

بررسی تاثیر مالکیت عمده بر سطح درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مصطفی پاسیار^۱، الهه زراوندی^۲

^۱ کارشناس ارشد مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرمان

^۲ کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد

نام نویسنده مسئول:

مصطفی پاسیار

چکیده

حاکمیت شرکتی با توجه به قدرت نظارت و کنترلی که در اختیار دارد مانع از تصمیمات اشتباه مدیران شده و از منابع سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان محافظت کرده و شرکت را از ورشکستگی یا درماندگی مالی نجات می دهد. هدف این بررسی تاثیر مالکیت عمده بر سطح درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. لذا در این پژوهش تاثیر ساختار متفاوت حاکمیت شرکتی از جمله سهامداران عمده (تمرکز مالکیت)، سهامداران خانوادگی، مالکیت شرکتی بر میزان درماندگی مالی سنجیده شد. جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۳ است. برای تجزیه و تحلیل آماری و آزمون فرضیه های پژوهش از مدل رگرسیونی چند متغیره استفاده شده است. نتایج نشان دهنده آن است که بین تمرکز مالکیت با سطح درماندگی مالی ارتباط معناداری وجود ندارد.

واژگان کلیدی: درماندگی مالی، ساختار مالکیت، تمرکز مالکیت.

مقدمه

در حال حاضر، بنگاه های اقتصادی در محیطی بسیار متغیر و رقابتی فعالیت می کنند. واکنش سریع و درست در مقابل شرایط بسیار متغیر بازار، در موقعیت بنگاه ها نقش بسزایی دارد. با توسعه بازارهای پولی و مالی و متعاقب آن، حاکم شدن وضعیت رقابتی، بسیاری از شرکت ها ورشکسته از گردونه رقابت خارج می شوند. این امر موجبات نگرانی صاحبان سرمایه را فراهم نموده، برای اینکه از سوخت شدن اصل و سرمایه خود جلوگیری کنند، به دنبال روش هایی هستند که بحران مالی شرکت ها را پیش بینی کنند. بحران مالی و نهایتاً ورشکستگی واحدهای اقتصادی می تواند زبان های هنگفتی را در سطح خرد و کلان وارد نماید.

با توجه به عوامل همچون موج اخیر رسوایی های شرکت های سهامی نظیر انرون و غیره، نظام راهبری شرکت مورد توجه روز افزون فعالان بازار قرار گرفته است. رسوایی های مذکور به وضوح به لزوم بهبود سازوکارهای نظام راهبردی شرکت و نیز افزایش شفافیت در حسابداری اشاره دارد. از طرفی با گسترده شدن شرکت ها و موسسات مالی خطر جدایی مالکیت از مدیریت احساس می شود که میتواند شرکت را به سمت بحران مالی هدایت کند. در حقیقت با شکل گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و مالکان ایجاد می گردد. 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 از تضاد منافع بالقوه بین افراد حاضر در ساختار شرکت ناشی می شود.

حاکمیت شرکتی برای فراهم آوردن امکان کنترل و ایجاد توازن بین منافع مدیران و سهامداران و در نتیجه کاهش تضاد نمایندگی ایجاد می شود. بنابراین شرکت هایی که کیفیت حاکمیت شرکتی بهتری دارند، باید کمتر با مشکل تضاد نمایندگی روبه رو باشند. حاکمیت شرکتی اهداف گروه های مختلف در شرکت را با هم همسو کرده و سعی در پیش گیری از درماندگی مالی شرکت ها و ایجاد ارزش برای شرکت دارد. در واقع ما به دنبال این موضوع هستیم که آیا حاکمیت شرکتی ابزاری مناسب در جهت حفظ منافع سهامداران و اعتبار دهندگان در مقابل نوسانات و درماندگی مالی می شود یا خیر؟

بدین گونه که انواع مالکیت در حاکمیت شرکتی نظیر سهامداران عمده، باعث کاهش یا جلوگیری از درماندگی مالی می شوند یا خیر؟ مالکان عمده یا به عبارتی تمرکز مالکیت دست تعداد محدودی از سهامداران است. این احتمال وجود دارد که با قدرت بیشتر باعث کاهش درماندگی مالی شوند. بدین گونه که این سهامدار عمده نظارت کارا و موثر و دائم و همچنین عضوی فعال در هیات مدیره داشته و هرگونه عملکرد مدیریت را گزارش کرده و از انحرافات احتمالی جلوگیری می کند.

۱- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

حاکمیت شرکتی برای فراهم آوردن امکان کنترل و ایجاد توازن بین منافع مدیران و سهامداران و در نتیجه کاهش تضاد نمایندگی ایجاد می شود. نظام راهبری شرکت ها اهداف گروه های مختلف در شرکت را با هم همسو کرده و سعی در پیش گیری از درماندگی مالی شرکت ها و ایجاد ارزش برای شرکت دارد. در واقع می توان گفت که مکانیزم های حاکمیت شرکتی ابزاری در جهت حفظ منافع سهامداران و اعتبار دهندگان در مقابل نوسان ها و بحران های مالی است. پس انتظار می رود حضور سهامداران عمده به عنوان یکی از این مکانیزم ها به دلیل دیدگاه بلندمدت خود و نیز نظارت و نفوذ موثرتر خود بتوانند با کنترل تصمیمات مدیریت در جهت افزایش بازده و بهبود عملکرد شرکت منجر به کاهش بحران و درماندگی مالی شرکت ها بشوند.

همچنین ممکن است منافع مدیران، با خواسته های سهامداران انطباق کامل پیدا نکند و در نتیجه تصمیم گیری مدیران در جهتی باشد که به جای حداکثر کردن ثروت سهامداران و تأمین خواسته های آنان، بیشتر در مسیر تأمین منافع و رفاه مدیران قرار گیرد. در این پژوهش به بررسی ساختار حاکمیت شرکتی نظیر مالکیت های مختلف را بر روی اثر و سطح درماندگی مالی شرکت ها مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد.

ساختار مالکیت در ادبیات حاکمیت شرکتی دارای جایگاهی ویژه است. تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت یک ابزار کنترلی در جهت بهبود وضعیت شرکت می باشد. این بعد از حاکمیت شرکتی در قالب ابعاد مختلف تعیین کننده نوع مالکیت شرکت نظیر توزیع مالکیت، تمرکز مالکیت، وجود انواع سهامداران در ترکیب مالکیت شرکت و درصد مالکیت آن ها قابل بررسی است. از طرفی ترکیب سهامداران شرکت ها یا ساختار مالکیت شرکت ها از الگوهای متفاوتی نظیر سهامدار خانوادگی، مالکیت مدیریتی، سهامداران خصوصی و دولتی تبعیت می کند. از طرفی، یکی از مهم ترین ویژگی بازارهای سرمایه نوپا، مخصوصاً در کشورهای در حال توسعه، وجود سرمایه گذاران عمده و تملک بخش اعظمی از حقوق مالکانه شرکت ها توسط آنان است. کشور ما نیز از این قاعده مستثنی نیست. حضور سرمایه گذاران عمده، از جمله سازمان های بزرگ دولتی، نهادها، خانواده ها و مؤسسات مالی در بازار سرمایه این سؤال را در ذهن ایجاد می کند که آیا ساختار مالکیت

می تواند در جهت ارایه اطلاعات مالی با کیفیت بالا که موجب کارآتر شدن بازار و تصمیم گیری های بهتر استفاده کنندگان صورت های مالی و در نتیجه تخصیص بهتر سرمایه شود، و از طرفی بر بهره وری شرکت مؤثر باشد.

منظور از ساختار مالکیت، مشخص کردن بافت و ترکیب سهامداران یک شرکت و گاهی اوقات مالک عمده نهایی سهام آن شرکت است. بسیاری از نظریه پردازان اعتقاد دارند که هر یک از انواع مالکیت می تواند بر بهره وری شرکت تاثیر گذار باشد. لذا، انواع مالکیت از جمله مسائلی است که بر شرکت تاثیر گذار است. در رابطه با ساختار مالکیت شرکت می توان گفت که، نوع سرمایه گذاران و همچنین سرمایه گذاران عمده نقش مهمی در رفتار نظارتی مدیریت بازی می کنند. وجود سرمایه گذاران عمده گرایش دارند که بر کار مدیریت شرکت نظارت داشته باشند. به همین دلیل وجود آن ها باعث کاهش مشکل نمایندگی شرکت و در نهایت افزایش ارزش و بهره وری شرکت می گردد (شیفر و ویشنی، ۱۹۸۶؛ جنسن و مک لینگ، ۱۹۷۶).

یکی از مهمترین ساختارهای حاکمیت شرکتی وجود سهامدار قدرتمند یا بزرگ می باشد که به سهامدار عمده یا مالکان عمده مشهور می باشند. در این گونه مالکیت ها قدرت حق رای کامل در دست سهامدار عمده است و با توجه به این قدرت تمامی تصمیمات هیئت مدیره و در ادامه عملکرد شرکت در دستان این سهامدار می باشد. این سهامدار عمده می تواند هر نوع مالکیتی داشته باشد. در این گونه مالکیت ها به این دلیل که دارای سهامی بیشتر از ۵ درصد هستند، معمولاً مدیر عامل و یا رئیس هیئت مدیره نماینده این مالکیت عمده می باشد. در این گنه مالکیت ها نیز تضاد منافع بین مدیر و مالک وجود دارد مگر اینکه مالکیت عمده خصوصی یا خانوادگی باشد. به این دلیل که در این گونه مالکیت ها مدیر و مالک یکی هستند و تضاد منافی، دیگر وجود ندارد.

در فرهنگ لغات آکسفورد، واژه «Distress» به معنی درد، اندوه، فقدان منابع پولی و تنگدستی آورده شده است. در ادبیات مالی نیز تعاریف مختلفی از درماندگی مالی ارائه گردیده است. گوردون در یکی از اولین مطالعه های خود بر روی نظریه درماندگی مالی، آن را به عنوان کاهش قدرت سودآوری شرکت تعریف کرده است که احتمال عدم توانایی پرداخت بهره و اصل بدهی را افزایش می دهد (گوردون، ۱۹۷۱).

در حوزه مالی، یک شرکت زمانی درمانده مالی تلقی می گردد که در ایفای تعهدات به اعتباردهندگان، دچار مشکل شود. بدهی های یک شرکت ممکن است برای تأمین مالی عملیات آن استفاده شود، اما با این کار بیشتر در معرض خطر درماندگی مالی قرار می گیرد. بنابراین اگر درماندگی مالی شرکت بهبود نیابد، به ورشکستگی منجر می شود (های گینز، ۲۰۰۷).

با جدا شدن مالکیت و مدیریت، مدیران به عنوان نماینده ی مالکان (سهام داران) شرکت را اداره می کنند. با شکل گیری رابطه ی نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهام داران ایجاد می گردد؛ بدان معنا که ممکن است مدیران به رفتارهای فرصت طلبانه دست بزنند و تصمیماتی بگیرند که در جهت منافع آنها و عکس منافع سهام داران باشد. نیاز به حاکمیت شرکتی از تضاد منافع بالقوه بین افراد حاضر در ساختار شرکت ناشی می شود. در واقع حاکمیت شرکتی به عنوان یک عامل کنترلی باعث کاهش هزینه های نمایندگی می شود. در این میان، ویژگیهای مالکیت شرکت بسیار مهم است. این ویژگی ها می توانند بعنوان یک مکانیزم حاکمیت شرکتی عمل کرده و تضادهای نمایندگی را کاهش دهد.

یکی از ساز و کارهای مؤثر حاکمیت شرکتی که اهمیت فزاینده ای دارد، ظهور سرمایه گذاران عمده به عنوان مالکان شرکت هاست. این گروه از سهام داران، با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت ها، از نفوذ قابل ملاحظه ای برخوردارند و می توانند رویه های آن ها (شامل رویه های حسابداری و گزارشگری مالی) را تحت تأثیر قرار دهند (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹).

در کشور ما، به دلیل وجود سهام شرکتها در اختیار دولت و اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی و خصوصی سازی، شاهد حضور سازمان ها و موسساتی هستیم که در فرآیند انتقال مالکیت با عنوان سرمایه گذاران نهادی و عمده شناخته شده و در قالب مالکان و صاحبان سهام جدید، سهم بیشتری از سهام شرکت های در حال انتقال را به خود اختصاص می دهند. مالکان عمده، بیش از سایر سرمایه گذاران، به نحوه عملکرد و نتایج شرکت اهمیت می دهند و به آن نیازمندند. این امر از فعالیتهای نظارتی که این سرمایه گذاران انجام می دهند، نشأت می گیرد. گرچه همه سرمایه گذاران می توانند مالکان شرکت باشند اما افق زمانی این سرمایه گذاران در خصوص نگهداری سهام به طور معناداری با یکدیگر متفاوت می باشد. به دلیل در دست داشتن تعداد سهام عمده افق و دید بلندتری نسبت به سایر سهامداران دارند. لذا سعی می کنند که بهترین عملکرد را کسب کرده و بالاترین سود را از آن خود کنند. در نتیجه کمتر دچار درماندگی مالی و ورشکستگی می شوند.

¹ Shleifer & Vishny

² Jensen & Meckling

³ Gordon

⁴ Higiner

بخشی از تحقیقات انجام شده در این زمینه نشان می دهد که مالکان عمده، مدیریت شرکت را به تمرکز بر عملکرد اقتصادی و اجتناب از رفتارهای فرصت طلبانه وا می دارد. این مسئله بدین دلیل است که مالکان عمده فرصت، منابع و توانایی نظارت بر مدیریت شرکت را دارند و لذا هر گونه تضادی که باعث دور شدن شرکت از هدف اصلی و عملکرد عالی است را دور می کند. بنابراین می توان این گونه بیان کرد که با افزایش سطح سهامداران عمده درماندگی مالی شرکت ها کاهش پیدا کند. (مانکز و مینو، ۱۹۹۵).

۱-۱- پیشینه تحقیق

پورزمانی (۱۳۸۶) به بررسی حاکمیت شرکتی و پیشبینی 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 لجستیک، هیچگونه نتیجه معنادار آماری در مورد ارتباط متغیرهای ساختار مالکیت، ویژگی هیأت مدیره و اظهار نظر حسابرس با احتمال وقوع بحران مالی حاصل نگردید. نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) با استفاده از نمونه آماری شامل ۶۶ شرکت طی سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند یافته های پژوهش نشان میدهد که رابطه معنی دار و منفی بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه معنی دار و مثبت بین مالکیت شرکت و عملکرد شرکت وجود دارد. مالکیت مدیریتی به صورت معنی دار و منفی بر عملکرد شرکت اثر می گذارد و در مورد مالکیت خارجی رابطه معناداری مشاهده نشد در مورد مالکیت خصوصی نیز بهتر است مالکیت عمده در اختیار سرمایه گذاران شرکتی باشد. عثمانی و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر بازدارندگی مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر درماندگی مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری شامل ۶۷ شرکت طی سال های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ بوده است. در این پژوهش مکانیزم های حاکمیت شرکتی از جمله درصد مالکان نهادی، درصد اعضای غیر موظف در هیأت 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 طبقه بندی گردیده است. یافته های پژوهش نشان می دهد که در کل دوره و در تک تک سالهای پژوهش رابطه معنادار و منفی بین درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و درماندگی مالی وجود دارد. این یافته ها همچنین رابطه قابل توجه و معناداری را بین درصد مالکان نهادی و نوع حسابرس با درماندگی مالی نشان نمی دهد.

برانچو و همکاران^۵ (۲۰۰۸) به بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و ورشکستگی شرکت ها در برزیل با توجه به میزان بدهی ها برای سالهای ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۶ پرداختند. نتایج بدست آمده نشان می دهد شرکت هایی با حاکمیت شرکتی بهتر، هزینه بدهی کمتر و اعتبار بیشتری دارند و در ضمن نظارت بیشتر و اجرای قوانین سخت تر در رابطه با ورشکستگی تأثیرات مثبتی بر میزان بدهی ها دارد. ایلیرز و همکارانش^۶ (۲۰۰۸) به بررسی توانایی مکانیزم های حاکمیت شرکتی در جلوگیری از ورشکستگی شرکت ها پرداختند. در این تحقیق برای تعیین سطح ورشکستگی از مدل Z آلتمن و نسبت پوشش بهره استفاده کردند و نتایج حاکی از آن است که هیأت مدیره یک دست-تر و مستقل با درصد بیشتری از اعضای غیرموظف و همچنین در اختیار قراردادن بخش بزرگی از سهام شرکت در اختیار مدیران داخلی بیشترین تأثیر را در جلوگیری از ورشکستگی دارد.

چانگ^۷ (۲۰۰۹) با بررسی رابطه بین ویژگی های حاکمیت شرکتی در شرکت های درمانده مالی در کشور تایوان به این نتیجه می رسد که شرکت های دارای استقلال هیأت مدیره (شرکت های دارای درصد بالای اعضای غیرموظف هیأت مدیره) نسبت به شرکت های 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.

مانزانکی^۸ و همکاران در سال (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین مالکیت سهامداران نهادی و درماندگی مالی بر مبنای تمرکز مالکیت شرکتهای پرداختند. آنها از بین ۷۳۴ شرکت ۳۰۸ شرکت را به عنوان نمونه تحقیق انتخاب کردند. با این فرض که بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و سطح درماندگی مالی شرکتهای رابطه منفی و معناداری وجود دارد بین درصد مالکیت مدیریتی سهامداران نهادی و سطح درماندگی مالی شرکتهای رابطه منفی و معناداری وجود دارد. آنها به این نتیجه رسیدند که اگر سهامداران نهادی جزء مدیران شرکت باشند و در مدت زمان طولانی مدیریت شرکت را بر عهده داشته باشند به مرور زمان نفوذ بیشتری پیدا کرده و این رابطه قوی تر خواهد بود.

⁵ Bruno Funchal

⁶ Eleizer

⁷ Chang

⁸ Manzanque

۲-روش پژوهش

این تحقیق، از لحاظ روش شناسی، از نوع شبه تجربی و پس رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که با اطلاعات واقعی صورت می گیرد و چون می تواند در فرایند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، لذا نوعی تحقیق کاربردی است. تحقیق پس رویدادی به تحقیقی گفته می شود که پژوهشگر علت احتمالی متغیر وابسته را مورد بررسی قرار می دهد. چون متغیر مستقل و وابسته در گذشته رخ داده اند لذا این نوع تحقیق غیر آزمایشی را تحقیق پس رویدادی می گویند. به عبارت دیگر روش پس رویدادی روشی است که از روی اطلاعات گذشته و از روی معلول، به یافتن علت احتمالی می پردازد.

جمع آوری داده ها با استفاده از نرم افزارهای پایگاه اطلاعاتی نظیر تدبیرپرداز و همچنین برداشت مستقیم از صورتهای مالی و گزارش حسابرسان شرکت ها استخراج گردیده است. صورتهای مالی نیز از وب سایت کدال استخراج شده است. جهت آزمون فرضیه های تحقیق، پس از انتخاب شرکت های نمونه و جمع آوری اطلاعات مربوطه، با توجه به نیاز، از مدل های رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده و برای تجزیه و تحلیل اطلاعات، پس از پردازش توسط نرم افزار صفحه گسترده اکسل، از نرم افزارهای ایویوز و استاتا استفاده شده است.

۲-۱- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند که از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران فعال بوده اند. شرکت هایی که دارای ویژگی های زیر بوده اند انتخاب شده اند:

۱. برای محاسبه متغیرهای تحقیق و تجزیه و تحلیل، داده های ۱۰ سال متوالی در دسترس باشد.
۲. نمونه شامل بانک ها، شرکت های بیمه، شرکت های سرمایه گذاری و شرکت های واسطه گیری نمی شود، چون ترازنامه آنها با شرکت های غیرمالی تفاوت ساختاری دارد.
۳. سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد و در دوره مورد نظر تغییر سال مالی نداشته باشند.

در نهایت با در نظر گرفتن محدودیت های ذکر شده تعداد ۱۴۲ شرکت یا به عبارتی ۱۴۲۰ سال-شرکت که دارای ویژگی های فوق بودند به عنوان نمونه آماری تحقیق انتخاب شدند.

۲-۲- فرضیه ی تحقیق

بین تمرکز مالکیت سهام (سهامدار عمده) با سطح درماندگی مالی شرکت ها ارتباط معناداری وجود دارد.

۲-۳- روش آزمون فرضیه

برای آزمون فرضیه های پژوهش، در این تحقیق از یک رگرسیون چند متغیره به شرح زیر استفاده می شود.

$$DISTRESS_{it} = \alpha_0 + \beta_1(MAJOROWNER_{it}) + \beta_2(LIQUID_{it}) + \beta_3(GROWTH_{it}) + \beta_4(AGE_{it}) + \beta_5(ROA_{it}) + \beta_6(SIZE_{it}) + \varepsilon_{it}$$

که در این مدل :

۲-۳-۱- متغیر وابسته

$DISTRESS_{it}$: متغیر وابسته تحقیق به شمار می رود که برای تعیین سطح درماندگی مالی شرکت i در زمان t از مدل ارائه شده توسط پورحیدری و کوپایی (۱۳۸۹) استفاده شده است. در این مدل از بین ۲۷ نسبت اولیه با استفاده از تحلیل های تفکیکی خطی، ۹ متغیر جهت پیش بینی درماندگی مالی حایز اهمیت تشخیص داده شدند که عبارتند از:

(۴)

$$P = 3/20784 K1 + 1/80384 K2 + 1/61363 K3 + 0/50094 K4 + 0/16903 K5 - 0/39709 K6 - 0/12505 K7 + 0/33849 K8 + 1/42363 K9$$

که در آن:

P : درماندگی مالی شرکت؛

$K1$: نسبت سود قبل از بهره و مالیات به دارایی ها؛

$K2$: نسبت سود انباشته به دارایی ها؛

$K3$: نسبت سرمایه در گردش به دارایی ها؛

$K4$: نسبت حقوق صاحبان سهام به بدهی ها؛

$K5$: نسبت سود قبل از بهره و مالیات به فروش؛

$K6$: نسبت دارایی های جاری به بدهی های جاری؛

$K7$: نسبت سود خالص به فروش؛

$K8$: نسبت بدهی ها به دارایی ها؛ و

$K9$: اندازه شرکت (لگاریتم فروش خالص).

نقطه تمیز (Cut off) شرکت های دارای درماندگی مالی از شرکت های فاقد درماندگی مالی، در این مدل عدد ۱۵/۸۹۰۷ است که با استفاده از مدل تحلیل تفکیکی خطی محاسبه گردیده است. چنانچه p کمتر از ۱۵/۸۹۰۷ باشد، شرکت دچار درماندگی مالی و اگر p بزرگتر یا برابر ۱۵/۸۹۰۷ باشد، شرکت فاقد درماندگی مالی است (پورحیدری، کوپایی حاجی، ۱۳۸۹).

۲-۳-۲-متغیر مستقل

نشان دهنده وجود سهامدار بزرگ یا عمده در شرکت می باشد. این متغیر میزان درصد مالکیت سهامدار عمده را نشان می دهد. به عبارتی هر شخص حقیقی یا حقوقی که بالای ۵ درصد سهام شرکت را دارا باشند به عنوان سهامدار عمده در نظر گرفته می شوند.

$$\text{تعداد سهام در دست سهامداران عمده} \\ \text{درصد سهامداران عمده} = \frac{\text{تعداد کل سهام منتشر شده}}{\text{تعداد کل سهام منتشر شده}}$$

۲-۳-۳-متغیرهای کنترلی

AGE_{it} : لگاریتم طبیعی عمر شرکت است. این متغیر نشان دهنده عمر شرکت می باشد، که از تفاضل سال صورت های مالی و سال ایجاد شخصیت حقوقی شرکت به دست می آید.

ROA_{it} : این متغیر بازده دارایی ها شرکت را نشان می دهد که از نسبت سود خالص به کل دارایی ها محاسبه می شود.

$SIZE_{it}$: نشان دهنده اندازه شرکت است که از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی ها محاسبه می شود.

$LIQUID_{it}$: این متغیر نشان دهنده نقدینگی شرکت می باشد که از نسبت وجه نقد به کل دارایی ها محاسبه می شود.

$GROWTH_{it}$: این متغیر نشان دهنده رشد شرکت می باشد که از رشد فروش سالانه برای محاسبه آن استفاده می شود.

۳-تجزیه و تحلیل اطلاعات

۳-۱-آمار توصیفی

همانطور که مشاهده می گردد بررسی توصیفی متغیرهای تحقیق در جدول ۴-۱ ارائه شده است. داده ها به صورت پانلی جمع آوری و با استفاده از ۱۴۲ مشاهده شرکت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته شده است.

اطلاعات توصیفی متغیر درماندگی مالی نشان می دهد که بیشتر شرکت های سالم در نمونه آماری این تحقیق قرار گرفته اند. به این دلیل که نمره میانگین شرکت ها ۱۸/۰۱ بیشتر از آن نقطه انقطاع درماندگی مالی با میزان ۱۵/۸۹۰۷ می باشد. میانگین متغیر سهامداران عمده با سطح ۰/۵۱ نشان می دهد به طور متوسط مالکیت عمده در شرکت های مورد بررسی ۵۱ درصد است بیشترین میزان یک سهامدار عمده به ۹۴ درصد می رسد که این میزان مربوط به شرکت های نهادی وابسته به یک مجموعه است و همچنین کمترین مقدار آن با حداقل ۲۱ درصد نیز نشان می دهد شرکت ها درصدد داشتن حداقل نفوذ قابل ملاحظه ای در شرکت ها هستند، به عبارتی سعی در این دارند که حداقل قدرت رای کافی در شرکت را داشته باشند.

جدول ۴-۱-آمار توصیفی متغیرها

متغیر	نماد	میانگین	میان	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
درماندگی مالی	DISTRESS	۱۸/۰۱	۱۸/۰۴	۱/۳۳	۱۰/۴۳	۲۲/۸۶
تمرکز مالکیت	MAJOROWNER	۰/۵۱	۰/۵۱	۰/۲	۰/۲۱	۰/۹۴
عمر شرکت	AGE	۳/۵۰	۳/۷	۰/۸۸	۱/۷۱	۴/۰۹
بازده دارایی ها	ROA	۰/۱۱	۰/۰۹	۰/۱۳	-۰/۳۳	۲/۶۱
اندازه شرکت	SIZE	۱۱/۸۰	۱۱/۷۶	۰/۵۹	۱۰/۲۵	۱۴/۰۱

نقدینگی	LIQUID	۰/۰۳	۰/۰۲	۰/۰۴	۰/۰۰۱	۰/۴۶
رشد شرکت	GROWTH	۰/۲۰	۰/۱۶	۰/۳۷	-۰/۹۳	۲/۷۳

۳-۲- انتخاب نوع الگوی برآورد

قبل از آزمون فرضیه ها، بایستی با استفاده از آزمون چاو (F لیمر) و آزمون هاسمن نوع تخمین مدل را تعیین نمود. نتایج آزمون های چاو و هاسمن برای مدل، در جدول ۲-۴ آورده شده است. همانطور که در جدول ۲-۴ مشاهده می شود سطح معناداری به دست آمده از آزمون چاو برابر با (۰/۰۰۰) می باشد. لذا فرض H_0 (روش پولد) در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می شود و در نتیجه روش داده های پانل پذیرفته می شود از آنجایی که مشخص گردید باید از روش پانل استفاده نمود بایستی آزمون نمود که از کدام پانل استفاده شود. برای آزمون استفاده از روش پانل با اثرات ثابت و روش پانل با اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است. مطابق نتایج جدول ۲-۴ مشاهده می گردد که سطح معناداری به دست آمده از آزمون هاسمن برای مدل برابر با (۰/۰۰۰) می باشد. لذا روش اثرات ثابت تایید شده است و در نتیجه از روش پانل با اثرات ثابت استفاده خواهد گردید.

جدول ۲-۴- انتخاب نوع الگوی برآورد

مدل رگرسیون	آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری
---	چاو	۹/۳۲	۰/۰۰۰
	هاسمن	۳۴/۱۸	۰/۰۰۰

۳-۳- آزمون هم خطی متغیرها

همانطور که نتایج حاصل از آزمون هم خطی نشان می دهد عامل واریانس و تلرانس متغیرهای وارد شده به مدل نزدیک به یک می باشد، یعنی VIF کلیه متغیرها بیشتر از یک و کمتر از ۱۰ است و تلرانس نیز نزدیک به یک می باشد از این رو مشکلی برای اجرای رگرسیون ندارند؛ بنابراین بین متغیرهای مستقل مدل رگرسیونی، هم خطی وجود ندارد.

جدول ۳-۴- نتایج آزمون هم خطی مدل

متغیر	نماد	تلورانس	تورم واریانس
ثابت	CONSTANT	-	-
تمرکز مالکیت	MAJORITY	۰/۹۴	۱/۸۹
عمر شرکت	AGE	۰/۷۴	۱/۹۲
بازده دارایی ها	ROA	۰/۸۷	۱/۱۲
اندازه شرکت	SIZE	۰/۹۸	۱/۷۴
نقدینگی	LIQUID	۰/۹۸	۱/۷۱
رشد شرکت	GROWTH	۰/۹۳	۱/۷۹

۳-۴- نتایج آزمون فرضیه ها

فرضیه اول: تمرکز مالکیت سهام (سهامدار عمده) با سطح درماندگی مالی ارتباط معناداری دارد.

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \text{تمرکز مالکیت با درماندگی مالی ارتباط معناداری ندارد} \\ H_1: \text{تمرکز مالکیت با درماندگی مالی ارتباط معناداری دارد} \end{array} \right.$$

بررسی نتایج معنی داری مدل رگرسیونی برازش شده فرضیه اول تحقیق نشان می دهد سطح معنی داری مقدار آماره F (۰/۰۰۰) کوچکتر از ۵ درصد و معنی دار می باشد ($\text{sig} < ۰/۰۵$).

همچنین بررسی ضریب تعیین مدل برازش شده نشان داد نزدیک به ۴۴ درصد از تغییرات درماندگی مالی توسط متغیرهای وارد شده به مدل تبیین شده است. بررسی سطح معنی داری مقدار آماره t متغیر تمرکز مالکیت (سهامداران عمده) ($-۰/۶۵$) نشان می دهد که این متغیر در سطح خطای ۵ درصد تاثیر معنی داری بر درماندگی مالی شرکت ها ندارد. بنابراین می توان بیان کرد فرضیه H_0 در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵ درصد تایید می گردد. که با توجه به نحوه تدوین فرضیه می توان این گونه بیان کرد که متغیر تمرکز مالکیت نشان می دهد که عمده داشتن سهام یک شرکت نمی تواند آن شرکت را در محدوده شرکت های سالم نگه دارد و چه بسا با عملکردی ضعیف به این مشکل درماندگی برخورد کنند.

جدول ۴-۶- نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

متغیر	نماد	ضریب رگرسیونی	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری	نتیجه
ثابت	CONSTANT	$-۰/۲۵$	$۰/۰۸$	$-۲/۹۵$	$۰/۰۰$	-
تمرکز مالکیت	MAJOR	$-۰/۱۵$	$۰/۲۳$	$-۰/۶۵$	$۰/۵۱$	رد
عمر شرکت	AGE	$۰/۱۰$	$۰/۰۸$	$۱/۲۱$	$۰/۲۲$	رد
اندازه شرکت	SIZE	$۱/۷۷$	$۰/۰۹$	$۱۳/۷۱$	$۰/۰۰$	تایید
بازده دارایی ها	ROA	$۱/۵۴$	$۰/۵$	$۸/۰۳$	$۰/۰۰$	تایید
نقدینگی	LIQUID	$۱/۶۲$	$۰/۴۴$	$۳/۶۲$	$۰/۰۰$	تایید
رشد شرکت	GROWTH	$-۰/۰۵$	$۰/۰۱$	$-۱/۱۸$	$۰/۲۳$	رد
ضریب تعیین		$۰/۴۵$	آماره F سطح معناداری مدل		($۲۲/۱۳$) ($۰/۰۰۰$)	
ضریب تعیین تعدیل شده		$۰/۴۴$	دوربین واتسون		$۱/۹۳$	

همچنین با بررسی متغیرهای کنترلی بر میزان تغییرات درماندگی مالی نشان می دهد که اندازه شرکت، بازده دارایی ها و نقدینگی شرکت ها تاثیر مثبت و معناداری بر درماندگی مالی دارند. به عبارتی با افزایش عملکرد و نقدینگی نمره و سطح درماندگی مالی افزایش پیدا کرده و جز شرکت های سالم طبقه بندی می شوند. همچنین متغیرهای عمر شرکت و رشد شرکت نیز نشان می دهد که تاثیر معناداری بر درماندگی مالی ندارد.

خلاصه و نتیجه گیری

نتایج فرضیه اول بیان می کند که رابطه معناداری میان تمرکز مالکیت و سطح درماندگی مالی شرکت ها وجود ندارد. به عبارتی قدرتی که در دست این سهامداران عمده است باعث شده که به هر نحوی که می خواهند شرکت را اداره کرده و سیاست های خود را پیاده کنند. چه بسا شرکتی با این تمرکز مالکیت جزو بهترین نوع شرکت ها باشد. چه از لحاظ مالی و قدرت نقدینگی برای پوشش بدهی ها و چه از لحاظ قدرت چانه زنی و تامین مالی از خارج سازمان. همچنین این نیز ممکن است که این تمرکز مالکیت چون قدرت بسیاری در شرکت دارند باعث تصمیمات اشتباه شده و شرکت را از وضعیت رقابتی مناسب و سالم خارج کرده و آن شرکت را به نابودی بکشاند. نتیجه آزمون فرضیه فوق با پژوهش های آلبا (۲۰۱۴) و منزوقیا (۲۰۱۱) هم خوانی دارد.

پیشنهادهای کاربردی تحقیق

بر مبنای یافته های حاصل از این پژوهش، پیشنهادات کاربردی زیر ارائه می شود:

کلیه سرمایه گذاران پیشنهاد می شود با توجه به نوع مالکیتی که در راس شرکت مورد نظرشان دارند تصمیمات آگاهانه اتخاذ کرده و اقداماتی مناسب انجام دهند. به خصوص با توجه به نتایج به وجود آمده تأثیری هم مالکان عمده و مدیریتی در جلوگیری از درماندگی مالی یا ورشکستگی ندارند.

پیشنهادهای برای تحقیقات آتی

پیشنهاد می شود:

۱. به پژوهشگران توصیه می شود از سایر مدل های پیش بینی شده درماندگی مالی بخصوص آن دسته مدلهایی که بر اساس شرایط ایران بومی سازی شده است، استفاده کرده و نتایج آزمون را مقایسه کنند.
۲. پیشنهاد می شود که از سایر مکانیزم های حاکمیت شرکتی نظیر دوگانگی مسئولیت یا تصدی دوره مدیریت و .. جهت تعیین سطح درماندگی مالی استفاده شود.

محدودیت های تحقیق

بعضی از محدودیت هایی که این تحقیق با آن ها روبه رو بوده است به شرح زیر می باشد:

۱. یکی از مشکلات اساسی در سر راه این تحقیق عدم انتشار مالکیت های مختلف شرکت ها می باشد که دیده شد بسیاری از شرکت ها اطلاعات مالکیتی خود را مبهم و به صورت غیر شفاف ارائه و افشا می کردند.
 ۲. محدودیت دیگر این پژوهش تفاوت در راه و روش ها جهت محاسبه میزان و سطح درماندگی مالی می باشد که ممکن است بر اساس مدل های دیگر نتایج متفاوتی را نمایان سازد.
- انجام هر پژوهش با محدودیت های ناشی از شرایط محیطی و زمانی همراه است که انجام پژوهش یا استفاده از نتایج آن را با چالش ها و مشکلاتی روبرو کنند. این پژوهش نیز از این محدودیت ها مبرا نبوده است.

منابع و مراجع

- [۱] احمد پور، احمد و شهسواری، معصومه (۱۳۹۳). بررسی نحوه اعمال اختیارات مدیران در مراحل مختلف درماندگی مالی. دانش حسابداری، دوره ۵، شماره ۱۹، صص ۲۷-۵۰.
- [۲] پورحیدری، امید و کوپائی، مهدی. (۱۳۸۹). پیش بینی بحران مالی شرکت ها با استفاده از مدل مبتنی بر تابع تفکیک خطی. مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره اول، ۳۳-۴۶.
- [۳] پورحیدری، امید و همتی، حسن (۱۳۸۳). بررسی اثر قراردادهای بدهی، هزینه های سیاسی، طرح های پاداش و مالکیت بر مدیریت سود. بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۶، سال ۱۱، صص ۴۷-۶۳.
- [۴] پورزمانی زهرا (۱۳۸۶). حاکمیت شرکتی و پیش بینی ورشکستگی شرکت ها. رساله دکترا، دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات: اقتصاد و مدیریت.
- [۵] حاجیه، زهره (۱۳۸۴). سقوط شرکت، علل و عوامل آن و مطالعه سیستم های قانونی ورشکستگی در ایران و جهان. فصلنامه حسابرس، شماره ۲۹، صص ۶۴-۷۲.
- [۶] حافظ نیا، محمدرضا (۱۳۸۲). مقدمه ای بر روش تحقیق در علوم انسانی. تهران: انتشارات سمت.
- [۷] حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی در ایران. مجله حسابرس، شماره ۳۲، صص ۱۱۷-۱۳۴.
- [۸] حساس یگانه یحیی و مرادی، محمدو اسکندر، هدی (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت. فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، صص ۱۲۲-۱۰۷.
- [۹] عثمانی، محمدقسیم و جاوید، داریوش رحیمی، سعید (۱۳۹۰). بررسی تاثیر بازدارندگی مکانیزم های حاکمیت شرکتی از درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. سال ۳، شماره ۱۲، صص ۱-۲۱.
- [۱۰] نمازی، محمد و کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، صص ۸۳-۱۰۰.
- [۱۱] نورو، ایرج و حسینی، علی (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین کیفیت افشاء (قابلیت اتکاء و به موقع بودن و مدیریت سود). بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۵، صص ۱۱۷-۱۳۴.
- [۱۲] نمازی، محمد و کرمانی، احسان (۱۳۸۹). "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، صص ۱۰۰-۸۳.
- [13] Chakrabarty, J. Subarta, V. (2009), "The Influence of National Culture and Institutional Voids on Family Ownership of Large Firms: A Country Level Empirical Study. *Journal of International Management*, 15, pp: 1-31.
- [14] Chang, C. (2009). The Corporate Governance Characteristics of Financially Distressed Firms: Evidence from Taiwan, *Journal of American Academy of Business*, 15(1), 125-132.
- [15] Darrough Astami. Emta, Tower. Greg, (2006). Accounting Policy Choice and Firm Characteristics in the Asia Ppacific Region. An International Empirical Test of Costly Contracting Theory. *International Journal of Accounting*, 41, 1-21
- [16] Eliezer M. Fich & Steve L. Slezak (2008). Can corporate governance save distressed firms from bankruptcy? An empirical analysis. *Rev Quant Finance Acc*, 30, 225-251.