواند موجب جذب و تخصیص بهینه منابع، افزایش کارآیی عملیاتی، استیفای حقوق سهامداران و رشد سرمایه‌گذاری پایدار، از طریق جلب اعتماد سرمایه‌گذاران شود. برای نیل به این مقصود، مسولان ذی‌ربط باید با تدوین اصول مناسب حاکمیت شرکتی و ایجاد بستر مناسب قانونی و نظارتی زمینه لازم را برای سرمایه‌گذاری و همچنین حفظ حقوق صاحبان سهام فراهم کنند [۶]. با توجه به موارد مطرح شده در فوق، پژوهش حاضر در پی پاسخ به این پرسش است که آیا نظام حاکمیت شرکتی بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیر دارد؟

www.SID.ir

Arshive of SID

پیشینه تجربی پژوهش

اهم پژوهش‌های مرتبط با موضوع این پژوهش در خارج و داخل کشور به شرح زیر است. گیل و بیگر[1] (۲۰۱۳)، به بررسی تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش برای نمونه‌ای از ۱۸۰ شرکت تولیدی بورس نیویورک، برای بازه زمانی سه ساله (۲۰۰۹ تا ۲۰۱۱)، پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که دوگانگی پست مدیرعامل، کارآیی مدیریت حساب‌های دریافتنی، حساب‌های پرداختنی و تبدیل وجه نقد را بهبود می‌بخشد. بین‌المللی شدن شرکت، کارآیی مدیریت حساب‌های دریافتنی، حساب‌های پرداختنی، چرخه تبدیل وجه نقد و موجودی‌ها را بهبود می‌بخشد. اندازه شرکت، کارآیی مدیریت حساب‌های پرداختنی، مدیریت وجه نقد و نسبت جاری را بهبود می‌بخشد. دوره تصدی مدیر عامل، کارآیی مدیریت وجه نقد و کارآیی مدیریت نسبت‌جاری را بهبود می‌بخشد. همچنین، بین اندازه هیأت مدیره و چرخه تبدیل وجه نقد رابطه منفی وجود دارد [۲۶]. واسیوزامن و آروموگان[2] (۲۰۱۳)، با بررسی اطلاعات ۱۹۲ شرکت برای دوره زمانی ۲۰۰۷- ۲۰۰۰ به شواهدی مبنی بر عدم رابطه معنادار بین ویژگی‌های هیأت مدیره شامل اندازه هیأت مدیره و درصد مدیران غیرموظف با سرمایه در گردش خالص دست یافتند. علاوه براین، نتایج آنها نشان داد که شرکت‌هایی با میزان دارایی‌های مشهود و اهرم کمتر، رشد فروش و جریان‌های نقد عملیاتی بیشتر و همچنین نابرابری اطلاعاتی کمتر، تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در بخش سرمایه در گردش دارند [۳۴]. آکچاتان و کاجانانتان[3] (۲۰۱۳)، بر اساس نمونه‌ای از شرکت‌های بورسی در کلمبیا برای دوره ۲۰۱۱ - ۲۰۰۷ به این نتیجه رسیدند که اختلاف جزیی معناداری بین سطوح کارآیی مدیریت سرمایه در گردش و اجزای نظام حاکمیت شرکتی مانند اندازه کمیته حسابرسی، اندازه مجامع و درصد مدیران غیر اجرایی، به استثنای ساختار رهبری هیأت مدیره وجود ندارد [۲۲]. گیل و ماتهور[4] (۲۰۱۱)، اطلاعات شرکت‌های خدماتی کانادا را از سال ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۱ بررسی و به این نتیجه رسیدند که دوگانگی وظیفه مدیرعامل و اندازه هیأت مدیره، اثر مثبتی بر سطح نگهداشت وجه نقد دارد. نتایج همچنین نشان داد که دوگانگی وظیفه مدیرعامل و اندازه هیأت مدیره بر سرمایه در گردش اثر مثبتی دارد [۲۷]. کیسچنیک[5] و همکاران (۲۰۰۶)، در دوره ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۴ به بررسی عوامل اثرگذار بر مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های آمریکا پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که متغیرهای نوع صنعت، اندازه شرکت، رشد فروش آتی شرکت، نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره و پاداش هیأت مدیره، تأثیر معناداری بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت دارد [۳۰].

پژوهش داخلی که از تمام جهات مشابه این مطالعه باشد، یافت نشد. به عنوان مثال در پژوهش‌هایی که تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش بررسی شده است، برای اندازه‌گیری معیار کارآیی مدیریت سرمایه در گردش از شاخص‌های دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی‌ها، دوره پرداخت به بستانکاران و چرخه تبدیل وجه نقد استفاده شده است، در حالی که در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری این معیار از شاخص کارآیی مدیریت سرمایه در گردش (EI_{wcm})، بهره گرفته شد. در ادامه خلاصه برخی پژوهش‌های مشابه و مرتبط داخلی ارایه

1. Gill & Biger
2. Wasiuzzaman & Arumugan
3. Achchuthan & kajananthan
4. Gill & Mathur
5. Kienschnick

www.SID.ir

Arshive of SID

می‌شود. دستگیر و هنرمند (۱۳۹۳)، به تحلیل تأثیر ساز وکارهای حاکمیت شرکتی بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ پرداختند. بدین منظور متغیرهای درصد مالکیت سهام‌داران نهادی، تمرکز مالکیت سهام‌داران نهادی، تعداد اعضا هیأت مدیره، استقلال اعضای هیأت مدیره، و تفکیک وظایف مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره، به عنوان ساز وکارهای حاکمیت شرکتی و متغیرهای مدت زمان وصول مطالبات، مدت زمان نگهداری موجودی کالا، مدت زمان پرداخت بدهی‌ها و چرخه نقدینگی شرکت، به عنوان معیارهای کارآیی مدیریت سرمایه در گردش در نظر گرفته شد. بر اساس نتایج پژوهش، ساز وکارهای حاکمیت شرکتی تا حدودی در بهبود کارآیی مدیریت سرمایه در گردش اثرگذار است [۷]. واعظ و همکاران (۱۳۹۳)، به بررسی رابطه تمرکز مالکیت و ساختار هیأت مدیره با کارآیی مدیریت سرمایه در گردش طی دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۱ در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر آن است که سطح تمرکز مالکیت ارتباط منفی و معناداری با دوره تبدیل موجودی و چرخه تبدیل وجه نقد دارد، اما ارتباط معناداری با دوره وصول مطالبات و دوره پرداخت بدهی ندارد. به عبارتی، افزایش درصد سهام نگهداری شده توسط پنج سهام‌دار بزرگ به علت بالابردن سطح نظارت سهام‌داران از طریق کاهش در طول دوره تبدیل موجودی و چرخه تبدیل وجه نقد، می‌تواند به افزایش کارآیی مدیریت سرمایه در گردش منجر شود. این در حالی است که ساختار هیأت مدیره به جز با دوره وصول مطالبات، ارتباط معناداری با سایر معیارهای مدیریت سرمایه در گردش ندارد [۱۸]. هرمزی و علی احمدی (۱۳۹۱)، به بررسی رابطه مدیریت سرمایه در گردش با حاکمیت شرکتی و نظریه سلسله مراتب تأمین مالی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آن ها به این نتیجه رسیدند که بین جریان نقد آزاد، دوره تصدی مدیریت، اندازه شرکت و رشد شرکت با مدیریت سرمایه در گردش، رابطه معنادار وجود دارد و بین بدهی، درصد مالکیت نهادی و درصد مالکیت دولتی با سرمایه در گردش رابطه‌ای وجود ندارد [۲۰]. ولی پور و همکاران (۱۳۹۱)، به بررسی مقایسه‌ای و انتخاب شاخص بهینه مدیریت سرمایه در گردش و ارتباط آن با کارآیی دارایی‌ها در چهار صنعت دارویی، شیمیایی، فلزات اساسی و کانی غیر فلزی پرداختند. در این پژوهش برای سنجش کارآیی مدیریت سرمایه در گردش از چهار شاخص شامل شاخص عملکرد، شاخص مطلوبیت، شاخص کارآیی و چرخه تبدیل وجه نقد استفاده شده است. نتایج پژوهش در سطح صنایع مورد بررسی و کل شرکت‌ها متفاوت است، اما در نهایت نتایج پژوهش حاکی از آن است که از بین چهار شاخص سنجش کارآیی مدیریت سرمایه در گردش، شاخص کارآیی در مقایسه با شاخص‌های دیگر، قدرت تبیین بهتر کارآیی دارایی‌ها را داشته و به عنوان شاخص بهینه و مربوط در تبیین کارآیی دارایی‌ها انتخاب شده است [۱۹]. به طور خلاصه با بررسی پیشینه پژوهش‌های ارایه شده، می‌توان اظهار داشت، غالب مطالعات، از داده‌های ترکیبی و روش رگرسیون خطی چند متغیره استفاده کرده‌اند. در ارتباط با نتایج نیز مطالعات مختلف به نتایج متفاوتی دست یافته‌اند به طوری که برخی اثر مثبت نظام حاکمیت شرکتی بر سرمایه در گردش را تأیید و برخی به نتایج معکوس دست یافته‌اند.

www.SID.ir

Arshive of SID

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های زیر برای نیل به هدف پژوهش تدوین شده است.

فرضیه اول: درصد مالکیت سهام‌داران نهادی بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اثر مثبت دارد.

فرضیه دوم: دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اثر مثبت دارد.

فرضیه سوم: اندازه هیأت مدیره بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اثر مثبت دارد.

فرضیه چهارم: استقلال اعضای هیأت مدیره بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اثر مثبت دارد.

فرضیه پنجم: کیفیت حسابرسی بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اثر مثبت دارد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر، به لحاظ هدف پژوهش کاربردی است که نتایج حاصل از آن می‌تواند زمینه مناسب‌تری را برای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاران، مدیران مالی، مشاوران مالی، استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی، قانون‌گذاران و سایر ذی‌نفعان فراهم کند. از طرفی این پژوهش از لحاظ ماهیت، از نوع همبستگی است، چرا که ارتباط بین متغیرهای مورد نظر را کشف یا تعیین می‌کند [۵]. برای جمع‌آوری اطلاعات مربوط به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، از روش کتابخانه‌ای استفاده شده‌است. همچنین اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش به روش اسنادکاوی، از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، با استفاده از نرم افزارهای اطلاعاتی ره‌آورد نوین، تدبیر پرداز و سایت‌های اطلاعاتی مرتبط با بورس اوراق بهادار تهران استخراج شد. جامعه آماری این پژوهش نیز، همه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که شرایط زیر را در بازه زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ دارا بوده‌اند: دوره مالی شرکت‌ها با هم برابر و منتهی به پایان اسفند ماه باشد؛ شرکت‌ها از نوع شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند و اطلاعات مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌ها موجود و در دسترس باشد. با توجه به شرایط فوق تعداد ۱۳۶ شرکت بررسی شد. در این پژوهش، برای آزمون فرضیه‌ها، از مدل رگرسیون چند متغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی استفاده شد. پردازش اطلاعات نیز با استفاده از نرم افزارهای Excel و Eviews انجام شده‌است. مدل استفاده شده در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها، به شرح زیراست.

$$\boldsymbol{EI}_{(wcm)i,t} = \alpha + \beta_1 INS_{i,t} + \beta_2 DUAL_{i,t} + \beta_3 BS_{i,t} + \beta_4 INDEP_{i,t} + \beta_5 AUD_{i,t} + \beta_6 SG_{i,t} + \beta_7 FS_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن متغیر EI_{wcm}، شاخص کارآیی مدیریت سرمایه در گردش؛ $INS_{i,t}$، درصد مالکیت سهام‌داران نهادی؛ $DUAL_{i,t}$، دوگانگی وظیفه مدیرعامل؛ BSi,t، اندازه هیأت مدیره؛ $INDEP_{i,t}$، استقلال هیأت مدیره؛ $AUD_{i,t}$، کیفیت حسابرسی؛ $SG_{i,t}$، نرخ رشد فروش؛ $FS_{i,t}$، اندازه شرکت؛ $ROA_{i,t}$، سودآوری و $LEV_{i,t}$، نسبت اهرمی تعریف شده است.

www.SID.ir

Arshive of SID

متغیر وابسته در این پژوهش، شاخص کارآیی مدیریت سرمایه در گردش شرکت[1] است. به دلیل اینکه این شاخص بیانگر چگونگی استفاده از دارایی‌های جاری در عملیات شرکت و نقش آنها در فروش واحد تجاری است، اگر این شاخص بزرگ‌تر از یک باشد، نشان دهنده کارآیی و عملکرد مناسب شرکت است، زیرا در این صورت با به کارگیری منابع و دارایی‌های جاری کمتر، شرکت توانسته‌است فروش و کارآیی عملیات خود را افزایش دهد. این متغیر در پژوهش‌های شهزاد[2] و همکاران (۲۰۱۲)، افزا و نظیر[3] (۲۰۱۱)، راماچاندران و جانکرمن[4] (۲۰۰۹) نیز با همین تعریف و به شرح رابطه (۱) به کار رفته‌است.

(۱)

$$EI_{wcm} = PI_{wcm} \times UI_{wcm}$$

که در آن، PI_{wcm} نشان دهنده شاخص عملکرد مدیریت سرمایه در گردش[5] و UI_{wcm} نشان دهنده شاخص مطلوبیت مدیریت سرمایه در گردش[6] است. نحوه محاسبه این دو شاخص طبق رابطه (۲) و (۳) به شرح زیر ارایه شده است.

(۲)

$$PI_{wcm} = \frac{I_s \sum_{i=1}^{n} \frac{W_i(t-1)}{W_{it}}}{N}$$

در این رابطه I_s، فروش دوره جاری تقسیم بر فروش دوره قبل؛ W_{it}، اجزای مختلف دارایی‌های جاری شرکت i در سال t؛ N، تعداد اجزای دارایی‌های جاری و i از ۱، ۲، ۳، ..... ،n تعریف می‌شود.

(۳)

$$UI_{wcm} = \frac{A_{t-1}}{A_t}$$

در رابطه فوق نیز، A_t برابر با دارایی‌های جاری تقسیم بر فروش است.

متغیرهای مستقل این پژوهش نیز به شرح زیر ارایه می‌شود. درصد مالکیت سهام‌داران نهادی (INS)، میزان سهام شرکت که توسط نهادهای سرمایه‌گذاری عمده نگهداری می‌شود، به کل سهام منتشره و در دست سهام‌داران است [۸]. برای محاسبه این متغیر، مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و شرکت‌های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت، تقسیم شده‌است. دوگانگی وظیفه مدیرعامل (DUAL) نیز به وضعیتی گفته می‌شود که مدیرعامل شرکت، رئیس هیأت مدیره نیز باشد [۱]. در صورتی‌که در شرکتی مدیرعامل، رئیس هیأت مدیره نیز باشد به این متغیر عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر اختصاص داده شد. اندازه هیأت مدیره (BS)، تعداد کل اعضای هیأت مدیره در شرکت است. این متغیر در پژوهش‌های بون[7] و همکاران (۲۰۰۷)، گوئست[8] (۲۰۰۸)، لی[9] و همکاران (۲۰۰۹) و پاتان و اسکولی[10] (۲۰۱۰) نیز با همین تعریف به کار رفته است [۱۵]. استقلال اعضای هیأت مدیره (INDEP) نیز، نشان دهنده نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره به کل اعضای هیأت مدیره است. مدیر

1. Efficiency Index of Working Capital Management (EIWCM)
2. Shezad
3. Afza & Nazir
4. Ramachandran & Janakirman
5. Performance Index of Working Capital Management (PIWCM)
6. Utilization Index of Working Capital Management (UIWCM)
7. Boone
8. Guest
9. Lee
10. Pathan & Skully

www.SID.ir

Arshive of SID

غیر موظف، عضو پاره وقت هیأت مدیره است که فاقد مسولیت اجرایی در شرکت است [۱۷]. برای اندازه‌گیری این متغیر، ابتدا تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره از صورت جلسات مجامع عمومی برای همه شرکت‌های مورد بررسی جمع‌آوری و سپس به کل تعداد اعضای هیأت مدیره تقسیم شده تا درصد اعضای غیرموظف محاسبه شود. بسیاری از پژوهشگران از اندازه مؤسسه حسابرسی برای اندازه‌گیری کیفیت حسابرسی (AUD)، استفاده کرده‌اند. پژوهش‌های گسترده در دنیا توسط وانگ و تئو[1] (۱۹۹۳)، کیم[2] و همکاران (۲۰۰۳)، دی‌آنجلو[3] (۱۹۸۱)، نشان داد که بزرگی مؤسسات، موجب ارتقای کیفیت گزارش حسابرسی خواهد شد [۲۱]. در این پژوهش نیز برای ارزیابی کیفیت حسابرسی از متغیر اندازه مؤسسه حسابرسی استفاده شده است. از این رو به شرکت‌هایی که توسط سازمان حسابرسی، حسابرسی شوند عدد ۱ و در صورت حسابرسی توسط مؤسسات دیگر، عدد صفر اختصاص داده شد.

متغیرهای رشد فروش، اندازه شرکت، سودآوری و اهرم مالی نیز به عنوان متغیر کنترل در این پژوهش در نظر گرفته شده‌اند. فروش واقعی و پیش‌بینی شده شرکت، بر مقدار سرمایه در گردشی که شرکت به مصرف می‌رساند (و مجبور است آن را تأمین کند) اثر بسیار شدیدی دارد. فروش شرکت بر حجم دارایی‌ها و بدهی‌های جاری اثر مستقیم دارد و باعث می‌شود این اقلام خود به خود افزایش یابد [۱۶]. متغیر رشد فروش (SG)، تفاضل فروش سال جاری و سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل تعریف شده‌است. اندازه شرکت (FS) نیز می‌تواند یک عامل اثرگذار بر سرمایه در گردش باشد. مؤسسات کوچک نسبت به مؤسسات بزرگ‌تر، از منابع کمتری برای جریان‌های ورودی نقد برخوردارند. بنابراین در صورت عدم توانایی تعدادی از مشتریان در پرداخت به موقع، بیشتر تأثیر می‌پذیرند. مؤسسات بزرگ‌تر که دارای منابع بیشتری از وجوه هستند، احتمالاً در مقایسه با کل دارایی‌ها یا فروش خود، به سرمایه در گردش کمتری نیاز دارند [۹]. در این پژوهش، برای اندازه‌گیری این متغیر، از لگاریتم مجموع دارایی‌ها استفاده شده است. جانسون و سوئنن[4] (۲۰۰۳)، در مطالعه‌ای، ۱۰ شاخص را به عنوان شاخص‌های شرکت‌های موفق در نظر گرفتند، که سودآوری و نقدینگی از بین این شاخص‌ها مرتبط با سرمایه در گردش است. سودآوری یکی از شاخص‌های مهم در ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌ها محسوب می‌شود که با استفاده از معیارهایی مانند نرخ بازده دارایی‌ها و سود عملیاتی ناخالص و ... محاسبه می‌شود [۱۲]. در این پژوهش نیز برای محاسبه سودآوری (ROA)، از نرخ بازده دارایی‌ها (تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌ها)، استفاده می‌شود. چیو و چنگ[5] (۲۰۰۶)، دریافتند که نسبت بدهی، ارتباط منفی معناداری با تراز نقدینگی خالص و نیازمندی‌های سرمایه در گردش و در نتیجه مدیریت سرمایه در گردش دارد و هرچه میزان نسبت بدهی یا به عبارتی اهرم مالی (LEV) بالاتر باشد، میزان سرمایه در گردش لازم برای عملیات روزمره شرکت کاهش می‌یابد [۱۲]. این متغیر از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها به‌دست می‌آید.

1. Wong & Teao
2. Kim
3. De Angelo
4. Johnson & Soenen
5. Chiou & Cheng

www.SID.ir

Arshive of SID

یافته‌ها

پارامترهای توصیفی،که نمایی از شاخص‌های مرکزی و پراکندگی برای تمامی متغیرهای پژوهش است، در جدول (۱) ارایه شده است.

جدول (۱) تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف استاندارد
کارآیی مدیریت سرمایه در گردش	EI_{wcm}	۰/۹۶	۱/۰۶	۷/۱۱	۰/۰۱	۰/۷۱
درصد مالکیت سهامداران نهادی	INS	۰/۳۹	۰/۳۲	۱	۰	۰/۳۵
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	DUAL	۰/۱۸	۰	۱	۰	۰/۳۸
اندازه هیأت مدیره	BS	۵/۱۷	۵	۸	۴	۰/۵۸
استقلال هیأت مدیره	INDEP	۰/۲۷	۰	۱	۰	۰/۳۱
کیفیت حسابرسی	AUD	.۰/۲۲	۰	۱	۰	۰/۴۲
نرخ رشد فروش	SG	۰/۱۷	۰/۱۳	۹/۷۴	-۰/۶۹	۰/۵۶
اندازه شرکت	FS	۱۱/۷۴	۱۱/۷۰	۱۴/۲۵	۱۰/۲۹	۰/۵۵
سودآوری	ROA	۰/۰۹	۰/۰۸	۰/۵۷	-۰/۳۳	۰/۱۲
نسبت اهرمی	LEV	۰/۷۰	۰/۶۶	۳/۰۶	۰/۰۹	۰/۴۰

نتایج ارایه شده در جدول فوق، نشان می‌دهد میانگین متغیر وابسته (شاخص کارآیی مدیریت سرمایه در گردش)، ۰/۹۶ است که بیشتر مشاهده‌ها مربوط به این متغیر، حول این نقطه تمرکز دارد. علاوه بر این، میانه این متغیر نشان می‌دهد که نیمی از مشاهده‌های مربوط به این متغیر کمتر از۱/۰۶ و نیمی دیگر، بیشتر از این مقدار است. درصد مالکیت سهام‌داران نهادی با میانگینی برابر با ۰/۳۹ نشان می‌دهد، از مجموع ساختار شرکت‌ها، ۳۹ درصد مربوط به سرمایه‌گذاران نهادی است. همچنین به طور میانگین در ۱۸ درصد از مجموع شرکت‌ها، مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره، یکسان بوده است. میانگین استقلال اعضای هیأت مدیره نیز نشان می دهد که ۲۷ درصد از اعضای هیأت مدیره شرکت‌ها، غیرموظف هستند. تعداد اعضای هیأت مدیره شرکت‌ها، به طور میانگین ۵/۱۷ (میانه، ۵ نفر) بوده‌است و این در حالی است که حداقل اعضای هیأت‌مدیره شرکت‌های سهامی عام طبق قانون تجارت برابر با ۵ نفر و طبق آیین نامه نظام حاکمیت شرکتی سازمان بورس اوراق بهادار، حداقل ۷ نفر است. همچنین متغیر کیفیت حسابرسی نشان می‌دهد که به طور میانگین ۲۲ درصد از شرکت‌ها، توسط سازمان حسابرسی، مورد حسابرسی قرار گرفته‌اند. نرخ رشد فروش نشان می‌دهد که شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش در دوره زمانی مورد بررسی به طور میانگین ۱۷ درصد رشد مثبت در فروش داشته‌اند. همچنین میانگین بازده دارایی‌ها در دوره زمانی مورد بررسی برابر با ۹ درصد است. برای متغیر اندازه شرکت که با استفاده از لگاریتم مجموع دارایی‌ها محاسبه می‌شود، مقدار ۱۴/۲۵ به

www.SID.ir

Arshive of SID

عنوان بیشترین و مقدار ۱۰/۲۹ به عنوان کمترین مشاهده، محاسبه شده‌است، که این امر ناشی از تفاوت زیاد اندازه شرکت‌های مورد بررسی در پژوهش است. به عنوان مثال می‌توان از شرکت‌های بزرگ به شرکت‌های پالایشی، پتروشیمی و فولادی اشاره کرد که اندازه آنها بعضاً برابر کل شرکت‌های فعال در یک گروه کوچک، مثل گروه ساختمان است. در نهایت نسبت اهرمی نشان می‌دهد که به طور میانگین ۷۰ درصد از مجموع دارایی‌های شرکت‌های بررسی شده از محل بدهی‌ها تأمین مالی شده است. شایان ذکر است این نسبت نیز میانگین بالایی دارد، علت این امر را می‌توان محاسبه ارزش دارایی‌ها بر مبنای بهای تمام شده تاریخی دانست.

قبل از تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها، پایایی متغیرهای پژوهش، همسانی واریانس مقادیر جمله اخلال و هم‌خطی چندگانه بین متغیرهای مستقل بررسی شد. پایایی متغیرهای پژوهش به این معناست که میانگین و واریانس متغیرهای پژوهش بین سال های مختلف ثابت باشد. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل، باعث بوجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. در این پژوهش، برای بررسی پایایی متغیرها از آزمون ایم، شین و پسران[1] استفاده شد [۱۱]. نتایج این آزمون نشان می‌دهد که احتمال آماره این آزمون برای تمامی متغیرها، کمتر از ۰/۰۵ بوده و بنابراین تمامی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی در سطح پایا هستند. برای آزمون ناهمسانی واریانس مقادیر جمله اخلال نیز از آزمون آرچ[2] استفاده شد. در صورتی که احتمال آماره حاصل از این آزمون، کمتر از ۰/۰۵ باشد، فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس مقادیر جمله اخلال رد می شود و مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد. با توجه به احتمال آماره این آزمون در این پژوهش (۰/۶۹)، می‌توان بیان داشت که مقادیر جمله اخلال مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس نیست. هم‌خطی وضعیتی است که نشان می‌دهد متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. برای آشکار کردن هم‌خطی چندگانه، تکنیک های متعددی وجود دارد. یکی از معیارهای تشخیص هم‌خطی، عامل تورم واریانس نام دارد. زمانی که مقدار آماره VIF کمتر از ۵ باشد، شواهدی از وجود هم‌خطی چندگانه بین متغیرهای مستقل مدل وجود ندارد. نتایج به دست آمده از این آزمون، بیانگر آن است که متغیرهای مستقل موجود در مدل، مشکل هم‌خطی ندارند.

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، مدل پژوهش با رویکرد داده‌های ترکیبی برآورد شد. در این ارتباط، برای انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی از آماره F لیمر استفاده شد. آماره F لیمر و سطح معناداری آن (P=۰/۷۸)، نشان می‌دهد که مدل باید به روش داده‌های تلفیقی برآورد شود (همچنین با توجه به این نتیجه، نیازی به آزمون هاسمن و انتخاب بین روش اثرات ثابت و تصادفی وجود ندارد). نتایج حاصل از رگرسیون نیز، زمانی قابل اتکاست که رگرسیون برازش شده در کل، معنادار باشد. برای آزمون معناداری کل مدل رگرسیون، از آماره F فیشر استفاده شد. با توجه به این که سطح معناداری محاسبه شده برای آماره F (P=۰/۰۰)، کمتر از ۰/۰۵ است، نتایج به‌دست آمده، مؤید معنادار بودن مدل رگرسیون، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش است. مقدار آماره دوربین واتسون نیز (۱/۸۶)، حاکی از عدم وجود مشکل خود همبستگی سریالی در اجزای اخلال مدل برآورد شده است. لذا نتایج مدل برآورد شده، کاذب نیست و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش می‌توان به آن

1. Im, Pesaran & Shin
2. Arch

www.SID.ir

Arshive of SID

اتکا نمود. ضریب تعیین، معرف میزان تغییرپذیری در متغیر وابسته است که می‌توان به وسیله رگرسیون آن را توضیح داد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که تمامی متغیرهای مستقل روی هم رفته چقدر توانسته‌اند تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به‌دست آمده می‌توان بیان کرد که متغیرهای مستقل این پژوهش، می‌توانند ۲۱ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. در ادامه به بررسی و تحلیل معناداری هریک از ضرایب مدل رگرسیون پرداخته می‌شود. نتایج برآورد مدل پژوهش در جدول (۲)، ارایه شده است.

جدول(۲) نتایج برآورد مدل پژوهش به روش داده‌های تلفیقی

$$EI_{(wcm)i,t}=\alpha+\beta_1 INS_{i,t}+\beta_2 DUAL_{i,t}+\beta_3 BS_{i,t}+\beta_4 INDEP_{i,t}+\beta_5 AUD_{i,t}\beta_6 SG_{i,t}+\beta_7 FS_{i,t}+\beta_8 ROA_{i,t}+\beta_9 LEV_{i,t}+\varepsilon_{i,t}$$

نماد	متغیر	ضریب	آماره t	P
C	عرض از مبدأ	۱/۴۲	۴/۹۶	۰/۰۰
INS	درصد مالکیت سهامداران نهادی	۰/۱۲	۲/۲۲	۰/۰۲۶۱
DUAL	دوگانگی وظیفه مدیرعامل	۰/۱۵	۲/۶۵	۰/۰۰۸
BS	اندازه هیأت مدیره	۰/۰۱	۰/۲۲	۰/۸۲
INDEP	استقلال اعضای هیأت مدیره	۰/۰۰۵	۰/۱۳	۰/۸۹
AUD	کیفیت حسابرسی	۰/۰۳	۰/۶۱	۰/۵۴
SG	رشد فروش	۰/۰۲	۰/۴۱	۰/۶۸
FS	اندازه شرکت	-۰/۰۸	-۲/۸۰	۰/۰۰۵
ROA	سودآوری	۰/۳۴	۱/۶۰	۰/۱۱
LEV	نسبت اهرمی	-۰/۰۴	-۰/۶۹	۰/۴۹
F_{Limer}	آماره لیمر(معناداری)	۰/۴۳ (۰/۷۸)		
F	آماره F(معناداری)	۲۵/۰۸ (۰/۰۰)		
R^2	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۱		
DW	آماره دوربین واتسون	۱/۸۶		

با توجه به نتایج مندرج در جدول فوق، مقدار ضریب محاسبه شده برای متغیر درصد مالکیت سهام‌داران نهادی، ۰/۱۲ است. از آن جا که ارزش احتمال این ضریب (۰/۰۲۶۱)، کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرضیه اول پژوهش در سطح خطای ۰/۰۵، تأیید می‌شود. از طرفی وجود ضریب مثبت نشان می‌دهد که درصد مالکیت سهام‌داران نهادی شرکت، بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش تأثیر مثبت دارد. مقدار ضریب محاسبه شده برای متغیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل، ۰/۱۵ است. با توجه به این که ارزش احتمال این ضریب (۰/۰۰۸)، کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرضیه دوم پژوهش نیز، تأیید می‌شود. همچنین وجود ضریب مثبت نیز نشان می‌دهد که دوگانگی وظیفه مدیرعامل، بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش، تأثیر

www.SID.ir

Arshive of SID

مثبتی دارد. مقدار ضریب محاسبه شده برای متغیر اندازه هیأت مدیره، ۰/۰۱ است. با توجه به ارزش احتمال آن (۰/۸۲)، ضریب مورد نظر در سطح خطای ۰/۰۵، معنادار نیست. بنابراین متغیر اندازه هیأت مدیره بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش اثر معناداری نداشت. لذا با توجه به نتایج به دست آمده، فرضیه سوم پژوهش در سطح خطای ۰/۰۵ تأیید نمی‌شود. مقدار ضریب محاسبه شده برای متغیر استقلال اعضای هیأت مدیره، ۰/۰۰۵ است. با توجه به ارزش احتمال آن (۰/۸۹)، ضریب مورد نظر نیز در سطح خطای ۰/۰۵، معنادار نیست. بنابراین متغیر استقلال اعضای هیأت مدیره بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش دارای اثر معناداری نیست. لذا با توجه به نتایج به دست آمده، فرضیه چهارم پژوهش در سطح خطای ۰/۰۵ تأیید نمی‌شود. مقدار ضریب محاسبه شده برای متغیر کیفیت حسابرسی، ۰/۰۳ است. با توجه به ارزش احتمال آن (۰/۵۴)، ضریب مورد نظر در سطح خطای ۰/۰۵، معنادار نیست. بنابراین متغیر کیفیت حسابرسی بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش دارای اثر معناداری نیست. لذا با توجه به نتایج به دست آمده، فرضیه پنجم پژوهش در سطح خطای ۰/۰۵ رد می‌شود.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

سرمایه در گردش از اقلام مهم دارایی‌های واحدها و بنگاه‌های اقتصادی است که در تصمیم‌های مالی نقش قابل توجهی دارد. توسعه کمی و کیفی فعالیت-های تجاری، توسعه کمی و کیفی قلمرو مدیریت مالی را به دنبال داشته و به تبع آن مدیریت مالی را پیچیده نموده است. تداوم فعالیت‌های بنگاه‌های اقتصادی تا میزان زیادی به مدیریت منابع کوتاه مدت آن بستگی دارد، زیرا فعالیت‌های عملیاتی در یک دوره عادی که معمولاً سالانه است، به شناخت سرمایه در گردش و مدیریت مطلوب آن مربوط می‌شود، به طوری که از این طریق، نتایج مورد انتظار تحقق یابد و امکان تداوم فعالیت در بلند مدت فراهم شود [۱۰]. مدیریت سرمایه در گردش از یک مفهوم مهم در سازماندهی ناشی می-شود که بسیاری از مدیران مالی تلاش می‌کنند، به صورت اساسی سطوح مناسب و محرک‌های سرمایه در گردش را شناسایی کنند [۳۲]. باتوجه به مبانی نظری ارایه شده و اهمیت نقش کارآیی مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌ها، در این پژوهش با ارایه پنج فرضیه سعی شد تأثیر برخی مکانیزم‌های نظام حاکمیت شرکتی بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شود.

نتایج به دست آمده از این پژوهش بیانگر اثر مثبت و معنادار دو متغیر درصد مالکیت سهام‌داران نهادی و دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش بود. لذا، می‌توان اظهار داشت که سهام‌داران نهادی به عنوان یکی از ساز وکارهای نظام حاکمیت شرکتی می‌توانند نقش مهمی در بهبود کارآیی مدیریت سرمایه در گردش ایفا کنند. سهامدارن نهادی به علت توانایی نظارت بر مدیران، می‌توانند نقش نظارتی فعالی بر تصمیم‌های شرکت اعمال کنند و با تدوین استراتژی‌های مربوط به استفاده بهینه از منابع شرکت، مانع از مدیریت سرمایه در گردش ناکارآ گردند. همچنین، موضوع دوگانگی وظیفه مدیرعامل نیز که از یک طرف باعث کاهش نقش نظارتی هیأت مدیره می‌شود و می‌تواند اثر منفی بر سرمایه در گردش داشته باشد و از طرف دیگر موجب افزایش اختیار او می‌شود و می‌تواند اثر مثبت بر مدیریت سرمایه در گردش داشته باشد، نیز ارزیابی شد. اثر مثبت و معنادار

www.SID.ir

Arshive of SID

این متغیر بیان می‌کند افزایش اختیارات مدیریت می‌تواند نقش بسزایی در بهبود کارآیی مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های مورد بررسی ایفا کند. نتایج حاصل از آزمون دو فرضیه فوق، با نتایج پژوهش صورت گرفته توسط گیل و ماتهور (۲۰۱۱) و گیل و بیگر (۲۰۱۳)، [تأثیر مثبت دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر مدیریت سرمایه در گردش] مطابقت دارد و با نتایج پژوهش صورت گرفته توسط هرمزی و علی احمدی (۱۳۹۱)، [عدم وجود رابطه میان درصد سهام‌داران نهادی و مدیریت سرمایه در گردش] مطابقت ندارد. از طرفی متغیرهای اندازه هیأت مدیره، استقلال اعضای هیأت مدیره و کیفیت حسابرسی تأثیر معناداری بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش نداشت. نتایج حاصل از آزمون این سه فرضیه با نتایج پژوهش واسیوزامن و آمورگان (۲۰۱۳)، [عدم وجود رابطه معنادار بین اندازه هیأت مدیره و استقلال اعضای هیأت مدیره و کارآیی مدیریت سرمایه در گردش] مطابقت دارد و با نتایج پژوهش صورت گرفته توسط گیل و ماتهور (۲۰۱۱)، [تأثیر مثبت اندازه هیأت مدیره بر مدیریت سرمایه در گردش]، گیل و بیگر (۲۰۱۳)، [تأثیر منفی اندازه هیأت مدیره بر مدیریت سرمایه در گردش] وکیسچنیک و همکاران (۲۰۰۶)، [تأثیر معنادار نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره بر مدیریت سرمایه در گردش] در تناقض است. لازم به ذکر است مواردی از قبیل تفاوت در حجم نمونه پژوهش، تفاوت در ساختار شرکت‌های مورد مطالعه، به کارگیری شاخص‌ها و معیارهای متفاوت اندازه‌گیری متغیرها، تفاوت در استانداردها و قواعد تهیه اطلاعات دو کشور و تفاوت در شرایط اقتصادی و سیاسی دو کشور می‌تواند از دلایل تناقض نتایج پژوهش حاضر با نتایج سایر پژوهشگران باشد. با توجه به نتایج پژوهش، می‌توان گفت بر خلاف نقش سهام‌داران نهادی در شرکت‌های مورد بررسی، هیأت مدیره این شرکت‌ها نقشی در کارآیی مدیریت سرمایه در گردش ندارند. لذا، هیأت مدیره شرکت‌ها باید با به کارگیری سیاست‌ها و راهکارهای مناسب، نقش فعال‌تری در جهت بهبود کارآیی مدیریت سرمایه در گردش و حفظ منافع سهام‌داران ایفا کند.

پیشنهادهای هر پژوهش دارای اهمیت خاصی است و به نوعی دستاورد پژوهش محسوب می‌شود، زیرا این پیشنهادها بیانگر دریافت‌ها و شناختی است که پژوهشگر در طی فرآیند پژوهش به‌دست آورده‌است. با توجه به نتایج پژوهش، شرکت‌ها باید عوامل تأثیرگذار بر سرمایه در گردش و سیاست‌های سرمایه در گردش شرکت را شناسایی کرده و از طریق توجه کافی به این عوامل، موجب ارتقای عملکرد سرمایه در گردش شرکت شوند. به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود هنگام سرمایه‌گذاری در واحدهای تجاری بر نقش ساز و کارهای نظام حاکمیت شرکتی بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش توجه کنند. با توجه به نتایج پژوهش حاکی از عدم تأثیر تعداد اعضای هیأت مدیره و نسبت اعضای غیرموظف در ترکیب هیأت مدیره بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش، پیشنهاد می‌شود هیأت مدیره شرکت‌ها نقش فعال‌تری در راستای بهبود کارآیی مدیریت سرمایه در گردش و حفظ منافع سهام‌داران ایفا کنند. استفاده بیشتر از شاخص‌های عملکرد، مطلوبیت و کارآیی مدیریت سرمایه در گردش در کنار نسبت‌های مرسوم مالی سرمایه در گردش می‌تواند به مدیران برای مدیریت بهینه سرمایه در گردش در راستای ایجاد سودآوری و نقدینگی شرکت کمک کند. اگر این شاخص ها بزرگ‌تر از یک باشد، نشان دهنده کارآیی در مدیریت سرمایه در

www.SID.ir

Arshive of SID

گردش در شرکت‌هاست. در نهایت نیز، پیشنهاد می‌شود سازمان بورس اوراق بهادار، شرکت‌ها را به اجرای کامل آیین نامه اصول حاکمیت شرکتی و همچنین افشای بیشتر اطلاعات حاکمیت شرکتی ملزم کند.

منابع و مآخذ

[۱] احمدی، موسی؛ عباسی، مجید. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه روند پژوهش_های اقتصادی*، (۶۰): ۱۵۰-۱۱۳.

[۲] اسماعیل‌زاده‌مقری، علی؛ جلیلی، محمد؛ زندعباس‌آبادی، عباس. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله حسابداری مدیریت*، (۷): ۹۰-۷۵.

[۳] ایزدی نیا، ناصر؛ تاکی، عبداله. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر قابلیت سود دهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی*، (۵): ۱۲۹-۱۲۰.

[۴] بدری، احمد. (۱۳۸۷). مبانی و ضرورت حاکمیت شرکتی، مجموعه مقالات حاکمیت شرکتی. *نشر بورس اوراق بهادار تهران (مدیریت آموزش)*، ۱۷- ۵.

[۵] بقایی، جواد. (۱۳۷۴). روش تحقیق در حسابداری. *دو فصلنامه دانش و توسعه*، (۲): ۱۱۲-۹۷.

[۶] حسینی، سید علی؛ رهبری خرازی، مهسا. (۱۳۸۷). حاکمیت شرکتی و حمایت از سهام‌داران، مجموعه مقالات حاکمیت شرکتی. *نشر بورس اوراق بهادار تهران (مدیریت آموزش)*، ۹۸-۸۱.

[۷] دستگیر، محسن؛ هنرمند، مهسا. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر کارآیی مدیریت سرمایه در گردش. *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت*، (۲۲): ۸۸- ۶۹.

[۸] رحیمیان، نظام الدین؛ صالح‌نژاد، سیدحسن؛ سالکی، علی. (۱۳۸۸). رابطه میان برخی ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، (۵۸): ۸۶-۷۱.

[۹] رسائیان، امیر؛ رحیمی، فروغ؛ حنجری، سارا. (۱۳۸۹). تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، (۴): ۱۴۴-۱۲۵.

[۱۰] رهنمای‌رودپشتی، فریدون؛ کیائی، علی. (۱۳۸۷). بررسی و تبیین سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله دانش و پژوهش حسابداری*، (۱۳) ۱۳-۶ و ۷۰-۶۶.

[۱۱] زراءنژاد، منصور؛ انواری، ابراهیم. (۱۳۸۴). کاربرد داده‌های ترکیبی در اقتصاد سنجی. *فصلنامه بررسی‌های اقتصادی*، (۴): ۵۲- ۲۱.

[۱۲] فتحی، سعید؛ توکلی، سیدیاسین. (۱۳۸۸). بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش با عملکرد مالی بنگاه‌های اقتصادی. *بررسی‌های بازرگانی*، (۳۶): ۱۱۶- ۱۰۴.

[۱۳] فخاری، حسین؛ یوسفعلی تبار، نصیبه. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت

www.SID.ir

Arshive of SID

شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، (۶۲): ۸۴-۶۹.

[۱۴]محمدی، محمد. (۱۳۸۸). تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادارتهران، *فصلنامه مدیریت*، (۱۴): ۹۱- ۸۰.

[۱۵]نمازی، محمد؛ منفردمهارلویی، محمد. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر حدود عملیات شرکت بر ساختار هیأت مدیره (مورد مطالعه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). *مجله دانش حسابداری*، (۷): ۲۵-۷.

[۱۶]نوو، ریموند پی. (۱۳۹۰). مدیریت مالی. ترجمه: علی جهانخانی و علی پارساییان. تهران: *انتشارات سمت*.

[۱۷]نیکو مرام، هاشم؛ محمدزاده‌سالته، حیدر. (۱۳۸۹). ارایه الگویی برای تبیین ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کیفیت سود. *مجله حسابداری مدیریت*، (۴): ۸۰-۵۹.

[۱۸]واعظ، سیدعلی؛ قلمبر، محمدحسین؛ قنواتی، نسرین؛ رحمانی، فاطمه. (۱۳۹۳). بررسی رابطه تمرکز مالکیت و ساختار هیأت مدیره با کارآیی مدیریت سرمایه در گردش. *فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی*، (۴): ۱۱۳-۱۲۸.

[۱۹]ولی‌پور، هاشم؛ مرادی، جواد؛ جمشیدی، علی. (۱۳۹۱). بررسی مقایسه‌ای و انتخاب شاخص بهینه کارآیی مدیریت سرمایه در گردش و ارتباط آن با کارآیی دارایی‌ها به تفکیک صنایع در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. *اولین همایش ملی حسابداری و مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نور*، ۱۵-۱.

[۲۰]هرمزی، هادی؛ علی‌احمدی، سعید. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش با حاکمیت شرکتی و تئوری سلسله مراتب تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت*، (۱۵): ۶۰- ۳۱.

[۲۱]یعقوب نژاد، احمد؛ امیری، محمد. (۱۳۸۸). بررسی عوامل مؤثر بر کیفیت گزارش‌های حسابرسی و تأثیر عوامل مذکور بر ضریب همبستگی تغییرات قیمت و تغییرات سود سهام. *پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی*، (۱): ۱۱۸-۸۲.

[22] Achchuthan, S. & Kajananthan, R. (2013). Corporate Governance Practices and Working Capital Management Efficiency: Special Reference to Listed Manufacturing Companies in SriLanka. *Information and Knowledge Management*, 3 (2): 216-226.

[23] Chiou, J, R. & Cheng, L. (2006). The Determinants of Working Capital Management. *The Journal of American Academy of Business, Cambridge*, 10 (1): 149-155.

[24] Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firm? *Journal of Business, Finance and Accounting*, 30, (3&4): 573-587.

[25] Filbeck, G. & Krueger, T. (2005). Industry Related Differences in Working Capital Management. *Mid-American Journal of Business*, 20, (2): 11-18.

[26] Gill, A. & Biger, N. (2013). The Impact of Corporate Governance on Working Capital Management Efficiency of American Manufacturing Firms. *Journal of Managerial Finance*, 39 (2): 116-132.

[27] Gill, A & Mathur, N. (2011). The Impact of Board Size, CEO Duality, and Corporate Liquidity on the Profitability

www.SID.ir

Arshive of SID

of Canadian Service Firms. *Journal of Applied Finance and Banking*, 1 (3): 83-95.

[28] Harford, J. Mansi, S.A. & Maxwell, W.F. (2008). Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87 (3): 535-55.

[29] Isshaq, Z. Bokpin, G.A. & Onumah, J.M. (2009). Corporate Governance, Ownership Structure, Cash Holdings, and Firm Value on The Ghana Stock Exchange. *The Journal of Risk Finance*, 10 (5): 488-99.

[30] Kienschnick, R. LaPlante, M. & Moussawi, R. (2006). Corporate Working Capital Management: Determinants and Consequences. [Online] Available: http://www.fma.org/SLC/Papers/cwcmf_fma.pdf.

[31] Panigrahi, A.K. (2014). Relationship of Working Capital with Liquidity, Profitability and Solvency:A Case Study of ACC Limited. *Asian Journal of Management Research*, 4 (2): 308-22.

[32] Santanu, K. & Santi, G. (2004). Working Capital Management Efficiency. *The Management Accounting*, 363-367.

[33] Sen,M. Koksal,C. & Oruc, E. (2010). Relation between the Efficiency of Working Capital Management and Company Size. *Faculty of Economics and Administrative Science*, 522-531.

[34] Wasiuzzaman, S. & Arumugam, V.C. (2013). Determinants of Working Capital Investment: A Study of Malaysian Public Listed Firms. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 7 (2): 49-70.

[35] Wilson T.N & Nathalie V., Nakamura P. (2010). The Determinant Factors of Working Capital Management in The Brazilian Market, Available at: http://citation.allacademic.com/meta/p_mla_apa_research_citation/4/8/9/0/4/p489041_index.html

www.SID.ir