



واکاوی نقش حاکمیتی هیئت مدیره و احیای شرکت‌های بحران‌زده: شواهدی از بازار سرمایه ایران

محسن ایمنی*¹

سید رضا سید نژاد فهیم²

فاطمه غلامی گلسفید³

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۲/۲۷ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۷/۲۹

چکیده

هدف از این پژوهش بررسی تاثیر قدرت هیات مدیره بر احیاء شرکت‌های درگیر بحران مالی است. برای رسیدن به این منظور از چهار شاخص استقلال هیات مدیره، تعداد جلسات آنها در طی دوره، دوگانگی وظیفه مدیر عامل و دانش مالی هیات مدیره استفاده شد. برای دستیابی به هدف پژوهش، نمونه‌ای شامل ۱۲۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ انتخاب گردید و فرضیه‌های مطرح شده با استفاده از مدل رگرسیونی لجستیک آزمون شدند. نتایج نشان داد که بین استقلال هیات مدیره و دوگانگی وظیفه مدیر عامل با احیاء شرکت رابطه معنی‌داری وجود ندارد، اما رابطه مثبت و معنی‌داری بین تعداد جلسات هیات مدیره و دانش مالی با احیاء شرکت مشاهده شد. همچنین نتایج آزمون اضافی نشان داد هرچه شاخص کلی هیئت مدیره افزایش یابد، احیاء شرکت‌های درگیر بحران مالی نیز بهبود خواهد یافت. نتایج حاکی از آن است شاخص هیئت مدیره در شرکت‌های کوچک‌تر نسبت به شرکت‌های بزرگ‌تر دارای اهمیت بیشتری خواهند بود.

کلیدواژه‌ها: احیاء شرکت، نظام راهبری شرکتی، بحران مالی، اندازه شرکت.

1 دانشیار گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی آیندگان، تنکابن، ایران. (نویسنده مسئول) imeni@aihe.ac.ir

2 استادیار گروه حسابداری، واحد لاهیجان، دانشگاه آزاد اسلامی، لاهیجان، ایران. fahim_re@yahoo.com

3 استادیار گروه ریاضی، واحد لاهیجان، دانشگاه آزاد اسلامی، لاهیجان، ایران gholami_so@yahoo.com

مقدمه

با توجه به مفهوم بقای شایسته‌ترین‌ها در محیط رقابت، شکست را می‌توان یک مرحله طبیعی از چرخه عمر تجاری دانست. بوم‌شناسی سازمانی بیان می‌کند که محیط رقابتی به طور طبیعی می‌تواند سازمان‌های ضعیف را از بین ببرد. به بیان دیگر توانایی بقا در طول زمان تابعی از تناسب سازمان با محیط است؛ بنابراین، عدم هماهنگی با محیط ممکن است شرکت‌ها را در معرض تعهدات مختلف مرتبط با شکست قرار دهد (پرتوریوس^۴، ۲۰۰۹). خروج شرکت‌های ضعیف و بیمار و ورود شرکت‌های قوی و سالم به صنعت برای اصلاحات اقتصادی و پویایی صنعت، ضروری است؛ چون زمینه را برای تخصیص مجدد منابع تولید از شرکت‌های ناکارآمد که توان ماندگاری و بقا ندارند، به شرکت‌های کارآمد که توانایی بقا و پایداری را در محیط‌های متلاطم دارند فراهم می‌کند. با این وجود می‌توان بیان داشت هزینه‌هایی که ورشکستگی شرکت‌ها به اقتصاد کشور تحمیل می‌کند بسیار هنگفت و گاه جبران‌ناپذیر است. بنابراین درک و فهم بهتر موضوع احیاء^۵ شرکت که معمولاً آخرین تلاش‌ها و اقدامات برای نجات از خطر ورشکستگی است، کمک می‌کند تا با افزایش قابلیت و توانمندی شرکت‌های بحران‌زده، ریسک ورشکستگی و هزینه‌های تحمیلی آن تا اندازه زیادی محدود شود. در دهه‌های اخیر، اقتصاد ایران تحریم‌ها و فشارهای اقتصادی زیادی را تجربه کرده‌اند. در چنین شرایطی، مدیران واحدهای اقتصادی به جای مدیریت بحران، کمیت و کیفیت تولیدات خود را کاهش دادند که در بلندمدت منجر به ورشکستگی بسیاری از آنها شده است. آمار مربوط به صنایع و شرکت‌های ورشکسته در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران، به دلایل سیاسی در دسترس نیست؛ اما شواهد نشان می‌دهد که تعداد اینگونه

شرکت‌ها روز به روز در حال افزایش است. برای اطمینان از موفقیت یک شرکت بحران‌زده، رهبری نقش مهمی در تعیین تغییرات مورد نیاز، تخصیص منابع مورد نیاز و همچنین نظارت بر تأثیر استراتژی‌های احیاء دارد (آلگاراول^۶، ۲۰۲۲). هیات مدیره مسئول نهایی امور راهبری شرکتی است. یک هیات مدیره شایسته، فعالانه در تصمیم‌گیری‌های استراتژیک شرکت کرده، برای مدیریت اجرایی سوال‌های مهمی مطرح نموده، برنامه‌ها و تصمیم‌ها و اعمال مدیریت را تحت نظر داشته و بر رفتار اخلاقی، گزارشگری مالی و رعایت قوانین توسط مدیران نظارت دارد (رضایی، ۱۳۹۵). در خصوص شرکت‌های بحران‌زده و شیوه‌های بازایی کسب و کار، دونالدسون و دیویس^۷ فلسفه نمایندگی را در سال ۱۹۹۱ معرفی کردند. این فلسفه استدلال می‌کند که در فعالیت‌های مشترک، منافع شرکت اهمیت بیشتری نسبت به منافع فردی دارد. در مقابل، اقدامات هیئت مدیره، یعنی نهادهای نظارتی، باید در جهت افزایش منابع مالکان (سهامداران) و برآوردن یکسان خواسته‌های آنها باشد (اولوجوبی^۸، ۲۰۲۱).

بررسی ادبیات پژوهش نشان می‌دهد که مطالعات محدودی در زمینه روش‌های احیاء شرکت‌های بحران‌زده انجام گرفته است (به عنوان مثال، پرتوریوس، ۲۰۰۹ و ۲۰۱۷؛ هارونکلایی و همکاران، ۱۳۹۹؛ کونوپلف^۹، ۲۰۲۰؛ ریکو^{۱۰} و همکاران، ۲۰۲۱). پژوهشگران برای اثربخشی هیات مدیره از شاخص‌های مختلفی مثل اندازه هیات مدیره (در پژوهش‌های بیزلی^{۱۱}، ۱۹۹۶؛ صالح و روهانا^{۱۲}، ۲۰۱۶؛ فرناندز^{۱۳} و همکاران، ۲۰۲۱)، استقلال هیات مدیره (در پژوهش‌های بیزلی، ۱۹۹۶؛ شوکلا و دیویدی^{۱۴}، ۲۰۱۶؛ کارکوسکا و آسدانسکی^{۱۵}، ۲۰۲۰؛ فرناندز و همکاران، ۲۰۲۱)، دانش مالی هیات مدیره (در پژوهش‌های اریکسون^{۱۶} و همکاران، ۲۰۰۵؛ آگراوال و

11 Beasley

12 Salleh & Rohana

13 Fernandes

14 Shukla & Dwivedi

15 Karkowska & Acedański

16 Erickson

4 Pretorius

5 Turnaround

6 Algaragolle

7 Donaldson & Davis

8 Olujobi

9 Konoplev

10 Rico

چاداد^{۱۷}، ۲۰۰۵؛ ابوبکر^{۱۸} و همکاران، ۲۰۱۸)، تعداد جلسات هیات مدیره (در پژوهش‌های صالح و روهانا، ۲۰۱۶؛ ویرک^{۱۹}، ۲۰۱۷)، دوگانگی وظیفه مدیر عامل (در پژوهش‌های چانگ و سان^{۲۰}، ۲۰۰۸؛ فرناندز و همکاران، ۲۰۲۱؛ کانوجیا و گوپتا^{۲۱}، ۲۰۲۳) استفاده می‌کنند. در این پژوهش از چهار شاخص استقلال، تعداد جلسات، دانش مالی هیات مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل به عنوان ویژگی‌های هیات مدیره استفاده شد.

پژوهش حاضر از چند طریق می‌تواند دارایی دانش افزایی علمی باشد: اول، این پژوهش به افزایش دانش در زمینه حاکمیت شرکتی و تأثیر آن بر احیای شرکت‌های بحران‌زده می‌پردازد. تاکنون، مطالعات متعددی در زمینه حاکمیت شرکتی انجام شده‌اند، اما پژوهش‌های اندکی به‌طور خاص بر نقش هیئت مدیره در احیای شرکت‌های بحرانی، به‌ویژه در چارچوب بازار سرمایه ایران، تمرکز کرده‌اند. دوم، با تمرکز بر بازار ایران که با چالش‌های خاص اقتصادی و نهادی مواجه است، این پژوهش به شکاف موجود در ادبیات بین‌المللی حاکمیت شرکتی پاسخ می‌دهد. درنهایت، این پژوهش از طریق ارائه شواهد و تحلیل‌های تجربی، نقش حاکمیتی هیئت مدیره در احیای شرکت‌های بحران‌زده در بازار سرمایه ایران را تبیین می‌کند و به بهبود دانش و سیاست‌های حاکمیتی در این حوزه کمک شایانی می‌کند.

مبانی نظری پژوهش و بسط فرضیه‌ها

شرکت‌های در حال احیا برای بیش از چهار دهه یک حوزه پژوهشی تخصصی در دانشگاه‌ها بوده‌اند. با وجود این سابقه طولانی، هنوز در مورد تعریف جهانی این پدیده اختلاف نظر وجود دارد. به عنوان یک تعریف کاری کلی، احیا به فرایندی پویا اشاره دارد که شرکت‌ها را از وضعیتی با تهدید بقای جدی به دوره‌ای از موفقیت پایدار هدایت

می‌کند. متخصصان غالباً احیای شرکتی را تلاشی برای جلوگیری از ورشکستگی در نظر می‌گیرند (برکر و همکاران^{۲۲}، ۲۰۲۴). برای مثال، شرکت‌هایی را در نظر بگیرید که با افت‌های موقتی و عملکردی ضعیف مواجه هستند یا شرکت‌هایی که عملکرد آن‌ها به شکل قابل‌توجهی بالاتر از نقطه سر به سر است، می‌توانند در دسته شرکت‌های نیازمند احیا قرار می‌گیرند. برای مثال، شرکتی که بازده سرمایه‌گذاری (یا بازده فروش) آن از ۲۵ درصد به ۱۰ درصد در دو سال متوالی کاهش یابد، ممکن است به عنوان یک کاندیدای احیا در نظر گرفته شود (برکر و همکاران، ۲۰۲۴).

این مطالعه مبتنی بر تئوری نمایندگی است. طبق نظر جنسن و مک‌لینگ^{۲۳} (۱۹۷۶) رابطه نمایندگی قراردادی است بین مالک و مدیر. نظریه نمایندگی استدلال می‌کند که عملکرد مالی یک شرکت را می‌توان با ساختارهای مالکیت و کنترل جداگانه بهبود بخشید. سهامداران می‌خواهند سود شرکت را افزایش دهند، در حالی که مدیران به دنبال منافع خود هستند. راهبری شرکتی به مجموعه‌ای از مکانیسم‌ها اشاره دارد که بر تصمیم‌هایی که باید توسط مدیران اتخاذ شود، و وجود راهبری شرکتی خوب می‌تواند مسائل نمایندگی بین مالکان و مدیران را کاهش دهد (سوستیو^{۲۴}، ۲۰۲۳).

بحران شرکت^{۲۵} یا افول سازمانی^{۲۶} زمانی اتفاق می‌افتد که موجودیت شرکت تهدید شود. در ادبیات موجود تعاریف مختلفی از بحران وجود دارد. ویتزل و جانسون^{۲۷} (۱۹۸۹) معتقد هستند که بحران زمانی رخ می‌دهد که شرکت نتواند تهدیداتی را که تداوم آن را به خطر می‌اندازد شناسایی کند. جیاولو^{۲۸} (۲۰۰۹) بحران را بدتر شدن عملکرد اقتصادی شرکت تعریف می‌کند که ممکن است با کاهش منابع انسانی یا مالی همراه باشد. به عقیده داونی^{۲۹} (۱۹۸۹) چندین شاخص وجود دارد که ممکن

24 Soesetio

25 Corporate Crisis

26 Organizational Decline

27 Weitzel & Jonsson

28 Jeyavelu

29 D'Aveni

17 Agrawal & Chadha

18 Abubakar

19 Virk

20 Chang & Sun

21 Kanojia & Gupta

22 Barker et al.

23 Jensen & Meckling

است برای شناسایی به موقع بحران سازمان مورد استفاده قرار گیرد، مانند کاهش سود، کمبود نقدینگی، کاهش توانایی شرکت برای جذب وام و اعتبار مالی و کاهش جذابیت شرکت برای منابع انسانی با مهارت بالا. سیتوم^{۳۰} (۲۰۱۵) معتقد است که در شناسایی وضعیت بحران، نوع صنعت نقش مهمی دارد. دلایلی که منشأ بحران شرکت است، متنوع هستند و می‌تواند به دو دسته خارجی یا داخلی طبقه‌بندی شود. نوع اول مربوط به عواملی است که خارج از کنترل مدیریت هستند، مثلاً شرایط سیاسی و اقتصادی یا تغییرات تکنولوژیک. از سوی دیگر، علل درونی بحران به شایستگی مدیران بستگی دارد که می‌توان به عنوان مثال به نوع استراتژی‌های اجرا شده یا انتخاب تامین‌کننده خاص اشاره نمود. اگر شرکت قادر به مقابله با بحران نباشد، ممکن است منجر به ورشکستگی شود که مستلزم هزینه‌های ورشکستگی است (ان^{۳۱}، ۲۰۱۹). هیچ تضمینی وجود ندارد که با اجرای استراتژی‌های احیاء، شرکت به سمت نتایج مطلوب سوق یابد، اما مطمئناً اگر مدیریت این استراتژی را اجرا نکند، شانس بهبود تقریباً وجود نخواهد داشت (اسپریمو و پرودانوویچ^{۳۲}، ۲۰۱۳). چارچوب احیاء شرکت توسط شوایزر و نیهاوس^{۳۳} (۲۰۱۷) ارائه شد و دارای سه رکن زمینه‌سازی، فرایند و محتوا است.

در مرحله اول، عوامل داخلی و خارجی بحران شناسایی و تجزیه و تحلیل می‌شوند. در مرحله فرایند، رویکرد مقابله با بحران تعیین می‌شود که می‌تواند رویکرد تعدیل نیرو یا بازیابی^{۳۴} باشد. تعدیل نیرو به فرآیند کاهش دارایی و یا کاهش هزینه برای بهبود کارایی شرکت انجام می‌گیرد و هدف اصلی آن توقف بحران است. از سوی دیگر، بازیابی به عنوان جهت‌گیری مجدد استراتژیک تعریف شده است که منجر به بهبود موقعیت شرکت با هدف نهایی ایجاد یک استراتژی رشد بلندمدت می‌شود. محققان در مورد نقش تعدیل نیرو و رابطه بین تعدیل نیرو و بازیابی دیدگاه‌های متفاوتی دارند. طبق نظر پیرس و رایینز^{۳۵}

(۱۹۹۳)، بدون تعدیل نیرو، شرکت احتمال کمتری برای دستیابی به احیاء دارد، بنابراین تعدیل برای هر شرکتی که با مشکل مواجه است اجباری است. از سوی دیگر، بارکر و مون^{۳۶} (۱۹۹۴) تعدیل نیرو را نتیجه عملکرد قبلی شرکت می‌دانند و نتایج پیرس و رایینز (۱۹۹۳) را زیر سوال بردند و آن را از جنبه نظری و تجربی ناقص و غیرقابل توجیه دانستند. آروگیاسوامی^{۳۷} و همکاران (۱۹۹۵) استفاده از تعدیل نیرو را در شرکت‌هایی که با چالش‌های بیشتری نسبت به ناکارآمدی مواجه هستند، مانند فرایند تصمیم‌گیری ضعیف، سطوح پایین حمایت از سهامداران کلیدی و تضعیف جو داخلی زیر سوال بردند.

در نهایت، در مرحله محتوا، احیاء شرکت شامل اقدامات و تغییراتی است که هیات مدیره باید اجرا کند. با توجه به دیدگاه شوایزر و نیهاوس (۲۰۱۷)، تجدید ساختار شرکت از جمله اقدامات مهم در این مرحله تلقی می‌شود که شامل تجدید ساختار در عملیات، ساختار مالی، دارایی‌ها و مدیریت شرکت است. تجدید ساختار عملیاتی اولین اقدامی است که توسط شرکت‌ها در این مرحله اجرا می‌شود و مناسب‌ترین رویه برای کوتاه‌مدت است. در عمل، اولین مرحله اجرای بازسازی عملیاتی، کاهش هزینه است که می‌تواند برای احیاء برخی شرکت‌ها کافی باشد. مرحله دوم تمرکز بر درآمدزایی، از طریق افزایش فروش با کاهش قیمت‌ها (یا افزایش آنها در صورت عدم کشش تقاضا) و با سرمایه‌گذاری در بازاریابی، با هدف نهایی تحریک تقاضا برای محصولات است. از سوی دیگر، تغییرات در ساختار تامین مالی شرکت، برای کاهش بهره و بار بدهی ضروری است. استراتژی‌های مبتنی بر بدهی شامل مذاکره مجدد با اعتباردهندگان است که شامل اصلاح نرخ بهره یا اصل سرمایه، تغییر در سرسید و در نهایت، ارائه امکان تبدیل بدهی به سهام شرکت می‌شود. نوع سوم تجدید ساختار، بازسازی دارایی‌ها است که

34 Retrenchment or Recovery

35 Pearce & Robbins

36 Barker & Mone

37 Arogyaswamy

30 Situm

31 Ahn

32 Spremo & Prodanović

33 Schweizer & Niehaus

می‌توان آن را به دو گروه تقسیم کرد: استراتژی سرمایه‌گذاری دارایی و استراتژی واگذاری دارایی. عامل مهم دیگری که بر موفقیت یک احیاء تأثیر می‌گذارد، مهارت‌های رهبری مدیران است. رهبری یک مهارت اجباری برای مدیر تلقی می‌شود تا بتواند احیاء شرکت را انجام دهد. مدیر شرکت باید دارای ویژگی‌های رهبری لازم مانند توانایی تعیین اولویت‌ها، قاطعیت، انتقال اعتماد به سهامداران و داشتن مهارت‌های مذاکره باشد. خندوالا^{۳۸} (۱۹۸۴) بیان نمود که مهارت‌های مدیریتی مورد نیاز برای انجام یک احیاء ممکن است با مهارت‌های لازم برای مدیریت شرکت در طول فعالیت‌های عادی آن متفاوت باشد (کونولف، ۲۰۲۰). در حالی که برخی مطالعات مثل فیچ و اسلزاک^{۳۹} (۲۰۰۸) از این تئوری حمایت می‌کنند، برخی دیگر مثل ارکنز^{۴۰} و همکاران (۲۰۱۲) و طاهری و همکاران (۱۳۹۷) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با هیات مدیره مستقل‌تر، در طول بحران عملکرد بدتری داشته‌اند. بر مبنای مباحث مطرح شده فرضیه اول این پژوهش به صورت زیر تدوین می‌شود:

فرضیه اول: بین استقلال هیات مدیره و احیاء شرکت‌های بحران‌زده رابطه معنی‌داری وجود دارد.

در چارچوب تئوری نمایندگی، فراوانی جلسات هیئت مدیره ممکن است نشان‌دهنده نظارت فعال توسط هیئت مدیره باشد. هر چه جلسات مکررتر باشد، نظارت مدیریت ارشد افزایش می‌یابد که بیانگر نقش نظارتی مؤثرتر است که ممکن است هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد و متعاقباً عملکرد شرکت را بهبود بخشد. پیچیدگی تصمیم‌گیری‌ها در طول دوره بحران مالی مستلزم نقش فعال‌تر و نظارت مؤثر هیئت مدیره است (گرو^{۴۱} و همکاران، ۲۰۱۱). لذا انتظار می‌رود که فراوانی جلسات عامل راهبری شرکتی قوی برای احیاء شرکت‌ها باشد.

فرضیه دوم: بین تعداد جلسات اعضای هیات مدیره و احیاء شرکت‌های بحران‌زده رابطه معنی‌داری وجود دارد.

نظریه نمایندگی استدلال می‌کند که جداسازی نقش‌های مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد. رئیس هیات مدیره به عنوان رهبر هیئت مدیره مسئول نظارت بر تصمیم‌گیری مدیرعامل و نظارت بر فرآیند استخدام، اخراج، ارزیابی و جبران خسارات مدیرعامل است. ترکیبی از این دو نقش، هیئت مدیره را از ایفای نقش نظارتی مؤثر و عینی باز می‌دارد، در نتیجه استحکام مدیرعامل و تشدید تعارضات نمایندگی را تقویت می‌کند. بیزلی و همکاران (۱۹۹۶) دریافتند که دوگانگی مدیرعامل در ۷۲ درصد از تقلب‌های بررسی شده دخیل بوده است، همچنین یرماک^{۴۲} (۱۹۹۶) به این نتیجه رسید که دوگانگی مدیرعامل باعث کاهش استقلال هیئت مدیره می‌شود (گرو و همکاران، ۲۰۱۱). وجود نابسامانی و کاهش شفافیت در دوران بحران و فقدان بازار برای کنترل می‌تواند نظم و انضباط مدیرعامل را تضعیف نماید و این امر جداسازی نقش‌های رهبری در شرکت‌های بحران‌زده را مهم‌تر می‌کند. از این رو، دوگانگی مدیرعامل به عنوان یک محرک کلیدی در تعارضات نمایندگی به دلیل کاهش نظارت و اجازه دادن به مدیرعامل برای اقدام در راستای منافع خود در نظر گرفته می‌شود. بنابراین، یک ارتباط منفی بین دوگانگی مدیرعامل با بهبود عملکرد مالی در دوره بحران پیش‌بینی می‌شود.

فرضیه سوم: بین دوگانگی مدیرعامل و احیاء شرکت‌های بحران‌زده رابطه معنی‌داری وجود دارد.

هیات مدیره برای نظارت بر مدیریت و مشارکت در تصمیم‌گیری، نیازمند مهارت‌های متنوعی از جمله دانش مالی است. اعتقاد بر این است که مدیرانی که به سطح تحصیلات مالی بالاتری دست یافته‌اند، با قابلیت پردازش داده بالاتر و ظرفیت تمایز بین محرک‌های جایگزین مرتبط، درک خوبی از مسائل مالی خواهند داشت (ابوبکر و همکاران، ۲۰۱۸). حضور آنها به شرکت‌ها کمک می‌کند تا از مدیریت مؤثر و کارآمد امور مالی اطمینان حاصل کنند. وجود اعضای با دانش مالی، می‌تواند در حل

41 Grove

42 Yermack

38 Khandwalla

39 Fich & Slezak

40 Erkens

مشکلات موجود در شرکت و ایجاد حساسیت و هوشیاری بیشتر کمک کند. تا جایی که مدیران آگاه به دانش مالی درک بهتری از ابزارهای مالی پیچیده دخیل در معاملات مدیریت ریسک دارند، لذا انتظار می‌رود شرکت‌هایی که هیئت مدیره آنها مدیران با دانش مالی را تشکیل می‌دهند فعالانه‌تر در مدیریت ریسک در شرایط بحران، شرکت نمایند (دیون و تریکی^{۴۳}، ۲۰۰۵). جهت بررسی این موضوع فرضیه زیر آزمون می‌شود:

فرضیه چهارم: بین دانش مالی اعضای هیات مدیره و احیای شرکت‌های بحران‌زده رابطه معنی‌داری وجود دارد.

پیشینه پژوهش

پژوهش‌های موجود در این راستا بر ارائه الگوهای احیای شرکت‌ها متمرکز بوده‌اند و یا رابطه بین شاخص‌های راهبری شرکتی را در شرکت‌های بحران‌زده و ورشکسته بررسی کرده‌اند. در ادامه به برخی از این پژوهش‌ها اشاره می‌شود.

پژوهشگران احیاء را فرایندی چند مرحله‌ای ترسیم نمودند. در پژوهش‌های پیرس و رایینز (۱۹۹۳) و مرفی^{۴۴} (۲۰۰۹) احیاء طی دو مرحله تشخیص دلایل بحران و تجویز راهبرد مناسب انجام می‌شود. آروگیاسوامی و همکاران (۱۹۹۵) و اسمیت و گریوز^{۴۵} (۲۰۰۵) فرایند دو مرحله‌ای توقف بحران و سپس بهبود عملکرد را معرفی نمودند. لورک^{۴۶} و همکاران (۲۰۰۴) با تمرکز بر نقش مدیران ارشد و کونولف (۲۰۲۰) با بررسی یک شرکت بحران‌زده پرتغالی فرایند سه مرحله‌ای ارزیابی وضعیت بحران، واکنش به بحران و بررسی پیامدها و نتایج اقدامات را ارائه نمودند. مانیمالا^{۴۷} (۱۹۹۱) با بررسی ۲۸ شرکت غربی و هندی فرایند احیاء را در چهار مرحله توقف بحران شامل اقداماتی مثل کاهش هزینه، مرحله تغییر جهت شامل تجدید ساختار و سازماندهی مجدد، مرحله فرهنگ‌سازی با تعریف مجدد وظایف، نقش‌ها و سیستم‌های ارتباطی و مرحله رشد شامل معرفی

محصولات و بازارهای جدید و تقویت تحقیق و توسعه پیشنهاد کرد.

بخشی از پژوهش‌ها نیز در راستای ارتباط بین متغیرهای منتخب با بحران یا ورشکستگی انجام گرفته است. بطور مثال دیون و تریکی (۲۰۰۵) به این نتیجه رسیدند که داشتن هیات مدیره‌ای با سواد مالی می‌تواند ریسک مالی شرکت را کاهش دهد. این موضوع در پژوهش‌های گونر^{۴۸} و همکاران (۲۰۰۴)، آگروال و چادا (۲۰۰۵) و ابوبکر و همکاران (۲۰۱۸) نیز تایید شد. نتایج پژوهش ماریانو^{۴۹} و همکاران (۲۰۲۱) نشان می‌دهد شرکت‌هایی که تمرکز مالکیت پایین و درجه استقلال پایینی دارند، بیشتر در معرض مشکلات مالی هستند. کانوجیا و گوپتا (۲۰۲۳) با بررسی شرکت‌های ورشکسته هندی دریافتند که وجود مدیران مستقل در سال‌های اولیه بحران اهمیت بیشتری دارد. فرانسیس^{۵۰} و همکاران (۲۰۱۲) نیز تایید کردند که استقلال هیات مدیره نقش مثبتی در خروج از بحران مالی ایفا می‌کند. آن‌ها همچنین پی بردند در صورتی که مدیران مستقل دارای سواد مالی باشند نقش موثرتری خواهند داشت. در نقطه مقابل، با بررسی شرکت بحران‌زده در ایران، طاهری عابد و همکاران (۱۳۹۷) و رستمی (۱۳۹۷) به این نتیجه رسیدند که استقلال هیات مدیره تاثیر منفی بر بحران مالی شرکت‌ها دارد. ارکنز و همکاران (۲۰۱۲) با بررسی داده‌های ۳۰ کشور در معرض بحران سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۰۸ پی بردند که شرکت‌هایی با هیئت مدیره مستقل‌تر و مالکیت نهادی بالاتر عملکرد بدتری را در طول دوره بحران تجربه کردند. بررسی بیشتر نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با مالکیت نهادی بالاتر قبل از بحران ریسک بیشتری را متحمل شدند که منجر به زیان سهامداران بزرگ‌تر در طول دوره بحران شد و شرکت‌هایی با هیئت مدیره مستقل‌تر، سرمایه بیشتری را در طول بحران افزایش دادند که منجر به انتقال ثروت از سهامداران موجود به دارندگان بدهی گردید. نتایج پژوهش‌های ایوانز^{۵۱} و همکاران (۲۰۰۲) و سیمپسون و

48 Guner

49 Mariano

50 Francis

51 Evans

43 Dionne & Triki

44 Murphy

45 Smith & Graves

46 Lohrke

47 Manimala

تجربی و تئوری پرداختند. آن‌ها دریافتند اندازه هیئت مدیره می‌تواند بر احیاء شرکت‌های بحران‌زده موثر باشد.

روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری این پژوهش بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که نمونه آماری پژوهش بر مبنای شاخص‌های زیر انتخاب شده است:

- ۱- شرکت‌های موردنظر از ابتدای سال ۱۳۹۴ تا انتهای سال ۱۴۰۰ در عضویت بورس اوراق بهادار باشند.
 - ۲- باهدف کنترل اثر زمانی و متغیرهای مداخله‌گر محیطی ناشی از شرایط زمانی، پایان سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
 - ۳- جزء شرکت‌های مالی، سرمایه‌گذاری، بانک، بیمه یا شرکت‌های واسطه‌گری مالی نباشد، زیرا افشای اطلاعات مالی و ماهیت فعالیت این نوع شرکت‌ها متفاوت است.
 - ۴- در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشد.
 - ۵- داده‌های موردنظر آن‌ها در دسترس باشد.
- با توجه به محدودیت‌های بالا در نهایت تعداد ۱۲۵ شرکت طی دوره ۱۳۹۴-۱۴۰۰ (۸۷۵ مشاهده سال-شرکت) به منظور آزمون فرضیه‌ها انتخاب شد. اطلاعات لازم شرکت‌ها از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین و پایگاه رسمی اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار گردآوری و داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار *Eviews9* و *STATA12* تجزیه و تحلیل گردید.

مدل و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی (۱) استفاده شده است.

$$\text{Turnaround}_{it} = \beta_0 + \beta_1 B\text{-Ind}_{it} + \beta_2 N\text{-Meeting}_{it} + \beta_3 \text{CEO-Duality}_{it} + \beta_4 F\text{-Directors}_{it} + \beta_5 \text{Size}_{it} + \beta_6 \text{Lev}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

متغیر وابسته:

گلیسون^{۵۲} (۱۹۹۹) نشان داد بین استقلال هیات مدیره و خروج شرکت‌ها از بحران رابطه معنی‌داری وجود ندارد. لاکشان و ویجکون^{۵۳} (۲۰۱۲) با بررسی شرکت‌های سریلانکا متوجه شدند که حضور کمیته حسابرسی و پاداش اعضای هیئت مدیره با احتمال شکست شرکت ارتباط منفی دارد، در حالی که دوگانگی مدیر عامل تاثیر مثبتی بر احتمال شکست می‌گذارد و اندازه هیئت مدیره، اظهارنظر حسابرس و مالکیت خارجی به نظر نمی‌رسد که نقش تعیین‌کننده مهمی داشته باشند. کانوجیا و گوپتا (۲۰۲۳)، شاه^{۵۴} و همکاران (۲۰۲۲) و گرو و همکاران (۲۰۱۱) نیز به این نتیجه رسیدند که دوگانگی مدیرعامل در طول بحران مالی تاثیر منفی بر عملکرد شرکت دارد. سیمپسون و گلیسون (۱۹۹۹) با بررسی بحران مالی در بانک‌ها دریافت که دوگانگی مدیرعامل تاثیر مثبتی بر خروج از بحران دارد. وانگ و دنگ^{۵۵} (۲۰۰۶) با بررسی شرکت‌های بحران‌زده چینی پی بردند که دوگانگی مدیر عامل تأثیر قابل‌توجهی بر بحران نمی‌گذارد. اوانتر و همکاران (۲۰۰۲) در پژوهش خود بر نقش مثبت دفعات جلسات هیات مدیره بر عملکرد شرکت‌ها در طول بحران تاکید کردند. در مقابل، کانوجیا و گوپتا (۲۰۲۳) بر پایه پژوهش خود بر حداقل تشکیل تعداد جلسات هیات مدیره تاکید دارند. از سوی دیگر گرو و همکاران (۲۰۱۱) شواهد ضعیفی از ارتباط دفعات جلسات هیئت مدیره ارائه نمودند.

ترون و همکاران^{۵۶} (۲۰۲۳) به تجزیه و تحلیل روابط بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و وضعیت درماندگی مالی با استفاده از دو مدل لوجیت و الگوریتم جنگل تصادفی مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که استفاده از متغیرهای حاکمیت شرکتی به ویژه با توجه به تجدید انتخاب مدیرعامل و ثبات در ترکیب هیئت مدیره متغیرهای مهمی برای احیاء شرکت‌های بحران‌زده هستند. همچنین توانایی تکنیک جنگل تصادفی از مدل لوجیت بیشتر بوده است. یوسف و همکاران (۲۰۲۴) به بررسی حاکمیت شرکتی و درماندگی مالی به صورت

55 Wang & Deng

56 Tron et al.

52 Simpson & Gleason

53 Lakshan & Wijekoon

54 Shah

احیاء شرکت‌های بحران‌زده (*Turnaround*): در این پژوهش از سه معیار زیر برای شناسایی شرکت‌های دارای بحران مالی استفاده شده است (ملکی، ۱۳۹۹):

۱- زیان مالی در سه سال متوالی (زیان عملیاتی، زیان خالص یا زیان انباشته)؛

۲- مبلغ سود تقسیمی هر سال نسبت به سال قبل بیش از ۴۰ درصد کاهش پیدا کرده باشد؛

۳- مشمول ماده ۱۴۱ قانون تجارت باشد (بر اثر زیان‌های وارد شده حداقل ۵۰ درصد سرمایه شرکت از بین رفته باشد).

اگر شرکت یکی از سه شرط بالا را داشته باشد بحران‌زده محسوب می‌شود. حال چنانچه شرکتی در سال قبل دچار بحران بوده و سال بعد این شرایط بحران را نداشته باشد به عنوان شرکت احیاء شده تلقی می‌شود و به آن کد یک و اگر همچنان دچار بحران باشد و یا کلا شرایط بحران را نداشته باشد، به آن کد صفر تعلق می‌گیرد.

متغیرهای مستقل:

شاخص‌های هیئت مدیره: بر اساس پژوهش دیلمی و صفری گرایلی (۱۳۹۵) و اسماعیلی کیا و اوشنی (۱۴۰۱) چهار مولفه برای شاخص هیات مدیره وجود دارد که بدین شرح می‌باشند:

استقلال هیئت مدیره (*B-Ind*): به صورت تقسیم نسبت اعضای هیأت مدیره غیرموظف به کل اعضای هیأت مدیره محاسبه شده است.

تعداد جلسات هیئت مدیره (*N-Meeting*): عبارت است از لگاریتم طبیعی تعداد جلسات هیئت مدیره شرکت در طول سال مالی.

دوگانگی وظیفه مدیرعامل (*CEO-Duality*): یک متغیر دو وجهی است، بطوریکه اگر مدیرعامل شرکتی

همزمان، رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره باشد، نشان از نفوذ بیشتر وی در شرکت دارد، عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود.

دانش مالی هیات مدیره (*F-Directors*): از تقسیم تعداد اعضای دارای دانش مالی در ترکیب هیات مدیره به کل اعضای هیات مدیره بدست می‌آید.

متغیرهای کنترلی:

اندازه شرکت (*Size*): شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل دسترسی راحت‌تر به منابع مالی و توجه بیشتر رسانه‌های خبری به آن‌ها، احتمال احیاء بیشتری دارند. این متغیر از لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بدست آمده است. اهرم مالی (*Lev*): شرکت‌هایی که اهرم مالی بیشتری دارند تحت فشار مالی بیشتری هستند و احتمال احیاء آن‌ها کمتر می‌شود. برای اندازه‌گیری اهرم مالی از تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها در پایان سال استفاده شده است. بازده دارایی‌ها (*ROA*): شرکت‌هایی که بازدهی بالاتری را کسب می‌کنند، قدرت بقاء بیشتری خواهند داشت و در صورت ایجاد بحران مالی، احتمال احیاء آنها افزایش می‌یابد. بازده دارایی‌ها از تقسیم سود خالص بر جمع دارایی‌ها بدست آمده است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیان‌کننده پارامترهای توصیفی مجزای هر متغیر است. آماره‌های مذکور شمایی کلی از وضعیت توزیع داده‌های پژوهش را ارائه می‌دهد.

جدول ۱. آمار توصیفی داده‌های پژوهش.

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
استقلال هیئت مدیره	<i>B-Ind</i>	۰/۶۶۴	۰/۶۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۷۷
تعداد جلسات هیات مدیره	<i>N-Meeting</i>	۲/۷۰۴	۲/۴۸۴	۴/۰۹۴	۱/۳۸۶	۰/۳۳۳
دانش مالی هیات مدیره	<i>F-Directors</i>	۰/۱۴۵	۰/۲۰۰	۰/۸۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۴۳
اندازه شرکت	<i>Size</i>	۱۵/۱۹۷	۱۴/۷۶۷	۲۱/۸۰۸	۱۱/۳۶۰	۱/۸۱۱
اهرم مالی	<i>Lev</i>	۰/۵۴۷	۰/۵۴۸	۱/۸۲۴	۰/۰۳۱	۰/۲۰۰
بازده دارایی‌ها	<i>ROA</i>	۰/۱۴۰	۰/۱۱۳	۰/۶۷۳	-۰/۵۸۱	۰/۱۵۲

آمار توصیفی متغیرهای دو وجهی پژوهش در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. آمار توصیفی داده‌های دو وجهی پژوهش

متغیر	نماد	شرح	فراوانی	درصد
احیاء شرکت‌های بحران‌زده	<i>Turnaround</i>	شرکت‌های احیاء شده	۱۳۳	۱۵
		سایر شرکت‌ها	۷۴۲	۸۵
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	<i>CEO-Duality</i>	دوگانگی وجود دارد	۲۷۶	۳۲
		دوگانگی وجود ندارد	۵۹۹	۶۸

همانطور که مشاهده می‌شود تنها ۱۵ درصد داده‌های مورد مطالعه مربوط به شرکت‌هایی است که احیاء شده‌اند. بطور متوسط ۳۲ درصد مدیران عامل همزمان رئیس هیات مدیره هستند و بیش از نصف اعضای هیات مدیره را مدیران مستقل تشکیل می‌دهند. میانگین تعداد جلسات هیات مدیره ۱۵ جلسه و کمترین و بیشترین آن به ترتیب ۴ و ۶۰ جلسه در سال گزارش شده است. شاخص‌های مربوط به دانش مالی هیات مدیره نشان از فقر اطلاعات مالی این گروه است. اندازه شرکت دارای بیشترین پراکنگی بین متغیرها است که نشان از تنوع زیاد شرکت‌های مورد مطالعه از نظر اندازه است. به طور متوسط ۵۵ درصد دارایی‌های شرکت‌ها از طریق استقراض تامین شده‌اند. البته با توجه به آنکه حقوق

صاحبان سهام تعدادی از مشاهدات منفی است، نسبت بدهی آنها بیش از یک خواهد شد؛ تا جایی که بیشترین نسبت بدهی ۱/۸۴ بوده است و بطور متوسط شرکت‌ها بازده ۱۴ درصدی را در طی دوره مورد مطالعه کسب نموده‌اند که نسبت به شاخص‌های اقتصادی جامعه نشان از عملکرد ضعیف آنها است.

نتایج برآورد مدل پژوهش

به دلیل آنکه متغیر وابسته مدل، یک متغیر دو وجهی است جهت آزمون آن از رگرسیون لجستیک استفاده می‌شود. جدول ۳ نتایج برآورد مدل پژوهش را جهت بررسی تاثیر شاخص‌های منتخب هیات مدیره بر احیاء شرکت‌ها نشان می‌دهد.

جدول ۳. نتایج آزمون مدل پژوهش.

نام متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره Z	احتمال
مقدار ثابت	<i>C</i>	-۰/۷۴۶	۱/۲۵۲	-۰/۵۹۵	۰/۵۵۱
استقلال هیئت مدیره	<i>B-Ind</i>	۰/۲۳۷	۰/۵۸۷	۰/۴۰۴	۰/۶۸۶
تعداد جلسات هیات مدیره	<i>N-Meeting</i>	۰/۱۵۴	۰/۰۷۵	۲/۰۵۷	۰/۰۳۹
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	<i>CEO-Duality</i>	۰/۲۳۸	۰/۲۱۳	۱/۱۱۳	۰/۲۶۵
دانش مالی هیات مدیره	<i>F-Directors</i>	۲/۱۱۳	۰/۷۴۶	۲/۸۳۱	۰/۰۰۴
اندازه شرکت	<i>Size</i>	-۱/۵۳۱	۰/۶۰۵	-۲/۵۳۰	۰/۰۱۱
اهرم مالی	<i>Lev</i>	-۰/۶۸۹	۰/۲۳۱	-۲/۹۷۵	۰/۰۰۲
بازده دارایی‌ها	<i>ROA</i>	۱/۱۷۹	۰/۵۵۰	۲/۱۴۳	۰/۰۳۲
آماره LR	۲۸/۷۳۴		ضریب مک‌فادن	۰/۰۳۲۱	
احتمال آماره LR	۰/۰۰۰		آماره هاسمر-لمشو	۸/۸۶۵	
			سطح معناداری آماره	۰/۳۴۵۱	

نتایج آزمون LR بیانگر معنی‌دار بودن مدل پژوهش است. ضریب تعیین مک‌فادن ۴ درصد است. بدین معناست که ۴ درصد تغییرات متغیر وابسته (احیاء شرکت‌ها) توسط متغیرهای توضیحی مدل تبیین می‌شود. براساس جدول

۳ فرضیه اول این پژوهش تایید نمی‌شود. سطح احتمال تعداد جلسات هیات مدیره کوچکتر از ۵ درصد و ضریب آن مثبت است، لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین تعداد جلسات هیات مدیره و احیاء شرکت‌ها رابطه مثبت

فرضیه پنجم: بین شاخص کلی هیئت مدیره و احیا شرکت‌های بحران‌زده رابطه معناداری دارد. برای آزمون این فرضیه از مدل رگرسیونی (۲) استفاده شده است.

$$\text{Turnaround}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Board Index}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Lev}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

برای محاسبه شاخص کلی هیئت مدیره (Board Index)، استقلال هیئت مدیره، تعداد جلسات هیئت مدیره و دانش مالی آنها بصورت صفر و یک (بالاتر از میانه یک و در غیر این صورت صفر) طبقه‌بندی شدند. دوگانگی وظیفه مدیر عامل هم از قبل صفر و یک بود. سپس به کمک مدل (۳) شاخص کلی هیئت مدیره محاسبه شد (اسماعیلی‌کیا و اوشنی، ۱۴۰۱) که نتایج در جدول ۶ بیان شده است. براین اساس شاخص هیئت مدیره عددی بین صفر تا ۴ خواهد بود. نتایج برآورد مدل پژوهش در جدول ۴ ارائه شده است.

$$\text{Board Index} = B\text{-Ind} + N\text{-Meeting} + \text{CEO} \quad (3)$$

و معنی‌داری وجود دارد، در نتیجه فرضیه دوم این پژوهش تایید می‌شود. سطح احتمال دوگانگی مدیر عامل بزرگتر از ۵ درصد است، لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین دوگانگی مدیر عامل و احیاء شرکت‌ها رابطه معنی‌داری وجود ندارد، در نتیجه فرضیه سوم این پژوهش تایید نمی‌شود. همچنین سطح احتمال دانش مالی اعضای هیات مدیره کوچکتر از ۵ درصد و ضریب آن مثبت است، لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین دانش مالی اعضای هیات مدیره و احیاء شرکت‌ها رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد، در نتیجه فرضیه چهارم این پژوهش تایید می‌شود.

نتایج آزمون اضافی

نتایج آزمون اضافی براساس شاخص کلی هیئت مدیره جهت آزمون اینکه شاخص کلی هیئت مدیره بر احیا شرکت‌های بحران‌زده دارای تاثیر دارد یا خیر، فرضیه زیر تبیین شده است:

جدول ۴. نتایج آزمون مدل پژوهش.

نام متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره Z	احتمال
مقدار ثابت	C	۱/۹۲۱	۰/۵۰۲	۳/۸۲۶	۰/۰۰۰
شاخص کلی هیئت مدیره	Broad Index	۲/۰۰۱	۰/۹۱۱	۲/۱۹۶	۰/۰۲۸
اندازه شرکت	Size	-۰/۸۲۱	۰/۳۶۵	-۲/۲۴۹	۰/۰۲۴
اهرم مالی	Lev	-۰/۹۹۵	۰/۲۳۲	-۴/۲۸۸	۰/۰۰۰
بازده دارایی‌ها	ROA	۱/۵۴۱	۰/۴۸۸	۳/۱۵۷	۰/۰۰۱
آماره LR		۲۹/۶۱۸	ضریب مک‌فادن	۰/۰۳۴۴	
احتمال آماره LR		۰/۰۰۰	آماره هاسمر-لمشو	۵/۳۵۱	
			سطح معناداری آماره	۰/۶۰۲	

نتایج جدول ۴ نشان می‌دهد که بین شاخص کلی هیئت مدیره و احیا شرکت‌های بحران‌زده رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ یعنی هر چه شاخص کلی هیئت مدیره افزایش یابد، احتمال احیاء شرکت‌های بحران‌زده بیشتر خواهد شد.

نتایج جدول ۴ نشان می‌دهد که بین شاخص کلی هیئت مدیره و احیا شرکت‌های بحران‌زده رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ یعنی هر چه شاخص کلی هیئت مدیره افزایش یابد، احتمال احیاء شرکت‌های بحران‌زده بیشتر خواهد شد.

۱۳۹۹)، لذا بررسی اثر تعدیل‌گر اندازه شرکت بر فرایند احیاء نیز جذاب خواهد بود. از این‌رو شرکت‌ها به دو دسته تقسیم شد (کوچک و بزرگ). برای محاسبه، ابتدا داده‌های اندازه شرکت (براساس تعریف لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت) محاسبه شد. سپس چارک اول به عنوان شرکت کوچک و چارک سوم به‌عنوان شرکت بزرگ

انتخاب گردید و فرضیه پنجم در این شرکت‌ها مجدداً مورد آزمون قرار گرفت که نتایج در جداول ۵ و ۶ بیان شده است. لازم به توضیح است تعداد ۲۲۴ مشاهده در ردیف شرکت‌های بزرگ، ۳۵۳ مشاهده برای شرکت متوسط و ۲۹۸ مشاهده در ردیف شرکت‌های کوچک قرار گرفته است.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه پنجم پژوهش - شرکت‌های بزرگ.

نام متغیر	نماد متغیر	مدل ۲			
عرض از مبدأ	C	ضریب	انحراف	آماره Z	احتمال
شاخص کلی هیئت مدیره	$Broad Index$	۰/۹۸۲	۰/۳۲۱	۳/۰۵۹	۰/۰۰۲
اهرم مالی	Lev	۰/۷۸۵	۰/۲۵۷	۳/۰۵۴	۰/۰۰۲
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۵۵۸	۰/۲۳۷	۲/۳۵۴	۰/۰۱۸
ضریب مک فادن	۰/۰۴۶	آماره هاسمر-لمشو	۶/۰۱۲		
آماره LR	۳۲/۹۸۱	سطح معناداری	۰/۶۸۸		
احتمال آماره LR	۰/۰۰۰				

- تعداد مشاهدات ۲۲۴ و پل نامتوازن

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه پنجم پژوهش - شرکت‌های کوچک.

نام متغیر	نماد متغیر	مدل ۲			
عرض از مبدأ	C	ضریب	انحراف	آماره Z	احتمال
شاخص هیئت مدیره	$Broad Index$	۱/۳۶۱	۰/۶۴۰	۲/۱۲۶	۰/۰۳۳
اهرم مالی	Lev	۰/۴۸۰	۰/۲۰۱	۲/۳۸۸	۰/۰۱۶
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۷۵۹	۰/۳۹۵	۱/۹۲۱	۰/۰۵۴
ضریب مک فادن	۰/۰۴۲	آماره هاسمر-لمشو	۸/۲۵۱		
آماره LR	۳۱/۱۹۹	سطح معناداری	۰/۴۸۵		
احتمال آماره LR	۰/۰۰۰				

- تعداد مشاهدات ۲۹۸ و پل نامتوازن

براساس سطح معناداری آماره t حاصل از آزمون پترنوستر در نرم افزار $STATA12$ ۲/۲۵۴ که بیش از ۱/۹۶ است، نتایج این آزمون برای فرضیه پنجم پژوهش (باتوجه به معناداری این متغیر در هر دو شرکت بزرگ و کوچک) می‌توان بیان داشت شاخص هیئت مدیره در شرکت‌های کوچک (۱/۳۶۱) به صورت معناداری بیشتر از شاخص هیئت مدیره در شرکت‌های بزرگ (۰/۹۸۲) است. مطابق نتایج جدول ۵ و ۶ می‌توان گفت شاخص هیئت مدیره دارای نقش مهمی بر احیا شرکت‌های بحران‌زده در شرکت‌های بزرگ و کوچک می‌باشد. به بیانی اندازه شرکت می‌تواند عاملی موثر باشد. در شرکت‌های کوچک،

هیئت مدیره می‌تواند به‌علت انعطاف بالا و چابکی سیستم، بحران را پشت سر بگذارند. در مقابل شرکت‌های بزرگ به دلیل هزینه‌های سیاسی شاید نتواند بحران را به راحتی مدیریت کنند.

بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

سهامداران، مدیران و حتی دولت‌ها موظفند به محض وجود نشانه‌هایی از بحران مالی، شرکت را نجات دهند. هدف از این پژوهش بررسی نقش هیات مدیره به‌عنوان یکی از پرقدردترین مکانیزم راهبری شرکتی بر احیاء شرکت‌ها است. این پژوهش از طریق بررسی عمیق نقش

هیئت مدیره در احیای شرکت‌های بحران‌زده در بازار سرمایه ایران، به‌طور گسترده‌ای نشان داد که ساختار حاکمیتی مناسب، استقلال و تخصص هیئت مدیره، و سازگاری با شرایط اقتصادی نقش بسزایی در موفقیت یا شکست شرکت‌های بحران‌زده ایفا می‌کنند. همچنین، پیشنهادات ارائه شده می‌تواند به بهبود حاکمیت شرکتی در ایران و سایر کشورهایی با شرایط مشابه کمک کند. این نتایج برای مدیران اجرایی، سیاست‌گذاران و پژوهشگران حوزه‌های مالی و مدیریت اهمیت بالایی دارد و به توسعه مدل‌های کارآمدتر حاکمیتی در مواجهه با بحران‌های سازمانی و اقتصادی کمک خواهد کرد.

نتیجه فرضیه اول نشان می‌دهد که هیات مدیره مستقل تاثیر معنی‌داری بر احیاء ندارد. هرچند که ادبیات بیان می‌کند که استقلال هیات مدیره باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی خواهد شد، اما شرکت‌هایی که در معرض بحران مالی هستند در شرایط حساسی بسر می‌برند. عضویت همزمان اعضای غیرموظف در هیأت مدیره چند شرکت ممکن است باعث کاهش اثربخشی آن‌ها شود. حضور مدیران موظف و در عین حال متعهد که مشکلات داخلی شرکت را بهتر درک می‌کنند احتمالاً تاثیر بهتری بر بهبود تصمیم‌گیری‌ها می‌گذارد. نتایج این فرضیه از لحاظ مفهومی با نتایج کانوجیا و گوپتا (۲۰۲۳)، ماریانو و همکاران (۲۰۲۱)، فیچ و اسلزاک (۲۰۰۸)، ارکنز و همکاران (۲۰۱۲) و طاهری و همکاران (۱۳۹۷) تطابق ندارد، اما با نتایج ایوانز و همکاران (۲۰۰۲) و سیمپسون و گلیسون (۱۹۹۹) همسو است. طبق نتیجه فرضیه دوم، افزایش تعداد جلسات هیات مدیره تاثیر مثبتی بر فرایند احیاء دارد. از دست دادن حتی یک روز در دوره‌ای که شرکت در بحران بسر می‌برد ممکن است باعث به هدر رفتن منابع و فرصت‌ها شود، لذا پیش‌بینی می‌شود افزایش جلسات مدیران در این دوره باعث مطرح شدن به موقع مشکلات و هماهنگی بیشتر بین اعضا گردد؛ بنابراین به مدیرانی که بحران را تجربه می‌کنند پیشنهاد می‌شود که جلسات منظم، با دستور کار از قبل تعیین شده و مداومی را اتخاذ نمایند. نتایج این فرضیه از لحاظ مفهومی با پژوهش اوانتز و همکاران (۲۰۰۲) سازگار است

و با پژوهش‌های کانوجیا و گوپتا (۲۰۲۳) و گرو و همکاران (۲۰۱۱) تطابق ندارد. بررسی فرضیه سوم پژوهش نشان می‌دهد که دوگانگی مدیرعامل تأثیری بر خروج از بحران مالی شرکت ندارد. نظریه نمایندگی استدلال می‌کند که جداسازی نقش‌های مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد. هرچند که دوگانگی مدیرعامل باعث کاهش مکانیزم نظارتی می‌شود، اما قدرت و استحکام مدیر عامل را افزایش می‌دهد. در شرایط بحران، اگر به یک مدیرعامل متعهد و توانمند قدرت و اختیار عمل بیشتری داده شود احتمال موفقیت شرکت در گذر از این مرحله افزایش خواهد یافت. نتایج این موضوع از لحاظ مفهومی با نتیجه وانگ و دنگ (۲۰۰۶) مطابقت دارد، اما خلاف یافته‌های کانوجیا و گوپتا (۲۰۲۳)، شاه و همکاران (۲۰۲۲) و گرو و همکاران (۲۰۱۱) است. نتیجه چهارمین فرضیه نیز بیانگر آن است که بین دانش مالی اعضای هیات مدیره و احتمال خروج از بحران رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. لذا جدای از اهمیت سایر ویژگی‌های مدیریتی، داشتن دانش و درک مالی خصوصاً در دوران بحران مالی جهت تبیین استراتژی‌های مناسب اهمیت زیادی خواهد داشت. این در حالی است که آمار توصیفی این پژوهش نشان از فقر سواد مالی مدیران است. در همین راستا به سهامداران اعلام می‌شود که از حضور مدیران با دانش مالی حمایت کنند و حتی به سیاست‌گذاران و نهادهای نظارتی پیشنهاد می‌شود بخشنامه‌هایی را در خصوص حضور مدیران با دانش مالی ارائه دهند. نتیجه این فرضیه از لحاظ مفهومی توسط پژوهش‌های گونر و همکاران (۲۰۰۴)، دیون و تریکی (۲۰۰۵)، آگراوال و چادا (۲۰۰۵) و ابوبکر و همکاران (۲۰۱۸) پشتیبانی می‌شود. نتایج پژوهش نشان داد اندازه شرکت‌ها هم می‌تواند عاملی موثر بر احیا شرکت‌های بحران زده باشد. در این پژوهش ارتباط بین ویژگی‌های هیات مدیره و فرایند احیاء در یکسال بررسی شد. در صورتی که معمولاً دوره‌گذر از بحران چندین سال طول می‌کشد، یکی از پیشنهادهای مهم برای پژوهش‌های آتی، انجام مطالعات مقایسه‌ای بین بازار سرمایه و فرابورس ایران است. این مقایسه می‌تواند

Barker III, V. L., Luger, J., Schmitt, A., & Xin, K. R. (2024). *Corporate decline and turnarounds in times of digitalization. Long range planning*, 57(1), 102211.

Beasley, M. S. (1996). *An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud*, *The Accounting Review*, 71(4), 443-465. Retrieved from: <https://www.jstor.org/stable/248566>

Chang, J. C., & Sun, H. L. (2008). *The relation between earning in formativeness, earnings management and corporate governance in the pre-and post-SOX periods*. In 2008 AAA Mid-Atlantic Region Meeting, 24-26. Retrieved from: <http://ssrn.com/abstract=1299221>

Deilmi, S., & Safari Graili, M. (2015). *Examining the relationship between the quality of corporate governance and the volatility of stock returns*. *Experimental Accounting Research*, 6(21), 115-136. [In Persian]

Dionne, G., & Triki, T. (2005). *Risk management and corporate governance: The importance of independence and financial knowledge for the board and the audit committee*. Retrieved from: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.686470>

Erickson, J., Park, Y. W., Reising, J., & Shin, H. H. (2005). *Board composition and firm value under concentrated ownership: The Canadian evidence*. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 387-410. Retrieved from: doi.org/10.1016/j.pacfin.2004.11.002

Erkens, D. H., Hung, M., & Matos, P. (2012). *Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide*. *Journal of corporate finance*, 18(2), 389-411. Retrieved from: doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.01.005

Esmailikia, Gh., & Oshni, M. (2022). *Corporate financial sustainability and fraudulent financial reporting: The role of quality and corporate governance mechanisms*. *Journal of Accounting Knowledge*, 13(2), 83-104. [In Persian]

Evans, J., Evans, R., & Loh, S. (2002). *Corporate governance and declining firm performance*. *International Journal of*

به شناسایی شباهت‌ها و تفاوت‌های ساختارهای حاکمیتی و نقش هیئت مدیره در احیای شرکت‌های بحران‌زده در شرایط اقتصادی و نهادی مختلف کمک کند. پژوهش‌های آینده می‌توانند تأثیرات بلندمدت تغییرات در ترکیب هیئت مدیره، مانند افزودن اعضای جدید با مهارت‌های تخصصی یا جایگزینی اعضای ناکارآمد، را بر عملکرد شرکت‌های بحران‌زده بررسی کنند.

منابع

Abubakar, A. H., Ado, A. B., Mohamed, M. I., & Mustapha, U. A. (2018). *The effect of risk management committee attributes and board financial knowledge on the financial performance of listed banks in Nigeria*. *American International Journal of Business Management*, 1(5), 7-13. Retrieved from: <https://www.researchgate.net/profile/Umar-Mustapha/publication/337446013>

Acosta-González, E., Fernández-Rodríguez, F., & Ganga, H. (2019). *Predicting corporate financial failure using macroeconomic variables and accounting data*. *Computational Economics*, 53(1), 227-257.

Agrawal, A., & Chadha, S. (2005). *Corporate governance and accounting scandals*. *The Journal of Law and Economics*, 48(2), 371-406. Retrieved from: <https://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/430808>

Ahn, Y. (2019). *Distress cost and corporate financing policy: evidence from the equity options market*. *Applied Economics*, 51(39), 4299-4312. Retrieved from: doi.org/10.1080/00036846.2019.1591602

Algaragolle, W. M. H. (2022). *Revival of the Stumbled Companies in Iraqi and Egyptian Law (A Comparative Study)*. *Journal of Positive School Psychology*, 6(2s), 24-38. Retrieved from: <http://mail.journalppw.com/index.php/jpsp/article/view/8625>

Arogyaswamy, K., Barker, V. L., & Yasai-Ardekani, M. (1995). *Firm turnarounds: An integrative two-stage model*. *Journal of Management Studies*, 32(4), 493-525. Retrieved from: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-6486.1995.tb00786.x>

- Karkowska, R., & Acedański, J. (2020). The effect of corporate board attributes on bank stability. *Portuguese Economic Journal*, 19(2), 99-137. Retrieved from: doi.org/10.1007/s10258-019-00162-3
- Konoplev, R. V. (2020). *Ambar's corporate turnaround: from insolvency to expansion* (Master's thesis), Instituto Universitário de Lisboa. Retrieved from: <http://hdl.handle.net/10071/22278>
- Lakshan, A. M. I., & Wijekoon, W. M. H. N. (2012). Corporate governance and corporate failure. *Procedia Economics and Finance*, 2, 191-198. Retrieved from: [doi.org/10.1016/S2212-5671\(12\)00079-2](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(12)00079-2)
- Lohrke, F. & Bedeian, A. & Palmer, T. (2004). The role of top management teams in formulating and implementing turnaround strategies: a review and research agenda, *International Journal of Management Reviews*, (5)6, 63-90. Retrieved from: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1460-8545.2004.00097.x>
- Maleki, M. (2019). *Investigating the impact of managers' cognitive-emotional distortions and managers' organizational narcissism on the financial crises of companies listed on the Tehran Stock Exchange*. PhD thesis, Faculty of Accounting and Management, Islamic Azad University, Rasht Branch, [In Persian]
- Manimala, M. (1991). Turnaround management, lessons from successful cases, *ASCI Journal of Management*, 20(4), 234-254.
- Mariano, S. S. G., Izadi, J., & Pratt, M. (2021). Can we predict the likelihood of financial distress in companies from their corporate governance and borrowing? *International Journal of Accounting & Information Management*, 29(2), 305-323. Retrieved from: doi.org/10.1108/IJAIM-08-2020-0130
- Moradi, M., & Hosseinzadeh, S. (2016). The role of corporate governance in the financial crisis of companies: before and after the directive of internal controls. *Journal of Financial Accounting Research*, 9(3), 67-90. [In Persian]
- Murphy, J. (2009). Turning around failing organizations: Insights for educational leaders. *Journal of Educational Change*, *Business Studies*, 10(1), 1-18. Retrieved from: doi.org/10.1211/j.1567-8682.2011.00862
- Fernandes, C., Farinha, J., Martins, F. V., & Mateus, C. (2021). The impact of board characteristics and CEO power on banks' risk-taking: stable versus crisis periods. *Journal of Banking Regulation*, 22, 319-341. Retrieved from: doi.org/10.1057/s41261-021-00146-4
- Fich, E. M., & Slezak, S. L. (2008). Can corporate governance save distressed firms from bankruptcy? An empirical analysis. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 30, 225-251. Retrieved from: doi.org/10.1007/s11156-007-0048-5
- Francis, B. B., Hasan, I., & Wu, Q. (2012). Do corporate boards matter during the current financial crisis? *Review of Financial Economics*, 21(2), 39-52. Retrieved from: doi.org/10.1016/j.rfe.2012.03.001
- Grove, H., Patelli, L., Victoravich, L. M., & Xu, P. (2011). Corporate governance and performance in the wake of the financial crisis: Evidence from US commercial banks. *Corporate Governance: An International Review*, 19(5), 418-436. Retrieved from: doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00882.x
- Guner, A. B., Malmendier, U., & Tate, G. (2006). The impact of boards with financial expertise on corporate policies. *National Bureau of Economic Research*.
- Harunklaei, K., Nabavi Chashmi, S. A., Barzegar, Q., & Dadashi, I. (2019). Explanation of the financial factors affecting the exit from helplessness of the companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *Economic Modeling Scientific Quarterly*, 14(50), 103-129, [In Persian]
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. Retrieved from: [doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kanojia, S., & Gupta, S. (2023). Bankruptcy in Indian context: perspectives from corporate governance. *Journal of Management and Governance*, 27(2), 505-545. Retrieved from: doi.org/10.1007/s10997-022-09630-z

- Finance*, 35, 82–91. Retrieved from: [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)00012-5](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)00012-5)
- Schweizer, L., & Nienhaus, A. (2017). Corporate distress and turnaround: integrating the literature and directing future research. *Business Research*, 10(1), 3-47. Retrieved from: <https://link.springer.com/article/10.1007/s40685-016-0041-8>
- Shah, S. A., Raza, H., & Hashmi, A. M. (2022). Corporate Governance and Corporate Financial Failures: Evidence from Pakistan Stock Exchange (PSX). *International Journal of Management Research and Emerging Sciences*, 12(1), 48-59. Retrieved from: doi.org/10.56536/ijmres.v12i1.193
- Shemshad, A. (2024). Mechanisms of corporate governance and earnings opacity: evidence in an emerging market. *Accounting and auditing with applications*, 1(1), 1-8.
- Shukla, D. M., & Dwivedi, N. (2016). Influence of Board of Directors on Corporate Diversification: Evidence from India. *Strategic Change*, 25(5), 471–484. Retrieved from: doi.org/10.1002/jsc.2074
- Simpson, W. G., & Gleason, A. E. (1999). Board structure, ownership, and financial distress in banking firms. *International Review of Economics & Finance*, 8(3), 281-292. Retrieved from: [doi.org/10.1016/S1059-0560\(99\)00026-X](https://doi.org/10.1016/S1059-0560(99)00026-X)
- Situm, M. (2015). Recovery from distress and insolvency: A comparative analysis using accounting ratios. In *Proceedings of the 6th Global Conference on Managing in Recovering Markets, GCMRM*, 589-606. Retrieved from: <http://dr-situm.com/data/documents/Situm-2015-Recovery-from-distress-and-insolvency.pdf>
- Smith, M., & Graves, C. (2005). Corporate turnaround and financial distress. *Managerial Auditing Journal*, 20(3), 304-320. Retrieved from: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/02686900510585627/full/html>
- Soesetio, Y. (2023). Good corporate governance mechanisms and financial performance in controlling financial distress. *International Journal of Business and Social*
- 11(2)*, 157–176. Retrieved from: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10833-008-9101-y>
- Olujobi, O. J. (2021). Combating insolvency and business recovery problems in the oil industry: proposal for improvement in Nigeria's insolvency and bankruptcy legal framework. *Heliyon*, 7(2), e06123. Retrieved from: <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2021.e06123>
- Pearce, J. A. & Robbins, K. (1993). Toward improved theory and research on business turnaround. *Journal of Management*, 19(3), 613-636. Retrieved from: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/014920639390007A>
- Pretorius, M. (2009). Defining business decline, failure and turnaround: A content analysis. *SAJESBM NS*, 2, 1-16. Retrieved from: <http://hdl.handle.net/2263/9750>
- Pretorius, M. (2017). A framework for turnaround practitioners to assess reasonable prospect for ventures operating in the zone of insolvency. *South African Journal of Business Management*, 48(4), 57-70. Retrieved from: <https://hdl.handle.net/10520/EJC-c244e2408>
- Rahmani Norouzabad, S, Anwari Rostami, A. A., Khalili, K., & Mohammadi, E. (2019). Financing strategies of companies in normal and crisis conditions: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Asset Management and Financing*, 8(2), 13-30. [In Persian]
- Rezaei, Z. (2015). Corporate governance and business ethics, translated by Bita Meshakhi, second edition, Business Publishing Company, [In Persian]
- Rico, M., Pandit, N. R., & Puig, F. (2021). SME insolvency, bankruptcy, and survival: An examination of retrenchment strategies. *Small Business Economics*, 57, 111-126. Retrieved from: doi.org/10.1007/s11187-019-00293-z
- Rostami, S. (2017). The impact of corporate governance and profit management on the bankruptcy of companies listed in the Tehran Stock Exchange. *Management and Accounting Studies*, 4(3), 123-144, [In Persian]
- Salleh, M.SH., & Rohana. O. (2016). Board of Directors Attributes as Deterrence to Corporate Fraud. *Procedia Economics and*

Management and Governance, 27(2), 425-456.

Virk, G. K. (2017). *The influence of board characteristics on corporate illegality*. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 25(2), 133-148. Retrieved from: doi.org/10.1108/JFRC-05-2016-0045

Wang, Z. J., & Deng, X. L. (2006). *Corporate governance and financial distress: Evidence from Chinese listed companies*. *Chinese Economy*, 39(5), 5-27. Retrieved from: doi.org/10.2753/CES1097-1475390501

Yousaf, U. B., Jebran, K., & Ullah, I. (2024). *Corporate governance and financial distress: A review of the theoretical and empirical literature*. *International Journal of Finance & Economics*, 29(2), 1627-1679.

Science, 3(1), 14-26. Retrieved from: doi.org/10.54099/aijbs.v3i1.542

Spremo, T., & Prodanović, S. (2013). *The Turnaround Strategy and Courses Ofaction of Companies in the Crisis*. *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Istočnom Sarajevu*, 7, 101-111. Retrieved from: <https://ceeol.com/search/article-detail?id=106151>

Taheri Abid, R., & Rostami Volujai, B. (2017). *The effect of agency cost on the relationship between the independence of the board of directors and the bankruptcy of companies listed on the Tehran Stock Exchange, the 7th National Conference on Accounting and Management Applications, Tehran, [In Persian]*

Tron, A., Dallochio, M., Ferri, S., & Colantoni, F. (2023). *Corporate governance and financial distress: lessons learned from an unconventional approach*. *Journal of*

Analyzing the Governance Role of the Board of Directors and Turnaround Firms: Evidence from the Iranian Capital Market

*1- Mohsen Imeni**

2 - Seyed Reza Seyed Nezhad Fahim

3 - Fatemeh Gholami Golsefid

Abstract

This study investigates the effect of the characteristics of the board of directors on turnaround companies involved in the financial crisis. Four indicators of board independence, the number of board meetings, CEO duality, and directors' financial knowledge were used to achieve this purpose. To achieve the research aims, a sample of 125 companies listed on the Tehran Stock Exchange was selected from 2015 to 2021, and the proposed hypotheses were tested using the logistic regression model. The results showed no significant relationship between board independence and CEO duality with the turnaround. Still, a positive and significant relationship was observed between the number of board meetings and directors' financial knowledge with the turnaround. The additional test results showed that as the general index of the board of directors increases, the recovery of companies involved in the financial crisis will also improve. The results indicate that the board of directors' index will be more important in smaller companies than larger ones.

Keywords: *Turnaround Firms, Corporate Governance, Financial Crisis, Firm Size.*

*1 Associate Prof., Department of Accounting, Ayandegan Institute of Higher Education, Tonekaboon, Iran.
(Corresponding Author) imeni@aihe.ac.ir*

*2 Assistant Prof., Department of Accounting, Lahijan Branch, Islamic Azad University, Lahijan, Iran.
fahim_re@yahoo.com*

*3 Assistant Prof., Department of Mathematics, Lahijan Branch, Islamic Azad University, Lahijan, Iran.
gholami_so@yahoo.com*