



بررسی رابطه بین شاخص های رشوه و خالص مانده نقدی شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران

رحیم محمدی

کارشناسی ارشد حسابداری

Rahimmohamadi016@gmail.com

ابراهیم منصوری

عضو هیئت علمی و استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد مهاباد

hiva_man@yahoo.com

چکیده

اکثر تحقیقات اخیر در زمینه مدیریت مالی در مورد تاثیر متغیرهای خارجی روی مدیریت سرمایه در گردش تاکید دارند. این تحقیق تاثیر شاخص های رشوه را روی خالص مانده نقدی به عنوان شاخص مدیریت سرمایه در گردش شرکتهای را بررسی می کند. برای این منظور اطلاعات مربوط شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ مورد مطالعه قرار گرفته است. نتایج تحلیل پانل دیتا شامل تاثیر ثابت پیش بینی ها نشان داد که سطح بالای شاخص های رشوه برای کشور، مدیران شرکتهای را به کاهش طول دوره چرخه تبدیل وجه نقد، تشویق می کند. مدیران سرمایه گذاری را روی وجه نقد و معادل وجه نقد را هنگامی که سطح شاخص های رشوه افزایش یابد، کاهش می دهند. بنابراین، افزایش سطح شاخص های رشوه مدیران را از طریق کم کردن سطح خالص مانده نقدینگی، به انتخاب استراتژی های محافظه کارانه سرمایه در گردش تشویق می کند.

واژگان کلیدی: شاخص های درک رشوه، شاخص کنترل رشوه، تحلیل های پانل دیتا، مدیریت سرمایه در گردش.



مقدمه

مدیریت سرمایه در گردش کارآمد به ممانعت از بحران های مالی کمک می کند، در نتیجه، باعث افزایش سودآوری و افزایش ارزش شرکت می گردد (کاور و سینگ^۱، ۲۰۱۳). مدیریت سرمایه در گردش یکی از بخشهایی است که در ساختار مدیریتی یک سازمان نقش حیاتی ایفا می کند، بطوریکه در برخی موارد بحث سرمایه در گردش و نقدینگی را بسان خونی تشبیه کرده اند که در رگهای یک واحد تجاری در جریان است تا واحد تجاری بتواند به حیات خود ادامه دهد و از مدیریت این بخش به عنوان قلب تپنده واحد تجاری یاد شده است که وظیفه پمپاژ خون به رگهای سازمان را به عهده دارد. در حال حاضر وضعیت نقدینگی شرکتها در شرایط نامناسبی قرار دارد و اکثر شرکتهای ایرانی به علت موقعیت تورمی که در کشور حاکم است، ترجیح می دهند تا وجه نقد را به دارایی های دیگر تبدیل کنند و این موضوع باعث می شود که شرکتها در سررسید بدهی ها درمانده شوند و به اعتبار سازمان لطمه وارد شود. از آنجا که پدیده رشوه مانعی بر سر راه توسعه کشورهای در حال توسعه می باشد، بنابراین از طریق سنجش رشوه و ارتباط و تأثیر آن بر مدیریت سرمایه در گردش، می توان داده های ارزشمندی را در خصوص تدوین برنامه کنترل رشوه و در اختیار مدیران، سیاستگذاران و دولتمردان قرار داد. و نیز با بالا بردن سطح اطلاع و آگاهی های مدیران و عموم مردم در این خصوص میزان حمایت آنها را در برنامه های کنترل رشوه افزایش داد (رهنمای رودپشتی، ۱۳۸۷). مدیریت سرمایه در گردش می تواند به شرکت ها کمک کند تا تعهدات کوتاه مدت خود را ایفا کنند و همچنین کارایی شرکت را بوسیله اصلاح سیاستهای اعتباری بهبود بخشند (هوی چونگ و همکاران، ۲۰۱۶). هرچند که کاهش بیش از اندازه سرمایه در گردش غیرممکن است، چون شرکتها تمایل به حفظ مبالغ کافی و مناسبی از وجه نقد و دارایی های جاری برای کنترل عملیات روزانه خودشان دارند. بنابراین مدیران باید بین سطح سرمایه گذاری در سرمایه در گردش تعادل ایجاد بکنند. (زریاواتی و همکاران، ۲۰۱۰). برای کمک به مدیران جهت انجام این مهم، چندین محقق پیشنهاداتی را برای بهبود مدیریت سرمایه در گردش، ارائه کرده اند. آپوهامی (۲۰۰۸) روی متغیرهای خاص شرکت (متغیرهای داخلی) برای تعیین مدیریت سرمایه در گردش، تاکید کرده است. که این متغیرها به شرایط عملیاتی و ظرفیت تامین مالی شرکتها مربوط هستند، و روی کارایی مدیریت سرمایه در گردش تاثیر می گذارند. دیگر تحقیقات (کاپالرو و زریاواتی) روی متغیرهای خارجی مانند متغیرهای اقتصاد کلان که روی مدیریت سرمایه در گردش تاثیر می گذارند، تاکید کرده اند. این تحقیقات بیان کرده اند که دستیابی به تامین مالی خارجی، یک فاکتور خارجی مهم است، که مدیریت سرمایه در گردش را تعیین می کند. تحقیقات اخیر بیان کرده اند که سطوح رشوه برای شرکتها یکی از فاکتورهای مهمی است که روی دستیابی شرکتها به تامین مالی خارجی تاثیر می گذارد و در نتیجه روی تامین مالی شرکتها و سیاستهای سرمایه گذاری آنها نیز تاثیر می گذارد. (بک و همکاران، ۲۰۰۵ و چن و همکاران، ۲۰۱۰). در مواردی که شرکتها با دولتهای فاسد سروکار دارند، منابع بیشتری را برای تامین مالی خارجی در اختیار دارند. در نتیجه شرکتها ممکن است از رشوه برای تسهیل دستیابی به تامین مالی خارجی استفاده کنند (فان و ژائو، ۲۰۰۸). با وجود اهمیت زیاد سرمایه در گردش برای سازمان ها، ادبیات سازمانی بطور سنتی بر مطالعه تصمیمات مالی بلند مدت متمرکز است و پژوهشگران نیز بیشتر به مطالعه در زمینه تجزیه و تحلیل سرمایه گذاری، ساختار سرمایه، تقسیم سود، ارزشیابی سازمان و موارد مشابه پرداخته اند. اما باید توجه داشت سرمایه گذاری در دارایی های کوتاه مدت و منابعی با سر رسید کمتر از یک سال قسمت عمده ارقام ترانزاکشن را تشکیل می دهد (گارسیا و مارتینی، ۲۰۱۰).

¹ Kaur and Singh



سطوح رشوه به سه دلیل سرمایه در گردش را تحت تأثیر قرار می دهد بطوریکه روی سطوح سرمایه گذاری و تأمین مالی شرکتها تأثیر می گذارد. شرکتها از رشوه برای تسهیل دستیابی برای تأمین مالی خارجی استفاده می کنند. رشوه یکی از عواملی است که دستیابی به تأمین مالی خارجی را، مخصوصاً برای بانکها، محدود می کند (بک و همکاران، ۲۰۰۵). کاپریو و همکاران (۲۰۰۸) نشان دادند که رشوه سیاستهای سرمایه گذاری را طوری تغییر می دهد که با افزایش رشوه سطح سرمایه گذاری در دارایی های ثابت افزایش می یابد. علاوه براین، هنگامی که سطح رشوه بالا باشد، شرکتها کسر پایینی از دارایی ها را به شکل نقد نگه می دارند، زیرا دارایی های نقد نسبت به سایر دارایی ها مانند: اموال، تجهیزات، ماشین آلات و موجودی ها راحتتر استخراج می شوند. در نتیجه کنترل رشوه مدیران را به افزایش سطح سرمایه گذاری در دارایی های جاری، شامل حسابهای دریافتی و موجودی ها، تشویق می کند (منصوری و محمد، ۲۰۱۲).

رشوه نرخ رشد، سرمایه انسانی و سهم از سرمایه خصوصی را کاهش می دهد. کنترل رشوه شرکتها را به سمت رشد اقتصادی بیشتر هدایت می کند (هانگ، ۲۰۰۱). بنابراین کنترل رشوه به سمت رشد اقتصادی و توسعه سهم سرمایه خصوصی می انجامد. این وضعیت ممکن است دستیابی به تأمین مالی خارجی را افزایش دهد. سرانجام سطح گردش سرمایه گذاری و هزینه سرمایه بوسیله رشوه تحت تأثیر قرار می گیرند (پانکاج و همکاران، ۲۰۱۲). در کشورها با سطح رشوه بالا، شرکتها از منابع بیشتری برای تأمین مالی خارجی، مخصوصاً وام بانکی، استفاده می کنند، در نتیجه هزینه سرمایه آنها افزایش می یابد و همچنین سطح پایین رشوه هزینه سرمایه را کاهش می دهد و متعاقباً باعث افزایش سطح سرمایه گذاری در سرمایه در گردش می شود (چن و همکاران، ۲۰۱۰).

اهداف تحقیق

هدف اصلی این تحقیق شامل بررسی تأثیر شاخص های رشوه بر مانده خالص نقدی در شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران می باشد. برای این منظور اهداف زیر بررسی خواهد شد.

اهداف فرعی:

بررسی ارتباط بین شاخص کنترل رشوه (CCI) و مانده خالص نقدی (NLB)

بررسی ارتباط بین شاخص درک رشوه (CPI) و مانده خالص نقدی (NLB)

فرضیه های تحقیق

برای پاسخ به سؤالات تحقیق فرضیه های اصلی و فرعی زیر ارائه شده است:

فرضیه های اصلی تحقیق:

بین شاخص های رشوه و مانده خالص نقدی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه های فرعی تحقیق:

بین شاخص کنترل رشوه (CCI) و مانده خالص نقدی (NLB) رابطه معناداری وجود دارد.

بین شاخص درک رشوه (CPI) و مانده خالص نقدی (NLB) رابطه معناداری وجود دارد.

ادبیات تحقیق

مدیریت سرمایه در گردش عبارت است از تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش به نحوی که ثروت سهامداران افزایش یابد (پی نوو، ریموند ۱۳۸۶). هدف مدیریت سرمایه در گردش، انتخاب ترکیبی از دارایی های جاری و بدهی های کوتاه مدت، بمنظور دستیابی به یک تعادل میان سودآوری و ریسک برای شرکت است (نورن و دیگران، ۲۰۰۹). مدیریت سرمایه در گردش تصمیمی است که از طریق آن خط مشی و تکنیک کاربردی مناسب برای کنترل دارایی های جاری در مقایسه با بدهی های جاری انتخاب و موجب به ماکزیمم رساندن عایدی هر سهم شرکت خواهد شد (وکیلی فر ۱۳۸۹). سرمایه گذاری در سرمایه در گردش یک موقعیت نقدینگی خوب برای شرکت ایجاد می کند که برای بقای آن حیاتی است. نکته مهم این است که این نقدینگی باید به خوبی مدیریت شود و در حد بهینه قرار گیرد. اثلاجلی مدیریت نقدینگی کارا را شامل برنامه ریزی و کنترل دارایی های جاری و بدهی های جاری می داند به نحوی که ریسک ناتوانی در پرداخت تعهدات کوتاه مدت



را کاهش دهد و از سوی دیگر از سرمایه گذاری افراطی در این دارایی ها اجتناب کند. سطح بهینه نقدینگی حداقل سطح نقدینگی است که برای پشتیبانی از فعالیتهای تجاری و تولیدی ضروری است و از آنجا که عامل کلیدی سطح نقدینگی بهینه، چرخش نقدینگی است، برای رسیدن به نقدینگی بهینه باید چرخه نقدینگی را در حداقل ممکن نگه داریم. یعنی در سطح حداقل بهینه ای که با سطح جاری فعالیتهای تجاری و تولیدی سازمان سازگار بوده و سازمان بتواند به اهداف خود دست یابد و خود را با تغییرات بازار تطبیق دهد (شلتون، ۲۰۰۲).

رشوه عبارتست از سوءاستفاده از قدرت عمومی برای کسب منافع خصوصی (بانک جهانی، ۲۰۰۴). بر اساس تحقیقات سازمان شفافیت بین المللی (TI) در سال ۲۰۰۷، یک نفر از هر ده نفر مردم جهان در خلال سال ۲۰۰۶، رشوه پرداخت کرده است. نتایج نشان می دهد که پرداخت رشوه بیشترین آسیب را به فقرا وارد می کند. صاحب نظران و کارشناسان علوم اجتماعی تعاریف مختلف و در برخی مواقع، تعاریف مشابهی از فساد اداری (رشوه) ارائه نموده اند. به عنوان نمونه اسکات معتقد است، رشوه به رفتاری اطلاق میشود که در آن فرد به دلیل تحقق منافع خصوصی خود و دستیابی به رفاه بیشتر و یا موقعیت بهتر خارج از چارچوب رسمی وظایف، یک نقش دولتی را بر عهده داشته باشد. از نظر هانتینگتن رشوه به مجموعه رفتارهای آن دسته از کارکنان بخش عمومی اطلاق میشود که در جهت منافع غیرسازمانی، ضوابط و عرف پذیرفته شده را نادیده می گیرند، به عبارت دیگر فساد، ابزاری نامشروع برای برآوردن تقاضاهای نامشروع از نظام اداری است (فرهادی نژاد، ۱۳۸۸). در نهایت، بانک جهانی و سازمان شفافیت بین المللی، فساد را سوء استفاده از اختیارات دولتی برای کسب منافع شخصی می دانند (بانک جهانی، ۱۹۹۷).

دقت در ادراک فساد مهم است، چراکه نهادهای بین المللی و دانشگاهیان فعالیتهای فساد را اندازه گیری می کنند. به عنوان مثال، ادارک فساد زیربنای بسیاری از کشورهایی است که به وسیله شاخص شفافیت بین المللی فساد و شاخصهای حکمرانی بانک جهانی استفاده میشود (اولکن، ۲۰۰۹). طیف گسترده ای از اقدامات رشوه وجود دارد. در این تحقیق دو شاخص رایج را بررسی می کنیم.

اولین شاخص، شاخص درک رشوه (CPI) است، که توسط سازمان شفافیت بین المللی (TI) سالانه گزارش میشود. TI یک سازمان غیر دولتی بین المللی است، که در سال ۱۹۹۳ در برلین تأسیس شد و از سال ۱۹۹۵ مطالعات بین المللی در مورد فساد انجام میدهد (جاچ و همکاران، ۲۰۱۱). TI با هدف افزایش آگاهی در مورد آسیب ناشی از فساد و تشویق دولتها و سازمانهای بین المللی به اتخاذ و به اجرا درآوردن قوانین و برنامه ها برای مبارزه با فساد به کار خود ادامه میدهد. همچنین قصد دارد بازیگران بخش خصوصی را برای مبارزه با فساد در معاملات بازرگانی بین المللی بسیج کند. دامنه CPI از صفر (فساد کامل) تا ده (عدم وجود فساد) است. این شاخص سالانه برای خیلی از کشورها و براساس نظرسنجی انجام شده از مدیران تجاری، روزنامه نگاران مالی، و کارشناسان هر کشور به روز می شود. تحقیقات انجام شده توسط لنکاستر و مونتیلوا (۱۹۹۷) نشان میدهد که شاخص CPI شاخص قابل اعتماد و معتبری برای اندازه گیری است (جاچ و همکاران، ۲۰۱۱).

به نظر کوفمن و همکاران (۲۰۰۸) دومین شاخص اندازه گیری فساد، شاخص کنترل فساد (CCI) است که سالانه توسط بانک جهانی تهیه می شود. بانک جهانی حکمرانی خوب و مبارزه با فساد را برای مأموریت خود جهت کاهش فقر مهم می داند. شاخص CCI سالانه برای کشورهای سراسر جهان به روز می شود. شاخصها شامل: (۱) تناوب پرداخت اضافی مورد نیاز برای کارهایی که انجام می شود. (۲) اثرات فساد بر محیط کسب و کار عمومی. (۳) تمایل نخبگان به کنترل دولت. اجزای شاخصها توسط سازمانهای بین المللی، سازمانهای مشاورهای بین المللی و سازمانهای غیر دولتی مرتبط ارزیابی شده است. دامنه شاخص CCI از ۲،۵- تا ۲،۵+ با میانگین صفر و انحراف استاندارد یک است. ارزشهای بالاتر یا مثبت نشان دهنده کنترل بیشتر فساد است.

پیشینه تحقیق



تحقیقات داخلی

منصوری و مقدم نیا (۱۳۹۵) در تحقیقی به بررسی رابطه بین محدودیت‌های مالی و بحران‌های اقتصادی و مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۴ پرداخته شده است. آنها برای انجام این پژوهش تعداد ۱۴۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از تحلیل رگرسیونی ترکیبی/تلفیقی و از نرم‌افزار EViews استفاده کردند. به منظور سنجش مدیریت سرمایه در گردش، از چرخه تبدیل وجه نقد و مانده خالص نقدینگی و جهت محاسبه محدودیت‌های مالی از معیار KZ و جهت تعیین بحران اقتصادی، از متغیر مجازی رشد منفی اقتصادی استفاده گردید. در این پژوهش، از متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، سودآوری بر حسب نرخ بازده دارایی‌ها و اهرم مالی نیز استفاده گردید. یافته‌های پژوهش نشان داد که محدودیت‌های مالی و بحران اقتصادی، مدیریت بهینه سرمایه در گردش را به طور معکوس تحت تأثیر قرار می‌دهند. دیگر نتایج حاکی از تأثیر منفی اندازه شرکت، سودآوری و اهرم مالی بر چرخه تبدیل وجه نقد، تأثیر منفی اندازه شرکت و اهرم مالی بر مانده خالص نقدینگی و همچنین تأثیر مثبت سودآوری بر مانده خالص نقدینگی بود.

نجار و ایزدپور (۱۳۹۴) به بررسی رابطه مدیریت سرمایه در گردش و معیارهای عملکرد مبتنی بر ارزش پایه گذاری شده پرداختند. آنها با مطالعه اطلاعات ۱۰۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ با تدوین سه فرضیه اصلی و نه فرضیه فرعی در راستای پرسش اصلی پژوهش، اثر متغیرهای مختلف مدیریت سرمایه در گردش (شامل؛ متوسط دوره وصول مطالبات، دوره تبدیل مواد خام، متوسط دوره پرداخت بدهی و چرخه تبدیل وجه نقد) بر شاخص های عملکرد مبتنی بر ارزش (شامل؛ ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده بازار و Q توبین) آزمون کردند. برای تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها از الگوی رگرسیون خطای چندگانه به روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی استفاده کردند. نتایج حاصل از پژوهش آنها نشان می داد که افزایش دوره وصول مطالبات به افزایش ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار و همچنین افزایش دوره تبدیل موجودی کالا موجب کاهش دو شاخص عملکرد مبتنی بر ارزش مزبور می شود.

حیدری و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیقی تحت عنوان بررسی رابطه بین فساد اداری و رشد اقتصادی مشاهداتی از کشورهای گروه دی هشت، به بررسی تأثیرهای آستانهای بالقوه در رابطه بین شاخص کنترل فساد و رشد تولید ناخالص داخلی با لحاظ متغیرهای مخارج تحصیل، مخارج مصرفی دولت، صادرات مواد خام کشاورزی، نرخ تورم، درجه باز بودن اقتصاد برای کشورهای عضو گروه دی هشت طی دوره زمانی ۲۰۱۱ - ۱۹۹۶ پرداختند. برای این منظور از مدل رگرسیونی انتقال ملایم تابلویی که برای بررسی داده های تابلویی ناهمگن بسیار مناسب بوده، استفاده کردند. نتایج فرضیه خطی بودن را رد و یک مدل دو رژیمی با حد آستانهای کنترل فساد ۰٫۸۶۲- را پیشنهاد کردند. در رژیم اول، متغیرهای کنترل فساد، مخارج تحصیل، صادرات مواد خام کشاورزی و شاخص باز بودن اقتصاد تأثیر مثبت و معنادار و متغیرهای مخارج مصرفی دولت و نرخ تورم تأثیر منفی و معناداری بر رشد تولید ناخالص داخلی داشتند. در رژیم دوم و پس از عبور از سطح بالای فساد به سطوح پایینتر آن، متغیرهای کنترل فساد، مخارج تحصیل، صادرات مواد خام کشاورزی و شاخص باز بودن اقتصاد همچنان تأثیر مثبت و معنادار و متغیرهای مخارج مصرفی دولت و نرخ تورم همچنان تأثیر منفی و معناداری بر رشد تولید ناخالص داخلی داشتند. از شدت تأثیر مخارج مصرفی دولت و نرخ تورم کاسته شده، اما میزان تأثیرگذاری متغیرهای کنترل فساد، مخارج تحصیل، صادرات مواد خام کشاورزی و شاخص باز بودن اقتصاد با گذار به سطوح کمتر فساد افزایش داشته است.

مرادی و نجار (۱۳۹۲) در مقاله ای به بررسی رابطه بین مازاد سرمایه در گردش و مازاد بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند، نمونه آماری پژوهش شامل ۶۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۸۳ است. برای تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها از الگوی رگرسیون خطی چند گانه، به روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است. نتایج این پژوهش بیانگر این است که ارتباط منفی و معنی داری بین سرمایه گذاری مازاد در خالص سرمایه در گردش عملیاتی و مازاد بازده سهام وجود دارد. یافته ها همچنین حاکی است، در شرکت‌های اهرمی



نگه داشت وجه نقد در مقایسه با سرمایه گذاری مازاد در خالص سرمایه در گردش عملیاتی، ثروت سهامداران را افزایش می دهد.

صباحی و ساداتی (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر کنترل فساد مالی بر رشد اقتصادی در نمونه ای وسیع از کشورهای جهان و در دوره زمانی ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۶ پرداختند. برای بررسی تأثیر کنترل فساد بر رشد اقتصادی، با توجه به کیفیت دسترسی به دو شاخص اثربخشی دولت و کنترل فساد که نهایتاً برای هشت سال در اختیار بود و نیز اندازه نمونه که مشتمل بر ۱۴۰ کشور را انتخاب کردند، و از ترکیب داده های مقطعی و سری زمانی به صورت داده های تابلویی ۱ استفاده نمودند. نتایج برآورد مدل تحقیق، گویای این بود که اگرچه در کشورهای پر درآمد و کشورهای دارای درآمد متوسط کنترل فساد با رشد اقتصادی ارتباط مثبت و معناداری دارد، در کشورهای کم درآمد این ارتباط منفی و معنادار است.

تحقیقات خارجی

سمیل اغلو و آگون (۲۰۱۶) در تحقیقی تحت عنوان رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری، به بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد شرکت از طریق سودآوری بین دوره حسابهای دریافتی، دوره حسابهای پرداختی و چرخه تبدیل وجه نقد در بازار سهام اوراق بهادار استانبول در طی ۱۰ سال پرداختند. آنها ۱۲۰ شرکت تولیدی ترکیه ای را در طی سالهای ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۲ به عنوان نمونه مورد مطالعه قرار دادند. آنها از مدل رگرسیون چندخطی برای بررسی این رابطه استفاده کردند. نتایج تحقیقات آنها رابطه مثبت و معنی داری را بین دوره حسابهای دریافتی و بازگشت دارایی، بازگشت حقوق صاحبان سهام حاشیه سود خالص و حاشیه سود عملیاتی در شرکتهای تولیدی نشان داد.

منصوری و منصور (۲۰۱۶) در تحقیقی با عنوان بررسی سیاستهای مدیریت سرمایه در گردش شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران، رویکردهای مدیریت سرمایه در گردش را در تمام شرکتهای تولیدی در آخر سال ۲۰۱۳ مورد بررسی قرار دادند. روش تحقیق آنها استفاده از پرسشنامه بود که پرسشنامه مربوط را برای تمام شرکتهای نمونه ایمیل کردند و برای تست فرضیه ها از تست چي-سکوایر استفاده کردند. آنها نتایج تحقیق را با نتایج تحقیقات مشابه قبلی در کشورهای آمریکا و کانادا و استرالیا مقایسه کردند. آنها دریافتند که اکثر شرکتهای ایرانی از رویکردهای مدیریت سرمایه در گردش رسمی در مقایسه با دیگر کشورها استفاده می کنند. علاوه بر این نتایج همچنین نشان داد که شرکتهای ایرانی بسیار ریسک گریزانند برای مدیریت سرمایه در گردش و این به دلیل استفاده از سیاستهای محافظه کارانه مدیریت سرمایه در گردش توسط شرکتهای ایرانی بود. نتایج تحقیق آنها همچنین نشان داد که شرکتهای ایرانی هیچ برنامه برای استفاده از سیستم JIT برای کنترل موجودی ها ندارد.

هوی چونگ و مانی دونگ (۲۰۱۶) در تحقیقی با عنوان مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش روی سودآوری بوسیله بررسی اطلاعات شرکتهای بورس اوراق بهادار ویتنام پرداختند. نمونه آماری آنها شامل ۱۲۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ویتنام برای دوره ۹ ساله ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۴ بود. آنها از چهار متغیر برای بررسی مدیریت سرمایه در گردش استفاده کردند. همچنین از متغیرهای اهرم مالی، رشد فروش، اندازه شرکت و شاخص صنعت بعنوان متغیرهای کنترلی استفاده کردند. نتایج تحقیق نشان داد که بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری همبستگی وجود ندارد. و دریافتند مدیریت سرمایه در گردش می تواند به شرکت ها کمک کند تا تعهدات کوتاه مدت خود را ایفا کنند و همچنین کارایی شرکت را بوسیله اصلاح سیاستهای اعتباری بهبود بخشند.

کوهن و همکاران، (۲۰۱۳) نقش دولت ایالات متحده روی مبالغ دارایی های نقدی را بررسی کردند. آنها بررسی کردند که شرکتهایی که دولت ایالات متحده را به عنوان یک مشتری بزرگ دارند، مقادیر کمتری از وجه نقد و معادل وجه نقد را نگهداری می کنند. آنها از یک نمونه شامل ۹۴۳۷ شرکت آمریکایی برای دوره های ۱۹۷۶ تا ۲۰۱۱ را انتخاب کردند. نتایج



پانل دیتا نشان داد که شرکتهایی که دولت ایالات متحده بعنوان یک مشتری بزرگ وجه نقد و معدل جه و نقد کمتری را نگه می دارند.

منصوری و محمد (۲۰۱۲) در تحقیقی با عنوان تاثیر شاخص های رشوه بر مدیریت سرمایه در گردش، به مطالعه متغیرهای خارجی روی مدیریت سرمایه در گردش پرداختند. آنها تعداد ۵۳۳ شرکت را از ۵ کشور آسیایی بعنوان نمونه آماری انتخاب کردند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که شاخص های بالا رشوه در کشورها مدیران را به کاهش طول دوره CCC تشویق می کند. همچنین آنها دریافتند که هنگامی که شاخص های رشوه بالاست، مدیران استراتژی کاهش سطح NLB را انتخاب می کنند.

منصوری و محمد (۲۰۱۲) عوامل موثر بر مدیریت سرمایه در گردش را در شرکتهای سنگاپور بررسی کردند. نمونه شامل ۹۴ شرکت سنگاپور از ۷ بخش متفاوت بود، دوره تبدیل وجه نقد بعنوان شاخص اندازه گیری جامع برای مدیریت سرمایه در گردش بکار گرفته شد. هر دو متغیرهای داخلی و خارجی در مدل تعیین دوره تبدیل وجه نقد بکار گرفته شدند. نتایج تجزیه و تحلیل پانل دیتا نشان داد که اندازه شرکت، جریان وجه نقد، مخارج سرمایه ای و GDP بصورت منفی بر طول دوره تبدیل وجه نقد اثرگذار هستند. بعلاوه آنها دریافتند که شرکتهایی با سوددهی بیشتر دوره تبدیل وجه نقد بلندتری دارند.

روش تحقیق

این تحقیق از نوع تجربی در حوزه تحقیقات توصیفی، رگرسیونی حسابداری و مبتنی بر اطلاعات واقعی صورتهای مالی شرکتهاست. از سوی دیگر این تحقیق از لحاظ روش، علی پس از وقوع است. در این تحقیق چون به دنبال بررسی رابطه بین شاخص های رشوه و مانده خالص نقدی هستیم، نوع روش از نظر ماهیت همبستگی می باشد. همچنین بر اساس هدف، پژوهش مذکور کاربردی است. فرضیه های پژوهش بر اساس داده های تلفیقی/ ترکیبی آزمون می گردد. تحلیل های آماری به کمک نرم افزار EViews9 انجام شده است.

با توجه به اینکه اطلاعات با مراجعه به انواع کتاب، مجلات، و نشریه های سازمان بورس اوراق بهادار ایران و بانک مرکزی، و مقالات گردآوری شده است، روش گردآوری اطلاعات از نوع کتابخانه ای است. همچنین در این روش با مطالعه و استخراج داده های مالی، اطلاعات مورد نیاز برای اندازه گیری متغیرهای تحقیق با استفاده از لوح فشرده بانک اطلاعاتی بورس اوراق بهادار فراهم شده است. داده های این پژوهش از طریق نرم افزار ره آورد نوین و سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران جمع آوری شده است. شاخص کنترل رشوه (CCI) از طریق انستیتوی بانک جهانی و شاخص های حکومتی جهانی، و شاخص درک رشوه (CPI) از طریق سایت سازمان شفافیت بین الملل جمع آوری شده است.

جامعه آماری پژوهش شامل تمام شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران خواهد بود که برای سالهای ۱۳۸۵ لغایت ۱۳۹۴ انتخاب شده اند. روش نمونه گیری نیز بصورت حذفی سیستماتیک بود.

در این مطالعه از داده های تابلوی یا ترکیبی (سال/ شرکت) استفاده می شود. برای تعیین اینکه توزیع داده های مورد استفاده در این تحقیق، دارای توزیع نرمال هستند یا خیر، از آزمون نرمال بودن استفاده می شود. برای تجزیه و تحلیل داده ها از شاخص های توصیفی، مرکزی و پراکندگی، استفاده می شود. برای بررسی میان متغیرها و آزمون فرضیات، از آمار استنباطی استفاده می شود. برای بررسی روابط میان متغیرها از آزمون های همبستگی استفاده شده و برای آزمون فرضیه ها از روش رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است.

یافته ها

جدول ۱-۱ نتایج آماره توصیفی مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته را برای شرکتهای موجود در نمونه طی سالهای ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ نشان می دهد.



میانگین خالص مانده نقدی (NLB) در میان شرکتهای نمونه ۰,۱۲ می باشد. که مثبت بودن NLB نشان دهنده ی این مطلب است که شرکتهای نمونه به تامین مالی خارجی بیشتر متکی هستند. شرکتهای مورد بررسی به طور متوسط از نسبت اهرم مالی ۰,۶۲ و میانگین سودآوری ۱۲,۴۲٪ بر اساس میزان فروش برخوردار بوده اند. بیشترین مقدار شاخص درک رشوه برای شرکتهای موجود در نمونه ۲,۹ و کمترین مقدار برای آن ۱,۸ می باشد. حداکثر شاخص کنترل رشوه برای شرکتهای موجود در نمونه ۰,۵۰ و حداقل آن ۰,۱۶ بوده است.

همبستگی بین متغیرهای پژوهش در جدول (۱-۲) نشان می دهد که طی دوره پژوهش، بین شاخص درک رشوه و شاخص کنترل رشوه با خالص مانده نقدی به ترتیب، همبستگی منفی و معنی دار (۰/۰۱۹-) و (۰/۰۶۱-) وجود داشته است. به بیان دیگر، در دوره هایی که سطح رشوه بالا بوده، مدیریت سرمایه در گردش توسط شرکتهای بورسی، ضعیف بوده است. همبستگی مثبت و معنی دار اهرم مالی و سودآوری با شاخص های رشوه حاکی از آن است که در شرکتهای دارای نسبت بالای بدهی در ساختار سرمایه، شاخص های کنترل و درک رشوه در سطح بالایی وجود داشته است.

آزمون فرضیه اول تحقیق

نتایج حاصله در جدول (۱-۳) نشان می دهد که تأثیر شاخص کنترل رشوه بر خالص مانده نقد منفی (۰/۱۳-) و با توجه به احتمال آماره t (۰/۰۰) معنی دار می باشد. این امر نشان می دهد که شاخص کنترل رشوه بر خالص مانده نقد به عنوان یکی از معیارهای مدیریت سرمایه در گردش، تأثیر معکوس و معنی داری دارد. به بیان دیگر، در دوره هایی که سطح کنترل رشوه بالاست، خالص مانده نقد در شرکتهای بورسی، به طور چشمگیری پایین بوده است.

همچنین نتایج همچنین نشان می دهد که متغیر کنترلی سودآوری بر مانده خالص نقدی مثبت و معنی دار بوده است. بنابراین، می توان دریافت که در شرکتهای سودآور، مانده خالص نقدی به طور چشمگیری، بالا بوده است. همچنین رابطه متغیرهای اندازه شرکت و اهرم مالی با مانده خالص نقدی منفی و معناداری می باشد که نشان می دهد در شرکتهای بزرگ و دارای سطح بالای بدهی ها، مانده خالص نقدی پایین می باشد. نتایج مربوط به آماره F نیز نشان می دهد که مدل در حالت کلی معنی دار بوده و با توجه به آماره دوربین-واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی است. علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که در کل دوره پژوهش حدود ۳۱٪ از تغییرات مانده خالص نقدی به عنوان معیار مدیریت سرمایه در گردش تحت تأثیر شاخص کنترل رشوه و همچنین متغیرهای کنترلی بوده است. با توجه به معنی دار بودن تأثیر شاخص کنترل رشوه بر مانده خالص نقدی، فرضیه اول از فرضیه اصلی پژوهش مورد تأیید واقع می شود.

آزمون فرضیه دوم تحقیق

نتایج حاصله در جدول (۱-۴) نشان می دهد که تأثیر شاخص درک رشوه بر خالص مانده نقد منفی (۰/۱۵-) و با توجه به احتمال آماره t (۰/۰۳۷) معنی دار می باشد. این امر نشان می دهد که شاخص درک رشوه بر خالص مانده نقد به عنوان یکی از معیارهای مدیریت سرمایه در گردش، تأثیر معکوس و معنی داری دارد. به بیان دیگر، در دوره هایی که سطح رشوه بالاست، خالص مانده نقد در شرکتهای بورسی، به طور چشمگیری پایین بوده است همچنین نتایج همچنین نشان می دهد که متغیر کنترلی سودآوری بر مانده خالص نقدی مثبت و معنی دار بوده است. بنابراین، می توان دریافت که در شرکتهای سودآور، مانده خالص نقدی به طور چشمگیری، بالا بوده است. همچنین رابطه متغیرهای اندازه شرکت و اهرم مالی با مانده خالص نقدی منفی و معناداری می باشد که نشان می دهد در شرکتهای بزرگ و دارای سطح بالای بدهی ها، مانده خالص نقدی پایین می باشد. نتایج مربوط به آماره F نیز نشان می دهد که مدل در حالت کلی معنی دار بوده و با توجه به آماره دوربین-واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی است. علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که در کل دوره پژوهش حدود ۳۶٪ از تغییرات مانده خالص نقدی به عنوان معیار مدیریت سرمایه در گردش تحت تأثیر شاخص درک رشوه و همچنین متغیرهای کنترلی بوده است.



با توجه به معنی دار بودن تأثیر شاخص درک رشوه بر مانده خالص نقدی، فرضیه دوم از فرضیه اصلی پژوهش مورد تأیید واقع می شود.

جداول، شکل ها و نمودارها

جدول (۱-۱): نتایج آمار توصیفی

| | NLB | LEV | ROA | SIZE | CCI | CPI |
|--------------|-------|-------|--------|-------|------|-------|
| Mean | ۰,۱۲ | ۰,۶۲ | ۱۲,۴۲ | ۱۳,۳ | ۰,۳۳ | ۲,۵۱ |
| Median | ۰,۰۶ | ۰,۶۳ | ۱۱,۰۲ | ۱۳,۱۵ | ۰,۳۱ | ۲,۶ |
| Maximum | ۱,۷۹ | ۰,۹۳ | ۵۷,۰۸ | ۱۸,۴۹ | ۰,۵ | ۲,۹ |
| Minimum | -۰,۰۸ | ۰,۰۹ | -۲۳,۳۳ | ۸,۹ | ۰,۱۶ | ۱,۸ |
| Std. Dev. | ۰,۱۷ | ۰,۱۷ | ۱۱,۱ | ۱,۴۲ | ۰,۱۳ | ۰,۳۱ |
| Skewness | ۳,۹۸ | -۰,۲۴ | ۰,۴۱ | ۰,۸۴ | ۰,۰۹ | -۰,۹۴ |
| Kurtosis | ۲۴,۹۷ | ۲,۵۹ | ۴,۲۱ | ۴,۶۹ | ۱,۳۹ | ۳,۰۶ |
| Observations | ۱۰۵۰ | ۱۰۵۰ | ۱۰۵۰ | ۱۰۵۰ | ۱۰۵۰ | ۱۰۵۰ |

جدول (۲-۱): همبستگی بین متغیرها

| متغیرها | CCI | CPI | LEV | NLB | ROA | SIZE |
|---------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|------|
| CCI | ۱ | | | | | |
| CPI | 0.000 (0.۰96) | 1 | | | | |
| LEV | 0.075 (0.014) | 0.033 (0.۰۰4) | 1 | | | |
| NLB | -0.۰۱9 (0.000) | -0.061 (0.046) | -0.184 (0.000) | 1 | | |
| ROA | 0.051 (0.0۱7) | 0.024 (0.۰36) | -0.180 (0.000) | 0.339 (0.000) | 1 | |
| SIZE | -0.019 (0.۰29) | 0.021 (0.۰۴3) | 0.180 (0.000) | -0.070 (0.021) | 0.045 (0.۰43) | 1 |

جدول (۳-۱): نتایج آزمون فرضیه اول

| Dependent Variable:NLB | | | | |
|------------------------|-------------|------------|-------------|-------|
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
| CCI | -0.132 | 0.015 | -9.014 | 0.000 |



| | | | | |
|--------------------|--------|--------------------|--------|-------|
| LEV | -0.037 | 0.011 | -3.374 | 0.001 |
| ROA | 0.003 | 0.000 | 18.829 | 0.000 |
| SIZE | -0.006 | 0.001 | -5.271 | 0.000 |
| F-statistic | 60.249 | R-squared | | 0.۳۱۷ |
| Prob(F-statistic) | 0.000 | Adjusted R-squared | | 0.۲۸۴ |
| Durbin-Watson stat | 1.۸۵۴ | | | |

جدول (۴-۱): نتایج آزمون فرضیه دوم

| Dependent Variable:NLB | | | | |
|------------------------|-------------|--------------------|-------------|-------|
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
| CPI | -0.015 | 0.007 | -2.094 | 0.037 |
| LEV | -0.043 | 0.009 | -4.709 | 0.000 |
| ROA | 0.003 | 0.000 | 18.424 | 0.000 |
| SIZE | -0.005 | 0.001 | -5.237 | 0.000 |
| F-statistic | 50.151 | R-squared | | 0.۳۶۱ |
| Prob(F-statistic) | 0.000 | Adjusted R-squared | | 0.۲۵۸ |
| Durbin-Watson stat | 2.043 | | | |

فرمول‌ها و روابط ریاضی

متغیرهای مستقل

۱. شاخص درک رشوه (CPI): شاخص شفافیت بین المللی درک رشوه کشورها را بر حسب درجه رشوه موجود در میان مقامات اداری و سیاستمداران، رتبه بندی می نماید. این شاخص یک شاخص ترکیبی می باشد که بر مبنای داده هایی در ارتباط با فساد که توسط آمارگیری از کارآفرینان و کارشناسان برجسته در سازمانهای مختلف انجام می گیرد، محاسبه می شود.

۲. شاخص کنترل رشوه (CCI): دومین شاخص اندازه گیری رشوه، شاخص کنترل رشوه است که سالانه توسط بانک جهانی تهیه می شود.

شاخص درک رشوه متعلق به بازه (۰ و ۱۰) و شاخص کنترل رشوه متعلق به بازه (۲/۵ + و ۲/۵-) می باشد. در هر دو شاخص، مقدار عددی بزرگتر سطح فساد کمتر را نشان می دهد. متغیر وابسته

۳. خالص مانده نقد (NLB): شاخص دیگری که برای تعیین وضعیت نقدینگی شرکتها معرفی شده است. در این شاخص برای نشان دادن وضعیت نقدینگی شرکت به مانده وجه نقد و اوراق بهادار توجه می شود. این شاخص ذخیره نقدینگی واقعی شرکت را، در رابطه با نیازهای پیش بینی نشده نشان می دهد. نحوه محاسبه خالص مانده نقدی به صورت زیر است. (شال من^۳ و کاکس، ۱۹۸۵).

$$NLB = (CASH + MKT - AP) / TA$$

² Net Liquid Blance

³ Shulman & Cox



که در آن NLB خالص مانده نقدی، CASH وجه نقد، MKT اوراق بهادار قابل فروش، AP حسابها و اسناد پرداختی و TA کل دارایی هاست. متغیرهای کنترلی

۴. اندازه شرکت (SIZE): در این تحقیق نیز از مبلغ فروش به عنوان معیار اندازه شرکت استفاده می کنیم و به منظور اجرای مدل از نسبت زیر استفاده شده است.

$$Size_{it} = \ln(Sale_{it})$$

که در آن:

Size_{it}: اندازه شرکت i در دوره t

Sale_{it}: فروش شرکت i در دوره t

۵. اهرم مالی (LEV): در اغلب تحقیقات صورت گرفته برای اندازه گیری نسبت بدهی، از حاصل تقسیم کل بدهی ها را به کل دارایی استفاده شده (نوروش وحسینی، ۱۳۸۸)، در این تحقیق نیز از این نسبت استفاده می شود.

$$FL_{it} = \frac{TD_{it}}{TA_{it}}$$

که در آن:

FL_{it}: اهرم مالی شرکت i در دوره t

TD_{it}: کل بدهی های شرکت i در دوره t

TA_{it}: کل دارایی های شرکت i در دوره t

۶. بازده دارایی (ROA): نرخ بازده دارایی ها به عنوان یک معیار اندازه گیری عملکرد مالی شرکت با استفاده از حاصل تقسیم سود خالص بر مبلغ جمع دارایی ها بدست می آید. نسبت بازده دارایی ها به عنوان یک معیار ارزیابی عملکرد کارایی یک شرکت را اندازه گرفته و یا کارایی سرمایه گذاری شرکتهای متعدد را با هم مقایسه می نماید. نسبت بازده دارایی ها براساس تحقیق (سجادی وهمکاران، ۱۳۸۸؛ چاؤوگری، ۲۰۱۰). به عنوان یک معیار ارزیابی عملکرد مالی مورد استفاده قرار گرفته و با استفاده از رابطه زیر اندازه گیری می شود:

$$ROA = \frac{NP}{TA}$$

که در این معادله:

ROA: نرخ بازده دارایی ها

NP: سودخالص شرکت

TA: مبلغ کل دارایی ها

بحث و نتیجه گیری

شاخص کنترل رشوه و شاخص درک رشوه بر خالص مانده نقد به عنوان یکی از معیارهای مدیریت سرمایه در گردش، تأثیر منفی و معناداری دارد. به بیان دیگر، در دوره هایی که سطح رشوه بالاست، خالص مانده نقدی در شرکت های بوری، به طور چشمگیری پایین بوده است. نتایج همچنین نشان می دهد که تأثیر متغیرهای کنترلی اهرم مالی و اندازه شرکت بر مانده



خالص نقد منفی و معنی دار بوده است. این امر حاکی از آن است که در شرکت های بزرگ و دارای سطح بالای بدهی در ساختار سرمایه شرکت، خالص مانده نقد به طور چشمگیری، پایین بوده است. همچنین نتایج همچنین نشان می دهد که متغیر کنترلی نرخ بازده دارایی ها بر مانده خالص نقد مثبت و معنی دار بوده است. بنابراین، می توان دریافت که در شرکت های سودآور، چرخه تبدیل وجه نقد به طور چشمگیری، بالا بوده است. نتایج این فرضیه در رابطه با تأثیر منفی شاخص کنترل رشوه و شاخص درک رشوه بر خالص مانده نقد، با نتایج پژوهش قبلی منصور و محمد (۲۰۱۲) است.

نتایج در رابطه با تأثیر منفی اهرم مالی بر مانده خالص نقدینگی، موافق با نتایج پژوهش قبلی بهارمقدم و همکاران (۱۳۹۱) است. نتیجه این تحقیق بیانگر اثر معکوس اندازه شرکت بر خالص وجه نقد می باشد. با افزایش اندازه شرکت عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و اعتبار دهندگان افزایش می یابد و وجود اطلاعات نامتقارن تضاد منافع مابین سهامداران و اعتبار دهندگان را مشخص میکند و هنگامی که اطلاعات نامتقارن میان ذینفعان داخل و خارج شرکت افزایش می یابد اعتبار دهندگان از طریق درخواست افزایش صرف ریسک هزینه های تامین مالی خارجی را افزایش می دهند (جنسن، ۱۹۸۶؛ مایرس و ماجلوف ۱۹۸۴؛ مایرس ۱۹۷۷). افزایش هزینه های تامین مالی خارجی مدیریت را مجبور به کاهش سرمایه گذاری در سرمایه در گردش می کند (چیوات ال ۲۰۰۶). با توجه به سابقه تئوری می توان گفت نتیجه تحقیق حاضر با سابقه تئوری و نتایج تحقیقات قبلی (منصور و محمد ۲۰۱۲؛ گیل ۲۰۱۱)؛ نارندر و دیگران (۲۰۰۸) همسو می باشد. رابطه منفی بین شاخص های رشوه و مانده خالص نقد، دلیلی بر این موضوع است که چرا شرکتها وجه نقد و معادل وجه نقد بیشتری را نگهداری می کنند. باتس و همکاران (۲۰۰۹) معتقد اند که شرکتها وجه نقد و معادل وجه را برای شوکهای منفی بالقوه، خصوصاً هنگامی که هزینه تامین مالی خارجی بالاتری دارند، وجه نقد را نگهداری می کنند. آنها معتقداند که شرکتها هنگامی که دستیابی بهتری به بازارهای سرمایه دارند، وجه نقد کمتری را نگهداری می کنند.

پیشنهاد های حاصل از تحقیق

با توجه به اثرگذار بودن متغیرهای مستقل تحقیق (اندازه شرکت، اهرم مالی، نرخ بازدهی دارایی ها) بر خالص وجه نقد، به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود خالص وجه نقد خود را براساس خصوصیات خود تنظیم نمایند.

با توجه به اثرگذار تفکیک سمت مدیرعامل از ریاست هیات مدیره بر هزینه نمایندگی، می توان گفت برای کاهش هزینه نمایندگی پست مدیرعامل و ریاست هیات مدیره به دو نفر مجزا اعطا گردد. با توجه به تاثیر معکوس اندازه شرکت بر خالص وجه نقد در اثر عدم تقارن اطلاعاتی به وجود آمده و هزینه نمایندگی، می توان گفت شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار برای کاهش هزینه نمایندگی، نظارتی و سیاسی در شرکت های که از اندازه بزرگی برخوردار هستند، اقدامات نظارتی بیشتری (مانند افشاء اطلاعات بیشتری) را در دستور کار خود قرار دهند.

شرکت های بزرگتر و با هزینه های سیاسی و نظارتی بیشتری مواجه بوده لذا، استقرار مکانیسم های نظارتی و سیاسی در این شرکتها (با هدف کاهش هزینه نمایندگی) در مقایسه با شرکت های کوچکتر از اهمیت بیشتری برخوردار است.

شرکت هایی که گردش وجه نقد عملیاتی بالایی دارند به دلیل توان تامین مالی داخلی از خالص وجه نقد بیشتری برخوردار بوده لذا توان تقسیم سود بالاتری در مقایسه با شرکت های که گردش وجه نقد عملیاتی پایین تری دارند، برخوردار هستند.

با توجه به اینکه شرکت های با فعالیت واسطه گری مالی از نمونه تحقیق حذف شده اند، پیشنهاد می گردد تحقیقی در رابطه با تاثیر خصوصیات شرکتی بر خالص وجه نقد و سرمایه در گردش لازم در این نوع شرکت ها انجام گرفته و نتایج آن با یافته های تحقیق حاضر مقایسه گردد.



منابع

۱. بهارمقدم، مهدی، محمدرضاخانی، وحید و رحمت‌اله هوشمندزعفرانیه (۱۳۹۱). «بررسی اثر ویژگی‌های خاص شرکت‌ها بر مدیریت سرمایه در گردش»، پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۴، ۷۱-۸۹.
۲. پورحیدری، امید و رحمت‌اله هوشمندزعفرانیه (۱۳۹۱). «مروری بر تحقیقات تجربی پیرامون تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌ها»، مجله پژوهش حسابداری، شماره ۵، ۲۹-۸.
۳. حافظ‌نیا، محمد رضا (۱۳۸۵). مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی. چاپ دوازدهم. تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب درسی علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
۴. حیدری حسن، علی نژاد رقیه، زنوری سید جمال الدین، جهانگیرزاده جواد (۱۳۹۳)، «بررسی رابطه بین فساد اداری و رشد اقتصادی مشاهداتی از کشورهای گروه دی هشت»، فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی، سال چهاردهم، شماره ۵۵، زمستان ۱۳۹۳.
۵. رهنمای‌رودپشتی، فریدون و علی کیایی (۱۳۸۷). «بررسی و تبیین سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، دانش و پژوهش حسابداری.
۶. ریموند، پی‌نو (۱۳۸۰). مدیریت مالی، جلد اول، ترجمه و اقتباس علی جهانخانی و علی پارسائیان، انتشارات سمت.
۷. صباحی احمد، ملک ساداتی سعید (۱۳۸۸) «اثر کنترل فساد مالی بر رشد اقتصادی»، فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۵۳، زمستان ۱۳۸۸، ۱۳۱-۱۵۸.
۸. مرادی محمد علی، نجار مصطفی، ایزد پور مصطفی (۱۳۹۲)، «بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و معیارهای عملکرد مبتنی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه علمی- پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال سوم، شماره دوم، شماره پیاپی (نهم) تابستان ۱۳۹۴.
۹. منصوری ابراهیم، مقدم‌نیا، منیر (۲۰۱۶) «بررسی ارتباط بین محدودیتهای مالی، بحران اقتصادی و مدیریت سرمایه در گردش شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران» مجله مدیریت و تأمین مالی بین المللی، شماره ۳۱۴۱ تا ۳۱۴۵، سال ۲۰۱۶.

ب. منابع انگلیسی

1. Appuhami, B. (۲۰۰۸). The Impact of Firms' Capital Expenditure on Working Capital Management: An Empirical Study across Industries in Thailand. International Management Review, ۴(۱), ۲۴-۱۱.
2. Beck, T, R Levine, and A Kunt. "Law and Firms' access to Finance." American Law and Economics Review, vol. 7, no. 1, pp. 211-252, 2005.
3. Caprio, L, L Faccio, and M McConnell. "Sheltering Corporate Assets From Political Extraction. Working paper, Purdue University." 2008.
4. Chen, D, S Li, and J Xiao. "The Effects of Government Quality on Corporate Cash Holdings: Evidence from China." 23rd Australasian Finance and Banking Conference, pp. 1-44, 2010.
5. Ebrahim Mansoori, Datin Jorah Muhammad (2012), The Effect of Working Capital Management on Firm's Profitability: Evidence from Singapore.



6. Fan , H, O Rui, and M Zhao. "Public Governance and Corporate Finance:Evidence from corruption cases." Journal of Comparative Economics,vol. 36,pp. 343-364, 2008.
7. Famil Şamiloğlu & Akgun Ali Ihsan (2016), *The Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evidence from Turkey*, Business and Economics Research Journal,Volume 7 Number 2 016.
8. Garcia Jose´ L. & Mira, Sogorb F. (2014). "Sensitivity of external resources to cash flow under financial constraints", International Business Review.
9. Gill, A. (2011). *Factors That Influence Working Capital Requirment in Canada*. Economics and Finance Review, 1(3), 30-40..
10. Huy-Cuong, Manh-Dung Tra & Duc-Trung Nguyen, (2016), "Working Capital Management And Firms Profitability:Evidence from VietnamsStock Exchange", International Journal of Economics and Finance; Vol. 8, No. 5; 2016.
11. Hung Mo, P. "Corruption and Economic Growth." Journal of Comparative Economics,vol. 29, pp. 66-79, 2001.
12. Ka ufman, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (1999). Governance matters VII aggregate and individual governance indicators. Policy Research Working Paper. pp.
13. Mansoori Ebrahim ,Muhammad Joriah ,*Does Level of Countries Corruption Affect Firms Working Capital Management?* .CONFERENCE PAPER • JULY 2015.
14. Mansoori Ebrahim, Mansoori Omid (2016),working capital Management Policies of Listed Companies in Tehran Stock Exchange,International Business Management,10 (15),3108-3112,2016.
15. Mansoori, E., & Muhammad , J. (2012). *Determinants of working capital management: Case of Singapore firms*. Research Journal of Finance and Accounting, 3(11), 15-23.
16. Pankajk, J, E Kuvvet, and M Pagano. "Corruption's Impact on Liquidity, Investment Flows, and Cost of Capital." www.ssrn.com. 2012.
17. Shulman, J., and Cox, R. (1985). "An Integrative Approach to Working Capital Management", Journal Cash Management, 64-67.
18. Zariyawati, M., Annuar, M., Taufiq, H., & Abdul Rahim, A. (2009). *Working Capital Management and Corporate Performance: Case of Malaysia*. Journal of Modern Accounting and Auditing, 5(11), 47-54..
19. World Bank (1997),*Helping Countries Combat Corruption, The Role of The World Bank, Poverty Reduction and Economic Management*.