

## بررسی رابطه تمرکز مالکیت و ساختار هیأت مدیره با کارایی مدیریت سرمایه در گردش

سید علی واعظ<sup>۱</sup>، محمد حسین قلمبر<sup>۲</sup>، نسرین قنوانی<sup>۳</sup>، فاطمه رحمانی<sup>۴</sup>

۱- استادیار، دانشگاه شهید چمران اهواز

sa.vaez@yahoo.com

۲- مربی، دانشگاه شهید چمران اهواز

hosein.ghalambor@gmail.com

۳- دانشجوی کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید چمران اهواز

ghanavati.nasrin@gmail.com

۴- دانشجوی کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید چمران اهواز

f-rahmani@mscstu.scu.ac.ir

### چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر برخی از مؤلفه‌های حاکمیتی نظیر تمرکز مالکیت (درصد سهام پنج سهامدار بزرگ) و ساختار هیأت مدیره (اندازه و استقلال هیأت مدیره) بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش است. علاوه بر این، به منظور سنجش هرچه بهتر مدیریت سرمایه در گردش و کارایی آن، از چهار معیار دوره وصول مطالبات، دوره تبدیل موجودی، دوره پرداخت بدهی و چرخه تبدیل وجه نقد استفاده شده است. بدین منظور، فرضیه‌های پژوهش در قالب سه فرضیه اصلی و دوازده فرضیه فرعی براساس اطلاعات ۱۱۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ و با استفاده از الگوی داده‌های تابلویی بررسی و آزمون شدند. نتایج 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 کارایی 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. بنابراین، در کل می‌توان گفت که به علت عدم رابطه معنادار ساختار هیأت مدیره با چرخه تبدیل وجه نقد به عنوان اثر مشترک و توأم سه شاخص دیگر، ساختار هیأت مدیره تأثیر معناداری بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش ندارد که این موضوع می‌تواند نشان‌دهنده ضعف و عدم کارایی هیأت مدیره در کنترل و نظارت بر سیاست‌های سرمایه در گردش شرکت‌های ایرانی باشد.

**واژه‌های کلیدی:** مدیریت سرمایه در گردش، تمرکز مالکیت، اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره

## مقدمه

شالوده مباحث مدیریت مالی را سرمایه تشکیل می‌دهد و می‌توان ادعا کرد که تقریباً همه فعالیت‌های تجاری نیازمند سرمایه‌اند [۳]. سرمایه به عنوان یکی از منابع حیاتی برای بقا و رشد سازمان به شمار می‌رود و با توجه به اهمیت آن در فرآیندهای سازمانی، مدیریت آن نیز از اهمیت خاصی برخوردار است. در این میان، مدیریت کارای سرمایه در گردش یکی از وظایف اساسی و چالش برانگیز مدیران مالی تلقی می‌شود؛ زیرا سرمایه در گردش شامل اقلام جاری، نظیر: دریافتی‌ها، موجودی کالا، پرداختی‌ها و وجه نقد مصرف شده در عملیات روزانه بوده، اعمال مدیریت بر دارایی‌های جاری در مقایسه با اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات توجه بیشتری را می‌طلبد. همچنین، میزان سرمایه‌گذاری در هر یک از انواع دارایی‌های جاری به طور روزانه تغییر می‌کند و مدیران باید به طور مستمر و پویا سطح این سرمایه‌گذاری‌ها را بررسی کنند و از مطلوب بودن آن مطمئن شوند. بنابراین، با توجه به اینکه مبلغ سرمایه‌گذاری در دارایی‌های جاری ممکن است سریعاً تغییر کند، الزامات تأمین مالی مربوط به آن نیز متغیر است. از این رو، سوء مدیریت در اداره دارایی‌های جاری، احتمال دارد هزینه‌های چشمگیری در برداشته باشد [۶ و ۱۷]. از این رو، مدیریت صحیح منابع کوتاه‌مدت تأثیر بسزایی در تداوم فعالیت‌های اقتصادی بنگاه‌های تجاری دارد، زیرا فعالیت‌های عملیاتی در دوره‌های عادی به سرمایه در گردش کافی و مدیریت مطلوب آن بستگی دارد؛ به گونه‌ای که نتایج مورد انتظار تحقق یابد و امکان تداوم فعالیت در درازمدت نیز فراهم شود. بنابراین، در صورت نبود سرمایه در گردش کافی، شرکت به سختی قادر به ادامه فعالیت خود بوده، این امر یکی از علل اصلی ورشکستگی واحدهای تجاری

کوچک در بسیاری از کشورهای در حال توسعه و پیشرفته قلمداد می‌شود [۲۵].

با اینکه بیشترین تمرکز در حوزه مالی یک سازمان را تصمیم‌گیری‌های بلندمدت مالی، همچون: بودجه‌بندی سرمایه‌ای، ساختار سرمایه و مسائل مربوط به سیاست تقسیم سود به خود اختصاص می‌دهد، اما تأکید بر مدیریت سرمایه در گردش در دو دهه اخیر توجه زیادی از دانشگاهیان و مدیران مالی شرکت‌ها را به خود جلب نموده است [۱۹] و مطالعات زیادی در این حوزه انجام گرفته که بیشتر به بررسی عوامل مؤثر مربوط به ویژگی‌های شرکت بر مدیریت سرمایه در گردش پرداخته‌اند؛ در حالی که مطالعات کمی نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی می‌تواند از طریق به کارگیری سیاست‌های مطلوب، نقش مهمی را در کنترل و مدیریت سرمایه در گردش ایفا کند و در این میان، نقش دوگانگی مسؤلیت مدیرعامل، دوره تصدی وی، اندازه هیأت مدیره، حضور مدیران غیر موظف، کمیته حسابرسی و تمرکز مالکیت غیر قابل انکار بوده و به همین منظور پژوهش‌های انجام گرفته در این زمینه عموماً به بررسی این عوامل حاکمیت درون سازمانی بر مدیریت سرمایه در گردش پرداخته‌اند. اساس این پژوهش‌ها بر این امر استوار است که وجود ساز و کارهای نظارتی باعث بهبود کیفیت مدیریت مالی در سازمان می‌شود و از آنجا که مدیریت سرمایه در گردش بخشی از حوزه مدیریت مالی به حساب می‌آید؛ لذا در کنار عوامل مربوط به ویژگی‌های شرکت، توجه به عوامل حاکمیتی و تأثیر آنها بر سرمایه در گردش به منظور اتخاذ سیاست‌های بهینه و کارا در این حوزه امری ضروری است. شایان ذکر است که اصطلاح مدیریت سرمایه در گردش کارا، شامل برنامه‌ریزی و کنترل

میزان سرمایه‌گذاری در حساب‌های دریافتی و موجودی کالا و همچنین، میزان تأمین اعتبار، مؤلفه‌های اصلی مدیریت سرمایه در گردش را تشکیل می‌دهد.

مدیریت سرمایه در گردش از دو بُعد متفاوت قابل بررسی است: بُعدی که میزان نقدینگی را در مقطعی از زمان اندازه‌گیری می‌کند، با عنوان "جنبه ثابت یا ایستای مدیریت سرمایه در گردش" نام‌گذاری شده که عموماً با استفاده از نسبت‌های سنتی نقدینگی مانند نسبت‌های جاری و آنی محاسبه می‌شود، و بُعد دیگری که از آن با عنوان "جنبه پویای مدیریت سرمایه در گردش" یاد شده، که میزان نقدینگی را در طول زمان اندازه‌گیری می‌نماید. چرخه تبدیل وجه نقد<sup>۱</sup> معیاری پویا برای اندازه‌گیری فاصله زمانی بین وجه نقد پرداختی بابت خرید مواد اولیه و وصول وجه نقد ناشی از مطالبات است [۲۳] که اولین بار توسط هاگر<sup>۲</sup> (۱۹۷۶) برای اندازه‌گیری نقدینگی پویا معرفی و بعدها به منظور ارزیابی میزان کارایی مدیریت سرمایه در گردش توسط ریچارد و لافلین<sup>۳</sup> (۱۹۸۰) توصیه شد [۱۸]. از طرفی، تصمیم‌گیری درباره میزان سرمایه‌گذاری در حساب‌های دریافتی، موجودی‌ها و میزان اعتبار دریافتی از تأمین‌کنندگان در چرخه تبدیل وجه نقد شرکت انعکاس می‌یابد [۲۸]. بر این اساس، هرچه طول چرخه تبدیل وجه نقد کوتاهتر باشد، این به معنی آن است که سرمایه شرکت به مدت کمی در فرآیند کسب و کار درگیر بوده و شرکت سریع‌تر می‌تواند وجه نقد مورد نیاز خود را از محل فروش تأمین نماید، که نتیجه آن کاهش هزینه فرصت از دست رفته، بهبود کارایی در مدیریت سرمایه در گردش و همچنین، گردش بهتر وجه نقد و متعاقب آن، بهبود فرایند مالی و عملیاتی شرکت خواهد بود [۱۱]. کوتاه بودن چرخه تبدیل وجه نقد به طور غیرمستقیم ارزش شرکت را افزایش می‌دهد، زیرا حاکی

دارایی‌ها و بدهی‌های جاری به گونه‌ای است که از یک سو ریسک ناتوانی در برآورده کردن تعهدات کوتاه مدت برطرف شود و از سوی دیگر، از سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌های کوتاه‌مدت اجتناب گردد [۲۶]. در این شرایط است که سهامداران می‌توانند حداکثر ارزش مربوط به سرمایه‌گذاری‌هایشان را به دست آورند.

نظر به اینکه محدود پژوهش‌های صورت گرفته در ایران بر ویژگی‌هایی نظیر: اندازه، سودآوری، اهرم، جریان‌های نقدی، نوع مالکیت سهامداران (دولتی و نهادی) و دوره تصدی مدیریت تمرکز داشته و توجهی به اندازه هیأت مدیره، نقش مدیران غیرموظف و همچنین، تمرکز مالکیت سهامداران در افزایش کارایی مدیریت سرمایه در گردش نداشته‌اند، لذا در این پژوهش، سعی بر آن است که تأثیر عواملی همچون تمرکز مالکیت و برخی از مؤلفه‌های ساختار هیأت مدیره، مانند: اندازه هیأت مدیره و میزان استقلال اعضای هیأت مدیره به طور همزمان بر معیارهای چندگانه کارایی مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران بررسی شود تا بتوان با به کارگیری این معیارهای چندگانه برخلاف پژوهش‌های داخلی در این زمینه، به نتایج قابل تعمیم‌تری دست یافت. در ادامه نیز، به ترتیب به بیان مبانی نظری، پیشینه پژوهش، فرضیه‌ها، روش‌شناسی پژوهش و نهایتاً نتیجه‌گیری حاصل از پژوهش پرداخته شده است.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

واژه سرمایه در گردش به سرمایه‌گذاری بنگاه در دارایی‌های جاری، بدهی‌های جاری، وجوه نقد، اوراق بهادار کوتاه مدت، حساب‌های دریافتی و موجودی کالا مربوط می‌شود [۲۷] که در این میان، تصمیم‌گیری درباره

از آن است که شرکت در وصول مطالبات و همچنین، در به تأخیر انداختن پرداختی‌ها موفق عمل کرده است و خالص ارزش جریان‌های نقدی خود را افزایش داده و در نتیجه ارزش شرکت بیشتر شده است. در حالی هم که مدت زمان چرخه تبدیل وجه نقد طولانی باشد، شرکت با مشکل نقدینگی مواجه است، زیرا قادر به پوشش وجه نقد مورد نیاز خود از محل فروش نیست [۱۴].

در راستای کارایی مدیریت سرمایه در گردش، این اعتقاد وجود دارد که مدیریت سازمان به اتفاق هیأت‌مدیره، وظیفه ابلاغ و اجرای سیاست‌های دستوری سازمان را بر عهده دارند که در این میان، سیاست‌های مربوط به چگونگی مدیریت سرمایه در گردش، یکی از اساسی‌ترین و در عین حال، حساس‌ترین استراتژی‌های کلی سازمان برای ایجاد ارزش در ثروت سهامداران است [۱۳]. سیاستی که مدیریت شرکت برای مدیریت سرمایه در گردش اتخاذ می‌نماید، مجموعه‌ای از سیاست‌های مدیریت دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری است؛ برای مثال، اگر شرکت در خصوص دارایی‌های جاری از سیاست محافظه‌کارانه و در خصوص بدهی‌های جاری از سیاست جسورانه استفاده کند، سیاست کلی شرکت برای مدیریت سرمایه در گردش، سیاستی معتدل خواهد بود و بین ریسک و بازده نوعی تعادل و توازن برقرار می‌شود [۴]. به عبارت دیگر، هیأت‌مدیره و مدیریت در قبال سیاست‌های دستوری مربوط به مدیریت وجه نقد، حساب‌های دریافتی، خرید و نگهداری موجودی کالا، حساب‌های پرداختی و سایر سیاست‌های سازمان مسؤول هستند؛ چرا که سیاست‌های نادرست مربوط به حساب‌های دریافتی، حساب‌های پرداختی و موجودی کالا اثر منفی بر چرخه تبدیل وجه

نقد دارد؛ برای مثال، نگهداری میزان بالایی از وجه نقد که ممکن است انعکاسی از ریسک‌گریزی مدیریت باشد، می‌تواند به بروز مشکلات نمایندگی بینجامد، زیرا ممکن است این میزان از وجه نقد را کد با هدف حداکثرسازی ثروت سهامداران مغایر باشد [۱۶]. بنابراین، اندازه هیأت‌مدیره و دوگانگی مسئولیت مدیرعامل در سمت رئیس هیأت‌مدیره نقش با اهمیتی در سازمان ایفا کرده و می‌تواند میزان وجه نقد، حساب‌های دریافتی و پرداختی و در نتیجه سرعت چرخه تبدیل وجه نقد را هدایت کنند. در همین راستا، یرماک<sup>۴</sup> (۱۹۹۶) و لیپتون و لورسچ<sup>۵</sup> (۱۹۹۲) معتقدند که یک هیأت‌مدیره با اندازه کوچک در مقایسه با هیأت‌مدیره‌ای با اندازه بزرگ، در فرایند تصمیم‌گیری مؤثرتر عمل می‌کند. بر این اساس، انتظار می‌رود که تعداد زیاد اعضای هیأت‌مدیره نقش نظارتی آنها را کاهش داده و این اهمال و سستی از سوی مدیران رده بالای شرکت از طریق افزایش چرخه عملیاتی شرکت (دوره وصول مطالبات و دوره تبدیل موجودی) باعث طولانی‌شدن طول چرخه تبدیل وجه نقد و در نتیجه ناکارایی آن خواهد شد. در مورد استقلال هیأت‌مدیره نیز این ادعا وجود دارد که افزایش استقلال هیأت‌مدیره از طریق حضور درصد بالایی از مدیران غیرموظف می‌تواند نقش نظارتی هیأت‌مدیره را بهبود بخشد، از این طریق با افزایش بهره‌وری فرایند کسب و کار شرکت، عملکرد و کارایی بالای سرمایه در گردش را به دنبال داشته باشد [۲۱].

بنابراین، برنامه‌های حاکمیت شرکتی از طریق سیاست‌های دستوری دقیق، نقش با اهمیتی در کنترل و مدیریت سرمایه در گردش داشته، این موضوع نیازمند توجه و نظارت دقیقی از سوی عوامل نظارتی درون

در همین راستا، واسیوزامن و آروموگان<sup>۷</sup> (۲۰۱۳) نیز در مالزی با بررسی اطلاعات ۱۹۲ شرکت برای دوره زمانی ۲۰۰۷-۲۰۰۰ به شواهدی مبنی بر عدم رابطه‌ای معنادار بین ویژگی‌های هیأت‌مدیره شامل اندازه هیأت مدیره و درصد مدیران غیرموظف با سرمایه در گردش خالص دست یافتند. علاوه بر این، 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 [۲۹]. این نتایج با یافته‌های زاریاواتی<sup>۸</sup> و همکاران (۲۰۱۰) نیز مطابق است [۳۰].

آکچاتان و کاجانانتان<sup>۹</sup> (۲۰۱۳) براساس نمونه‌ای از شرکت‌های بورسی در کلمبیا برای دوره ۲۰۰۷-۲۰۱۱ به این نتیجه رسیدند که اختلاف جزئی معناداری بین سطوح کارایی مدیریت سرمایه در گردش و اجزای حاکمیت شرکتی مانند: اندازه کمیته حسابرسی، اندازه مجامع و درصد مدیران غیر اجرایی به استثنای ساختار رهبری هیأت مدیره وجود ندارد [۱۰].

در پژوهشی مشابه، پالومینی و ناکامورا<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۱) نیز با استفاده از اطلاعات شرکت‌های سهامی در برزیل برای دوره زمانی ۲۰۰۸-۲۰۰۱ به شواهدی دست یافتند که بر این اساس، مکانیزم‌های نظارتی مدیریتی، همچون: درصد تمرکز مالکیت، نسبت اعضای غیرموظف و پاداش سالانه مرتبط با سود شرکت تأثیر معناداری بر میزان سرمایه در گردش ندارد. با این حال، یافته‌های پژوهش نشان‌دهنده آن است که سرمایه در گردش به شدت تحت تأثیر ویژگی‌های شرکت، نظیر: سطح بدهی، اندازه و همچنین، رشد شرکت قرار می‌گیرد [۲۴].

نیلسون (۲۰۱۰) در پژوهشی اثر ویژگی‌های شرکت

سازمانی است. البته، شایان ذکر است که وقتی مدیران بخش قابل توجهی از سرمایه یا ثروت خود را در سهام یک شرکت سرمایه‌گذاری کنند، به طور معمول تصمیماتی در راستای بقای شرکت اتخاذ می‌نمایند. این تصمیمات می‌تواند مدیریت محافظه‌کارانه سرمایه در گردش را از طریق کاهش ریسک موجود در عملیات کسب و کار در پی داشته باشد که برای مثال می‌توان به مواردی، از قبیل: دادن شرایط اعتباری با پرداخت کم و یا نگهداشت سطح بالایی از موجودی فراتر از نیاز چرخه تولید اشاره کرد [۱۳]. این امر اهمیت نظارت سهامداران بزرگ را در مدیریت سرمایه در گردش نشان می‌دهد؛ تا جایی که حتی در شرکت‌هایی که منافع سهامداران به شدت محافظت می‌شود، باز هم سهامداران - به خصوص در شرکت‌هایی با نظارت کم سهامداران نهادی - نگران این موضوع هستند که مدیریت شرکت، منابع نقدی را هدر ندهد. بنابراین، انتظار می‌رود که سطح بالایی از تمرکز مالکیت در یک شرکت به علت افزایش درصد سهام نگهداری شده توسط سهامداران بزرگ، با بالابردن سطح نظارت آنها به افزایش کارایی مدیریت سرمایه در گردش بینجامد.

گیل و بیگر<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۳) در ارتباط با اثر حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش برای ۱۸۰ شرکت صنعتی آمریکا در سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۱ به این نتیجه رسیدند که تنها اندازه هیأت‌مدیره رابطه معکوسی با چرخه تبدیل وجه نقد دارد، در حالی که دوگانگی مسؤولیت مدیریت، چرخش مدیرعامل و همچنین کمیته حسابرسی شرکت‌های مورد بررسی رابطه معناداری با چرخه تبدیل وجه نقد ندارند. بنابراین، نتایج آنها گویای این واقعیت است که حاکمیت شرکتی نقش بسیار اندکی را در بهبود کارایی مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های مورد بررسی ایفا می‌کند [۱۵].

را بر مدیریت سرمایه در گردش بررسی کرد و با مطالعه اطلاعات یکساله ۴۰ شرکت بورس اوراق بهادار استکهلم پی برد که سودآوری و نوع صنعت ارتباط مثبت و معنادار و اندازه شرکت، جریان نقد عملیاتی و رشد شرکت ارتباط منفی و معناداری با چرخه تبدیل وجه نقد دارد [۲۲]. این نتایج با یافته‌های مانوری و محمد (۲۰۱۲) نیز مطابق است که علاوه بر این نتایج، پژوهش اخیر بیانگر آن است که مخارج سرمایه‌ای و تولید ناخالص داخلی نیز رابطه معکوسی با مدیریت سرمایه در گردش دارد [۲۰].

نتایج پژوهش موسوی و همکاران (۲۰۰۶) نیز برای یک دوره ۱۵ ساله (۲۰۰۴-۱۹۹۰) شرکت‌های سهامی در آمریکا نشان داد که در کنار مؤلفه‌هایی نظیر: اندازه شرکت، رشد فروش و نوع صنعت، وجود مدیران غیراجرایی در هیأت‌مدیره و همین‌طور مالکیت مدیرعامل در سهام این شرکت‌ها نقش بسزایی در کارایی سرمایه در گردش ایفا می‌کند [۲۱].

بهارمقدم و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی که بر روی داده‌های ۸۰ شرکت بورسی اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ انجام دادند، تأثیر ویژگی‌های خاص شرکت‌ها را بر مدیریت سرمایه در گردش بررسی نمودند. یافته‌های آنها نشان داد که بین فرصت‌های رشد و جریان نقد عملیاتی با مدیریت سرمایه در گردش ارتباط منفی و معناداری وجود دارد، در حالی که ساختار سرمایه ارتباط مثبت و معناداری با مدیریت سرمایه در گردش دارد. علاوه بر این، نتایج حاکی از آن است که سودآوری تأثیر معناداری بر چرخه تبدیل وجه نقد ندارد [۲].

در نهایت، پژوهش هرمزی و علی‌احمدی (۱۳۹۱) با عنوان بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش با حاکمیت شرکتی و تئوری سلسله مراتبی تنها پژوهش انجام شده در ایران است که تأثیر برخی عوامل حاکمیتی نظیر دوره تصدّی مدیریت، درصد مالکیت دولتی و درصد مالکیت نهادی را بر چرخه تبدیل وجه نقد به عنوان تنها معیار مدیریت سرمایه در گردش مدّ نظر قرار داده‌اند و براساس نمونه‌ای از شرکت‌های بورس تهران برای دوره ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ به جز دوره تصدّی مدیریت که تأثیر معناداری بر مدیریت سرمایه در گردش داشت، به شواهدی دالّ بر عدم رابطه معناداری بین درصد مالکیت دولتی و مالکیت نهادی با مدیریت سرمایه در گردش دست یافتند [۸].

با توجه به مبانی نظری و پیشینه مطرح شده و نظر به اینکه در این پژوهش چهارمعیار مدیریت سرمایه در گردش (دوره وصول مطالبات<sup>۱</sup>، دوره تبدیل موجودی<sup>۲</sup>، دوره پرداخت بدهی<sup>۳</sup> و چرخه تبدیل وجه نقد) در نظر گرفته شده است، فرضیه‌های پژوهش به صورت تدوین شده‌اند:

فرضیه اصلی اول: بین تمرکز مالکیت و مدیریت سرمایه در گردش رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی اول: بین تمرکز مالکیت و دوره وصول مطالبات رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین تمرکز مالکیت و دوره تبدیل موجودی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین تمرکز مالکیت و دوره پرداخت بدهی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی چهارم: بین تمرکز مالکیت و چرخه

نوع تجزیه و تحلیل رگرسیونی است. گردآوری اطلاعات در دو مرحله انجام شده است؛ به این ترتیب که در مرحله اول برای تدوین مبانی نظری پژوهش از روش کتابخانه‌ای و در مرحله دوم، برای گردآوری داده‌های مورد نیاز از نرم‌افزارهای اطلاعات مالی شرکت‌ها و درگاه بورس اوراق بهادار استفاده شده است. شایان ذکر است که پس از گردآوری داده‌ها، آماده‌سازی متغیرها ابتدا با استفاده از نرم‌افزار اکسل انجام شده و در نهایت تجزیه و تحلیل‌های آماری به کمک نرم‌افزار Eviews نسخه ۶ صورت گرفته است.

جامعه مورد نظر در این پژوهش، کلیه شرکت‌هایی هستند که تا تاریخ ۹۱/۱۲/۲۹ در سازمان بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند. نمونه‌گیری پژوهش به صورت هدفمند است؛ بدین صورت که در هر مرحله از بین کلیه شرکت‌های موجود، شرکت‌های دارای شرایط زیر، حذف شده و در نهایت، کل شرکت‌های باقیمانده برای آزمون انتخاب خواهند شد.

- شرکت‌هایی که در طول سال مالی تداوم فعالیت نداشته‌اند؛
- شرکت‌های واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری؛
- شرکت‌هایی که سال مالی آنها به ۱۲/۲۹ ختم نمی‌شود؛

• شرکت‌هایی که فاقد اطلاعات کافی برای انجام آزمون هستند.  
با توجه به محدودیت‌های مزبور، ۱۱۳ شرکت برای دوره ۱۳۹۱-۱۳۸۵ به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش انتخاب شدند.

تبدیل وجه نقد رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی دوم: بین تعداد اعضای هیأت‌مدیره و مدیریت سرمایه در گردش رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی پنجم: بین تعداد اعضای هیأت‌مدیره و دوره وصول مطالبات رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ششم: بین تعداد اعضای هیأت‌مدیره و دوره تبدیل موجودی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی هفتم: بین تعداد اعضای هیأت‌مدیره و دوره پرداخت بدهی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی هشتم: بین تعداد اعضای هیأت‌مدیره و چرخه تبدیل وجه نقد رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی سوم: بین استقلال هیأت‌مدیره و مدیریت سرمایه در گردش رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی نهم: بین استقلال هیأت‌مدیره و دوره وصول مطالبات رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی دهم: بین استقلال هیأت‌مدیره و دوره تبدیل موجودی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی یازدهم: بین استقلال هیأت‌مدیره و دوره پرداخت بدهی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی دوازدهم: بین استقلال هیأت‌مدیره و چرخه تبدیل وجه نقد رابطه معناداری وجود دارد.

## روش پژوهش

از آنجا که هدف اصلی این پژوهش، بررسی تأثیر ویژگی‌های حاکمیتی شرکتی بر مدیریت سرمایه در گردش با استفاده از تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته است، پژوهش حاضر از نوع شبه‌تجربی و از لحاظ هدف، پژوهشی کاربردی و از لحاظ روش آماری نیز از

رگرسیون زیر استفاده شده است:

$$\begin{aligned} WCME_{it} &= \beta_0 + \beta_1 \text{Ownership Concentration}_{it} \\ &+ \beta_2 \text{Board Size}_{it} + \beta_3 \text{Board Independence}_{it} \\ &+ \beta_4 \text{Lev}_{it} + \beta_5 \text{Firm Size}_{it} + \beta_6 \text{ROA}_{it} \\ &+ \beta_7 \text{CFL}_{it} + \beta_8 \text{GROW}_{it} + \beta_9 \text{CEX}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

شایان ذکر است که متغیرهای به کار رفته در الگوی پژوهش در ادامه توضیح داده شده‌اند.

### متغیرهای وابسته

در این پژوهش به منظور سنجش هر چه بهتر کارایی مدیریت سرمایه در گردش (WCME) از چهار معیار دوره وصول مطالبات، دوره تبدیل موجودی، دوره پرداخت حساب‌های پرداختی و چرخه تبدیل وجه نقد استفاده شده است [۱۵، ۲۶، ۵ و ۹].

دوره وصول مطالبات؛ عبارت است از میانگین تعداد روزهای صرف شده برای وصول وجوه از مشتریان که با استفاده از رابطه (۲) محاسبه می‌شود.

$$D_{AR} = \frac{\text{Accounts Receivables}}{\text{Sales}} \times 365 \quad (2)$$

در رابطه فوق؛  $D_{AR}$  بیانگر دوره وصول مطالبات، Accounts Receivables حساب‌های دریافتی و Sales فروش شرکت است.

دوره تبدیل موجودی؛ عبارت است از میانگین تعداد روزهایی که موجودی‌های کالا توسط شرکت پردازش شده و به فروش می‌رسد. این معیار نیز با استفاده از رابطه (۳) محاسبه می‌شود.

$$D_{INV} = \frac{\text{Inventories}}{\text{Cost of Good Sold}} \times 365 \quad (3)$$

در رابطه فوق؛  $D_{INV}$  بیانگر دوره تبدیل موجودی، Inventories موجودی‌های کالا و

به منظور تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها نیز، ابتدا داده‌ها با استفاده از روش‌های کمی، شامل ابزارهای موجود در آمار توصیفی، نظیر: میانگین، میانه و انحراف معیار تجزیه و تحلیل شدند. سپس، آزمون ریشه واحد برای بررسی پایایی متغیرها انجام شد که براین اساس، تمامی متغیرها در سطح ۱٪ پایا هستند. در نهایت نیز به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های اقتصادسنجی استفاده شد و فرضیه‌های مربوط، از طریق تحلیل رگرسیون چند متغیره با تکنیک داده‌های ترکیبی آزمون شدند. برای انتخاب از بین الگوهای رگرسیونی داده‌های ترکیبی و تابلویی با اثرهای ثابت از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. اگر در آزمون F لیمر روش داده‌های ترکیبی انتخاب شود، کار تمام است، اما اگر روش داده‌های تابلویی با اثرهای ثابت انتخاب گردید، لازم است آزمون هاسمن نیز انجام شود. از آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از الگوی اثرهای ثابت در مقابل الگوی اثرهای تصادفی استفاده می‌شود [۱].

همچنین، قبل از برآزش الگو و با توجه به اینکه شرکت‌های مورد استفاده در این پژوهش مربوط به صنایع مختلف بوده و با روش داده‌های ترکیبی تخمین زده شده‌اند، در نتیجه امکان وجود ناهمسانی واریانس وجود دارد که برای رفع این مشکل از روش رگرسیون کمترین مربعات تعمیم یافته برای برآزش الگو استفاده شد. پس از برآزش الگو نیز به منظور بررسی عدم خود همبستگی در باقیمانده‌های الگو از آماره دوربین واتسون استفاده شد.

### الگوی پژوهش و تعریف متغیرها

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوی

هیأت مدیره بوده و برابر است با نسبت اعضای غیر موظف به کل اعضای هیأت مدیره که بالا بودن آن نشان دهنده استقلال بیشتری در هیأت مدیره است.

**Board Size:** برابر است با تعداد اعضای هیأت مدیره اعم از موظف و غیر موظف.

### متغیرهای کنترلی

از آنجا که عوامل زیادی می‌توانند بر مدیریت سرمایه در گردش تأثیرگذار باشند، در این پژوهش اثر متغیرهای زیر در فرایند پژوهش کنترل شده که عبارتند از:

**Lev:** برابر با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی و بیانگر اهرم شرکت است.

**Firm Size:** برابر با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها و بیانگر اندازه شرکت است.

**ROA:** برابر با نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها و بیانگر بازده دارایی‌هاست.

**CFL:** برابر با نسبت جریان‌های نقدی عملیاتی به کل فروش و بیانگر جریان نقد عملیاتی است.

**GROW:** برابر با نسبت فروش سال جاری منهای سال قبل به فروش سال قبل و بیانگر رشد فروش است.

**CEX:** برابر با نسبت کل دارایی‌های ثابت تحصیل شده به کل فروش و بیانگر مخارج سرمایه‌ای است.

### نتایج پژوهش

#### آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در قالب مهم‌ترین شاخص‌های مرکزی و پراکندگی در جدول شماره (۱) به صورت زیر ارائه شده است.

**Cost of Good Sold** بهای تمام شده کالای فروش رفته است.

دوره پرداخت بدهی؛ عبارت است از میانگین تعداد روزهایی که طول می‌کشد تا شرکت وجوه لازم را به تأمین‌کنندگان و اعتباردهندگان بپردازد. این معیار با استفاده از رابطه (۴) به دست آید.

$$D_{AP} = \frac{\text{Accounts Payables}}{\text{Cost of Good Sold}} \times 365 \quad (۴)$$

در رابطه فوق نیز؛  $D_{AP}$  بیانگر دوره پرداخت بدهی و **Accounts Payables** حساب‌های پرداختنی است.

چرخه تبدیل وجه نقد؛ عبارت است از تعداد روزهایی که منابع شرکت در عملیات کسب و کار سرمایه‌گذاری می‌شوند. این معیار که رایج‌ترین شاخص مورد استفاده برای مدیریت سرمایه در گردش است، در بسیاری از پژوهش‌های داخلی و خارجی استفاده شده و از طریق رابطه (۵) محاسبه می‌شود.

$$CCC = (D_{AR} + D_{Inv}) - D_{AP} \quad (۵)$$

### متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل پژوهش، تمرکز مالکیت و ساختار هیأت مدیره هستند که به صورت زیر محاسبه می‌شوند: شایان ذکر است که در این پژوهش ساختار هیأت مدیره از حیث اندازه و نسبت اعضای غیرموظف آن بررسی می‌شود.

**Ownrship Concentration:** بیانگر تمرکز مالکیت بوده و عبارت است از درصد سهام نگهداری شده توسط پنج سهامدار بزرگ شرکت که هرچه مقدار آن کمتر باشد، به نوعی نشان دهنده پراکندگی مالکیت است.

**Board Independence:** بیانگر استقلال

جدول (۱) آمارهای توصیفی متغیرهای پژوهش\*

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
دوره وصول مطالبات	۱۲۸/۷۷۵	۱۱۰/۳۵۱	۷۲۲/۳۵۶	۰/۴۱۵	۹۹/۵۹۱
دوره تبدیل موجودی	۱۷۴/۳۴۶	۱۵۳/۸۴۶	۹۴۹/۹۳۸	۲/۹۰۲	۱۰۹/۳۷۴
دوره پرداخت بدهی	۶۱/۹۳	۴۵/۱۷۶	۵۷۵/۴۶	۰/۰۳۲	۶۴/۲۱۴
چرخه تبدیل وجه نقد	۲۴۱/۶۹۶	۲۲۵/۸۵۵	۹۹۴/۰۵۵	۸/۵۸۸	۱۴۴/۱۷
تمرکز مالکیت	۰/۷۶	۰/۸۱	۱	۰/۰۲۷	۰/۱۸۸
استقلال هیأت مدیره	۰/۶۵	۰/۶	۱	۰	۰/۱۴۸
اندازه هیأت مدیره	۵/۰۲۵	۵	۷	۳	۰/۲۵۵
اهرم	۰/۷۲۱	۰/۶۵۲	۹/۶۶۴	۰/۰۶	۰/۶۷۷
اندازه شرکت	۱۳/۲۸۷	۱۳/۲۱۵	۱۷/۲۲۴	۹/۸۲۱	۱/۲۶۲
بازده دارایی‌ها	۰/۱۳۲	۰/۰۸۴	۳/۶۹۳	-۰/۶	۰/۲۶۹
جریان نقدی عملیاتی	۰/۱۹۴	۰/۱۴	۳/۴۳۱	-۲/۸۰۷	۰/۳۲۲
رشد شرکت	۰/۱۸۵	۰/۱۴۷	۲/۱۵۲	-۰/۶۶۸	۰/۳۱۶
مخارج سرمایه‌ای	۰/۴۵۴	۰/۲۵	۷/۸۱۹	۰/۰۲۷	۰/۷۲۱

\* منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که در جدول (۱) مشاهده می‌شود، با توجه به نزدیکی میانگین و میانه در بیشتر متغیرها می‌توان گفت که کلیه متغیرهای پژوهش از توزیع مناسبی برخوردارند. در این میان، میانگین چرخه تبدیل وجه نقد به عنوان اثر مشترک سه معیار دیگر، ۲۴۱/۶۹۶ روز بوده و بیانگر آن است که بیشتر مشاهدات مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز دارد. به عبارت دیگر، در شرکت‌های مورد بررسی به طور متوسط کمتر از یک سال مالی طول می‌کشد تا وجه نقد مورد استفاده در عملیات تجاری به صورت نقد به شرکت باز گردد. علاوه بر این، میانه چرخه تبدیل وجه نقد نیز نشان می‌دهد که نیمی از طول چرخه تبدیل وجه نقد شرکت‌ها کمتر از ۲۲۵/۸۵۵ روز و نیمی دیگر بیش از این مقدار است. مقادیر شاخص‌های

مرکزی متغیرهای مستقل پژوهش نیز حاکی از آن است که پراکندگی مالکیت شرکت‌های مورد بررسی بسیار کم بوده، قدرت در دست سهامداران بزرگ شرکت‌هاست. همچنین، به طور متوسط به ازای هر پنج عضو هیأت مدیره، سه عضو آن را مدیران غیرموظف تشکیل می‌دهند که گویای استقلال نسبی هیأت مدیره است.

#### آمار استنباطی

همان‌طور که در بخش‌های قبلی ذکر شد، پیش از تخمین الگو لازم است آزمون‌های تشخیصی چاو و در صورت لزوم هاسمن انجام شود. از این رو، برای الگوی اصلی پژوهش با چهار متغیر وابسته جداگانه این آزمون

انجام شده که نتایج آنها در جدول (۲) نشان داده شده است.

جدول (۲) نتایج آزمون‌های تشخیصی\*

نوع متغیر وابسته		نوع آزمون		نوع متغیر وابسته		نوع آزمون	
سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره
۰/۰۰۰	۱۶/۷	۰/۰۰۰	۶/۹۶۴	۰/۰۰۰	۱۴/۱۵۹	۰/۰۰۰	۱۵/۹۸۷
۰/۰۰۶	۳۳/۰۰۷	۰/۰۰۰	۳۱/۴۹۶	۰/۱۱۴	۱۴/۲۴۵	۰/۰۱۱	۲۱/۲۸۸
داده‌های تابلویی با اثرهای ثابت		داده‌های تابلویی با اثرهای ثابت		داده‌های تابلویی با اثرهای تصادفی		داده‌های تابلویی با اثرهای ثابت	

\*منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج به دست آمده از آزمون‌های تشخیصی در کل مؤید این مطلب است که تخمین الگوی پژوهش با متغیرهای وابسته دوره وصول مطالبات، دوره پرداخت حساب‌های پرداختی و چرخه تبدیل وجه نقد باید به روش داده‌های تابلویی با اثرهای ثابت انجام پذیرد، در حالی که روش تخمین مناسب الگو با متغیر وابسته دوره تبدیل موجودی، داده‌های تابلویی با اثرهای تصادفی است.

قابل پذیرش ۵٪، فرض وجود روابط خطی بین متغیرهای پژوهش تأیید شده و در نتیجه الگوی رگرسیونی پژوهش برای هر چهار متغیر وابسته جداگانه، در سطح اطمینان ۰/۹۹ اعتبار دارد. علاوه بر این، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده الگوها مشخص می‌شود که به ترتیب حدود ۰/۹، ۰/۸۴، ۰/۷۳ و ۰/۹ تغییرات متغیرهای وابسته هر الگو توسط متغیرهای مستقل و کنترلی آنها قابل تبیین است که این امر با نتیجه آماره F نیز مطابق بوده و نشان‌دهنده توان توضیح دهندگی بالای الگوهاست. افزون بر این، مقادیر آماره دوربین-واتسون الگوها (۱/۵، ۱/۷۸، ۱/۶۷ و ۱/۵۳) نیز بیانگر عدم خود همبستگی در باقیمانده‌های آنهاست.

### تخمین الگو و آزمون فرضیه‌ها

نتایج مربوط به تخمین الگوی پژوهش با استفاده از چهار متغیر وابسته و بر اساس روش‌های پذیرفته شده، در جدول (۳) ارائه شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود، با توجه به معناداری آماره F در سطح خطای

جدول (۳) نتایج تخمین الگوی پژوهش\*

نوع متغیر وابسته الگو	ضریب (سطح معناداری)	ضریب (سطح معناداری)	ضریب (سطح معناداری)	ضریب (سطح معناداری)	متغیر توضیحی
عرض از مبدأ	۰/۰۲۵) ۱۱۴/۰۹۶	۰/۷۷۸) ۱۵/۷۵۸	۰/۰۰۳) ۹۹/۹۱	۰/۶۹۵) ۳۰/۲۲۹	ضریب (سطح معناداری)
تمرکز مالکیت	۰/۳۵۴) ۱۲/۷۷۹	۰/۰۴۲) ۴۰/۶۶۱	۰/۴۲۲) ۸/۹۶	۰/۰۰۷) ۵۴/۰۷۴	ضریب (سطح معناداری)
اندازه هیأت مدیره	۰/۰۱۲) ۹/۶۹	۰/۴۶۶) ۴/۳۷۱	۰/۲۶۲) ۳/۲۷۲	۰/۷۰۲) ۳/۱۴۹	ضریب (سطح معناداری)
استقلال هیأت مدیره	۰/۰۰۴) ۲۷/۹۸۱	۰/۵۳۴) ۶/۴۰۴	۰/۲۲۵) ۷/۴۹	۰/۵۵۸) ۷/۲۶	ضریب (سطح معناداری)
اهرم	۰/۲۶۲) ۳/۱۹۵	۰/۰۰۴) ۱۰/۹۳۱	۰/۰۰۰) ۱۱/۵۶۷	۰/۰۳۳) ۶/۴۸۱	ضریب (سطح معناداری)
اندازه شرکت	۰/۰۰۰) ۲۱/۹۶۸	۰/۰۰۰) ۱۳/۷۳۷	۰/۰۰۰) ۱۰/۶۵۹	۰/۰۰۰) ۱۹/۵۷۱	ضریب (سطح معناداری)
بازده دارایی‌ها	۰/۰۵۵) ۱۴/۹۲	۰/۰۲۷) ۱۱/۹۸۵	۰/۰۰۷) ۱۲/۸۲۳	۰/۰۰۰) ۴۲/۸۱۱	ضریب (سطح معناداری)
جریان نقدی عملیاتی	۰/۰۰۰) ۲۲/۳۷	۰/۵۵) ۲/۸۴۷	۰/۵۸۱) ۱/۸۳۶	۰/۰۰۰) ۲۸/۳۲۱	ضریب (سطح معناداری)
رشد شرکت	۰/۰۰۰) ۳۶/۲۲۵	۰/۰۰۰) ۳۶/۵۷۶	۰/۰۰۰) ۱۱/۰۲۱	۰/۰۰۰) ۶۲/۳۳۴	ضریب (سطح معناداری)
مخارج سرمایه‌ای	۰/۲۹۹) ۲/۷۹۸	۰/۰۰۰) ۱۹/۳۷۸	۰/۴۸۳) ۰/۷۵۶	۰/۰۰۰) ۲۲/۶۴۷	ضریب (سطح معناداری)
ضریب تعیین	۰/۹۱۷	۰/۸۶۲	۰/۷۷۲	۰/۹۲۳	ضریب تعیین
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۹۰۲	۰/۸۳۷	۰/۷۳۱	۰/۹۰۱	ضریب تعیین تعدیل شده
آماره F (سطح معناداری)	۰/۰۰۰) ۶۰/۷۷۷	۰/۰۰۰) ۳۴/۴۴۱	۰/۰۰۰) ۱۸/۶۶۱	۰/۰۰۰) ۶۱/۱	آماره F (سطح معناداری)
آماره دوربین واتسون	۱/۵	۱/۷۸	۱/۶۷	۱/۵۳	آماره دوربین واتسون

\* منبع: یافته‌های پژوهش

آن (۰/۰۱۲، ۰/۴۶۶، ۰/۲۶۲ و ۰/۷۰۲) در الگوها می‌توان گفت که اندازه هیأت مدیره تنها با دوره وصول مطالبات ارتباط معنادار منفی دارد. بنابراین، فرضیه فرعی پنجم تأیید شده و فرضیه‌های ششم تا هشتم تأیید نمی‌شوند. متغیر استقلال هیأت مدیره نیز با توجه به ضرایب و سطح معناداری آن همانند اندازه هیأت مدیره تنها با دوره وصول مطالبات ارتباط معناداری دارد که البته این ارتباط از نوع مثبت است. بر این اساس، فرضیه فرعی نهم تأیید شده، اما فرضیه‌های فرعی دهم تا دوازدهم تأیید نمی‌شوند.

بر اساس نتایج به دست آمده و با توجه به ضرایب متغیر تمرکز مالکیت (۱۲/۷۷۹، -۴۰/۶۶۱، -۸/۹۶ و -۵۴/۰۷۴) و سطح معناداری آن (۰/۳۵۴، ۰/۰۴۲، ۰/۴۲۲ و ۰/۰۰۷) می‌توان ادعا کرد، تمرکز مالکیت با دوره تبدیل موجودی و چرخه تبدیل وجه نقد ارتباط معناداری از نوع منفی دارد، اما با دوره وصول مطالبات و دوره پرداخت حساب‌های پرداختی ارتباط معناداری ندارد. از این رو، فرضیه‌های فرعی دوم و چهارم تأیید شده و فرضیه‌های فرعی اول و سوم تأیید نمی‌شوند. علاوه بر این، با توجه به متغیر اندازه هیأت مدیره و ضرایب (۹/۶۹، ۴/۳۷۱، ۳/۲۷۲ و -۳/۱۴۹) و سطح معناداری

## بحث و نتیجه‌گیری

با آنکه بیشترین تمرکز در حوزه مالی یک سازمان را تصمیم‌گیری‌های بلندمدت مالی، همچون: بودجه‌بندی سرمایه‌ای، ساختار سرمایه و مسائل مربوط به سیاست تقسیم سود به خود اختصاص می‌دهد، اما تأکید بر مدیریت سرمایه در گردش در دو دهه اخیر توجه زیادی از دانشگاهیان و مدیران مالی شرکت‌ها را به خود جلب نموده است. از این رو، در این پژوهش در قالب سه فرضیه اصلی و ۱۲ فرضیه فرعی به بررسی رابطه بین برخی ویژگی‌های هیأت‌مدیره و تمرکز مالکیت با شاخص‌های چهارگانه مدیریت سرمایه در گردش پرداخته شد. نتایج به دست آمده نشان داد که برخلاف عدم رابطه معنادار تمرکز مالکیت با دوره وصول مطالبات و دوره پرداخت بدهی، تمرکز مالکیت تأثیر منفی و معناداری بر طول دوره تبدیل موجودی و چرخه تبدیل وجه نقد دارد. نتایج این فرضیه‌ها با یافته‌های پالومبینی و ناکامورا (۲۰۱۲) و چان و همکاران (۲۰۱۳) مغایر است [۲۴ و ۱۲]. علاوه بر این، اندازه و استقلال هیأت‌مدیره تنها با دوره وصول مطالبات ارتباط معنادار داشته، در حالی که با سایر متغیرهای مدیریت سرمایه در گردش ارتباط معناداری ندارد. بنابراین، در کل می‌توان ادعا نمود که به علت عدم رابطه معنادار ساختار هیأت‌مدیره با چرخه تبدیل وجه نقد به عنوان اثر مشترک و توأم سه شاخص دوره وصول مطالبات، دوره تبدیل موجودی و دوره پرداخت بدهی، ساختار هیأت‌مدیره تأثیر معناداری بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش ندارد. این موضوع در پژوهش‌های موسوی و همکاران (۲۰۰۶)، پالومبینی و ناکامورا (۲۰۱۲) و آکچانتان و کاجانانتان (۲۰۱۳) [۲۱، ۲۴ و ۱۰] نیز تأیید شده، اما با نتایج گیل و بیگر (۲۰۱۳) مبنی بر وجود یک رابطه منفی و معنادار بین اندازه هیأت‌مدیره و چرخه

## تبدیل وجه نقد مطابقت ندارد [۱۵].

بر اساس یافته‌های پژوهش می‌توان ادعا نمود که در شرکت‌های ایرانی نقش سهامداران بزرگ در مدیریت کارایی سرمایه در گردش بسیار تأثیرگذار است. به عبارتی، از یک سو هرچه قدرت نفوذ سهامداران به واسطه درصد بالای سرمایه‌گذاری در یک شرکت افزایش یابد، حساسیت آنها نسبت به تحقق اهدافشان که همانا کسب بازده بیشتری است، افزایش خواهد یافت و از سوی دیگر، وقتی بیشترین سهام یک شرکت در اختیار عده معدودی سرمایه‌گذار باشد، کنترل و نظارت آنها بر مدیریت منابع شرکت، به ویژه منابع نقدی که رابطه زیادی با ورشکستگی و ارزش شرکت دارند، آسانتر و اثربخش‌تر خواهد شد. بنابراین، با توجه به اینکه در شرکت‌های ایرانی دو ویژگی ذکر شده در بالا یعنی درصد بالای سهام نگهداری شده توسط پنج سهامدار بزرگ - وجود دارد، این امر می‌تواند از طریق کاهش در طول دوره تبدیل موجودی و چرخه تبدیل وجه نقد به کارایی هرچه بهتر مدیریت سرمایه در گردش کمک شایانی نماید. در مورد علل احتمالی عدم تأثیرگذاری اندازه و استقلال هیأت‌مدیره بر مدیریت سرمایه در گردش نیز می‌توان ادعان نمود که اولاً در ایران، الزامات قانونی نقش تعیین‌کننده‌ای در اندازه هیأت‌مدیره ایفا می‌کند، زیرا طبق ماده ۱۰۷ قانون تجارت اعضای هیأت‌مدیره نباید کمتر از ۵ نفر باشند، این در حالی است که هیچ‌گونه مبنای نظری برای این موضوع در قانون تجارت ذکر نشده و به عواملی نظیر: موضوع عملیات شرکت، اندازه شرکت و ... توجهی نشده است؛ ثانیاً وجود اعضای دارای دانش و تخصص مالی در ترکیب هیأت‌مدیره‌های شرکت‌های بورسی بسیار کم بوده و در اکثر موارد هم به عنوان عضو موظف انجام وظیفه می‌کنند، در حالی که در اصول حاکمیت شرکتی بر

و ...) توجه جدی نیز به نقش نظارتی سهامداران عمده داشته باشند.

### پیشنادهایی برای پژوهش‌های آتی

- بررسی پژوهش حاضر به تفکیک صنایع مختلف و مقایسه نتایج حاصل از آن با این پژوهش؛
- بررسی تأثیر سایر عوامل حاکمیتی بر مدیریت سرمایه در گردش نظیر: دوگانگی مسئولیت مدیر عامل، پاداش مدیریت، تعداد جلسات هیأت‌مدیره، ساختار مالکیت هیأت‌مدیره و کمیته حسابرسی؛
- کنترل عواملی دیگری نظیر: فرصت‌های سرمایه‌گذاری، قدرت رقابتی بازار محصول شرکت و همچنین، متغیرهای کلان اقتصادی در فرایند پژوهش حاضر.

### منابع:

- [۱]. افلاطونی، عباس و نیکبخت، لیلی. (۱۳۸۹). کاربرد اقتصادسنجی در تحقیقات حسابداری، مدیریت مالی و علوم اقتصادی، تهران: انتشارات ترمه.
- [۲]. بهارمقدم، مهدی؛ محمدرضاخانی، وحید و هوشمند زعفرانی، رحمت‌اله. (۱۳۹۱). بررسی اثر ویژگی‌های خاص شرکت‌ها بر مدیریت سرمایه در گردش. پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، ش ۴، پیاپی (۶)، صص ۷۱-۸۹.
- [۳]. پی نوو، ریموند. (۱۳۸۶). مدیریت مالی. علی پارسائیان و علی جهانخانی. تهران: سمت.
- [۴]. رهنمای رودپشتی، فریدون و کیانی، علی. (۱۳۸۷). بررسی و تبیین استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش و پژوهش حسابداری، ش ۱۳، سال چهارم، صص ۶۰-۷۰.

حضور حداقل یک عضو مالی غیرموظف در ترکیب هیأت‌مدیره به منظور افزایش کارکرد نظارتی اعضای غیرموظف تأکید شده است [۷]. لذا هیأت‌مدیره این شرکت‌ها کارایی لازم را در نظارت بر سیاست‌های سرمایه در گردش و سایر مسائل مالی ندارند. با این حال، می‌توان با مدیریت راهبردی و سرمایه‌گذاری اصولی روی ویژگی‌های خاص شرکت که در این پژوهش تأثیر آنها بر چرخه تبدیل وجه نقد کنترل شد، در راستای مدیریت هرچه بهتر سرمایه در گردش و بهبود نقدینگی گام برداشت.

### پیشنادهای کاربردی

با توجه به یافته‌های پژوهش، نظر به اینکه هیأت‌مدیره‌های شرکت‌های مورد بررسی نقش و کارایی لازم را در مدیریت سرمایه در گردش ندارند، پیشنهاد می‌شود که سهامداران شرکت‌ها؛ به ویژه سهامدارانی که درصد بالایی از سهام شرکت را دارا هستند، در انتخاب اعضای هیأت‌مدیره نهایت دقت را به عمل آورده، آنها را با رویکرد هدفمند انتخاب نمایند؛ به این صورت که دانش و تخصص لازم در حوزه فعالیت شرکت و همچنین، در حوزه مالی برخوردار باشند تا از این طریق بتوانند با نظارت درست بر سیاست‌های سرمایه در گردش و حتی با ارائه دیدگاه‌هایی تخصصی در این باره، مدیریت شرکت را در افزایش کارایی سرمایه در گردش یاری رسانند.

علاوه بر این، با توجه به اینکه تمرکز مالکیت تأثیر مثبتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش دارد، لذا به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که در راستای مدیریت هرچه بهتر سرمایه در گردش؛ به‌ویژه از طریق کاهش دوره وصول مطالبات و چرخه تبدیل وجه نقد، علاوه بر ویژگی‌های خاص شرکت‌ها (اندازه، اهرم، رشد شرکت

- [12]. Chan, H.W.H., Lub, Y., & Zhang, H.F. (2013). The effect of financial constraints, investment policy, product market competition and corporate governance on the value of cash holdings. *Accounting and Finance*, Vol. 53, Issue. 2, pp. 339-366.
- [13]. Dahya, J., & 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.
- [14]. Gentry, J.A., Vaidyanathan, R., Lee, R., & Wai, H. (1990). A weighted cash conversion cycle. *Financial Management*, Vol. 19, No. 1, pp. 90-99.
- [15]. Gill, A. S., & Biger, N. (2013). The impact of corporate governance on working capital management efficiency of American manufacturing firms. *Managerial Finance*. Vol. 39, No. 2, pp. 116-132.
- [16]. Gill, A., & Shah, C. (2012). Determinants of corporate cash holdings: evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4 No. 1, pp. 70-79.
- [17]. 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*, Vol. 10, No. 5, pp. 488-499.
- [18]. Kamath, A. (1989). How useful are Common Liquidity Measures?. *Journal of Cash Management*, Vol. 9, Iss. 1, pp. 24-28.
- [19]. Lyroudi, K., & Lazaridis, J. (2000). The cash conversion cycle and liquidity analysis of the food industry in Greece. Working paper, SSRN Paper Collection, available at: [http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id%4236175](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id%4236175).
- [20]. Manoori, E., & Muhammad, D.J. (2012). Determinants of working capital management: Case of Singapore firms. *Research Journal of Finance and*
- [5]. ستایش، محمدحسین؛ کاظم‌نژاد، مصطفی و ذوالفقاری، مهدی. (۱۳۸۷). بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ش ۲۳، صص ۴۳-۶۶.
- [6]. شباهنگ، رضا. (۱۳۷۳). مدیریت سرمایه در گردش و بودجه نقدی. *حسابدار*، شماره یازدهم و دوازدهم، سال نهم، صص ۸۰-۹۳.
- [7]. نیک بخت، محمدرضا؛ سیدی، عزیز و هاشم الحسینی، روزبه. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر ویژگی‌های هیأت مدیره بر عملکرد شرکت. *پیشرفت‌های حسابداری*، دوره دوم، شماره اول، صص ۲۷۰-۲۵۱.
- [۸]. هرمزی، هادی و علی احمدی، 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. *حسابداری مدیریت*، شماره پانزدهم، سال پنجم، صص ۳۱-۳۹.
- [۹]. یعقوب‌نژاد، احمد؛ وکیلی‌فرد، حمیدرضا و بابائی، حمیدرضا. (۱۳۸۹). ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی*، شماره دوم، صص ۱۱۷-۱۳۷.
- [10]. Achchuthan, S., & Kajanathan, R. (2013). Corporate Governance practices and Working Capital Management Efficiency: Special Reference to Listed Manufacturing companies in SriLanka. *Information and Knowledge Management*, Vol.3, No.2, pp.216-226.
- [11]. Banomyong, R. (2005). Measuring the Cash Conversion Cycle in an International Supply Chain. Annual Logistics Research Network (LRN) Conference Proceedings, pp. 29-34.

M. N. & Sazali, A. (2010). Determinants of Working Capital Management: Evidence from Malaysia', in Financial Theory and Engineering. Proceedings of the 2010 International Conference, pp. 190-194.

- 
- 1- Cash Conversion Cycle (CCC)
  - 2- Hager
  - 3- Richards & Laughlin
  - 4- Yermack
  - 5- Lipton & Lorsch
  - 6- Gill & Biger
  - 7- Wasiuzzaman & Arumugan
  - 8- Zariyawati
  - 9- Achchuthan & Kajanathan
  - 10- Palombini & Nakamura
  - 11- Days of Accounts Receivables (D\_AR)
  - 12- Days of Inventories Conversion (D\_INV)
  - 13- Days of Accounts Payables (D\_AP)

- Accounting*, Vol 3, No.1, pp. 15-23.
- [21].Moussawi, R., LaPlante, M., Kieschnick, R., & Baranchuk, N. (2006). Corporate working capital management: determinants and consequences. Working paper, University of Pennsylvania, Philadelphia.
- [22].Nilsson, H. (2010). The effect of company characteristics on working capital management: A quantitative study of Swedish listed companies. Umeå School of Business.
- [23].Nobanee, H., Abdullatif, M., & AlHajjar, M. (2011). Cash conversion cycle and firm's performance of Japanese firms. *Asian Review of Accounting*, Vol. 19, No. 2, pp. 147-156.
- [24].Palombini, N.V.M., & Nakamura, W.T. (2012). Key Factors In Working Capital Management In The Brazilian Market. *Revista de Administração de Empresas*, Vol. 52, No. 1, pp. 55-69.
- [25].Rafuse, M.E. (1996). Working capital management: an urgent need to refocus. *Management Decision*, Vol. 34, Iss. 2, pp. 59 – 63.
- [26].Rahman, A., & Nasr, M. (2007). Working Capital Management and Profitability-Case of Pakistan Firm. *International Review of Business Research Paper*, Vol. 3, No. 1, pp. 279-300.
- [27].Schilling, G. (1996). Working Capital's Role in Maintaining Corporate Liquidity". *TMA Journal*, Vol. 16, Issue, 5, pp. 4-7.
- [28].Truel, P.J., & Solano, P.M., (2007). Effects of Working Capital Management on SME Profitability. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 3, No. 2, pp. 164-177.
- [29].Wasiuzzaman, S., & Arumugam, V.C., (2013). Determinants of Working Capital Investment : A Study of Malaysian Public Listed Firms. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, Vol. 7, Iss. 2, pp. 49-70.
- [30].Zariyawati, M. A., Taufiq, H., Annuar,