

## بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و تمرکز مالکیت با درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد حسین عبدالرحیمیان<sup>۱</sup> و لیلا محسن زاده هدش<sup>۲</sup>

۱ عضو هیات علمی دانشگاه آیت الله هاءری میبد

۲ دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد

### چکیده

درماندگی مالی بانک ها و شرکت های دولتی و خصوصی مسأله ای جدی برای حیات اقتصادی کشورها است. هزینه های فردی و اجتماعی درماندگی مالی، مساله پیش بینی درماندگی مالی را برای خیلی از مدیران، بانکها، سرمایه گذاران، سیاست گذاران و حسابرسان به عنوان یک مساله مهم مطرح کرده است. پیش بینی درماندگی مالی برای سه گروه از اهمیت زیادی برخوردار است. این گروه ها شامل مدیران، اعتباردهندگان و حسابرسان است. ترکیب سهامداری یا ساختار مالکیت از موضوعات مهم حاکمیت شرکتی به شمار می رود که انگیزه مدیران را تحت تأثیر قرار می دهد و بدین ترتیب می تواند در کارآیی هر شرکتی تأثیر قابل توجهی داشته باشد. هدف اصلی این تحقیق بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، حاکمیت شرکتی و درماندگی مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. جامعه آماری این پژوهش، شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره زمانی شش ساله، از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۵ می باشد. برای انجام تجزیه و تحلیل فرضیات تحقیق و انجام روش های اقتصاد سنجی در این مطالعه از داده های ترکیبی و نرم افزار Eviews استفاده گردیده و همچنین برای تشخیص اینکه برای تخمین مدل، از روش پولینگ دیتا استفاده شود یا از روش پانل دیتا از آزمون F لیمر استفاده شده است. نتایج حاصل از تحقیق نشان می دهد که بین متغیرهای تمرکز مالکیت، تمرکز مالکیت نهادی و دوگانگی مدیرعامل با درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد. نتایج همچنین بیان کننده این است که بین مالکیت هیئت مدیره، تعداد مدیران مستقل و اندازه هیئت مدیره با درماندگی مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود ندارد.

واژه های کلیدی: حاکمیت شرکتی، تمرکز مالکیت و درماندگی مالی

## مقدمه

درماندگی مالی بانکها و شرکت های دولتی و خصوصی مسأله ای جدی برای حیات اقتصادی کشورها است. هزینه های فردی و اجتماعی درماندگی مالی، مساله پیش بینی درماندگی مالی را برای خیلی از مدیران، بانکها، سرمایه گذاران، سیاست گذاران و حسابرسان به عنوان یک مساله مهم مطرح کرده است. پیش بینی درماندگی مالی برای سه گروه از اهمیت زیادی برخوردار است. این گروه ها شامل مدیران، اعتباردهندگان و حسابرسان است. مدیران به عنوان مباشران سهامداران باید پیگیر فعالیت هایی باشند که تداوم فعالیت و سودآوری شرکت را در پی دارند. اعتباردهندگان برای ارزیابی توانایی بازپرداخت تعهدات شرکت مایل به ارزیابی تداوم فعالیت واحدهای تجاری هستند. حسابرسان به عنوان یکی دیگر از این گروه ها باید نظر خود را در رابطه با تداوم فعالیت و منصفانه بودن اطلاعات موجود در گزارشهای مالی شرکت ها بیان کنند. بنابراین آنها علاقمند به پیش بینی درماندگی مالی یا تداوم فعالیت شرکت ها هستند (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۴). درماندگی مالی شرکت معمولا به وسیله عوامل مختلف و مرتبط با هم تعیین می شود؛ بنابراین تعیین دقیق دلیل یا دلایل درماندگی مالی و در هر مورد کار آسانی نیست. عموما عوامل درماندگی مالی شامل عوامل برون سازمانی و عوامل درون سازمانی است. عوامل بیرونی عواملی هستند که به وسیله شرکت قابل کنترل نیست ولی موجبات مشکلات مالی در شرکت را فراهم می آورد. از جمله عوامل، تغییر در ساختارهای اقتصادی، نوسانات تجاری (ناسازگاری بین تولید و مصرف، کاهش در میزان فروش، تورم، سقوط در قیمت ها و افزایش در نرخ بهره)، مشکلات مرتبط با تامین مالی، رویدادها و بلایای طبیعی و شدت در رقابت را می توان ذکر کرد. عوامل درونی نیز شامل مواردی است که مدیران دچار اشتباه شده اند و یا آن که برای انجام اقدامات ضروری در تصمیمات مدیریتی گذشته ناتوان بوده اند که می توان به نمونه هایی چون فروش نسیه بیش از حد و مدیریت ناکارآمد (فقدان آموزش، تجربه، توانایی و ابتکار مدیریت در عرصه رقابت و تکنولوژی و منابع و خطاهای مدیریتی)، ناتوانی در مدیریت اثربخش سرمایه، خیانت و تقلب اشاره داشت (کمیحانی، ۱۳۸۵). از مهمترین دلایل ورشکستگی در ایران را می توان به نوسانات اقتصادی به عنوان عامل برون سازمانی و بالاتر بودن هزینه های تولید، هزینه بهره پرداختنی و عدم تعیین مناسب ساختار سرمایه به عنوان عوامل درون سازمانی اشاره کرد. مشکلات نقدینگی از عوامل عمده مؤثر بر بحران مالی شرکت ها محسوب می شود. از نقطه نظر اقتصادی درماندگی مالی را میتوان به زبان ده بودن شرکت تعبیر کرد که در این حالت نرخ بازدهی شرکت کمتر از نرخ هزینه سرمایه است. حالت دیگری از درماندگی مالی زمانی رخ می دهد که شرکت موفق به رعایت کردن یک یا تعداد بیشتری از بندهای قرارداد بدهی مانند حفظ نسبت جاری یا نسبت ارزش ویژه به کل دارایی ها نباشد. حالات دیگری از درماندگی مالی عبارتند از زمانی که جریانات نقدی شرکت برای بازپرداخت اصل و فرع بدهی ناکافی باشد و همچنین زمانی که ارزش ویژه شرکت منفی شود (وستون و همکاران، ۱۹۹۲) بنابراین با استفاده از نسبت های مالی و مطالعه ارقام مندرج در صورت های مالی می توان نشانه هایی از مشکلات نقدینگی را شناسایی و درماندگی مالی شرکتها را پیش بینی نمود. صورت های مالی تهیه شده بر مبنای نسبت های مالی مبتنی بر ترازنامه و سود و زیان اطلاعات مفیدی را در مورد وضعیت مالی، انعطاف پذیری مالی و سودآوری شرکت منعکس می کند و صورت جریان وجوه نقد بر مبنای نقدی، جریانهای ورودی و خروجی وجه نقد ناشی از فعالیتهای مختلف را گزارش می کند. انتظار می رود نسبت های موجود در صورت جریان وجوه نقد به منظور پیش بینی درماندگی مالی از توان بالایی برخوردار باشد.

## بیان مساله

حاکمیت شرکتی در ابتدای قرن بیست و یکم، دوباره به عنوان یکی از مهم ترین مباحث کسب و کار مطرح شده است (میدری و حجاریان، ۱۳۸۳). بررسی ادبیات موجود نشان می دهد که هیچ تعریف مورد توافقی در مورد حاکمیت شرکتی وجود ندارد و تفاوت های چشمگیری در تعریف بر اساس کشور موردنظر وجود دارد، حتی در آمریکا یا انگلستان نیز رسیدن به تعریف واحد کار چندان آسانی نیست (امیرآزاد و همکاران، ۱۳۹۳). تعریف های موجود از حاکمیت شرکتی در یک طیف وسیع قرار می گیرند. دیدگاه های محدود دریک سو و دیدگاه های گسترده در سوی دیگر طیف قرار دارند. در دیدگاه های محدود، حاکمیت شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران محدود می شود. این یک الگوی قدیمی است که در قالب نظریه نمایندگی بیان می شود.

در آن سوی طیف، حاکمیت شرکتی را می‌توان به صورت شبکه‌ای از روابط در نظر گرفت که نه تنها میان شرکت و مالکان آن‌ها (سهامداران)، بلکه میان شرکت و تعداد زیادی از ذینفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و ... وجود دارد. چنین دیدگاهی در قالب نظریه ذینفعان دیده می‌شود (حساس یگانه، ۱۳۸۵). مخالفان این دیدگاه بر این باورند که حاکمیت شرکتی با تمرکز بر ذینفعان موضوعی اخلاقی است و در دنیای واقعی بعید است که سوداگران و سرمایه گذاران به انجام اعمال اخلاقی علاقه‌مند باشند؛ مگر این‌که بازده مالی مناسبی از انجام این کار به دست آورند. به طور کلی تعاریف حاکمیت شرکتی در متون علمی دارای ویژگی‌های مشترک و معینی هستند که یکی از آن‌ها "پاسخگویی" است (حساس یگانه و باغومیان، ۱۳۸۴).

شدت گرفتن رقابت در عرصه تولید و خدمات موجب گردیده است که بسیاری از شرکت‌ها ورشکسته شوند و از گردونه رقابت خارج شوند. این امر موجب نگرانی صاحبان سرمایه، مدیران، بستانکاران، و بطور کلی جامعه شده است. سرمایه گذاران همواره می‌خواهند با پیش بینی امکان ورشکستگی یک شرکت از زوال سرمایه خود جلوگیری کنند. از این رو آنها در پی روش‌هایی هستند که بتوانند به وسیله آن در ماندگی مالی شرکتها را پیش بینی نمایند. مدیریت واحدهای تجاری در صورت اطلاع به موقع از خطر ورشکستگی می‌توانند دست به اقدامات پیشگیرانه بزنند. با توجه به اینکه استاندارد حسابرسی شماره ۵۷۰ حسابرسان مکلفند نسبت به تداوم فعالیت واحد های تجاری اظهار نظر نمایند و با توجه به اظهار نظر نادرست برخی حسابرسان نسبت به تداوم فعالیت شرکت‌های مورد رسیدگی، ضرورت دارد که ابزار مناسبی جهت استفاده ی حسابرسان برای اظهار نظر در مورد تداوم فعالیت، شناسایی و معرفی شود تا در صورت نیاز، حسابرسان از این ابزار استفاده نمایند. در واقع این تحقیق می‌تواند به حسابرسان کمک نماید و سبب کاهش خطاهای احتمالی در مورد اظهار نظر حسابرسان راجع به تداوم فعالیت شرکتها گردد که موجب آسیب رساندن به سرمایه گذاران، اعتبار دهندگان، دولت، بانک‌ها، موسسات بیمه، سهامداران و سایر ذینفعان واحد تجاری می‌شود. از آنجایی که طبق استاندارد حسابرسی ایران فزونی جریان های خروجی بر جریان‌های ورودی وجوه نقد حاصل از عملیات در زمره یکی از نشانه های ورشکستگی شرکت می‌باشد و حسابرسان از این عامل به عنوان یک روش برای اظهار نظر خود نسبت به تداوم فعالیت استفاده می‌نمایند و از آنجایی که در بسیاری از موارد بر اثر اظهار نظر نادرست حسابرسان نسبت به تداوم فعالیت سرمایه گذاران و سایر ذینفعان دچار زیان گردیده اند، لذا تعیین یک روش دقیق تر لازم و ضروری به نظر می‌رسد.

ترکیب سهامداری یا ساختار مالکیت از موضوعات مهم حاکمیت شرکتی به شمار می‌رود که انگیزه مدیران را تحت تأثیر قرار می‌دهد و بدین ترتیب می‌تواند در کارآیی هر شرکتی تأثیر قابل توجهی داشته باشد. در گذشته، اقتصاددانان فرض می‌کردند که تمامی گروه‌های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می‌کنند اما در طول ۳ دهه اخیر، موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه‌ها و چگونگی مواجهه شرکت‌ها با این گونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است. این موارد به طور کلی، تحت عنوان «تئوری نمایندگی» بیان می‌شود. سؤال اساسی که در این زمینه مطرح می‌شود این است که آیا اصولاً می‌توان ترکیب بهینه‌ای را برای مالکیت و سهامداری شرکت‌ها شناسایی و معرفی نمود؟ و در صورت مثبت بودن پاسخ، کدامیک از ترکیب‌های متفاوت مالکیت، در بهبود عملکرد و افزایش ارزش شرکت و ثروت سهامداران شرکت مؤثرتر است؟

ساختار مالکیت یک شرکت از ابعاد گوناگون قابل توجه است و در وهله اول بر حسب دو متغیر شامل سهامداران درونی یا سهام در اختیار سهامداران داخلی و سهامداران بیرونی تعریف می‌شود. بر این اساس، سهام در اختیار سهامداران نهادی و دولت از بخش‌های اصلی مالکیت بیرونی شرکت‌ها تلقی می‌شود. سهام در اختیار سهامداران داخلی بیانگر درصدی از سهام در دست سهامداران است که در تملک مدیران و کارکنان شرکت قرار دارد. سهام تحت مالکیت سهامداران نهادی به درصدی از سهام شرکت اشاره می‌کند که در تملک سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی است. همچنین ترکیب مالکیت یک شرکت را علاوه بر درونی

یا بیرونی بودن می‌توان از ابعاد مختلفی مانند تمرکز یا عدم تمرکز مالکیت، نهادی یا حقیقی بودن و مدیریتی یا غیر مدیریتی بودن سهامداران مورد توجه قرار داد (کهندل، ۱۳۹۰).

از طرفی، باید توجه داشت که تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد و بازده شرکت‌ها موضوعی پیچیده و چند بعدی است. به همین دلیل انواع تعارض و تضاد منافع بین اشخاص و گروه‌ها را می‌توان انتظار داشت که از جمله آنها می‌توان به تضاد منافع بین مالکان و مدیران، سهامداران و طلبکاران، سهامداران حقیقی و حقوقی، سهامداران دورنی و بیرونی و غیره اشاره نمود. با وجود این، یکی از مهم‌ترین ابعاد تئوری نمایندگی به ناهمگرایی منافع بین مدیران و سهامداران مربوط می‌شود که موضوع اکثر تحقیقات در این زمینه را تشکیل می‌دهد. به اعتقاد صاحب‌نظران، سهامداران همواره باید نظارت موثر و دقیقی را بر مدیریت اعمال نمایند و همواره تلاش کنند تا از ایجاد مغایرت در اهداف و بروز انحراف در تلاش‌های مدیران جلوگیری شود. البته در هر صورت سهامداران با انتخاب مدیران و تفویض قدرت تصمیم‌گیری به آنان تحت شرایطی ممکن است در موضع انفعال قرار داشته باشند که شدت و ضعف آن بستگی به عملکرد، صحت و دقت تصمیمات سهامداران دیگر خواهند داشت (کهندل، ۱۳۹۰).

### پیشینه تحقیق

اندرس و دیگران (۲۰۱۱) یک مدل ترکیبی را برای پیش‌بینی ورشکستگی ارائه کردند که خوشه بندی فازی و اسپلین‌های رگرسیونی انطباقی چند متغیره را با هم ترکیب می‌کرد. آن‌ها از تحلیل تشخیصی، اسپلین رگرسیونی انطباقی چند متغیره و شبکه‌های عصبی به عنوان مدل‌های مقایسه‌ای استفاده کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که عملکرد مدل ترکیبی از سیستم‌های دیگر بهتر است.

پورحیدری و برهانی نژاد (۱۳۹۱) در پژوهشی شاخص‌های حاکمیت شرکتی را بر مدیریت مالیات بررسی نمودند. اندازه هیئت مدیره، ترکیب هیئت مدیره، دوگانگی مدیرعامل و اندازه حسابرس به عنوان شاخص‌های حاکمیت شرکتی و میانگین ۵ ساله نرخ موثر مالیاتی برای سنجش مدیریت مالیات در دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۸۹ استفاده شد و نتایج پژوهش آنها بیانگر این بود که بین اندازه هیئت مدیره و مدیریت مالیات ارتباط معنادار وجود ندارد. همچنین، نتایج نشان داد که ارتباط منفی و معناداری بین ترکیب هیئت مدیره و نرخ موثر مالیاتی وجود دارد و بین نرخ موثر مالیاتی و دوگانگی وظایف مدیرعامل ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

رابینسون و همکاران (۲۰۱۲) با بررسی رابطه بین ترکیب هیئت مدیره و عوامل ورشکستگی شرکتها به این نتیجه رسیدند که رابطه بین ورشکستگی و مدیران بیرون سازمانی به مقدار مالکیت مدیران برون سازمانی در شرکت بستگی دارد. بطوری که این رابطه زمانی که مقدار مالکیت آنها زیاد باشد، منفی و زمانی که کم باشد، مثبت است.

ریچاردسون و همکاران (۲۰۱۵) در مقاله‌ای با عنوان "اثر درماندگی مالی بر اجتناب از مالیات در طول بحران مالی جهانی" پرداختند. آن‌ها در مطالعه خود به بررسی اثر درماندگی مالی بر اجتناب از مالیات و به طور خاص به بررسی اثر بحران مالی جهانی بر رابطه بین درماندگی مالی و اجتناب از مالیات پرداختند. آن‌ها با استفاده از یک نمونه ۲۰۳ شرکتی در طی سال‌های ۲۰۱۰-۲۰۰۶ به بررسی موضوع پرداختند. نتایج رگرسیون نشان می‌دهد درماندگی مالی معنادار شده است و یک رابطه مثبت با اجتناب از مالیات دارد. نتایج هم‌چنین نشان می‌دهد ارتباط بین درماندگی مالی و اجتناب از مالیات در طول بحران مالی جهانی افزایش یافته است.

ژو و هانگ (۲۰۱۵) به بررسی مدیریت سود، حاکمیت شرکتی و چسبندگی هزینه پرداختند. در این تحقیق به بررسی و طبقه بندی هزینه‌ها برای چسبندگی هزینه و اثرات حاکمیت شرکتی و مدیریت سود پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد در شرکتهای بزرگ اثر حاکمیتی بر چسبندگی هزینه موثر است و با استفاده از تحلیل عاملی به استخراج ۸ عامل موثر در حاکمیت شرکتی

دست یافتند که حاکمیت خوب شرکتی هزینه‌ها را کاهش می‌دهد. نتایج تجربی نشان می‌دهد که حاکمیت خوب شرکتی می‌تواند به کاهش چسبندگی هزینه کمک نماید اما از طریق مدیریت سود قوی بر آن موثر نیست.

ژیراپورن و همکاران (۲۰۱۲) در تحقیقی به بررسی چگونگی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه می‌پردازند. بر اساس یافته‌های ایشان یک رابطه معکوس بین کیفیت حاکمیت شرکتی و میزان نسبت اهرمی شرکتها وجود دارد بدین معنی که هرچه کیفیت حاکمیت بیشتر است میزان نسبت اهرمی پایین تر است. همچنین رابطه معناداری بین ساختار سرمایه و حاکمیت شرکتی بر اساس یافته‌های آنان وجود دارد.

ستایش و منصوری (۱۳۹۳) در بررسی مقایسه‌ای ساز و کارهای حاکمیت شرکتی در شرکت‌های درمانده و غیردرمانده مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که فقط در کل دوره پژوهش، پایین بودن درصد مدیران غیرموظف هیئت مدیره در شرکت‌های درمانده مالی در مقایسه با شرکتهای غیردرمانده مالی، یکی از دلایل درماندگی مالی شرکت‌های بررسی شده بوده است. در هیچ یک از سالهای پژوهش، همچنین در کل دوره پژوهش، نوع حسابرسان در جلوگیری از درماندگی مالی شرکت‌های بررسی شده موفق عمل نکرده است.

سروستانی و پورحیدری (۱۳۹۱) به بررسی رابطه بین ویژگی‌های شرکت و نوع مالکیت با نرخ موثر مالیات پرداخت. وی با بررسی ۷۵ شرکت طی بازه زمانی ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۹ دریافت اندازه شرکت به طور منفی نرخ موثر مالیاتی را تحت تأثیر قرار می‌دهد و استدلال نمود این امر موید تئوری قدرت سیاسی در ایران می‌باشد. همچنین بین نسبت بدهی، شدت سرمایه‌گذاری در موجودی کالا و شدت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت با نرخ موثر مالیاتی رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. با این وجود یافته‌های وی رابطه معناداری را بین فرصت رشد و عمر شرکت مشاهده نمود. همچنین وی دریافت نوع صنعت نیز تأثیری معنادار بر نرخ موثر مالیاتی دارد. علاوه بر این وی استدلال نمود مالکان نهادی به طور منفی نرخ موثر مالیاتی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

کاتمان و فاروق (۲۰۱۵) در تحقیقی با عنوان حاکمیت شرکتی داخلی و ارتباط آن با کیفیت افشا و مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس بریتانیا، به بررسی متغیرهای افشا و مدیریت سود تحت تأثیر حاکمیت شرکتی پرداختند. یافته‌ها بیانگر آن است که سیاست‌گذاران، سرمایه‌گذاران، شرکت‌های سهامی و دیگر ذینفعان در شکل دهی کیفیت بالای افشا نقش دارند و سیاست‌های دولتی در شرکتهای منجر به دستکاری‌های مدیریتی در سود در کشور‌های مختلف می‌باشند.

لاجیلی و زغال (۲۰۱۱) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دارای بحران و درماندگی مالی، علاوه بر داشتن شاخص‌های سلامت مالی و تجاری پایین تر، چرخش هیئت مدیره بیشتر همچنین دوره تصدی کمتر اعضای غیرموظف هیئت مدیره داشته‌اند.

لانور و المرزوقی (۲۰۱۱) روابط میان مالکیت نهادی و عملکرد ۳۵ شرکت بورسی در فرانسه را طی سالهای ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۵ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که میان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت که بوسیله Q توبین اندازه‌گیری شده است، رابطه معنی داری و معکوس وجود دارد.

لنيس و ریچاردسون (۲۰۱۱) با بررسی اثرات ترکیب هیات مدیران بر سیاست‌های جسورانه مالیاتی به این نتیجه رسیدند که وجود درصد بالایی از اعضای خارجی در هیات مدیره شرکت، احتمال رفتارهای جسورانه و تقلیل دهنده مالیاتی را کاهش می‌دهد و تعداد اعضای غیرموظف هیات مدیره رابطه‌ای منفی و معنادار با رفتارهای جسورانه مالیاتی دارد و هرچه تعداد اعضای غیرموظف هیات مدیره بیشتر باشد، شرکت کمتر به مدیریت مالیات روی می‌آورد.

لیو و لی (۲۰۱۴) در مقاله ای به بررسی اثر درماندگی مالی بر کارایی سرمایه گذاری دولت های محلی برای سال های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۰ در چین پرداختند. آن ها یک رابطه مثبت بین میزان سرمایه گذاری افراطی و درماندگی مالی برای دولت های محلی پیدا کردند در حالی که این رابطه برای غیر دولتی ها وجود نداشت. علاوه بر این ان ها بیان کردند که گسترش مقیاس سرمایه گذاری شرکت ها به افزایش پرداخت های مالیاتی از جمله مالیات بر درآمد می شود. آن ها نشان دادند که دولت های محلی زمانی که با درماندگی مالی مواجه می شوند از طریق افزایش مقیاس های سرمایه گذاری، انگیزه افزایش درآمد مالی دارند.

محسنی و همکاران (۱۳۹۲) به پیش بینی درماندگی مالی با بکار بردن کارایی به عنوان یک متغیر پیش بینی کننده پرداختند. آن ها به ارائه مدلی مناسب برای پیش بینی درماندگی مالی شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند، آن ها در کنار نسبت های مالی مهم برای پیش بینی درماندگی مالی از کارایی شرکت ها که می تواند به دقت و قدرت پیش بینی مدل بیفزاید به عنوان یک متغیر پیش بینی کننده استفاده کردند. یافته های حاصل از تحقیق آن ها نشان داد که استفاده از متغیر کارایی در مدل پیش بینی درماندگی به طور معناداری دقت پیش بینی مدل را افزایش می دهد.

هانگ، فیلیس و آمی (۲۰۱۳) به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و مالکیت دولتی بر پرخاشگری مالیاتی پرداختند. آن ها پژوهش خود را در دوره زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۹ در لیست شرکت های بورسی کشور چین انجام دادند و به این نتیجه رسیدند که شرکت هایی که توسط نهادهای غیر دولتی کنترل می شود پرخاشگری مالیاتی بیشتری دارند نسبت به شرکت هایی که توسط دولت کنترل می شوند. نتایج آن ها نشان داد که در شرکت های غیر دولتی که درصد سهام هیئت مدیره بالاست و مدیرعامل رئیس هیئت مدیره نیز می باشد پرخاشگری مالیاتی بالایی وجود دارد.

#### اهداف تحقیق

اهداف این تحقیق عبارت است از:

- ۱) بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- ۲) بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت نهادی و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- ۳) بررسی رابطه بین مالکیت هیئت مدیره و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- ۴) بررسی رابطه بین دوگانگی مدیر عامل و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- ۵) بررسی رابطه بین تعداد مدیران مستقل و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- ۶) بررسی رابطه بین اندازه هیئت مدیره و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

#### فرضیه های تحقیق

فرضیه های این تحقیق عبارت است از:

- ۱) بین تمرکز مالکیت و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت وجود دارد.
- ۲) بین تمرکز مالکیت نهادی و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی وجود دارد.
- ۳) بین مالکیت هیئت مدیره و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی وجود دارد.
- ۴) بین دوگانگی مدیر عامل و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت وجود دارد.
- ۵) بین تعداد مدیران مستقل و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی وجود دارد.
- ۶) بین اندازه هیئت مدیره و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی وجود دارد.

### روش تحقیق

این پژوهش از نظر هدف یک پژوهش نظری است و دارای رویکردی کمی است از نظر هدف، یکی از انواع تحقیق، تحقیق دانشگاهی یا کتابخانه ای است که به طور عمده از طریق مطالعه کتاب، نشریات، اسناد و مدارک و تجزیه و تحلیل و مقایسه و ارزیابی آن پیش می رود. بنابراین با توجه به ویژگی های مذکور، تحقیق حاضر از نظر هدف، نظری است و بر حسب روش و ماهیت از نوع تحلیل همبستگی است که در آن به مطالعه وابستگی یک متغیر وابسته با یک یا چند متغیر مستقل می پردازد. داده های مورد نیاز تحقیق از مشاهده اسناد مربوط به صورت های مالی شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران گردآوری می شود.

جامعه آماری در این پژوهش، شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره زمانی شش ساله، از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۵ می باشند. در این پژوهش نمونه آماری به روش حذفی بر اساس شرایط زیر برگزیده خواهد شد: ۱- از شرکت های بیمه، سرمایه گذاری، بانک ها و لیزینگ نباشد. ۲- شرکتها در طول پژوهش تغییر سال مالی ندهند. ۳- در طی دوره پژوهش در بورس حضور داشته باشد. ۴- سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد. ۵- اطلاعات شرکتها ناقص باشد.

در تحقیق حاضر بررسی و تجزیه و تحلیل آماری اطلاعات در دو مرحله صورت می گیرد. چگونگی بررسی و تجزیه و تحلیل آماری اطلاعات به شرح زیر می باشد: مرحله اول: تجزیه و تحلیل داده های آماری، مرحله دوم: تجزیه و تحلیل فرضیات تحقیق، بر اساس نتایج حاصله از مرحله اول

مرحله اول: در این مرحله با استفاده از نرم افزار Excel به منظور بررسی و تجزیه و داده های آماری، نمودارهای مربوط به روند هر کدام از متغیرها آورده می شود.

مرحله دوم: برای انجام تجزیه و تحلیل های فرضیات تحقیق و انجام روش های اقتصادسنجی در این بررسی از نرم افزار Eviews استفاده می شود. برای برآورد ضرایب متغیرهای مدل ها با توجه به خصوصیات مدل ها از روش داده های تلفیقی استفاده می شود. در روش داده های تلفیقی برای تشخیص اینکه برای تخمین مدل، باید از روش پولینگ دیتا استفاده شود یا از روش پانل دیتا و هم چنین انتخاب بین تخمین با اثر ثابت و تخمین با اثر تصادفی، از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن استفاده می شود.

مدل مورد بررسی در این تحقیق به صورت زیر می باشد:

$$DIS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OC_{i,t} + \beta_2 IOC_{i,t} + \beta_3 BD_{i,t} + \beta_4 CD_{i,t} + \beta_5 ID_{i,t} + \beta_6 BC_{i,t} \\ + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

*DIS*: درماندگی مالی

*OC*: تمرکز مالکیت

*IOC*: تمرکز مالکیت نهادی

*BD*: مالکیت هیئت مدیره

*CD*: دوگانگی مدیر عامل

*ID*: تعداد مدیران مستقل

*BC*: اندازه هیئت مدیره

*SIZE*: اندازه شرکت

*LEV*: اهرم مالی

در ادامه به تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق پرداخته می شود.

**درماندگی مالی:** در این مطالعه برای اندازه گیری درماندگی مالی از مدل آلتمن استفاده شده است که به صورت زیر محاسبه می گردد:

$$Z = 1.1x_1 + 1.4x_2 + 3.3x_3 + 0.6x_4 + 0.99x_5$$

$x_1$  = کل دارایی / سرمایه در گردش

$x_2$  = کل دارایی / سود انباشته

$x_3$  = کل دارایی / درآمد قبل از بهره و مالیات

$x_4$  = ارزش دفتر بدهی / ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

$x_5$  = کل دارایی / کل فروش

در این مدل:

**شرکت ورشکسته**  $if: Z < 1.18$

**شرکت در ناحیه ورشکستگی**  $if: 1.81 < Z < 2.675$

**احتمال ورشکستگی شرکت خیلی کم**  $if: Z > 2.675$

**تمرکز مالکیت:** نسبت سه سهامدار عمده به کل سهام شرکت

**تمرکز مالکیت نهادی:** نسبت سهام در اختیار سهامداران نهادی (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) به کل سهام

**مالکیت هیات مدیره:** نسبت سهام متعلق به هیئت مدیره به کل سهام

**دوگانگی مدیرعامل:** متغیر مجازی که اگر مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره یک نفر باشند مقدار یک می گیرد در غیر این صورت مقدار صفر می گیرد.

**تعداد مدیران مستقل:** تعداد مدیران مستقل در هیئت مدیره

**اندازه هیئت مدیره:** تعداد اعضای هیئت مدیره

**اندازه شرکت:** برابر با لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت می باشد

**اهرم مالی:** برابر با نسبت بدهی به دارایی های شرکت می باشد.

### نتایج و بحث

در این قسمت اطلاعات جمع آوری شده ی مربوط به ۷۵ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۵-۱۳۹۰ مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد. داده های جمع آوری شده با استفاده از نرم افزار Excel محاسبه و با نرم افزار Eviews مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد. در ابتدا آمار توصیفی داده های جمع آوری شده ارائه می شود. تحلیل داده ها در بخش آمار توصیفی با محاسبه شاخص های مرکزی از جمله میانگین و میانه و شاخص های پراکندگی از قبیل انحراف معیار، حداکثر و حداقل مقدار متغیرها انجام می شود. در قسمت بعدی فرضیه های تحقیق مورد آزمون قرار می گیرند.



### الف) آمار توصیفی

اولین گام در تحلیل آماری تعیین مشخصات خلاصه شده داده ها و محاسبه شاخص های توصیفی می باشد. هدف از این تحلیل شناخت روابط درونی متغیرها و نشان دادن رفتار آزمودنی ها می باشد تا مقدمات تحلیل آماری فراهم شده و خصوصیات توصیفی برای تحلیل بیشتر آشکار گردد. تحلیل داده ها در این بخش با محاسبه شاخص های مرکزی از جمله میانگین و میانه و شاخص های پراکندگی از قبیل انحراف معیار، حدکثر و حداقل مقدار متغیرها انجام شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

دوگانگی مدیر عامل	مالکیت هیئت مدیره	تمرکز مالکیت نهادی	تمرکز مالکیت	درماندگی مالی	
۳۳۷۷۷۸.۰	۸۰۷۴۲.۵۴	۹۹۹۲۰.۸۰	۲۱۲۱۶.۷۷	۱۲۹۹۴۴.۱	میانگین
۰.۰۰۰۰۰.۰	۱۸۵۰۰.۵۴	۲۷۰۰۰.۸۵	۹۳۰۰۰.۷۹	۰.۲۴۲۲۹.۱	میانه
۰.۰۰۰۰۰.۱	۱۰۰۰۰.۸۵	۴۵۰۰۰.۹۹	۴۵۰۰۰.۹۹	۶۷۶۳۸۶.۸	ماکزیمم
۰.۰۰۰۰۰.۰	۶۸۰۰۰.۲۳	۶۱۰۰۰۰.۸	۰.۰۰۰۰۰.۰	۶۴۳۹۸۱.۵-	مینیمم
۴۷۳۴۷۹.۰	۷۳۰۲۱.۱۷	۷۳۸۳۳.۱۵	۷۴۸۱۸.۱۶	۳۶۱۴۲۶.۱	انحراف معیار
۶۸۵۹۹۸.۰	۰.۱۱۹۲۰.۰-	۶۳۳۷۹۲.۱-	۵۱۳۶۳۸.۱-	۰.۶۷۳۰۹.۰	چولگی
۴۷۰۵۹۳.۱	۷۶۷۶۶۱.۱	۸۳۸۴۶۹.۶	۶۹۸۲۰۷.۶	۱۴۴۷۹۷.۸	کشیدگی
۴۵۰	۴۵۰	۴۵۰	۴۵۰	۴۵۰	تعداد مشاهده
	اهرم مالی	اندازه شرکت	اندازه هیئت مدیره	تعداد مدیران مستقل	
	۶۶۵۰۳۵.۰	۵۳۹۹۱.۱۳	۳۳۷۷۷۸.۵	۱۳۳۳۳۳.۳	میانگین
	۶۵۴۹۱۵.۰	۵۰۵۲۶.۱۳	۰.۰۰۰۰۰.۵	۰.۰۰۰۰۰.۳	میانه
	۳۵۶۴۲۲.۲	۹۰۴۶۶.۱۶	۰.۰۰۰۰۰.۸	۰.۰۰۰۰۰.۶	ماکزیمم
	۱۴۵۹۸۷.۰	۸۱۵۸۹.۱۰	۰.۰۰۰۰۰.۴	۰.۰۰۰۰۰.۰	مینیمم
	۲۴۵۷۷۵.۰	۲۶۸۰۶۵.۱	۶۰۵۵۷۵.۰	۰.۶۹۹۳۷.۱	انحراف معیار
	۰.۰۷۷۸۵.۲	۳۲۲۱۳۶.۰	۶۶۴۶۷۴.۱	۲۹۹۷۵۶.۰-	چولگی
	۰.۹۵۴۲.۱۲	۷۸۱۴۵۴.۲	۶۶۶۵۱۰.۵	۲۹۵۵۹۹.۳	کشیدگی
	۴۵۰	۴۵۰	۴۵۰	۴۵۰	تعداد مشاهده

ماخذ: یافته های تحقیق

همانطور که مشخص است متغیر مالکیت هیئت مدیره بیشترین انحراف استاندارد را در اختیار دارد. این نشان دهنده این است که این متغیر از پراکندگی زیادی برخوردار است. تفاوت بین مقدار ماکزیمم و مینیمم این متغیر گویای این واقعیت است. متغیر اهرم مالی نیز کمترین میزان انحراف استاندارد را در اختیار دارد.

وقتی به شکل توزیع فراوانی یا توزیع احتمال اشاره می گردد، چولگی به عدم تقارن توزیع ارجاع می کند. چولگی برابر با گشتاور سوم نرمال شده است. چولگی در حقیقت معیاری از وجود یا عدم تقارن تابع توزیع می باشد. برای یک توزیع کاملاً متقارن چولگی صفر و برای یک توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر بالاتر چولگی مثبت و برای توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر کوچکتر مقدار چولگی منفی است. همانطور که مشخص است در بین متغیرها، متغیرهای دوگانگی

مدیر عامل، اندازه هیئت مدیره و اندازه شرکت، اهرم مالی و درماندگی مالی دارای چولگی مثبت می‌باشند و چولگی بقیه متغیرها منفی می‌باشد.

کشیدگی یا کورتیزس نشان دهنده قله‌مندی یک توزیع است. مقدار کشیدگی را با گشتاور چهارم نرمال بر آورد کرده اند، به عبارت دیگر کشیدگی معیاری از تیزی منحنی در نقطه ماکزیمم است و مقدار کشیدگی برای توزیع نرمال برابر ۳ می‌باشد. کشیدگی مثبت یعنی قله ی توزیع مورد نظر از توزیع نرمال بالاتر و کشیدگی منفی نشانه ی پایین تر بودن قله از توزیع نرمال است. همانطور که مشخص است همه متغیرها دارای کشیدگی مثبت می‌باشند.

### ب) آمار استنباطی

آزمون ریشه واحد یکی از معمول‌ترین آزمون‌هایی است که امروزه برای تشخیص مانایی متغیرها مورد استفاده قرار می‌گیرد. آزمون‌هایی که در این تحقیق برای بررسی مانایی متغیرها مورد استفاده قرار گرفته‌اند، عبارت‌اند از: لوین، ایم، پسران و شین، فیشر ADF و فیشر PP. نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد داده‌های تلفیقی در جدول ۲ آورده شده است.

جدول ۲: بررسی مانایی متغیرها

لوین	ایم، پسران و شین	فیشر ADF	فیشر PP	
۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	درماندگی مالی
۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۵	۰,۰۰۰۱	۰,۰۰۰۰	تمرکز مالکیت
۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۳	۰,۰۰۰۱	۰,۰۰۰۰	تمرکز مالکیت نهادی
۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	مالکیت هیئت مدیره
۰,۰۰۰۰	۰,۰۱۹۰	۰,۰۰۳۹	۰,۰۰۰۰	دوگانگی مدیر عامل
۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۱۸	۰,۰۰۰۲	۰,۰۰۰۰	تعداد مدیران مستقل
۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۹۱	۰,۰۰۱۲	۰,۰۰۰۰	اندازه هیئت مدیره
۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	اندازه شرکت
۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	اهرم مالی

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج جدول ۲ نشان دهنده این است که برای تمامی متغیرها، مقدار اماره احتمال تمامی آزمون‌ها کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد و این نشان دهنده این است که تمامی متغیرهای تحقیق مانا می‌باشند.

در این قسمت به بررسی تخمین مدل تحقیق پرداخته می‌شود و فرضیه‌های تحقیق مورد آزمون قرار می‌گیرند. به‌منظور تخمین مدل مربوط به فرضیه‌ها، در ابتدا باید نوع روش تخمین، مشخص گردد. بنابراین، ابتدا برای تشخیص بین اینکه باید از روش پولینگ دیتا استفاده شود یا از روش پانل دیتا استفاده شود، آماره F لیمر محاسبه می‌شود.

جدول ۳: نتایج آزمون F لیمر

آزمون	Statistic	d.f	Prob
F	۰۱۰۱۱۰.۱	(۷۴,۳۰۰)	۴۶۳۴.۰
Chi-square	۲۰۶۶۵۱.۸۵	۷۴	۱۷۵۵.۰

مأخذ: یافته‌های تحقیق

با توجه به اینکه  $p$ -value برابر ۰,۴۶۳۴ می‌باشد پس فرضیه صفر این آزمون که بیان‌کننده ترجیح روش پولینگ دیتا بر روش داده‌های پانل است پذیرفته می‌شود و تخمین با روش پولینگ دیتا ترجیح داده می‌شود. در این قسمت از تحقیق با استفاده از داده‌های سال‌های ۱۳۹۵-۱۳۹۰، به برآورد مدل تحقیق می‌پردازیم. مدل موردبررسی به صورت زیر می‌باشد:

$$DIS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OC_{i,t} + \beta_2 IOC_{i,t} + \beta_3 BD_{i,t} + \beta_4 CD_{i,t} + \beta_5 ID_{i,t} + \beta_6 BC_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول ۴: تخمین مدل فرضیه‌های تحقیق

p-value	آماره t	ضریب		متغیر	
		علامت	اندازه		
۰,۳۲۸,۰	۱۴۲۲۵۸,۲-	-	۸۱۸۲۷۷,۰-	<i>OC</i>	تمرکز مالکیت
۰,۳۰۹,۰	۱۶۷۰۸۰,۲	+	۹۶۴۰۸۶,۰	<i>IOC</i>	تمرکز مالکیت نهادی
۳۷۶۷,۰	۸۸۵۰۷۴,۰	+	۰,۶۹۹۵۸,۰	<i>BD</i>	مالکیت هیئت مدیره
۰,۱۸۷,۰	۳۲۰۰۳۰,۲	+	۰,۷۷۱۲۰,۰	<i>CD</i>	دوگانگی مدیر عامل
۵۰۷۵,۰	۶۶۳۳۶۹,۰-	-	۰,۵۲۶۶۰,۰-	<i>ID</i>	تعداد مدیران مستقل
۳۲۵۶,۰	۹۸۴۳۸۳,۰	+	۲۷۶۱۰۳,۰	<i>BC</i>	اندازه هیئت مدیره
۸۹۸۸,۰	۱۲۷۲۳۲,۰	+	۰,۴۲۱۴۰,۰	<i>SIZE</i>	اندازه شرکت
۰,۰۰۰,۰	۶۰,۸۴۹,۲۱-	-	۱۵۳۶۴۵,۲-	<i>LEV</i>	اهرم مالی
۰,۱۶۷,۰	۴۰,۳۲۸۷,۲-	-	۵۷۲۳۴۵,۲-	<i>c</i>	مقدار ثابت
۷۷	$R^2 = ۰,۷۶$	$R^2 = ۰,۷۴,۱$	D.W=۰,۰۰۰,۰ prob(F)=		

مأخذ: یافته‌های تحقیق

ضریب تعیین نشان می‌دهد که چند درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیر مستقل تبیین می‌شود.  $R^2$  عددی است که هر چه به یک نزدیک تر باشد، نشان دهنده مناسب بودن تعداد و نوع متغیرهای انتخابی برای توجیه متغیر وابسته در رگرسیون است. همانطور که مشاهده می‌گردد ضریب تعیین این تخمین برابر ۰/۷۷ می‌باشد و این مقدار بیان‌گر این است که تعداد و نوع متغیرهای انتخابی برای توجیه متغیر وابسته در رگرسیون مناسب بوده است و متغیرهای مستقل ذکر شده توانسته‌اند متغیر وابسته را توجیه کنند.

آزمون خود همبستگی یکی از فروض کلاسیک رگرسیون است. آماره دوربین-واتسن (Durbin-Watson statistic) یک آماره آزمون می‌باشد که برای بررسی وجود خود همبستگی (autocorrelation=رابطه بین مقادیری که با تاخیر (lag) زمانی مشخص از یکدیگر جدا شده‌اند) بین باقیمانده‌ها در تحلیل رگرسیون استفاده می‌گردد. مقدار این آماره همواره بین ۰ تا ۴ قرار می‌گیرد که آستانه‌های مورد پذیرش آن به صورت زیر است: مقدار ۲ برای این آماره نشانگر عدم وجود خود همبستگی می‌باشد که حالت مطلوب در فرضیات اصلی مربوط به باقیمانده‌ها در تحلیل رگرسیون می‌باشد. اصلاً مقدار کمتر از ۲ همبستگی پیایی مثبت (نوعی همبستگی پیایی می‌باشد که در آن مقدار باقیمانده مثبت برای یک مشاهده شانس مثبت

بودن باقیمانده مشاهده دیگر را افزایش میدهد و بالعکس) و مقدار بیشتر از ۲ این آماره همبستگی پیاپی منفی را در بین باقیمانده نشان می دهد. لازم به ذکر است مقدار آماره آزمون اگر کمتر از ۱ یا بیشتر از ۳ باشد زنگ هشدار برای وجود خود همبستگی مثبت یا منفی بین باقیمانده می باشد. همانطور که مشخص است مقدار این آماره در این مطالعه برابر ۱/۷۴ می باشد که این مقدار نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی می باشد که حالت مطلوب در فرضیات اصلی مربوط به باقیمانده ها می باشد.

در این قسمت با توجه به تخمین فوق به بررسی فرضیه های تحقیق پرداخته می شود.

فرضیه اول: بین تمرکز مالکیت و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد

فرض  $H_0$ : بین تمرکز مالکیت و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود ندارد

فرض  $H_1$ : بین تمرکز مالکیت و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد.

در شرکت های مورد مطالعه، بررسی متغیر تمرکز مالکیت نشان می دهد که مقدار آماره احتمال این متغیر برابر با ۰,۰۳۲۸ می باشد که این نشان دهنده این است که بین متغیر تمرکز مالکیت و درماندگی مالی به عنوان متغیر وابسته رابطه معنادار وجود دارد. در نتیجه فرضیه اول این پژوهش که می گوید " بین تمرکز مالکیت و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد." پذیرفته می شود.

فرضیه دوم: بین تمرکز مالکیت نهادی و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد

فرض  $H_0$ : بین تمرکز مالکیت نهادی و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود ندارد

فرض  $H_1$ : بین تمرکز مالکیت نهادی و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد.

همانطور که مشخص است مقدار آماره احتمال متغیر تمرکز مالکیت نهادی کمتر از ۰,۰۵ می باشد و این بیان کننده این است که این متغیر از لحاظ آماری معنادار شده است و بین متغیر تمرکز مالکیت نهادی و درماندگی مالی رابطه معنادار وجود دارد. لذا فرضیه دوم این پژوهش که می گوید " بین تمرکز مالکیت نهادی و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد." پذیرفته می شود.

فرضیه سوم: بین مالکیت هیئت مدیره و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد

فرض  $H_0$ : بین مالکیت هیئت مدیره و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود ندارد

فرض  $H_1$ : بین مالکیت هیئت مدیره و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد.

در شرکت های مورد مطالعه، بررسی متغیر مالکیت هیئت مدیره نشان می دهد که مقدار آماره احتمال این متغیر برابر با ۰,۳۷۶۷ می باشد که این نشان دهنده این است که بین متغیر مالکیت هیئت مدیره و درماندگی مالی به عنوان متغیر وابسته رابطه معنادار وجود ندارد. در نتیجه فرضیه سوم این پژوهش که می گوید " بین مالکیت هیئت مدیره و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد." رد می شود.

فرضیه چهارم: بین دوگانگی مدیر عامل و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد

فرض  $H_0$ : بین دوگانگی مدیر عامل و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود ندارد

فرض  $H_1$ : بین دوگانگی مدیر عامل و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد.

همانطور که مشخص است مقدار آماره احتمال متغیر دوگانگی مدیر عامل کمتر از ۰,۰۵ می باشد و این بیان کننده این است که این متغیر از لحاظ آماری معنادار شده است و بین متغیر دوگانگی مدیر عامل و درماندگی مالی رابطه معنادار وجود دارد. لذا فرضیه چهارم این پژوهش که می گوید " بین دوگانگی مدیر عامل و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد." پذیرفته می شود.

فرضیه پنجم: بین تعداد مدیران مستقل و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد

فرض  $H_0$ : بین تعداد مدیران مستقل و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود ندارد

فرض  $H_1$ : بین تعداد مدیران مستقل و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد.

در شرکت های مورد مطالعه، بررسی متغیر تعداد مدیران مستقل نشان می دهد که مقدار آماره احتمال این متغیر برابر با ۰,۵۰۷۵ می باشد که این نشان دهنده این است که بین متغیر تعداد مدیران مستقل و درماندگی مالی به عنوان متغیر وابسته رابطه معنادار وجود ندارد. در نتیجه فرضیه پنجم این پژوهش که می گوید " بین تعداد مدیران مستقل و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد." رد می شود.

فرضیه ششم: بین اندازه هیئت مدیره و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد

فرض  $H_0$ : بین اندازه هیئت مدیره و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود ندارد

فرض  $H_1$ : بین اندازه هیئت مدیره و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد.

همانطور که مشخص است مقدار آماره احتمال متغیر اندازه هیئت مدیره بیشتر از ۰,۰۵ می باشد و این بیان کننده این است که این متغیر از لحاظ آماری معنادار نشده است و بین متغیر اندازه هیئت مدیره و درماندگی مالی رابطه معنادار وجود ندارد.

لذا فرضیه ششم این پژوهش که می‌گوید " بین اندازه هیئت مدیره و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد." رد می‌شود.

با توجه به مبانی نظری پژوهش و یافته‌های حاصل پژوهش، پیشنهادهای زیر مطرح می‌شود.

- با توجه به تعداد زیاد شرکت های دولتی، پیشنهاد می‌گردد که دولت با استفاده از این مدل پیشنهادی اقدام به شناسایی شرکت های ورشکسته نموده و نسبت به تجدید ساختار و یا انحلال آنها تصمیم گیری نماید.
- با توجه به نتایج حاصل از این تحقیق و مشخص شدن تأثیر تمرکز مالکیت بر درماندگی مالی، پیشنهاد می‌شود که سرمایه گذاران در هنگام اخذ تصمیمات خرید و فروش، ترکیب سهامداران و تمرکز مالکیت را هم به عنوان یکی از متغیرهای تصمیم در نظر داشته باشند.
- به شرکت‌های تولیدی پیشنهاد می‌شود با استفاده از این مدل وضعیت مالی شرکت خود را بررسی کنند و در صورت قرار داشتن در وضعیت درماندگی مالی، اقدامات لازم را جهت جلوگیری از ورشکستگی انجام دهند.
- پیشنهاد می‌شود برای رسیدن به اهداف شرکت و بهبود عملکرد شرکت‌ها زمینه‌های ایجاد حاکمیت مناسب در شرکت‌ها با تشویق و حتی الزامی کردن کاربرد مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بوسیله بورس اوراق بهادار تهران فراهم شود
- پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان، ساختار مالکیت را در زمان تصمیم‌گیری نسبت به سرمایه‌گذاری و یا اعطای اعتبار مد نظر قرار دهند.
- سهامداران، اعتباردهندگان، وام‌دهندگان و خلاصه تمام کسانی که به عملکرد شرکت اهمیت می‌دهند، قبل از سرمایه‌گذاری، ویژگی‌های مدیریتی، توان وی در اداره امور و شناخت بازار و راهکار مدیر برای تامین مالی که جزء مهمترین عوامل موثر در درماندگی مالی و ورشکسته شدن شرکت هاست توجه کنند.
- مالکان نهادی به دلیل نظارت مؤثر و دارا بودن منابع و تخصص‌های لازم جهت اداره شرکت‌ها، موجب عملکرد بهتر شرکت‌ها می‌شوند. ، لذا بهتر است مالکیت سهام شرکت‌ها در اختیار چندین مؤسسه نهادی باشد تا عملکرد شرکت‌ها بهبود یابند.

همواره گام نهادن در راه رسیدن به هدف، با محدودیت‌هایی همراه است که باعث می‌شود رسیدن به هدف مورد نظر با کندی همراه شود. پژوهش نیز به عنوان فرآیندی در جهت نیل به هدف حل مسئله از این امر مستثنی نیست. لذا در این قسمت با ارائه محدودیت‌های پژوهش سعی بر آن است که به خواننده این پیام داده شود تا بتواند در تصمیم نتایج پژوهش با آگاهی بیشتری عمل کند. در این راستا محدودیت‌های پژوهش حاضر به شرح زیر قابل ذکر است:

- از مهم‌ترین محدودیت‌های پژوهش می‌توان به وجود تورم اشاره داشت که موجب می‌شود اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی نتوانند وضعیت مالی و نتایج عملیات شرکت‌ها را به درستی نشان دهند.
- اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی به دور از اشتباهات با اهمیت و اساسی نیست.
- شرایط سیاسی و اقتصادی کشور و نیز جو روانی حاکم بر بازار بورس اوراق بهادار تهران، از عواملی هستند که ممکن است بر متغیرهای این پژوهش اثر گذارند، اما در پژوهش حاضر کنترل نشده‌اند.

#### منابع

- (۱) امیرآزاد، میر حافظ، زینالی، مهدی و شاهی، رضا (۱۳۹۳)، بررسی تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی برگزینش اظهار نظر حسابر، دانش حسابرسی، سال چهاردهم، شماره ۵۷.

- (۲) پورحیدری، امید و سروستانی، امیر. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر ویژگی های شرکت، نوع صنعت و مالکیت نهادی بر اختلاف مالیات ابرازی و قطعی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهشنامه مالیات. ۲۰ (۱۴): ۶۱-۷۸.
- (۳) حساس یگانه، یحیی و باغومیان، رافیک (۱۳۸۴)، حاکمیت شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی، حسابدار رسمی، شماره ۴۲، صص ۸۶-۴۵.
- (۴) حساس یگانه، یحیی. (۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی در ایران. نشریه حسابرس. شماره ۳۲، صص ۳۹-۳۱.
- (۵) ستایش، محمد حسین و منصوری، شعله (۱۳۹۳)، بررسی مقایسه ای ساز و کارهای حاکمیت شرکتی در شرکت های درمانده و غیردرمانده مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره ۱۶، شماره ۱، صص ۹۹-۱۱۲.
- (۶) کمیجانی، اکبر و جواد سعادت فر (۱۳۸۵). تعیین مدل بهینه احتمالی شرطی برای پیش بینی ورشکستگی اقتصادی شرکت ها در ایران. ماهنامه مفید، ش ۵۷، صص ۲۸-۳.
- (۷) کهندل، علی. (۱۳۹۰). بررسی رابطه مدیریت سود و حاکمیت شرکتی با اظهار نظر حسابرس. رساله کارشناسی ارشد در رشته حسابداری. دانشگاه آزاد اسلامی، دانشکده مدیریت.
- (۸) محسنی، رضا، آقابابایی، رضا و قربانی، وحید محمد (۱۳۹۲)، پیش بینی درماندگی مالی با بکار بردن کارایی به عنوان یک متغیر پیش بینی کننده، فصلنامه پژوهش ها و سیاست های اقتصادی، سال بیست و یکم، شماره ۶۵، صفحات ۱۲۳-۱۴۶.
- (۹) مهران، کاوه مهران، یاشار منصفی و غلامرضا کرمی (۱۳۸۴) بررسی کاربرد های الگوهای پیش بینی ورشکستگی ریسکی و شیراتا در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ساسان.
- (۱۰) میدری، احمد و حجاریان، محمد. (۱۳۸۳). راهکارهای پیاده سازی اصول حاکمیت شرکتی در ایران. مقاله ارائه شده در سمینار بازار سرمایه، موتور محرک توسعه اقتصادی ایران. دوم و سوم آذرماه، تهران.

- 11) Anderson, M. C, Banker R, Janakiraman S. Are Selling, General and Administrative Costs “Sticky”? Journal of Accounting Research 2011; 41(1): 47- 63.
- 12) Katman, X. & Farouk, Y.(2015). Ownership Structure, Corporate Governance, and corporate disclosure: The case of Britain stock companies. Word bank policy research. Working paper 179.
- 13) Lajili, K. & Ze'ghal, D. (2011). Corporate Governance and Bankruptcy Filing Decision. Journal of General Management, 35 (4): 3-26.
- 14) Lanis, R and G, Richardson. (2011). the effect of board of director composition on corporate tax aggressiveness. Journal of Accounting and Public Policy. Vol.30: pp 50-70.
- 15) Lanour A and Almarzoughi W, (2011). “An investigation of Corporate Governance and Institutional Ownership,” Journal of Finance, 737-783.
- 16) Liao, X & Liu, Y (2014). Local fiscal distress and investment efficiency of local SOEs, China Journal of Accounting Research ۷ (۲۰۱۴) ۱۱۹-۱۴۷.
- 17) Robinson, D, Robinson, M, Sisneros, C. (2012), “Bankruptcy outcomes: Does the board matter?”, Journal of Advances in Accounting, in Press, Available online 31 July 2012.
- 18) Weston J. Fred & E. Copeland, Thomas (1992), Managerial Finance, Dryden Press, 9th Edition.
- 19) Xue, Sh. & Hong, Y. (2015). Earning management, corporate governance and expense stickiness. China Journal of Accounting Research, article in press.