

بررسی تاثیر بازدارندگی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی از درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر محمد قسیم عثمانی

عضو هیات علمی دانشگاه شهید بهشتی

داریوش جاوید

عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد بروجرد

سعید رحیمی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد همدان

چکیده:

هدف این پژوهش بررسی تأثیر میزان بازدارندگی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی از درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این راستا مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی از جمله درصد مالکان نهادی، درصد اعضای غیرموظف در هیات مدیره و نوع حسابرس به عنوان متغیرهای مستقل و درماندگی مالی به عنوان متغیر وابسته تعیین گردید که میزان درماندگی بر اساس مدل Z آلتمن طبقه‌بندی شد. از رگرسیون ساده، لجستیک و چندگانه جهت آزمون فرضیات استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش شامل ۶۷ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ است. روش آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های مطرح شده در این پژوهش، روش "داده‌های ترکیبی و مقطعی" است.

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که در کل دوره و در تک‌تک سالهای پژوهش رابطه معنادار و منفی بین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و درماندگی مالی وجود دارد. این یافته‌ها همچنین رابطه قابل توجه و معناداری را بین درصد مالکان نهادی و نوع حسابرس با درماندگی مالی نشان نداد.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، درماندگی مالی، مالکان نهادی، اعضای

غیرموظف هیات مدیره، نوع حسابرس

۱. مقدمه

در حال حاضر، بنگاه‌های اقتصادی در محیطی بسیار متغیر و رقابتی فعالیت می‌کنند. واکنش سریع و درست در مقابل شرایط بسیار متغیربازار، در موقعیت بنگاه‌ها نقش بسزایی دارد. با توسعه بازارهای پولی و مالی و متعاقب آن، حاکم شدن وضعیت رقابتی، بسیاری از شرکت‌ها ورشکسته از گردونه رقابت خارج می‌شوند. این امر موجبات نگرانی صاحبان سرمایه را فراهم نموده، برای اینکه از سوخت‌شدن اصل و فرع سرمایه خود جلوگیری کنند، به دنبال روش‌هایی هستند که بحران مالی شرکت‌ها را پیش‌بینی کنند. بحران مالی و نهایتاً ورشکستگی واحدهای اقتصادی می‌تواند زیان‌های هنگفتی را در سطح خرد و کلان وارد نماید. [۳]. بحران مالی مکزیک ۱۹۹۴، بحران مالی عظیم شرق آسیا ۱۹۹۷، بحران مالی برزیل و اقتصاد آزاد شده روسیه ۱۹۹۸ و بحران مصیبت‌بار آرژانتین، بحران انرون در آمریکا و بحران مسکن ۲۰۰۵ و عظیم‌ترین بحران مالی تاریخ ۲۳۰ ساله آمریکا ۲۰۰۸ همگی حاکی از تجدید و پایداری بحران‌هاست [۱]. به واسطه عواملی همچون موج اخیر رسوایی‌های شرکت‌های سهامی نظیر آدلفیا، انرون و ورلد‌کام در کنگره ایالات متحده، مارکنی در انگلستان و رویال آهولد در هلند، نظام راهبری شرکت مورد توجه روز افزون فعالان بازار قرار گرفته است. رسوایی‌های مذکور به وضوح به لزوم بهبود سازوکارهای نظام راهبری شرکت و نیز افزایش شفافیت در حسابداری اشاره دارد [۱۰]. از طرفی با گسترده شدن شرکت‌ها و موسسات مالی خطر جدایی مالکیت از مدیریت احساس می‌شود که می‌تواند شرکت را به سمت بحران مالی هدایت کند. در حقیقت با شکل‌گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران ایجاد می‌گردد. بدان معنا که ممکن است مدیران دست به رفتارهای فرصت طلبانه زده، تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در جهت منافع آنها و عکس منافع سهام‌داران باشد. نیاز به حاکمیت شرکتی (نظام راهبری شرکت) از تضاد منافع بالقوه بین افراد حاضر در ساختار شرکت ناشی می‌شود [۸].

راهبری شرکتی برای فراهم آوردن امکان کنترل و ایجاد توازن بین منافع مدیران و سهامداران و در نتیجه کاهش تضاد نمایندگی ایجاد می‌شود. بنابراین شرکت‌هایی که کیفیت نظام راهبری شرکتی بهتری دارند، باید کمتر با مشکل تضاد نمایندگی روبه‌رو باشند [۲]. نظام راهبری شرکت‌ها اهداف گروه‌های مختلف در شرکت را با هم همسو کرده و سعی در پیش‌گیری از درماندگی مالی شرکت‌ها و ایجاد ارزش برای شرکت دارد. در واقع می‌توان گفت که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی ابزاری است در جهت حفظ منافع سهامداران و اعتباردهندگان در مقابل نوسان‌ها و بحران‌های مالی. در این پژوهش سعی بر آن است که میزان تاثیر این مکانیزم‌ها در جلوگیری از درماندگی مالی شرکت‌ها بررسی شود.

۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

در یک نگاه کلی حاکمیت شرکتی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کنند. عناصری که در این صحنه حضور دارند، عبارتند از سهامداران و ساختار مالکیت ایشان، اعضای هیئت مدیره و ترکیباتشان، مدیریت شرکت که توسط مدیر عامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می‌شود و سایر ذینفع‌ها که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند [۹]. اساسی‌ترین رکن بحث حاکمیت شرکتی اطمینان یافتن از اعمال حاکمیت صحیح سهام‌داران بر اداره شرکت است. در ادامه خلاصه‌ای از تحقیقات مرتبط با این پژوهش به شرح ذیل می‌باشد.

۲-۱. پژوهش‌های خارجی

عبدالله [۱۱] رابطه بین عملکرد شرکت، ساختار هیات مدیره و صاحبان سهام را با پاداش و حق الزحمه هیات مدیره در شرکت‌های ورشکسته مالزی مورد بررسی قرار داد. یافته‌ها نشان داد که: ۱- سودآوری با پاداش هیات مدیره رابطه‌ای ندارد. ۲- استقلال هیات مدیره و گسترش منافع مدیران غیراجرایی یک رابطه منفی با سطح پاداش هیات مدیره دارد. ۳- رشد و اندازه شرکت به طور مثبت در سطح پاداش مدیران تاثیر گذار است.

تسای و گو [۱۷] ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت در صنعت کازینو برای سالهای ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ را مورد پژوهش قرار دادند. این پژوهش نشان داد که سرمایه‌گذاری نهادی در شرکت‌های کازینو ممکن است به سرمایه‌گذاران این صنعت کمک کند تا مسائل نمایندگی حاصله از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند.

فرناندز [۱۵] در تحقیق خود به نقش استقلال اعضای هیات مدیره پرداخت. وی با استفاده از داده‌های ۵۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرتغال طی سالهای ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۴ ارتباط بین عملکرد شرکت، ساختار هیات مدیره و پرداختی به مدیران اجرایی رده بالا را مورد مطالعه قرار داد. وی به این نتیجه رسید که اعضای غیراجرایی هیات مدیره نقش نظارتی قوی ندارند. همچنین شرکت‌های با اعضای غیراجرایی صفر، تنظیم و بالانس بهتری بین منافع سهام‌داران و مدیران دارند و در این شرکت‌ها مشکلات نمایندگی کمتری وجود دارد.

ایلیزر و همکارانش [۱۴] به بررسی توانایی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در جلوگیری از ورشکستگی شرکت‌ها پرداختند. در این تحقیق برای تعیین سطح ورشکستگی از مدل Z آلمن و نسبت پوشش بهره استفاده کردند و نتایج حاکی از آن است که هیئت مدیره یک دست‌تر و مستقل‌تر با درصد بیشتری از اعضای غیرموظف و همچنین در اختیار قراردادن بخش بزرگی از سهام شرکت در اختیار مدیران داخلی بیشترین تاثیر را در جلوگیری از ورشکستگی دارد.

برانچو، فرناندو و الکساندرو [۱۲] به بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و ورشکستگی با توجه به میزان بدهی‌ها پرداختند. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد شرکت‌های با حاکمیت شرکتی بهتر، هزینه بدهی کمتر و اعتبار بیشتری دارند و در ضمن نظارت بیشتر و اجرای قوانین سخت‌تر در رابطه با ورشکستگی تاثیرات مثبتی بر میزان بدهی‌ها دارد.

چانگ [۱۳] با بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی در شرکت‌های درمانده مالی در کشور تایوان به این نتیجه می‌رسد که شرکت‌های دارای استقلال هیأت مدیره (شرکت‌های دارای درصد بالای اعضای غیرموظف هیأت مدیره) نسبت به شرکت‌های دارای درصد پایین اعضای غیرموظف هیأت مدیره، کمتر دچار بحران و درماندگی مالی

می شوند. نتایج هم چنین نشان می دهد که یک رابطه مثبت بین اندازه هیأت مدیره و درماندگی مالی وجود دارد.

فیلیپ هاسپیسلاک [۱۶]، حاکمیت شرکتی و بحران را بررسی کرد و به این نتیجه رسید که کیفیت هیئت مدیره در واکنش در مقابل بحران مالی تأثیر دارد. لاجیلی و زگال [۱۸] به این نتیجه رسیدند که شرکت های دارای بحران و درماندگی مالی، علاوه بر دارا بودن شاخص های سلامت مالی و تجاری پایین تر دارای چرخش هیأت مدیره بیش تر و هم چنین دوره تصدی کمتر اعضای غیر مؤلف هیأت مدیره بوده اند.

۲-۲. پژوهش های داخلی

حساس یگانه و پوریانسب [۵] در پژوهش خود بیان می کنند که با فعال تر بودن سهامدار، نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت بهتر انجام می شود و مشکلات نمایندگی کاهش می یابد.

پورزمانی [۴]، به حاکمیت شرکتی و پیش بینی ورشکستگی شرکت ها پرداخته است در این تحقیق ساختار مالکیت موجود و نظریه حاکمیت شرکتی در ایران مورد آزمون قرار می گیرد. با استفاده از آزمون تحلیل رگرسیون لوجیت، هیچگونه نتیجه معنادار آماری در مورد ارتباط متغیرهای ساختار مالکیت، ویژگی هیأت مدیره و اظهار نظر حسابرس با احتمال وقوع بحران مالی حاصل نگردید.

۳. روش پژوهش

انگیزه ی انجام این پژوهش، بررسی این موضوع است که آیا مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر جلوگیری از درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر گذار است و یا خیر؟ بنابراین این پژوهش کاربردی است. طرح پژوهش آن از نوع نیمه تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است.

۳-۱. فرضیه های تحقیق

فرضیه اصلی: مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر پیش گیری از درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارند.

- در رابطه با فرضیه اصلی، ۳ فرضیه فرعی به شرح زیر بررسی می‌شود:
- ۱- افزایش سهامداران نهادی بر پیش‌گیری از درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.
 - ۲- بالا بودن درصد مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره بر پیش‌گیری از درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.
 - ۳- انتخاب نوع حسابرس بر پیش‌گیری از درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

۳-۲. متغیرهای پژوهش

۳-۲-۱. متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل استفاده شده در این پژوهش مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی است که عبارتند از: سرمایه‌گذاران نهادی، اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره و نوع حسابرس.

۳-۲-۲. متغیر وابسته

میزان درماندگی مالی، متغیر وابسته پژوهش است که سطح آن بر اساس مدل Z آلتمن تعیین شده است. درماندگی مالی بر اساس مدل آلتمن، معیار معکوس از درماندگی مالی است به طوری که هر چه مقدار Z آلتمن بیشتر باشد، درماندگی مالی کم‌تر است.

۳-۳. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۴ الی ۱۳۸۸ می‌باشد، که شرایط زیر را داشته باشند:

۳۳۹	تعداد کل شرکت‌های فعال در بورس
(۱۳۱)	شرکت‌هایی تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته نشده باشد و سال مالی آن منتهی به پایان اسفند ماه نباشد.
(۳۹)	شرکت‌هایی که سال مالی خود را در طی دوره‌های مورد نظر تغییر داده باشند.
(۴۱)	شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش فعالیت مستمر نداشته و سهام آن مورد معامله قرار نگرفته باشد.
(۳۸)	اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۴ الی ۱۳۸۸ به طور کامل ارائه نکرده باشد.
(۲۳)	جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی به سبب ماهیت خاص آن‌ها نباشد
۶۷	تعداد شرکت‌های موجود در جامعه آماری

با توجه به موانع فوق تعداد ۶۷ شرکت یافت گردید. از این رو، کل این ۶۷ شرکت مورد بررسی قرار گرفت. در این تحقیق، فرضیه‌ها ابتدا بصورت تلفیقی در کل دوره ۵ ساله و سپس در هر یک از سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ جداگانه مورد آزمون قرار گرفت.

۳-۴. روش گردآوری داده‌ها

در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود. در بخش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری می‌شود و داده‌های پژوهش از طریق جمع‌آوری داده‌های شرکت‌های نمونه با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هفتگی و ماهنامه بورس اوراق بهادار و با استفاده از نرم افزارهای دناسهم، صحرا و تدبیر پرداز انجام شده است.

۳-۵. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش با توجه به نوع داده‌ها و روش‌های تجزیه و تحلیل موجود، از روش «داده‌های مقطعی و ترکیبی» استفاده می‌شود. زیرا به منظور بررسی رابطه متقابل بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و میزان درماندگی مالی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، متغیرهای مستقل و وابسته از دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار می‌گیرند. از یک سو، این متغیرها در میان شرکت‌های مختلف و از سوی دیگر، در دوره زمانی ۱۳۸۴-۱۳۸۸ آزمون می‌شوند.

در این پژوهش رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و میزان درماندگی مالی بر اساس مدل آلتمن با استفاده از تحلیل‌های رگرسیونی به صورت زیر بررسی می‌شود:

$$AC_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 IO_{it} + \beta_2 ID_{it} + \beta_3 AT_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در این روابط داریم:

AC_{it} = میزان درماندگی مالی بر اساس مدل آلتمن در شرکت i در سال t .

α_{it} = عرض از مبدأ شرکت i در سال t .

IO_{it} = میزان مالکیت نهادی شرکت i در سال t .

ID_{it} = درصد میران غیرموظف در هیئت‌مدیره شرکت i در سال t .

AT_{it} = متغیر مجازی نوع حسابرس در شرکت i در سال t .

ε_{it} = خطای باقیمانده (پسماند) شرکت i در سال t .

درصد سرمایه‌گذاران نهادی از تقسیم تعداد سهام یک شرکت که در اختیار سازمان‌ها و شرکت‌های بیمه و بانک‌ها و موسساتی که به خرید و فروش درصد بالایی از سهام می‌پردازند بر تعداد کل سهام آن شرکت بدست می‌آید و درصد اعضای غیرموظف در هیات‌مدیره از تقسیم تعداد اعضای غیرموظف بر تعداد کل اعضا محاسبه گردید و برای نوع حسابرس نیز یک متغیر مجازی تعریف شد به طوری که اگر در سال مورد نظر سازمان حسابرسی، شرکت را حسابرسی کرده باشد، مقدار آن برابر یک و در صورتی که مؤسسه‌ای غیر از سازمان حسابرسی، شرکت را حسابرسی کرده باشد، میزان متغیر مجازی برابر صفر در نظر گرفته شد.

متغیر وابسته با استفاده از مدل تصحیح شده Z آلتمن تعریف می‌شوند. در مدل آلتمن برای پیش‌بینی وقوع ورشکستگی، از روش تجزیه و تحلیل نسبت‌ها استفاده شده و به صورت یک تابع که نسبت‌های مالی به عنوان متغیرهای مستقل آن هستند، به اجرا درآمده است. این مدل که از پنج نسبت مالی (سرمایه در گردش به کل دارایی (X_1))، سود انباشته به کل دارایی (X_2))، درآمد قبل از بهره و مالیات به کل دارایی (X_3))، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری بدهی (X_4))، فروش به کل دارایی (X_5)) تشکیل شده به صورت زیر است.

$$Z = 0/717X_1 + 0/847X_2 + 3/107X_3 + 0/420X_4 + 0/998X_5$$

در این مدل هرچه Z پایین‌تر باشد درجه بحران مالی شرکت بیشتر است. به طوری که شرکت‌های با امتیاز Z بالا تر از $2/9$ وارد طبقه شرکت‌های سالم شده و با امتیاز Z کمتر از $1/23$ بعنوان شرکت‌های ورشکسته طبقه بندی می‌شوند و Z بین $1/23$ و $2/9$ بعنوان منطقه تردید تلقی می‌گردد [7].

۴. یافته‌های پژوهش

قبل از اینکه به بررسی یافته‌های پژوهش بپردازیم، ابتدا ایستایی متغیرهای پژوهش بررسی می‌شود.

۴.۱. ایستایی یا پایایی

پایایی متغیرهای پژوهش بدان معنی است که، میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. برای تعیین ایستایی یا پایایی متغیرهای وابسته و مستقل پژوهش، از آزمون‌های ریشه واحد از نوع آزمون‌های لوین، لین و چو و ایم (۲۰۰۲)، پسران و شین (۱۹۹۷)، دیکی فولر تعدیل یافته و فلیپس پرون (۱۹۹۴) استفاده شده است. بر اساس این آزمون‌ها چون مقدار P-Value کمتر از

۵٪ بوده است، پس کل متغیرهای وابسته و مستقل پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح پایا بوده‌اند.

۴-۲. بررسی یافته‌های پژوهش

۴-۲-۱. بررسی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در حالت تلفیقی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در حالت تلفیقی در جدول شماره ۱ ارائه شده است. نتایج نشان می‌دهد که در طی دوره پژوهش، هیچ کدام از متغیرها اعم از مستقل و وابسته، با توجه به آماره جارک-برا دارای توزیع نرمال نبوده‌اند، چون مقدار P-Value کمتر از ۵٪ بوده است.

جدول شماره ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در حالت تلفیقی

آمار توصیفی	مالکان نهادی	اعضا غیر موظف	نوع حسابرس	درماندگی مالی (آلتمن)
میانگین	۰/۶۲	۰/۶۱	۰/۳۸	۱/۵۲
میانه	۰/۶۶	۰/۶۰	۰/۰۰	۱/۶۶
ضریب تغییر	۰/۳۶	۰/۳۸	۱/۲۷	۱/۰۸
احتمال آماره جارک-برا	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

آمار توصیفی متغیرهای وابسته پژوهش نشان می‌دهد که در کل دوره پژوهش، میانگین و میانه میزان Z آلتمن به ترتیب ۱/۵۲ و ۱/۶۶ بوده است. این موضوع نشان می‌دهد که اکثر شرکت‌های مورد بررسی در طی دوره پژوهش در منطقه تردید قرار داشته‌اند. در بین متغیرهای مستقل، متغیر نوع حسابرس دارای بیشترین پراکندگی (۱/۲۷) و در نتیجه کم‌ترین ثبات و پایداری در طی دوره پژوهش و بالعکس متغیر میزان مالکیت نهادی دارای کمترین پراکندگی (۰/۳۶) بوده است. همچنین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در مقایسه با میزان درماندگی، تقریباً از ثبات و پایداری نسبی بالاتری برخوردار بوده‌اند [۶].

۴-۲-۲. نتایج آزمون فرضیه‌ها در حالت تلفیقی

جدول شماره ۲: نتایج آزمون فرضیه‌ها در حالت تلفیقی

احتمال آماره F	ضریب دوربین- واتسون	ضریب R2 تعدیل شده	احتمال آماره T			مقدار ثابت	ضریب رگرسیون			متغیر
							$\beta 3$	$\beta 2$	$\beta 1$	
۰/۰۰۰	۱/۴۴	۰/۷۴	۰/۲۷	۰/۹۶	۰/۹۳	۱/۵۱	-۰/۱۳	۰/۰۳	۰/۰۶	ترکیبی
۰/۰۰۰	۱/۴۴	۰/۷۴	۰/۹۱۷			۱/۴۷	-	-	۰/۰۷	مالکیت نهادی
۰/۰۰۰	۰/۵۰	۰/۲۶	۰/۰۰۰			-۰/۷۴	-	۳/۷۰	-	اعضاء غیرموظف
۰/۰۰۰	۱/۴۴	۰/۷۴	۰/۲۷۱			۱/۵۷	-۰/۱۳	-	-	نوع حسابرس

با توجه به جدول شماره ۲ در حالت ترکیبی، نتایج نشان می‌دهد که هیچ کدام از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی دارای رابطه معنی‌دار با درماندگی مالی طبق مدل آلتمن نبوده‌اند و با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده در طی دوره پژوهش حدود ۷۴٪ از تغییرات میزان درماندگی مالی شرکت‌ها تحت تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بوده است. یافته‌های بدست آمده از آزمون فرضیات فرعی نیز نشان می‌دهد که تنها بالا بودن درصد مدیران غیرموظف در هیئت مدیره بر پیش‌گیری از درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد و با توجه به بالا بودن ضریب رگرسیونی درصد غیرموظف هیئت مدیره (۳/۷)، این تأثیرگذاری بسیار قوی بوده است و با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده، در طی دوره پژوهش حدود ۲۶٪ از تغییرات میزان درماندگی مالی شرکت‌ها تحت تأثیر درصد غیرموظف هیئت مدیره در شرکت بوده است. همچنین نتایج مربوط به آماره F نیز نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار بوده است [۶].

جهت بررسی بیشتر، فرضیه‌های فوق را در تک‌تک سال‌های پژوهش بررسی کرده و به یافته‌های زیر رسیدیم.

۴-۲-۳. بررسی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در حالت مقطعی

جدول شماره ۳: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در حالت مقطعی

سال	آمار توصیفی	مالکان نهادی	اعضاء غیر موظف	نوع حسابرس	درماندگی مالی
۱۳۸۴	میانگین	۰/۶۲	۰/۶۰	۰/۳۶	۱/۴۲
	میانه	۰/۶۴	۰/۶۰	۰/۰۰	۱/۶۰
	ضریب تغییر	۰/۳۶	۰/۳۶	۱/۳۵	۱/۳۵
	احتمال آماره جارک-برا	۰/۲۲۸	۰/۰۳۸	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰
۱۳۸۵	میانگین	۰/۶۲	۰/۶۲	۰/۵۵	۱/۳۹
	میانه	۰/۶۵	۰/۶۰	۱/۰۰	۱/۴۷
	ضریب تغییر	۰/۳۷	۰/۳۶	۰/۹۱	۱/۲۴
	احتمال آماره جارک-برا	۰/۱۸۵	۰/۰۱۱	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰
۱۳۸۶	میانگین	۰/۶۱	۰/۶۲	۰/۴۲	۱/۵۵
	میانه	۰/۶۵	۰/۶۰	۰/۰۰	۱/۸۱
	ضریب تغییر	۰/۳۶	۰/۳۶	۱/۱۹	۱/۲۵
	احتمال آماره جارک-برا	۰/۲۳۰	۰/۰۰۴	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰
۱۳۸۷	میانگین	۰/۶۳	۰/۶۰	۰/۳۰	۱/۶۴
	میانه	۰/۶۶	۰/۶۰	۰/۰۰	۱/۷۶
	ضریب تغییر	۰/۳۵	۰/۴۰	۱/۵۴	۰/۷۳
	احتمال آماره جارک-برا	۰/۱۷۷	۰/۰۲۸	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰
۱۳۸۸	میانگین	۰/۶۳	۰/۶۰	۰/۲۸	۱/۵۸
	میانه	۰/۶۸	۰/۶۰	۰/۰۰	۱/۶۴
	ضریب تغییر	۰/۳۷	۰/۳۹	۱/۶۰	۱/۲۵
	احتمال آماره جارک-برا	۰/۰۹۹	۰/۱۱۰	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰

آمار توصیفی ارائه شده در جدول شماره ۳ نشان می‌دهد که در طی سال‌های ۱۳۸۴ الی ۱۳۸۷ تنها میزان مالکیت نهادی و در سال ۱۳۸۸ علاوه بر آن، درصد غیرموظف هیئت مدیره هم دارای توزیع نرمال بوده است. این در حالی است که در حالت تلفیقی، هیچ یک از متغیرها دارای توزیع نرمال نبوده‌اند.

آمار توصیفی متغیرها نشان می‌دهد که در تمامی سال‌ها، میانگین و میانه میزان Z آلتمن بین ۱/۲۳ و ۲/۹ بوده است. این موضوع نشان می‌دهد که اکثر شرکت‌های مورد بررسی در سال‌های مذکور در منطقه تردید قرار داشته‌اند. آمار توصیفی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به عنوان متغیرهای مستقل پژوهش نشان می‌دهد که در بین متغیرهای مذکور، متغیر نوع حسابرس دارای بیشترین پراکندگی (۱/۳۵، ۰/۹۱، ۱/۱۹، ۱/۵۴ و ۱/۶۰) و در نتیجه کمترین ثبات و پایداری و بالعکس متغیرهای میزان مالکیت نهادی و درصد غیرموظف هیئت مدیره دارای کمترین پراکندگی (۰/۳۶ تا ۰/۴۰) بوده‌اند. همچنین در تک تک سال‌های پژوهش مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در مقایسه با میزان درماندگی مالی، تقریباً از ثبات و پایداری نسبی بالاتری برخوردار بوده‌اند [۶].

۴-۲-۴. نتایج آزمون فرضیه‌ها در حالت مقطعی

نتایج حاصله نشان می‌دهد که در بین مکانیزم‌های مذکور، در کل سال‌ها رابطه بین درصد غیرموظف هیئت مدیره و Z آلتمن، مثبت و معنی‌دار است. این موضوع نشان می‌دهد که با افزایش درصد غیرموظف هیئت مدیره در شرکت، Z آلتمن افزایش و لذا میزان درماندگی مالی کاهش می‌یابد، یعنی این مکانیزم در پیش‌گیری از درماندگی مالی، تأثیرگذار است. لازم به ذکر است که با توجه به بالا بودن ضریب رگرسیونی درصد غیرموظف هیئت مدیره (۴/۶، ۴/۲۵، ۵/۰۳، ۲/۳۷ و ۲/۶۶)، این تأثیرگذاری قوی بوده است.

یافته‌ها همچنین نشان می‌دهند که نه تنها سهام‌داران نهادی از ورشکستگی پیش‌گیری نمی‌کند، بلکه حتی می‌تواند دلیلی برای این امر باشد. به طور کلی می‌توان گفت که تاثیر نوع حسابرس بر پیش‌گیری از درماندگی مالی قابل اغماض است.

همچنین با توجه به جدول می‌توان دریافت که در تک‌تک سال‌های پژوهش، کل مدل‌های رگرسیونی در حالت کلی معنی‌دار بوده، هر چند که مدل ارائه شده جهت آزمون اثر مالکیت نهادی و نوع حسابرس در پیش‌گیری از درماندگی مالی معنی‌دار نبوده‌اند و با توجه به آماره دوربین-واتسون، همگی فاقد مشکل خودهمبستگی می‌باشند [۶].

جدول شماره ۴: نتایج آزمون فرضیه‌ها در حالت مقطعی

سال	متغیر	ضریب رگرسیون			مقدار ثابت	احتمال آماره T	ضریب R^2 تعدیل شده	ضریب دوربین واتسون	احتمال آماره F
		β_3	β_2	β_1					
۱۳۹۱	ترکیبی	۰/۱۶	۴/۶۰	-۰/۶۷	-۰/۹۸	۰/۴۷	۰/۷۱	۱/۹۵	۰/۰۰۰
	مالکیت نهادی	-	-	-۰/۴۱	۱/۶۸	۰/۶۹	-۰/۰۱	۲/۰۴	۰/۶۹۵
	اعضاء غیرموظف	-	۴/۶۲	-	-۱/۳۴	۰/۰۰	۰/۲۶	۱/۹۲	۰/۰۰۰
۱۳۸۱	نوع حسابرس	۰/۶۰	-	-	۱/۲۰	۰/۲۲	۰/۰۱	۲/۰۰	۰/۲۲۱
	ترکیبی	۰/۸۳	۴/۲۵	-۱/۰۹	-۱/۰۱	۰/۱۷	۰/۰۰	۲/۰۳	۰/۰۰۰
	مالکیت نهادی	-	-	-۰/۸۳	۱/۹۱	۰/۳۸	۰/۰۰	۲/۱۵	۰/۳۸۳
۱۳۷۱	اعضاء غیرموظف	-	۴/۰۳	-	-۱/۰۹	۰/۰۰	۰/۲۶	۲/۱۴	۰/۰۰۰
	نوع حسابرس	۰/۶۷	-	-	۱/۰۲	۰/۱۱	۰/۰۲	۲/۰۰	۰/۱۱۳
	ترکیبی	۰/۰۸	۵/۰۳	-۱/۰۳	-۰/۹۸	۰/۳۵	۰/۸۳	۲/۱۱	۰/۰۰۰
۱۳۶۱	مالکیت نهادی	-	-	-۱/۱۰	۲/۲۲	۰/۳۲	۰/۰۰	۲/۰۹	۰/۳۱۷
	اعضاء غیرموظف	-	۵/۰۷	-	-۱/۵۹	۰/۰۱	۰/۳۲	۲/۱۰	۰/۰۰۰
	نوع حسابرس	۰/۲۷	-	-	۱/۴۳	۰/۵۷	-۰/۰۱	۲/۰۹	۰/۵۷۴
۱۳۵۱	ترکیبی	۰/۳۲	۲/۳۷	-۱/۰۷	۰/۷۸	۰/۰۸	۰/۲۶	۲/۴۱	۰/۰۰۰
	مالکیت نهادی	-	-	-۱/۲۲	۲/۴۰	۰/۰۷	۰/۰۳	۲/۳۲	۰/۰۷۳
	اعضاء غیرموظف	-	۲/۳۹	-	۰/۲۰	۰/۰۰	۰/۲۱	۲/۳۵	۰/۰۰۰
۱۳۴۱	نوع حسابرس	۰/۲۰	-	-	۱/۵۸	۰/۵۳	-۰/۰۱	۲/۲۶	۰/۵۳۴
	ترکیبی	۰/۲۳	۲/۶۶	-۱/۱۶	۰/۶۳	۰/۰۵	۰/۰۰	۲/۲۷	۰/۰۰۰
	مالکیت نهادی	-	-	-۱/۴۱	۲/۴۷	۰/۰۴	۰/۰۵	۲/۱۳	۰/۰۳۹
۱۳۳۱	اعضاء غیرموظف	-	۲/۸۰	-	-۰/۱۲	۰/۰۰	۰/۲۵	۲/۲۰	۰/۰۰۰
	نوع حسابرس	۰/۴۰	-	-	۱/۴۷	۰/۲۶	۰/۰۰	۲/۰۳	۰/۲۶۰

۵. بحث و نتیجه گیری

نتایج این پژوهش در رابطه با تأثیر معنی دار درصد غیر موظف هیئت مدیره در پیش گیری از درماندگی مالی شرکت ها به طور غیرمستقیم و ضمنی موافق با نتایج پژوهش های کاتر و دیگران (۱۹۹۷)، ویس بیچ (۱۹۹۸)، عبدالله (۲۰۰۶) و گانی و همکاران (۲۰۰۶) و به طور مستقیم موافق با نتایج پژوهش های ایلیزر و همکارانش (۲۰۰۸)، چانگک (۲۰۰۹) و فیلیپ هاسپیسلاک (۲۰۱۰) و هم چنین به طور ضمنی و غیرمستقیم مخالف با نتایج پژوهش فرناندز (۲۰۰۷) و به طور مستقیم مخالف با نتایج پژوهش لاجیلی و زگال (۲۰۱۰) است. مقایسه نتایج این پژوهش در رابطه با تأثیر سایر مکانیزم های حاکمیت شرکتی استفاده شده در این پژوهش از قبیل سهامداران نهادی و نوع حسابرس در پیش گیری از درماندگی مالی شرکت ها با پژوهش های قبلی امکان پذیر نمی باشد.

دلیل اینکه اعضای غیرموظف در هیات مدیره می تواند از درماندگی مالی شرکت جلوگیری کند این است که با حضور مدیران غیرموظف مستقل در هیات مدیره شرکت ها و عملکرد نظارتی آنان به عنوان افرادی مستقل، به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت کمک قابل توجهی می کند. بدون وجود نقش نظارتی مدیران غیرموظف این امکان وجود دارد که مدیران موظف از موقعیت خود سوء استفاده کنند. بدین ترتیب هیات مدیره شرکت با دارا بودن تخصص، استقلال و قدرت قانونی لازم یک ساز و کار بالقوه توانمند حاکمیت شرکتی به حساب می آید.

تأثیر مالکان نهادی منفی می باشد، به عبارت دیگر افزایش مالکان نهادی نه تنها مانع از جلوگیری از درماندگی مالی نمی شود بلکه می تواند به این مقوله کمک نیز بکند. دلیل این امر می تواند آن باشد که اغلب سرمایه گذاران نهادی در کشور، شرکت ها و سازمان های وابسته به دولت اند که از انگیزه های کافی برای تلاش به منظور بهبود عملکرد و کسب سود، برخوردار نیستند. چون در اکثر مواقع هدف سرمایه گذاران نهادی کسب منفعت و سود بالا نیست، بلکه هدف این سرمایه گذاران حمایت جامعه در برابر تجاوز خارجی، برقراری نظم و امنیت در جامعه و ارائه خدمات عمومی و تسهیلات زیربنایی است. ممکن است حتی برخی از این شرکت ها از حمایت های خاص دولت، مثل یارانه ها نیز

برخوردار باشند. بنابراین، به نظر می‌رسد برای کسب سود و عملکرد بهتر و در نتیجه جلوگیری از ورشکستگی در شرکت‌ها، باید به تفکر و دیدگاه مالکان آنها توجه شود. یعنی اگر شرکتی به دنبال سودآوری و عملکرد بهتر است، باید ساختار مالکیت آن به سمت سرمایه‌گذاران خصوصی سوق پیدا کند.

در خصوص تاثیر کم نوع حسابرس در پیشگیری از درماندگی مالی می‌توان گفت که با توجه به رشد موسسات حسابرسی در کشور، شاید طبقه‌بندی نوع حسابرس بر اساس ملاک بهتری از جمله اندازه موسسات حسابرسی نتایج بهتری را نشان دهد.

۶. پیشنهادها

۶-۱. پیشنهادهای ناشی از یافته‌های پژوهش

• با توجه به تأثیر منفی سهامداران نهادی در پیش‌گیری از درماندگی مالی شرکت‌ها در بعضی از سال‌های پژوهش، به استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌ها و هم‌چنین به سازمان بورس اوراق بهادار، پیشنهاد می‌شود که در اتخاذ تصمیمات اقتصادی خود و در ارزیابی صحت مالی شرکت‌ها به این مقوله توجه داشته باشند.

• با توجه به وجود تأثیر مثبت قوی عضو غیر مؤظف هیئت مدیره در پیش‌گیری از درماندگی مالی شرکت‌ها، به استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌ها و هم‌چنین به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که در اتخاذ تصمیمات اقتصادی خود و در ارزیابی صحت مالی شرکت‌ها به این موضوع توجه داشته باشند.

۶-۲. پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

پیشنهاد می‌شود به منظور استفاده هر چه بیشتر از نتایج پژوهش و نیز کمک به روشن شدن رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و درماندگی مالی شرکت‌ها در آینده، به موضوعات زیر توجه بیشتری شود:

• بررسی سایر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی از قبیل تمرکز مالکیت، یکی نبودن مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره در بررسی روابط بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و درماندگی مالی شرکت‌ها.

- بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر روی روابط بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و درماندگی مالی شرکت‌ها.
- بررسی و آزمون روابط بین روابط بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و درماندگی مالی شرکت‌ها با استفاده از سایر مدل‌های تعیین درماندگی مالی.
- تکرار این پژوهش با استفاده از وقفه‌های زمانی و بررسی اثر افزایش وقفه بر بهبود پیش‌بینی مدل.
- با توجه به نوسانات نسبتاً زیاد در عوامل اقتصادی، فرهنگی و سیاسی حاکم بر شرکت‌ها در کشورمان، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی از طراحی رگرسیون غیر خطی در تعیین رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و درماندگی مالی شرکت‌ها استفاده شود.

۷. منابع و ماخذ

- ۱ - ایروانی، محمدجواد (بهار و تابستان ۱۳۸۸)، "بحران مالی جهانی و چند پیشنهاد راهبردی"، نشریه مدیریت بازرگانی، دوره ۱، شماره ۲، از صفحه ۳۳ تا ۴۶.
- ۲ - ایزدی نیا، ناصر و امیر رسائیان (۱۳۸۹)، "رابطه برخی از ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد"، مجله دانش حسابداری، سال اول، شماره ۱، صفحات ۵۳-۷۲.
- ۳ - پورحیدری، امید و مهدی کوپائی (بهار ۱۳۸۹)، "پیش‌بینی بحران مالی شرکت‌ها با استفاده از مدل مبتنی بر تابع تفکیکی خطی"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره اول، صفحه ۳۳-۴۶.
- ۴ - پورزمانی زهرا (۱۳۸۶)، حاکمیت شرکتی و پیش‌بینی ورشکستگی شرکت‌ها، رساله دکترا، دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات: اقتصاد و مدیریت.
- ۵ - حساس یگانه، یحیی و امیر پوریان‌سب (۱۳۸۴)، "نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی"، حسابدار، شماره ۱۶۴.

۶ - رحیمی، سعید و همکاران (۱۳۹۰)، بررسی تاثیر بازدارندگی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی از درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم انسانی دانشگاه آزاد اسلامی واحد همدان.

۷ - قدیری مقدم، ابوالفضل و همکاران (پاییز ۱۳۸۸)، " بررسی توانایی مدل‌های پیش بینی ورشکستگی آلتمن واهلسون در پیش بینی ورشکستگی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار"، مجله دانش و توسعه (علمی - پژوهشی) سال شانزدهم، شماره ۲۸، صفحه ۱۹۳-۲۲۰.

۸ - مهرانی، ساسان، مرادی، محمد و هدی اسکندر (۱۳۸۹)، " رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه کارانه"، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره اول، شماره پیاپی ۳، صص ۴۷-۶۲.

۹ - موسوی، زهرا و دیگران (تابستان ۱۳۸۹)، " ارزیابی تاثیر سازوکار نظارتی راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران"، فصلنامه حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۶، صص ۱۴۱-۱۵۵.

۱۰ - نوروش، ایرج، کرمی، غلامرضا و جلال وافی ثانی (۱۳۸۸). " بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران." مجله تحقیقات حسابداری، شماره اول، ۲۷-۴.

11. Abdullah S, (2006)"Directors remuneration, firms performance and corporate governance in Malaysia among distressed companies" CORPORATE GOVERNANCE VOL. 6 NO. 2

12. Bruno Funchal, Fernando Caio Galdi, Alexsandro Broedel Lopes (2008)." Interactions between Corporate Governance, Bankruptcy Law and Firms' Debt Financing: the Brazilian Case" Available online at <http://www.anpad.org.br/bar>

13. Chang, C. (2009). "The Corporate Governance Characteristics of Financially Distressed Firms: Evidence from Taiwan", the Journal of American Academy of Business, Vol. 15, No. 1, 125-132.
14. Eliezer M. Fich & Steve L. Slezak (2008). "Can corporate governance save distressed firms from bankruptcy? An empirical analysis" Rev Quant Finan Acc (2008) 30:225-251 DOI 10.1007/s11156-007-0048-5.
15. Fernandese N, (2007) "EC: Board compensation and firm performance: The role of independent" board members" Journal of multinational financial management
16. Haspeslagh, p. (2010). "Corporate governance and the current crisis", [Corporate Governance](#) Volume: 10 [Issue: 4](#)
17. Tsaia, H. and Z. Gu (2007). "The Relationship Between Institutional Ownership and Casino Firm Performance." Hospitality Management. Vol. 26, pp. 517-530.
18. Lajili, K. & Ze'ghal, D. (2010). "Corporate Governance and bankruptcy filing decisiond", Journal of General Management, Vol. 35 No. 4, 3-26.