

بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش با حاکمیت شرکتی و تئوری سلسله مراتب تامین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

هادی هرمزی^۱

سعید علی احمدی^۲

تاریخ پذیرش: ۹۱/۴/۱

تاریخ دریافت: ۹۰/۱۲/۱۱

چکیده

این پژوهش به بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش با حاکمیت شرکتی و تئوری سلسله مراتب تامین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. دوره انجام تحقیق ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ است. در این پژوهش از داده های ترکیبی برای آزمون فرضیه ها استفاده شده است. نتایج این تحقیق نشان داد که بین متغیر های دوره تصدی مدیریت، اندازه شرکت، رشد شرکت و جریان نقد آزاد با سرمایه در گردش رابطه معنی دار وجود دارد و بین متغیر های بدهی، درصد مالکیت دولتی و درصد مالکیت نهادی با سرمایه در گردش رابطه وجود ندارد. همچنین، نتایج تحقیق نشان داد که شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تئوری سلسله مراتب تامین مالی را رعایت می کنند.

واژه های کلیدی: چرخه تبدیل وجه نقد، حاکمیت شرکتی، سلسله مراتب تامین مالی و بورس اوراق بهادار تهران.

mandegar110@gmail.com

saeidaliahmadi@yahoo.com

۱- عضو هیات علمی دانشگاه آزاد واحد اسلامی واحد خوراسگان (مسئول مکاتبات)

۲- دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران

۱- مقدمه

مدیریت سرمایه در گردش یک شرکت زمینه ای بسیار حساس در حیطه مدیریت مالی محسوب می گردد. این زمینه شامل اتخاذ تصمیماتی در مورد مبلغ و ترکیب دارایی های جاری و نحوه تامین مالی این دارایی ها می باشد. مدیریت سرمایه در گردش به طور اثربخشی فرصت های رشد را دنبال می کند تا وجوه به طور بهینه تخصیص یابد و بتوان از فرصت های پیش رو به نحو صحیح استفاده نمود. فرایند مدیریت سرمایه در گردش شامل تصمیماتی درباره جنبه های متعدد سرمایه گذاری وجوه نقد موجود، حفظ سطح معینی از موجودی ها، مدیریت حساب های دریافتی و پرداختی است (گیتمن، 2009)^۱

هدف اصلی مدیریت سرمایه در گردش حفظ مانده مطلوب هر یک از اجزای مدیریت سرمایه در گردش است. کسب و کار موفق به شدت به توانایی مدیران مالی به مدیریت اثر بخش حساب های دریافتی، موجودی کالا و حساب های پرداختی وابسته است. (فیل بک و کروگر، 2005)^۲ سطح مطلوب مدیریت سرمایه در گردش سطحی است که در آن تعادل بین ریسک و کارایی وجود دارد.

به منظور دستیابی به سطح مطلوب در سرمایه در گردش عواملی از جمله وجود جریان نقد آزاد، ساز و کار اداره واحد تجاری و ساختار سرمایه در پژوهش های از جمله ویلسون توشیرو ناکامورا و ناتالی ویلسنت ناکامورا (۲۰۱۰)^۳ و چیو و چنگ (۲۰۰۶)^۴ مورد مطالعه قرار گرفته اند. در بخش بعد مبانی نظری مربوط به عوامل ذکر شده بیان گردیده است.

به طور خلاصه می توان گفت که این مقاله به دنبال پاسخ دادن به سوال های زیر است:

۱) آیا بین مدیریت سرمایه در گردش و حاکمیت شرکتی رابطه ای وجود دارد؟

۲) آیا بین مدیریت سرمایه در گردش و تئوری سلسله مراتب تامین مالی رابطه ای وجود دارد؟

۲- مبانی نظری پژوهش و مروری بر پیشینه

مدیریت سرمایه در گردش برای دست یابی به سطح بهینه نیازمند توجه به عواملی هستند که مدیریت سرمایه در گردش را تحت تاثیر قرار می دهند. عوامل درونی و بیرونی بسیاری می تواند تصمیم گیری های شرکت راجع به سطح بهینه دارایی ها و بدهی های جاری را تحت تاثیر قرار دهد. در بین این فاکتورها، نحوه تصمیم گیری درباره تامین مالی شرکت می تواند بر سرمایه در گردش تاثیر گذار باشد. این تاثیر را می توان از دیدگاه سه تئوری مورد بحث قرارداد.

یکی از تئوری های مرتبط با ساختار سرمایه، تئوری سلسله مراتب تامین مالی^۵ است. بر اساس این تئوری، شرکت ها تمایل دارند قبل از اینکه اهرم مالی را از طریق استقراض پول از بیرون شرکت یا انتشار سهام جدید افزایش دهند، سرمایه درون سازمانی را افزایش دهند و وجوه را کد (مازاد نقدینگی) را مصرف کنند. (مایرز و مجلوف (۱۹۸۴)^۶ استفاده از وجوه داخلی نیازمند داشتن مدیریت سرمایه در گردش فعال در سطح دارایی ها و بدهی های جاری است. هنگامی که در یک شرکت مدیریت سرمایه در گردش فعالی وجود نداشته باشد، تمایل به استفاده از وجوه بیرونی (استقراض) بیشتر می شود.

تئوری دیگری که می تواند تصمیم گیری درباره سطح سرمایه در گردش شرکت را تحت تاثیر قرار دهد، تئوری حاکمیت شرکتی^۷ است. تئوری حاکمیت شرکتی به دنبال بررسی کردن ساختار توزیع قدرت در درون واحد تجاری و افراد برون سازمانی است.

سازمان های با سطح پایین نظارت ممکن است مدیران انگیزه داشته باشند تا پروژه های با خالص ارزش فعلی منفی را برای رسیدن به منافع خودشان، برای شرکت قبول کنند و در نتیجه منافع مالکان از این طریق تامین نکنند. علت سرمایه گذاری مدیران در این پروژه ها را می توان به انگیزه مدیران یعنی تمایل آنها به رسیدن به رشدی فراتر از اندازه بهینه دانست. زیرا رشد شرکت، قدرت مدیران را از طریق افزایش دادن منابع تحت کنترل شان که در نهایت منجر به افزایش پاداش مدیران می شود، افزایش می دهد. همچنین، ممکن است مدیران با داشتن جریان نقدی آزاد درباره تصمیمات سرمایه گذاری دقت لازم را به خرج ندهند، سیاست سرمایه در گردش انعطاف پذیر تری را بپذیرند یا سطح بالاتری از موجودی ها برای واحد تجاری ایجاد کنند. تمام این موارد منجر به افزایش هزینه های نمایندگی می شود.

در داخل کشور تا کنون تحقیقی در این زمینه صورت نگرفته است. اما، برخی از تحقیقات خارجی صورت گرفته در زیر ارائه شده است:

توشیرو ناکامورا و ویسنت ناکامورا (۲۰۱۰) به بررسی عوامل اثر گذار بر مدیریت سرمایه در گردش در کشور برزیل پرداختند. دوره تحقیق آنها ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۸ است. آنها در تحقیق خود از تئوری های سلسله مراتب تامین مالی، تئوری حاکمیت شرکتی و جریان نقد آزاد استفاده کردند. متغیر وابسته تحقیق مدیریت سرمایه در گردش و متغیر مستقل تحقیق شامل نسبت بدهی، جریان نقد آزاد، نسبت تعداد مدیران غیر موظف در هیات مدیره، متغیر دامی نوع صنعت، متغیر اندازه شرکت، متغیر دامی تمرکز مالکیت، متغیر دامی وجود پاداش سالانه مرتبط با سود حسابداری، رشد شرکت است. نتایج تحقیق آنها نشان داد که متغیر های نسبت بدهی، اندازه شرکت،

در نهایت استفاده از این تئوری زمینه را برای پاسخگویی و شفاف سازی اطلاعات را فراهم می کند. تئوری حاکمیت شرکتی بر اساس تئوری نمایندگی شکل گرفته است. بر اساس تئوری نمایندگی، بین منافع مدیران و منافع ذی نفعان می تواند تضاد منافع وجود داشته باشد. در شرکت های با سطح پایین نظارت و فاقد ابزار های نظام مند بر تصمیم گیر های مدیران، مدیران ممکن است در پروژه های با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه گذاری نکنند یا در پروژه های سرمایه گذاری کنند که در جهت منافع آنها باشد. مالکان به منظور کاهش دادن این تضاد منافع می توانند از مکانیسم های نظارتی، محرک های انگیزشی و ابزار هایی استفاده کنند تا اطمینان یابند که مدیران در جهت منافع مالکان در حرکت هستند. بنابراین، واحد های تجاری باید سیستم های کنترل تصمیم گیری مانند سلسله مراتب تصمیم گیری، سیستم نظارت مشارکتی، هیات مدیره فعال و وجود اعضای غیر موظف در هیات مدیره را به منظور هم جهت شدن منافع مورد توجه قرار دهند. در صورتی که واحد تجاری دارای سیستم نظارتی ضعیفی باشد، تصمیم های مدیریت می تواند در جهت منافع ذینفعان نشود و در این صورت مدیران می توانند اعمالی از جمله نگهداری بیش از حد موجودی کالا، پرداخت زودتر بدهی ها و دریافت دیرتر طلب ها و غیره را انجام دهند که منجر به تضعیف شدن مدیریت سرمایه در گردش می شود. (ویلسون توشیرو ناکامورا و ناتالی ویلسنت ناکامورا (۲۰۱۰)^۹)

فاکتور تاثیر گذار سوم بر مدیریت سرمایه در گردش، جریان نقدی آزاد است. جریان نقدی آزاد را می توان به عنوان وجوه مازادی تعریف کرد که مازاد بر وجوه مورد نیاز برای تمام پروژه های با خالص ارزش فعلی مثبت است (جنسن، ۱۹۸۶).^۹ در

جریان نقد آزاد و نرخ رشد می تواند بر مدیریت سرمایه در گردش تاثیر بگذارد.

نظیر و آزف (۲۰۰۸)^{۱۰} به بررسی فاکتور های تاثیر گذار بر مدیریت سرمایه در گردش پرداختند. تحقیق آنها در کشور پاکستان در دوره زمانی ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۶ انجام شده است. نتایج تحقیق آنها نشان داد که متغیر های چرخه عملیاتی، اهرم، نرخ بازده دارایی و کیو توین بر روی مدیریت سرمایه در گردش تاثیر معنی داری دارد.

کیسچنیک و همکاران (۲۰۰۶)^{۱۱} با استفاده در دوره ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۴ به بررسی عوامل اثر گذار بر مدیریت سرمایه در گردش در شرکت های آمریکا پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که متغیر های نوع صنعت، اندازه شرکت، رشد فروش آتی شرکت، نسبت اعضای هیات مدیره غیر موظف و پاداش هیات مدیره می توانند تاثیر معنی داری روی مدیریت سرمایه در گردش شرکت دارند.

چیو و چنگ (۲۰۰۶)^{۱۲} به بررسی فاکتور های گذار بر مدیریت سرمایه در گردش در دوره زمانی ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۴ در بورس اوراق بهادار تایوان

پرداختند. نتایج تحقیق آنها اشاره دارد که نسبت بدهی و جریان نقدی عملیاتی بر مدیریت سرمایه در گردش تاثیر دارد. همچنین، نتایج تحقیق آنها نشان داد که متغیر های نوع صنعت، چرخه تجاری، رشد شرکت، عملکرد شرکت و اندازه شرکت تاثیر بر متغیر سرمایه در گردش ندارند.

۳- روش شناسی پژوهش

این تحقیق از نوع تحقیقات کاربردی و همبستگی است. روش تحقیق به کار رفته روش شبه تجربی است. به این معنی که با استفاده از اطلاعات گذشته مربوط به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط میان متغیر های مستقل و متغیر وابسته مورد بررسی قرار گیرد. با استفاده از مبانی نظری موضوع در این تحقیق از مدل های رگرسیونی چند متغیره استفاده می گردید. در این تحقیق از داده های ترکیبی برای آزمون فرضیه ها استفاده می شود. مدل رگرسیون چند متغیره به صورت طراحی شده است:

مدل (۱)

$$CCC_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 M - T_{it} + \beta_3 IN - O_{it} + \beta_4 GOV_{it} + \beta_5 Si_{it} + \beta_6 Gr_{it} + \beta_7 In_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲)

$$CCC_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 De_{it} + \beta_3 M - T_{it} + \beta_4 IN - O_{it} + \beta_5 GOV_{it} + \beta_6 Si_{it} + \beta_7 Gr_{it} + \beta_8 In_{it} + \varepsilon_{it}$$

چرخه تبدیل وجه نقد^{۱۳} چرخه تبدیل وجه نقد به عنوان معیار جامع سرمایه در گردش مورد استفاده قرار گرفته است زیرا آن وقفه زمانی بین خرید مواد خام و جمع آوری مطالبات را نشان می دهد (پاداچی (۲۰۰۶)^{۱۴}، کوون و همکاران (۲۰۰۳)^{۱۵} رابطه زیر را برای محاسبه چرخه تبدیل وجه نقد بیان کردند:

که در مدل های بالا CCC چرخه تبدیل وجه نقد، FCF جریان نقد آزاد، De بدهی، M-T دوره تصدی مدیرعامل، IN-O درصد مالکیت نهادی، GOV درصد مالکیت دولتی Si اندازه شرکت، Gr نرخ رشد شرکت، In نوع صنعت است.

صالح (۲۰۰۸)^{۲۱} و لهن و پولسن (۱۹۸۹)^{۲۲} استفاده شده است.:

کل دارایی در ابتدا سال/ (سود تقسیمی-هزینه تامین مالی- مالیات پرداختی- جریان نقدی عملیاتی)= جریان نقد آزاد

برای محاسبه میزان مالکیت نهادی مجموع سهام در اختیار بانک ها و بیمه ها، هلدینگ ها، شرکت های سرمایه گذاری، صندوق های بازنشستگی، شرکت های تأمین سرمایه و صندوق های سرمایه گذاری، سازمان ها و نهادهای دولتی و شرکت های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت، تقسیم شده و درصد یا میزان مالکیت نهادی به دست آمده است. درصد مالکیت دولتی از طریق تقسیم کردن مالکیت شرکت های دولتی و شبه دولتی بر کل سهام شرکت محاسبه شد. دلیل تفاوت ایجاد شده بین مالکیت نهادی و مالکیت دولتی را در بررسی کردن نقش جداگانه آنها در مدیریت سرمایه در گردش می توان جستجو کرد. اندازه شرکت از طریق لگاریتم فروش شرکت محاسبه می شود. متغیر رشد از طریق تفاوت فروش سال جاری با سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل محاسبه می شود. متغیر نوع صنعت با استفاده از متغیر موهومی صفر (صنعت غیر مصرفی) و یک (صنعت مصرفی) اندازه گیری می شود. در این پژوهش به منظور بررسی تئوری سلسله مراتب تامین مالی، ابتدا مدل اول را بدون وجود بدهی و سپس مدل دوم را با افزودن متغیر بدهی مورد آزمون قرار می دهیم.

جامعه آماری در این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. با توجه به جامعه آماری تحقیق، نمونه آماری در این تحقیق با استفاده از روش حذفی و با توجه به شرایط زیر انتخاب گردیده است:

- ۱) سال مالی شرکت پایان اسفند ماه باشد.
- ۲) شرکت های انتخابی واسطه مالی نباشد.

دوره گردش بستانکاران^{۱۶} - دوره گردش موجودی کالا^{۱۷} + دوره گردش مطالبات^{۱۸} = چرخه تبدیل وجه نقد

در رابطه بالا سه متغیر به چرخه تبدیل وجه نقد وابسته هستند. این سه متغیر به شرح زیر تعریف می شوند:

$$DSO = \frac{AR}{S/365} \quad (1)$$

$$DSI = \frac{IN}{CGS/365} \quad (2)$$

$$DPO = \frac{AP}{CGS/365} \quad (3)$$

که در رابطه بالا DSO، دوره گردش مطالبات، AR، متوسط حساب های دریافتی، S، فروش، DSI، دوره گردش موجودی کالا، IN، متوسط موجودی کالا، CGS، بهای تمام شده کالای فروش رفته، AP، متوسط حساب های پرداختنی و DPO، دوره گردش بستانکاران است. چرخه تبدیل وجه نقد می تواند مثبت یا منفی باشد. مثبت بودن چرخه تبدیل وجه نقد به تعداد روزهایی که واحد تجاری باید اقدام به وام گرفتن نماید (در حالی که منتظر پرداخت از طرف مشتریان است)، اشاره دارد و منفی بودن چرخه تبدیل وجه نقد به تعداد روزهایی که یک واحد تجاری وجه نقد ناشی از فروش را قبل از اینکه آن را به عرضه کننده پرداخت کند، دریافت کرده است، اشاره دارد (هیتچیسون و همکاران (۲۰۰۷)^{۱۹}). چرخه تبدیل وجه نقد در پژوهش های متعددی از جمله ویلسون توشیرو ناکامورا و و ناتالی ویسنت ناکامورا (۲۰۱۰) و کیس چنیک و همکاران (۲۰۰۶)^{۲۰} استفاده شده است. میزان بدهی از طریق تقسیم کل بدهی بلند مدت به کل دارایی ها به دست می آید. برای محاسبه دوره تصدی مدیر عامل از سنوات تصدی وی استفاده شد. برای محاسبه جریان نقد آزاد از رابطه زیر استفاده شد. این تعریف در پژوهش های ویلسون توشیرو ناکامورا و ویسنت ناکامورا (۲۰۱۰)، رحمان و موحد-

- (۳) حداقل ۷ ماه از ۱۲ ماه در هر سال، سهام شرکت در بورس اوراق بهادار مورد معامله قرار گرفته باشد.
- (۴) اطلاعات مالی شرکت ها در دسترس باشد.
- (۵) شرکت در دوره تحقیق (سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸) حذف نشده باشد.
- (۶) بین نهایت بر اساس معیار های بالا تعداد ۴۵ شرکت در نمونه تحقیق باقی ماند.
- (۴) بین درصد مالکیت نهادی و مدیریت سرمایه در گردش رابطه وجود دارد.
- (۵) بین درصد مالکیت دولتی و مدیریت سرمایه در گردش رابطه وجود دارد.
- (۶) بین اندازه شرکت و مدیریت سرمایه در گردش رابطه وجود دارد.
- (۷) بین رشد شرکت و مدیریت سرمایه در گردش رابطه وجود دارد.

۴- فرضیه های پژوهش

فرضیه های مطرح شده در این پژوهش به شرح زیر است:

- (۱) بین جریان نقد آزاد و مدیریت سرمایه در گردش رابطه وجود دارد.
- (۲) بین بدهی بلند مدت و مدیریت سرمایه در گردش رابطه وجود دارد.
- (۳) بین دوره تصدی مدیر عامل و مدیریت سرمایه در گردش رابطه وجود دارد.

۵- نتایج پژوهش

در این پژوهش به منظور استفاده از روش ترکیبی^{۳۳} یا روش تابلویی^{۳۴} برای تخمین داده ها، ابتدا از آزمون F لیمر استفاده گردید. نتایج آزمون نشان داد که روش ترکیبی برای تخمین و آزمون فرضیه ها مورد استفاده قرار گیرد. نتایج مربوط به تخمین مدل های اول و دوم در جداول زیر نشان داده شده است.

جدول (نگاره) ۱: نتایج آزمون فرضیه های مدل اول

مدل (۱)				
$CCC_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 M-T_{it} + \beta_3 IN-O_{it} + \beta_4 GOV_{it} + \beta_5 Si_{it} + \beta_6 Gr_{it} + \beta_7 In_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	ضریب	آماره t استیودنت	سطح معنی داری	ضریب تعیین تعدیل شده
جریان نقد آزاد	-19.08	-2.21	*0.03	0.22
دوره تصدی مدیر عامل	-7.37	-1.91	***0.06	دوربین واتسون
درصد مالکیت دولتی	-14.43	-0.37	0.71	1.92
درصد مالکیت نهادی	-0.08	-0.25	0.80	آماره F
اندازه شرکت	-21.98	-3.89	*0.00	8.92
رشد	-115.25	-3.68	*0.00	
نوع صنعت	-35.64	-1.98	*0.05	

= معنی دار در سطح ۵ درصد *= معنی دار در سطح ۱۰ درصد

جدول (نگاره) ۲: نتایج آزمون فرضیه های مدل دوم

مدل (۲)				
$CCC_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 De_{it} + \beta_3 M-T_{it} + \beta_4 LN-O_{it} + \beta_5 GOV_{it} + \beta_6 Si_{it} + \beta_7 Gr_{it} + \beta_8 In_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	ضریب	آماره t استیودنت	سطح معنی داری	ضریب تعیین تعدیل شده
جریان نقد آزاد	-19.08	-2.20	*0.03	0.22
بدهی بلند مدت	-1.00	-0.04	0.97	دوربین واتسون
دوره تصدی مدیر عامل	-7.38	-1.91	**0.06	1.92
درصد مالکیت دولتی	-14.54	-0.37	0.71	آماره F
درصد مالکیت نهادی	-0.08	-0.25	0.80	7.77
اندازه شرکت	-21.96	-3.86	*0.00	
رشد	-115.29	-3.67	*0.00	
نوع صنعت	-35.76	-1.96	*0.05	
* = معنی دار در سطح ۵ درصد *** = معنی دار در سطح ۱۰ درصد				

در محیط تجاری ایران تاثیر زیادی بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت داشته باشند.

همانطور که نتایج مدل دو نشان می دهد متغیر های مستقل جریان نقد آزاد، اندازه شرکت، رشد و نوع صنعت در سطح معنی داری ۵ درصد و متغیر دوره تصدی مدیر عامل در سطح معنی داری ۱۰ درصد دارای رابطه معنی دار و منفی با متغیر وابسته مدیریت سرمایه در گردش هستند. نتایج این تحقیق با پژوهش های توشیرو ناکامرا و ویسنت ناکامرا (۲۰۱۰)، نظیر و آرف (۲۰۰۸) و کیسچنیک و همکاران (۲۰۰۶) سازگار است. بین اندازه شرکت و جریان نقد آزاد با مدیریت سرمایه در گردش رابطه منفی وجود دارد. به عبارت دیگر، شرکت های که جریان نقد آزاد آنها کمتر و اندازه شرکت آنها کوچکتر باشد، مدیریت سرمایه در گردش اهمیت بیشتری برای آنها دارد. اما متغیر های درصد مالکیت دولتی و نهادی و همچنین بدهی بلند مدت با مدیریت سرمایه در گردش رابطه معنی داری ندارند. رد شدن فرضیه مربوط به تاثیر گذاری بدهی بلند مدت بر سرمایه در گردش نشان می دهد که واحد های تجاری ابتدا از منابع درون سازمانی برای تامین سرمایه در گردش استفاده می

همانطور که نتایج مدل یک نشان می دهد متغیر های مستقل جریان نقد آزاد، اندازه شرکت، رشد و نوع صنعت در سطح معنی داری ۵ درصد و متغیر دوره تصدی مدیر عامل در سطح معنی داری ۱۰ درصد دارای رابطه معنی دار و منفی با متغیر وابسته مدیریت سرمایه در گردش هستند. نتایج این تحقیق با پژوهش های توشیرو ناکامرا و ویسنت ناکامرا (۲۰۱۰)، نظیر و آرف (۲۰۰۸) و کیسچنیک و همکاران (۲۰۰۶) سازگار است. بین اندازه شرکت و جریان نقد آزاد با مدیریت سرمایه در گردش رابطه منفی وجود دارد. به عبارت دیگر، شرکت های که جریان نقد آزاد آنها کمتر و اندازه شرکت آنها کوچکتر باشد، مدیریت سرمایه در گردش اهمیت بیشتری برای آنها دارد. اما، متغیر های درصد مالکیت دولتی و نهادی با مدیریت سرمایه در گردش رابطه معنی داری ندارند. از آنجایی که مالکان نهادی و دولتی بیشتر در اتخاذ سیاست های کلان شرکت و شیوه های تامین مالی مشارکت می کنند و تدوین استراتژی مربوط به استفاده بهینه از منابع شرکت بیشتر در اختیار افراد درون سازمان می باشد، به نظر می رسد مالکان نهادی و دولتی نتوانند

کنند و سپس به دنبال استفاده از منابع برون سازمانی هستند. بنابراین تئوری سلسله مراتب تامین مالی در بازار سرمایه ایران مورد استفاده قرار می گیرد.

۶- نتیجه گیری و بحث

یکی از عوامل تاثیر گذار در موفقیت شرکت ها مدیریت سرمایه در گردش است. در صورتی که واحد های تجاری در انجام مدیریت سرمایه در گردش قصور ورزند، واحد تجاری با مشکلاتی در وصول و پرداخت بدهی های خود مواجه می شوند. این پژوهش به دنبال بررسی عوامل تاثیر گذار بر مدیریت سرمایه در گردش است. مدیریت سرمایه در گردش برای دست یابی به سطح بهینه نیازمند توجه به عواملی هستند که مدیریت سرمایه در گردش را تحت تاثیر قرار می دهند. عوامل درونی و بیرونی بسیاری می تواند تصمیم گیری های شرکت راجع به سطح بهینه دارایی ها و بدهی های جاری را تحت تاثیر قرار دهد. این پژوهش به دنبال بررسی کردن رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش با حاکمیت شرکتی و تئوری سلسله مراتب تامین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش از داده های ترکیبی و دوره تحقیق ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ برای آزمون فرضیه ها استفاده شد. نتایج تحقیق نشان داد که متغیر های نشان می دهد متغیر های مستقل جریان نقد آزاد، اندازه شرکت، رشد و نوع صنعت در سطح معنی داری ۵ درصد و متغیر دوره تصدی مدیر عامل در سطح معنی داری ۱۰ درصد دارای رابطه معنی دار و منفی با متغیر وابسته مدیریت سرمایه در گردش هستند. نتایج این تحقیق با پژوهش های توشیرو ناکامرا و ویسنت ناکامرا (۲۰۱۰)، نظیر و آرف (۲۰۰۸) و کیسچنیک و همکاران (۲۰۰۶) سازگار است. اما متغیر های درصد مالکیت دولتی و نهادی و همچنین بدهی بلند مدت با

مدیریت سرمایه در گردش رابطه معنی داری ندارند. از آنجایی که مالکان نهادی و دولتی بیشتر در اتخاذ سیاست های کلان شرکت و شیوه های تامین مالی مشارکت می کنند و تدوین استراتژی مربوط به استفاده بهینه از منابع شرکت بیشتر در اختیار افراد درون سازمان می باشد، به نظر می رسد مالکان نهادی و دولتی نتوانند در محیط تجاری ایران تاثیر زیادی بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت داشته باشند. بین اندازه شرکت و جریان نقد آزاد با مدیریت سرمایه در گردش رابطه منفی وجود دارد. به عبارت دیگر، شرکت های که جریان نقد آزاد آنها کمتر و اندازه شرکت آنها کوچکتر باشد، مدیریت سرمایه در گردش اهمیت بیشتری برای آنها دارد. رد شدن فرضیه مربوط به تاثیر گذاری بدهی بلند مدت بر سرمایه در گردش نشان می دهد که واحد های تجاری ابتدا از منابع درون سازمانی برای تامین سرمایه در گردش استفاده می کنند و سپس به دنبال استفاده از منابع برون سازمانی هستند. بنابراین تئوری سلسله مراتب تامین مالی در بازار سرمایه ایران مورد استفاده قرار می گیرد.

توجه به محدودیت های زیر در بهره گیری از نتایج پژوهش حاضر ضروری است:

- ۱) محدودیت زمانی و مکانی: در این پژوهش تنها شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار گرفته است.
- ۲) از آنجا که برای سنجش تئوری حاکمیت شرکتی متغیر های متعددی وجود دارد، استفاده تعداد محدودی از معیار های سنجش در این پژوهش به عنوان یک محدودیت در سنجش تئوری حاکمیت شرکتی مطرح است.

یادداشت‌ها

- ¹ Gitmen(2009)
- ² Filbeck & Krueger(2005)
- ³ - Toshiro Nakamura and VICENTE NAKAMURA (2010)
- ⁴ - Chiou JR and L Cheng (2006)
- ⁵ - Pecking Order Theory
- ⁶ -Myers and Majluf (1984)
- ⁷ Corporate Governance theory
- ⁸ - Toshiro Nakamura and VICENTE NAKAMURA (2010)
- ⁹ - Jensen (1986)
- ¹⁰ - Afza and Nazir (2008)
- ¹¹ - KIESCHNICK and et al (2008)
- ¹² - Chiou JR and L Cheng (2006)
- ¹³ - Cash Conversion cycle
- ¹⁴ - Padachi,(2006)
- ¹⁵ - Keown et al.(2003)
- ¹⁶ -Days of Payables Outstanding
- ¹⁷ -Days of Sales in Inventory
- ¹⁸ - Days of sales outstanding
- ¹⁹ -Hutchison et al.(2007)
- ²⁰ - Kieschnic and et.al (2006)
- ²¹ - Rahman and Mohed-Saleh(2008)
- ²² - Lehn and Poulsen (1989)
- ²³ - Pool Method
- ²⁴ - Panel Method

فهرست منابع

- 1) Afza, Talat, Nazir, Sajid, (2008). "On the Factor Determining Working Capital Requirement ". Proceedings of ASBBS, Vol15,No 1, pp.293-301
- 2) Chiou JR and L Cheng (2006). The Determinants of Working Capital Management. Journal of American Academy of Business 10(1): 149-155.
- 3) Filbeck G and T Krueger (2005). "Industry Related Differences in Working Capital Management: Mid-American", Journal of Business. Vol 20, No2,pp. 11-18.
- 4) Gitman LA. (2009). "Principles of Managerial Finance ". New York: Addison Wesley Publishers.
- 5) Hutchison, P. D., Farris II, M. T. and Anders, S. B.,(2007). "Cash-to-cash analysis and management", The CPA Journal, Vol. 77 No. 8, pp. 42-47.
- 6) JENSEN, M.; MECKLING, W. 1976.Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, v. 3, p. 305-360,
- 7) KIESCHNICK, R.; LAPLANTE, M.; MOUSSAWI, R. (2006).Corporate working capital management: determinants and consequences et al. Working paper,
- 9) Keown, A. J., Martin, J. D., Petty, J. W. and Scott, D. F., (2003). Foundations of Finance, 4th ed., Pearson Education, New Jersey.
- 10) LEHN, K.; POULSEN, A. (1989).Free cash flow and stockholder grains in going private transactions. Journal of Finance, v. 44, n. 3, p. 771-787,
- 12) NAZIR, M.S.; AFZA, T. , (2008).On the factor determining working capital requirements. Proceedings of ASBBS, v.15, n.1, p.293-301.
- 14) Padachi, K., (2006). "Trends in working capital management and its impact on firms' performance: an analysis of Mauritian small manufacturing firms", International Review of Business Research Papers, Vol.2 No. 2, pp. 45 -58.
- 15) Wilson Toshiro Nakamura and NATHALIE VICENTE NAKAMURA (2010). The Determinant factors of working capital management in the Brazilian Market. Working paper