



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۳ / شماره ۴ (پیاپی ۵۲) / زمستان ۱۴۰۳
صفحه ۱۲۷ تا ۱۴۶

برآورد مدل عوامل موثر بر ثبات مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

امیرعلی بام زر

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران.

محمدرضا مهربان پور

استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه تهران، پردیس فارابی قم، قم، ایران.

حسین جهانگیرنیا

استادیار، گروه حسابداری، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران. (نویسنده مسئول)
hosein_jahangirnaya@yahoo.com

مژگان صفا

استادیار، گروه حسابداری، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۳/۲۲ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۵/۱۷

چکیده

هدف اصلی این پژوهش برآورد مدل عوامل موثر بر ثبات مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش تحقیق از جهت طرح، توصیفی-تحلیلی مبتنی بر وقایع گذشته، تجربی میدانی، پس روی دادی یا علی پس از وقوع بوده است. مرور ادبیات، پژوهشهای انجام گرفته و نتایج مصاحبهها نشان دهنده پنج تم اصلی است که عوامل مؤثر بر ثبات مالی در شرکتهای را طبقه‌بندی می‌کند. در ادامه به ارزیابی تأثیر این مولفه‌ها بر ثبات مالی در شرکتهای پرداخته شده است. بدین منظور اطلاعات عملکردی تعداد ۱۳۰ شرکت به روش غربالگری در بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۳۹۸، مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج نشان داد که بازده سرمایه‌گذاری و نسبت سود به قیمت هر سهم (از شاخصهای عملکرد)، سرمایه در گردش (از شاخصهای مدیریت منابع)، پوشش هزینه مالی (از شاخصهای ساختار مالی)، نسبت آنی (از شاخصهای نقدینگی) و مالکیت نهادی (از ویژگیهای شرکت) بر ثبات مالی شرکتها اثر مثبت دارند. همچنین، دوره وصول طلب (از شاخصهای مدیریت منابع)، نسبت بدهی‌های بلندمدت (از شاخصهای ساختار مالی)، دوره بازپرداخت بدهی (از شاخصهای نقدینگی) بر ثبات مالی تأثیر منفی داشته است.

واژه‌های کلیدی: ثبات مالی، شاخصهای مالی، برآورد مدل.

۱- مقدمه

پیش‌بینی‌های مالی یکی از مسایل چالشی است که مطالعات با ارزشی را در طی دهه‌های اخیر به خود اختصاص داده است. وقوع بحران‌های مالی اخیر در شرکت‌های بزرگ در سراسر جهان، لزوم اصلاح معماری مالی موجود را تشدید کرده است. به طور کلی اعتقاد بر این است که ممکن است علائم و زنگ هشدارها قبل از مواجهه مشاغل اقتصادی با مشکل اقتصادی یا بحران مشاهده شود. هدف کلی پیش‌بینی ثباتی مالی در شرکت‌ها یا یک کسب و کار، ایجاد مدل‌هایی است که می‌توانند دانش مربوط به ارزیابی ریسک را از مشاهدات گذشته استخراج کرده و ریسک بحران کسب و کار شرکت‌هایی را که دامنه بسیار گسترده‌تری دارند، ارزیابی کنند. این ارزیابی، سیاست‌های معماری بین‌المللی مالی جدیدی را به عنوان روش‌های پیش‌گیری از بحران، پیش‌بینی بحران و مدیریت بحران مشخص می‌کند.

بررسی ادبیات تحقیق بر پایه دستاوردهای به دست آمده از مبانی نظری یا پژوهش‌های پیشین، شاخص‌های مالی توسط محققان به عنوان پایه اصلی برای پیش‌بینی بی‌ثباتی مالی و بحران‌های تجاری مورد استفاده قرار گرفته است. در حالی که در سایر روش‌های متداول شامل تجزیه و تحلیل گروهی، سیستم‌های ارزیابی جامع ریسک و مدل‌های آماری و اقتصادی پیش‌بینی ثبات یا بی‌ثباتی مالی دو عامل اصلی وجود دارد که اولی به مبانی پیش‌بینی یا متغیرها و عوامل تعیین‌کننده موثر بر ثبات یا بی‌ثباتی مالی و دومی به الگوی تمایز بین شرکت‌ها از جهت ثبات مالی و به تعبیری شیوه تقسیم‌بندی آن‌ها به دو گروه الف) سالم، موفق یا بهره‌مند از ثبات مالی و ب) ناموفق، درمانده یا مواجه با بی‌ثباتی مالی می‌پردازد (بلانک^۱، ۲۰۱۳).

از سنج‌ها یا متغیرهای حسابداری و مالی مختلف برای پیش‌بینی ثبات مالی استفاده شده است که هر دسته از آن‌ها ممکن است نتایج پیش‌بینی‌های مختلفی ایجاد کند. بسیاری از متغیرها نسبت‌های مالی مانند کفایت سرمایه، نسبت جاری، گردش موجودی‌ها، ثبات پوشش بدهی، گردش دارایی‌های ثابت، نرخ رشد سود، سود هر سهم، نرخ رشد سود قبل و بعد از مالیات و غیره هستند که بر ثبات مالی تاثیر می‌گذارند. آلتمن^۲ (۱۹۶۸)، ۵ نسبت مالی مانند فروش به کل دارایی‌ها را انتخاب کرد. بیور^۳ (۱۹۶۶) نیز طی پژوهش خود ۶ نسبت از جمله نسبت بدهی‌ها را مورد استفاده قرار داد. اهلسون^۴ (۱۹۸۰) از ۹ متغیر مالی و حسابداری مختلف استفاده کرد. دالاس و همکاران (۲۰۱۵) معروف‌ترین سنج‌های موثر در ارزیابی ثبات مالی را نسبت‌های سودآوری، نسبت‌های حقوق مالکانه، نسبت‌های مدیریت دارایی‌ها (منابع)، نسبت‌های مدیریت بدهی‌ها (مصارف) و نسبت‌های نقدینگی عنوان نموده‌اند. سهم پژوهش حاضر در دانش افزایشی در این است که در این تحقیق سعی شده تا ترکیب یک پارچه‌ای از همه متغیرهای مهم موثر در پیش‌بینی ثبات مالی شرکت‌ها به عنوان عوامل موثر در نظر گرفته شود، در این صورت کمیت متغیرهای لازم تا حد قابل ملاحظه‌ای کاهش می‌یابد. علاوه بر این، تلاش شده تا مهمترین متغیرهای حسابداری و مالی معرفی شده در پژوهش‌های اخیر، که از سال ۱۹۸۰ در امر پیش‌بینی ثبات مالی

¹ Blank

² Altman

³ Beaver

⁴ Ohlson

شرکت‌ها در کشورهای مختلف مورد استفاده قرار گرفته جمع آوری و پس از مصاحبه با خبرگان، اولویت بندی شده و در یک مدل رگرسیونی برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برآورد گردد. بر این اساس هدف از اجرای پژوهش حاضر پاسخ به این پرسش اساسی است که برآورد مدل عوامل موثر بر ثبات مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چه نتایجی در بر دارد و هر یک از این عوامل چه تاثیری بر ثبات مالی دارند؟

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱- ثبات مالی شرکت‌ها

کروکت^۱ (۱۹۹۷) برای اولین بار واژه ثبات مالی را به کار گرفته و از این اصطلاح به عنوان وضعیتی یاد می‌کند که "نهادهای کلیدی در نظام مالی پایدار هستند، چرا که در چنین وضعیتی برای نهادهای کلیدی مالی اطمینان بیشتری وجود داشته که آنها بدون مداخله و یا کمک‌های خارجی به تعهدات قراردادی خود عمل می‌کنند. وضعیتی است که بازارهای کلیدی پایدار بوده و بر این اساس شرکت‌کنندگان در این بازار با اطمینان می‌توانند با قیمت‌هایی که منعکس‌کننده نیروهای بنیادی است و در کوتاه‌مدت تغییری ندارد، فعالیت نمایند."

تعریف فوق، شرایط واسطه‌های مالی و بازار را در نظر می‌گیرد، اما به شرایط زیرساخت‌های مالی کاری ندارد. هم‌چنین، در مقایسه با تعاریف دیگری که توسط افرادی دیگر مثل آلن و وود^۲ (۲۰۰۶)، دوره‌های نوسان قیمت دارایی را به عنوان مدرک بی‌ثباتی در نظر می‌گیرد. نهایتاً، در این تعریف ادعا می‌شود که زمانی ثبات مالی وجود دارد که سیستم مالی بتواند به طور طبیعی و بدون «کمک خارجی» عمل کند. به این ترتیب، مواردی را که در آن بی‌ثباتی مالی تنها از طریق تأمین مالی یا انواع دیگر حمایت‌ها از موسسات مالی توسط مقامات رسمی یا سیاسی مرتفع می‌شود، حذف می‌گردد.

لارج^۳ (۲۰۰۳) طی مقاله‌ای عنوان نمود که "هدف اساسی از ثبات سیستم مالی، می‌تواند اجتناب از اختلالات در سیستم مالی تعریف شود. اختلالاتی که احتمالاً موجب هزینه‌های قابل توجهی برای تولید واقعی می‌انجامد." در ادامه مولف تصریح می‌نماید: "چنین اختلالاتی ممکن است منجر به مشکلات مالی موسسات و یا اختلالات در بازارهای مالی شود." در این تعریف نیز بر تأثیر بی‌ثباتی مالی بر اقتصاد واقعی تأکید شده و شناخت وضعیت بی‌ثباتی مالی نیز بر پایه بروز اختلالات در بازارهای مالی، علاوه بر بروز شرایط بحرانی در واسطه‌های مالی، صورت می‌گیرد.

فالیه^۴ و همکاران (۲۰۱۳)، در تعریف ثبات مالی می‌گویند "زمانی ثبات مالی وجود دارد که در آن: الف) ثبات پولی وجود داشته؛ ب) سطح اشتغال نزدیک به نرخ طبیعی اقتصادی است؛ ج) اعتماد به فعالیت در موسسات مالی کلیدی و بازار در اقتصاد وجود داشته؛ و د) تغییری در قیمت‌های دارایی‌ها یا مؤلفه‌های اقتصادی وجود ندارد که

¹ Crockett

² Allen and Wood

³ Large

⁴ Faley

مخل ثبات پولی یا سطح اشتغال طبیعی باشد.¹ این مورد یکی از معدود تعاریفی است که ثبات پولی را به عنوان بخش مهمی از ثبات مالی تلقی کرده است. تعریف یاد شده در تفسیر ارتباط ثبات مالی با اقتصاد واقعی از لحاظ نزدیکی با نرخ طبیعی اشتغال، قابل توجه است. علاوه بر این بر اهمیت «اطمینان بالا» در عملکرد سیستم مالی تأکید شده، شبیه تعریفی که لارج (۲۰۰۳) عنوان نموده و ثبات مالی را عمدتاً بر مبنای حفظ اطمینان به سیستم مالی توصیف می‌کند.

پادوا-شیپا² (۲۰۰۲) بر این باور است که "ثبات مالی شرایطی است که در آن یک سیستم مالی قادر است بدون حمایت مالی در قبال فرایندهای تجمعی که مانع تخصیص پسانداز به فرصت‌های سرمایه‌گذاری و بروز اشکال در سیستم‌های پرداخت در اقتصاد می‌شود، مقاومت کند". در این تعریف، ظرفیت جذب شوک یا انعطاف‌پذیری سیستم مالی، به طوری که یک سیستم بتواند به انجام وظایف اساسی خود از تخصیص منابع و انجام پرداخت‌ها و ایفای تعهدات، ادامه دهد تأکید گردیده است. دارات³ و همکاران (۲۰۱۶) نیز به اهمیت توان پرداخت واحدهای اقتصادی در شرایط ثبات مالی تصریح نموده است. چرا که به باور وی، اختلال در سیستم پرداخت به اختلال در عملکرد واحد اقتصادی انجامیده و تأثیرات نامطلوب بر سطح فعالیت اقتصادی را به همراه دارد.

شایناسی⁴ (۲۰۰۴) در این راستا تصریح دارد که "زمانی یک سیستم مالی در وضعیت ثبات مالی قرار دارد که قادر است در صورت بروز عدم تعادل در سیستم یا رویدادهای غیر منتظره، به جای ایجاد اختلال در فعالیت دیگر واحدهای اقتصادی، نقش تسهیل‌کننده داشته باشد". این بدان معنی است که سیستم‌های مالی با ثبات، مخالف با شرایط بی‌ثباتی در نظام اقتصادی به هنگام بحران یا شوک‌های مالی، عمل می‌کنند.

رانکورونی⁵ و همکاران (۲۰۲۱)، ریسک موضعی و ثبات مالی در شبکه بانک‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری را مطالعه کردند. در این تحقیق، اثرات ثبات مالی، فعل و انفعال بین ریسک موضعی و شرایط بازار، مانند نرخ بازیابی و نوسان قیمت دارایی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. برای این منظور، چارچوب آزمایش تغییرات سیستم مالی را با در نظر گرفتن ارزیابی شبکه پیشین دارایی‌های مالی که نوسانات قیمت دارایی‌ها و همچنین نرخ بازیابی درون‌زا در دارایی‌های بین بانکی را در بر می‌گیرد، بررسی شد. علاوه بر این، پویایی تأثیرپذیری غیرمستقیم بانک‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری را که از بازیگران اصلی بازار سرمایه هستند، از طریق قرار گرفتن در معرض همان طبقات دارایی در نظر گرفته شد. نتایج نشان داد که در صورت توجه به ریسک‌های موضعی ثبات مالی شرکت‌ها تا حدی پایدار خواهد ماند.

رودریگز⁵ و همکاران (۲۰۲۱) بر اهمیت این موضوع تأکید کردند که در سال‌های اخیر، بسیاری از کشورها چرخه‌های رونق و رکود را در اعتبار و قیمت دارایی‌ها تجربه کرده‌اند که برخی از آن‌ها منجر به رکود شدید مالی شده‌اند. در واکنش نسبت به این چرخه‌ها، سیاست‌گذاران در بسیاری از کشورها سیاست‌های کلان احتیاطی را به

¹ Padoa-Schioppa

² Darrat

³ Schinasi

⁴ Roncoroni

⁵ Rodriguez

عنوان اولین راه مقابله با ریسک بی‌ثباتی مالی به کار برده اند. آن‌ها در مطالعه خود از سه متغیر نرخ رشد اعتبارات بانکی واقعی، نرخ رشد اعتبارات مسکن و قیمت‌های واقعی مسکن به عنوان متغیرهای وابسته استفاده کردند و آن‌ها را بر شاخص‌های مختلف سیاست کلان احتیاطی از قبیل محدودیت‌های رشد اعتبار در بخش‌های خاص و محدودیت‌های نسبت بدهی به ارزش شرکت^۱ (LTV) و نسبت بدهی به درآمد^۲ (DTI) برای وام‌ها و متغیرهای کنترلی از جمله رشد تولید ناخالص داخلی، تغییرات نرخ سیاست پولی اسمی، رگرس کردند و به این نتیجه رسیدند که متغیرهای سیاست کلان احتیاطی از یک اثر منفی معنادار آماری بر رشد اعتبارات بانکی و تورم قیمت مسکن برخوردار هستند. آن دسته از سیاست‌هایی که به منظور محدود ساختن رشد اعتبار در یک بخش خاص هدف‌گذاری شده اند، به نظر می‌رسد که کارا تر می‌باشند.

حبیب^۳ و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی عوامل تعیین‌کننده و پیامدهای بی‌ثباتی مالی طی یک مطالعه مروری بر اساس ادبیات تجربی پرداختند. در این تحقیق ادبیات تجربی در مورد عوامل و عواقب بی‌ثباتی مالی مورد بررسی قرار گرفته و یافته‌های این تحقیقات مورد ارزیابی قرار گرفت و پیشنهاداتی نیز برای تحقیقات آینده ارائه گردید. این شاخص‌ها به طور کلی در دسته‌های (۱) عوامل تعیین‌کننده اساسی در سطح شرکت، (۲) عوامل تعیین‌کننده اقتصاد کلان و (۳) عوامل تعیین‌کننده حاکمیت شرکتی در سطح شرکت دسته‌بندی گردید. همچنین پیامدهای متناظر نیز در دسته‌های (۱) پیامدهای گزارشگری مالی و حسابرسی، (۲) پیامدهای عملیاتی در سطح شرکت، (۳) پیامدهای بازار سرمایه و (۴) پیامدهای حاکمیت شرکتی طبقه‌بندی شد.

هانگ^۴ و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی تاثیر قدرت بازار بر ثبات مالی بانک‌ها با استفاده از داده‌های سطح بانکی از ۲۴ بانک در ویتنام طی دوره ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۷ پرداختند. ایشان به منظور سنجش میزان قدرت بازار در بخش بانکی ویتنام، شاخص لرنر را با استفاده از مدل اثرات ثابت، مدل اثر تصادفی و Z-score به عنوان معیار ثبات مالی محاسبه نموده و برای ارزیابی رابطه بین قدرت بازار و ثبات مالی از روش‌های رگرسیون داده پانلی استاتیک و پویا استفاده نمودند. نتایج از دیدگاه رقابت-ثبات پشتیبانی می‌کند و نشان می‌دهد که بانک‌های تجاری ویتنامی که با رقابت اندکی روبرو هستند، تمایل به ثبات کمتری دارند. همچنین ایشان دریافتند که اندازه شرکت تاثیر مثبت بر ثبات مالی دارد در حالی که نرخ رشد وام تاثیر منفی بر ثبات مالی دارد. این مطالعه برخی از مفاهیم خط‌مشی‌های مهم برای بهبود ثبات مالی بانک‌ها در ویتنام را ارائه می‌دهد.

۲-۲- سنجش ثبات مالی

در سطح خرد معیارهایی که می‌تواند مبین ثبات مالی باشد عموماً بر پایه ریسک نقدینگی، توان پرداخت مالی، ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک، معیار Z آلتمن در پیش‌بینی بحران مالی، تعریف می‌شود. بررسی ادبیات

¹ Loan to value

² Debt to Income

³ Habib

⁴ Hung

تحقیق نشان می‌دهد که در تحقیقاتی نظیر بک^۱ و همکاران (۲۰۱۴) و فری^۲ و همکاران (۲۰۱۷) از معکوس معیار Z بر مبنای بازده دارایی‌ها (ZA) و نیز معکوس معیار Z بر مبنای بازده سرمایه (ZE) بهره گرفته شده است. در این تحقیق از معیار Z-SCORE بهره گرفته شده که بر اساس ریسک در بازار سرمایه از یک طرف و معیارهای مالی درون شرکت نظیر وضعیت نقدینگی، ساختار مالی و سودآوری شرکت از طرف دیگر، تعیین شده و به عنوان فاصله شرکت تا وضعیت بحران مالی تعریف گردیده است.

۳-۲- عوامل موثر بر ثبات مالی

جهت سنجش عوامل موثر بر ثبات مالی از الگوی تحلیل حوزه دانش استفاده شده است. در این روش براساس جمع‌بندی ادبیات تحقیق، کلیه متغیرهای بنیادی حسابداری یا نسبت‌های مالی که در پیش‌بینی ثبات مالی و یا در تحقیقات هم ارز آن (بحران مالی) مورد استفاده قرار گرفته‌اند، شناسایی شده و بر پایه روش دلفی فازی موثرترین آن‌ها انتخاب گردیده است. البته در تدوین الگوی اولیه پیشنهادی تحقیق بر پایه موثرترین عواملی که در الگوی پیشنهادی عنوان گردیده است، بهره گرفته شده است.

معمولاً از متغیرهای بنیادی حسابداری یا نسبت‌های مالی جهت ارزیابی ثبات مالی در شرکت‌ها یا پیش‌بینی آن بهره گرفته شده است. ارزیابی ثبات مالی با هدف انجام تحلیل عینی ارزش و ساختار دارایی‌ها و بدهی‌های شرکت و تعیین میزان ثبات مالی و استقلال آن، مقایسه اهداف فعالیت‌های مالی و اقتصادی با مقررات شرکت صورت گرفته است. بر این اساس، اگر سهم سرمایه در ساختار سرمایه شرکت بالاتر باشد، ثبات مالی بیشتر و سطح بالاتری از امنیت مالی دارد. لذا نسبت‌های بدهی (نسبت کل بدهی، نسبت پوشش بهره و نسبت بدهی بلندمدت به سرمایه) که تعیین‌کننده ساختار مالی یا سرمایه هر شرکت است، موثرترین عامل در تعیین یا پیش‌بینی ثبات مالی هر شرکت هستند (میرا و ریپولا^۳، ۲۰۲۰).

بعد دیگر تحلیل و ارزیابی ثبات مالی بر اساس تحلیل وضعیت نقدینگی و توان پرداخت کوتاه مدت شرکت در ارتباط با هزینه‌ها و بدهی‌های جاری است. تجزیه و تحلیل نقدینگی شرکت براساس ترازنامه انجام شده و امکان ارزیابی توانایی شرکت در پرداخت تعهدات فعلی را می‌دهد. سنجه‌های مورد استفاده در اندازه‌گیری توان نقدینگی کوتاه مدت شرکت عبارت از نسبت جاری، نسبت آنی و دوره باز پرداخت بدهی است. معمولاً بر اساس وضعیت رقیب یا متوسط صنعت می‌توان برای هر یک از این سنجه معیاری به عنوان شاخص تعریف نمود. اگر مقدار سنجه‌های نقدینگی شرکت کمتر از سطح شاخص تعیین شده باشد، شرکت از توان پرداخت کوتاه مدت ضعیف‌تری برخوردار است (لیان^۴، ۲۰۱۷).

سنجه‌های دیگری که می‌تواند در ارزیابی ثبات مالی شرکت مورد استفاده قرار گیرد، نسبت‌های فعالیت یا بهره‌وری مشتمل بر گردش کالا، گردش دارایی‌ها، سرمایه در گردش یا خالص دارایی‌های جاری، دوره وصول طلب،

¹ Beck

² Ferry

³ Miera & Repullo

⁴ Lian

می‌باشد. این سنجه‌ها نشان می‌دهد که مدیریت یک شرکت تا چه حد توانسته از سرمایه‌های موجود (کالا، خالص دارایی‌های جاری یا سطح اعتباری)، به چه صورت بهره گرفته است. به جز دوره وصول طلب که کمتر بودن آن نسبت به سطح شاخص می‌تواند مطلوب تلقی گردد، در سایر موارد بهتر یا بیشتر از شاخص بودن به ازای هر شرکت می‌تواند بیان گر مدیریت منابع و بهره‌وری بهتری باشد (بک و همکاران، ۲۰۱۴).

دسته دیگر نسبت‌های مالی، سنجه‌های عملکرد مالی هستند که بر مبنای تابعی از سطح سودآوری (بازده) یا ریسک شرکت تعریف شده‌اند. مهم‌ترین سنجه‌های عملکرد مالی مبتنی بر بررسی ادبیات تحقیقی که غالباً در ارزیابی یا پیش‌بینی ثبات مالی مورد استفاده قرار گرفته‌اند، عبارت از بازده سرمایه‌گذاری، بازده سرمایه، سود هر سهم، حاشیه سود خالص، نوسان سودآوری و بتای سهام است (رانکورونی و همکاران، ۲۰۲۱).

۴-۲- تئوری‌های تحقیق

(۱) نظریه نمایندگی

نظریه نمایندگی عمدتاً به تضاد منافع موجود بین مدیر (کارگزار) و مالک (کارگمار) اشاره دارد. با بزرگتر شدن شرکت‌ها، مالکان، اداره شرکت را به مدیران تفویض کرده‌اند. جدایی مالکیت از مدیریت، منجر به مشکلات نمایندگی می‌شود. جنسن و مک‌لینگ^۱ (۱۹۷۶) مبانی نظریه نمایندگی را مطرح نموده و مدیران را کارگزار و سهام داران را به عنوان کارگمار، تعریف نموده‌اند. تصمیم‌گیری‌های روزمره به مدیران تفویض می‌شود؛ اما آنها لزوماً در جهت منافع مالکان حرکت نمی‌کنند. یکی از فرضیه‌های نظریه نمایندگی، وجود تضاد منافع بین مالک و مدیر است. ثبات مالی به کاهش هزینه‌های نمایندگی و تضاد منافع کمک می‌کند.

(۲) نظریه علامت‌دهی (پیام‌رسان):

در مقابل دیدگاه نمایندگی، نظریه علامت‌دهی (پیام‌رسانی) بیان می‌کند که اعلام سود سهام برای بازار، حاوی اطلاعاتی جدید است و مدیران می‌توانند از سود سهام برای علامت دادن و رساندن اخبار خوب به سهامداران، استفاده کنند. به عبارت دیگر، سود سهام دارای محتوای اطلاعاتی است و اطلاعات مهم مالی را مخابره می‌کند. مطابق این مفهوم، شرکت‌ها زمانی که انتظار افزایش را در سودهای آتی داشته باشند، سود سهام نقدی خود را افزایش می‌دهند. بنابراین، افزایش سود سهام نقدی حامل پیامی مبنی بر انتظار بهبود عملکرد شرکت است. ثبات مالی رابطه مستقیمی با سودآوری شرکت داشته و می‌تواند بر سود سهام نقدی شرکت تحت بررسی، اثرگذار باشد.

(۳) نظریه سودهای پیشین:

بر اساس نظریه سودهای پیشین، از تغییرات تقسیم سود به عنوان یک علامت درباره تداوم تغییرات سود گذشته استفاده می‌شود، زیرا مدیران تمایلی به افزایش (کاهش) سودهای تقسیمی ندارند، مگر زمانی که افزایش (کاهش) سود مداوم و پایدار است. بنابراین تغییرات سود تقسیمی باید به طور مثبتی به تغییرات سود گذشته ارتباط داشته باشد. بنابراین مطابق با نظریه سودهای پیشین، مدیران ممکن است سود تقسیمی را جهت علامت‌دهی پایداری تغییرات تقسیم سود گذشته

^۱ Jensen & Meckling

تعدیل کنند. ثبات مالی در شرکت‌ها رابطه مستقیمی با سود تقسیمی داشته و به دنبال آن می‌توان انتظار تاثیر مثبت آن را بر پایداری تغییرات تقسیم سود داشت.

۳- روش شناسی پژوهش

این تحقیق، از جهت همبستگی و روش شناسی تحقیق، از نوع شبه تجربی و پس رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که با استفاده از اطلاعات واقعی صورت می‌گیرد و چون می‌تواند در فرآیند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، از این رو، نوعی تحقیق کاربردی است (این تحقیق از لحاظ ماهیت و اهداف از نوع کاربردی است).

جامعه آماری پژوهش را تمامی شرکت‌های فعال در بازار بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند. دوره زمانی تحقیق 5 سال و حد فاصل سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ را شامل می‌شود. برای نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری حذفی استفاده شده است. در نهایت اطلاعات عملکردی تعداد ۱۳۰ شرکت که به روش غربالگری از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده‌اند، مورد بررسی قرار گرفته است.

۳-۱- معرفی مدل و سنجش متغیرهای پژوهش

در این تحقیق چارچوب کلی تعریف، اندازه‌گیری و تعیین ارتباط بین متغیرها و به تعبیری مدل پیشنهادی تحقیق بر اساس الگوی اکتشافی و به پشتوانه ادبیات تحقیق تبیین گردیده است. در ابتدا به معرفی الگوی مفهومی پرداخته، در ادامه تعریف و اندازه‌گیری متغیرها تشریح گردیده و نهایتاً ارتباط بین متغیرها و نحوه برآورد آن توضیح داده شده است:

۳-۲- مدل مفهومی

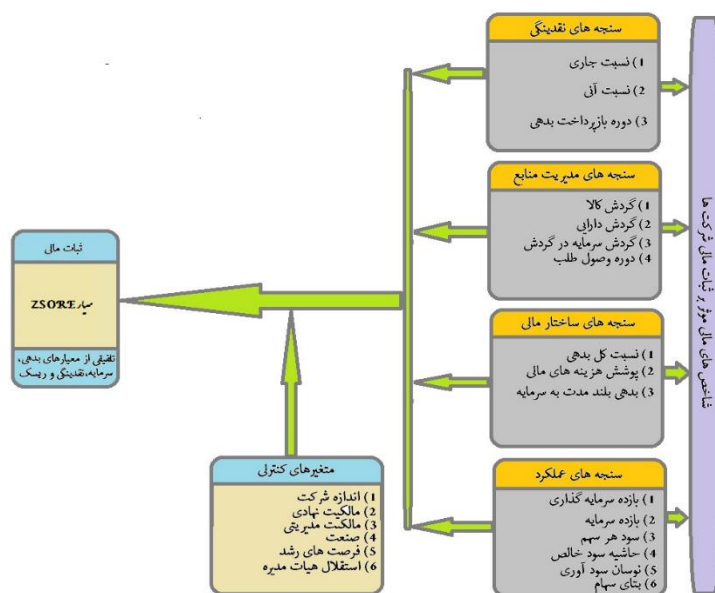
مدل مفهومی تحقیق حاضر که به شکلی شماتیک به معرفی متغیرها و ارتباط بین آن‌ها پرداخته به شرح الگوی مذکور در نمودار ۱ تصویر گردیده است. البته این الگوی اولیه مبتنی بر معروف‌ترین سنجه‌های پیش‌بینی یا ارزیابی ثبات مالی بوده ولی سنجه‌های نهایی بر پایه تحلیل حوزه دانش و الگوی تحلیل محتوی شناسایی و دسته‌بندی شده است.

۳-۳- تعریف و اندازه‌گیری متغیرها

در این تحقیق متغیر وابسته ثبات مالی و متغیرهای توضیحی عوامل اصلی موثر بر ثبات مالی و متغیرهای کنترلی ویژگی‌های سطح شرکت هستند.

الف) ثبات مالی:

در مدل تحقیق برای اندازه‌گیری متغیر ثبات مالی از معیار Z-Score با توجه به عمومیت این معیار و کاربرد آن در تحقیقات متعدد (به عنوان مثال موسوی، ۱۳۹۴) استفاده شده که نحوه محاسبه آن بازده دارایی (ROA) بعلاوه نسبت سرمایه بر انحراف معیار بازده دارایی‌ها می‌باشد.



نمودار ۱- مدل مفهومی تحقیق
(بام زر، ۱۴۰۰)

ب) عوامل موثر

در این تحقیق جهت سنجش عوامل موثر بر ثبات مالی از پژوهش بام زر (۱۴۰۰) بهره گرفته شده است. در این پژوهش بر اساس جمع‌بندی ادبیات تحقیق، کلیه متغیرهای بنیادی حسابداری یا نسبت‌های مالی که در پیش‌بینی ثبات مالی و یا در تحقیقات هم ارز آن (بحران مالی) مورد استفاده قرار گرفته‌اند، شناسایی شده و بر پایه مصاحبه با خبرگان و روش دلفی فازی موثرترین آن‌ها انتخاب شده است. البته در تدوین الگوی اولیه پیشنهادی تحقیق بر پایه موثرترین عواملی که در الگوی پیشنهادی عنوان گردیده است، بهره گرفته شده است.

از میان عوامل اصلی مؤثر بر ثبات مالی شرکت‌ها به ترتیب اولویت عوامل ۱. عملکرد، ۲. مدیریت منابع، ۳. ساختار مالی، ۴. نقدینگی و در آخر ۵. ویژگی‌های شرکت، در ثبات مالی شرکت‌ها نقش دارند. از بین شاخص‌های مربوط به عامل عملکرد، به ترتیب اولویت، ۱. بازده سرمایه گذاری، ۲. نسبت سود به قیمت هر سهم، ۳. بازده سرمایه، ۴. حاشیه سود خالص، ۵. نوسان سودآوری و ۶. بتای سهام، در اثرگذاری عامل عملکرد نقش دارند. از بین شاخص‌های مربوط به عامل مدیریت منابع، به ترتیب اولویت، ۱. دوره وصول مطالبات، ۲. سرمایه در گردش، ۳. گردش دارایی و ۴. گردش کالا، در اثرگذاری عامل مدیریت منابع نقش دارند.

از بین شاخص‌های مربوط به عامل ساختار مالی، به ترتیب اولویت، ۱. نسبت بدهی‌های بلندمدت، ۲. پوشش هزینه مالی و ۳. نسبت کل بدهی، در اثرگذاری عامل ساختار مالی نقش دارند. از بین شاخص‌های مربوط به عامل نقدینگی، به ترتیب اولویت، ۱. دوره بازپرداخت بدهی، ۲. نسبت آتی و ۳. نسبت جاری، در اثرگذاری عامل نقدینگی

نقش دارند. از بین شاخص‌های مربوط به عامل ویژگی‌های شرکت، به ترتیب اولویت، ۱. مالکیت نهادی ۲. مالکیت مدیریتی ۳. اندازه شرکت ۴. استقلال هیات مدیره ۵. صنعت و ۶. فرصت‌های رشد، در اثرگذاری عامل ویژگی‌های شرکت نقش دارند. لازم به ذکر است که از هر یک از شاخص‌های پنج‌گانه فوق‌الذکر، دو متغیر که اولویت بیشتری از نظر خبرگان داشته‌اند انتخاب شده است.

۴-۳- ارتباط بین متغیرها

در این تحقیق جهت برآورد ارتباط بین متغیرها یا تعریف الگوی ریاضی تحقیق از رگرسیون خطی مرکب مبتنی بر داده‌های تابلویی و الگوریتم رگرسیون گام به گام در پالایش عوامل موثر و به صورت رابطه ۱ و به شرح زیر بهره گرفته شده است:

رابطه (۱):

$$Z - SCORE_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 EP_{it} + \beta_3 ARP_{it} + \beta_4 WC_{it} + \beta_5 LDR_{it} + \beta_6 FCC_{it} + \beta_7 DRP_{it} + \beta_8 IR_{it} + \beta_9 IM_{it} + \beta_{10} MM_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در این رابطه؛

$Z - SCORE_{it}$: ثبات مالی شرکت‌ها (بازده دارایی بعلاوه نسبت سرمایه بر انحراف معیار بازده دارایی‌ها)

ROA_{it} : بازده سرمایه‌گذاری‌ها (سود خالص تقسیم بر جمع دارایی‌ها)

EP_{it} : نسبت سود به قیمت هر سهم (سود هر سهم تقسیم بر قیمت هر سهم)

ARP_{it} : دوره وصول مطالبات (متوسط حساب‌های دریافتی در طول سال به فروش کل تقسیم بر ۳۶۵)

WC_{it} : سرمایه در گردش (دارایی‌های جاری منهای بدهی‌های جاری)

LDR_{it} : نسبت بدهی‌های بلندمدت (جمع بدهی‌های بلندمدت تقسیم بر جمع دارایی‌ها)

FCC_{it} : پوشش هزینه‌های مالی (سود قبل از بهره و مالیات تقسیم بر هزینه‌های مالی)

DRP_{it} : دوره بازپرداخت بدهی (تقسیم میانگین حساب‌های پرداختی طی دوره ضربدر ۳۶۵ تقسیم بر بهای تمام شده کالای فروش رفته)

IR_{it} : نسبت آنی (دارایی‌های آنی تقسیم بر بدهی‌های جاری شرکت)

IM_{it} : مالکیت نهادی (درصد سهام متعلق به شخصیت‌های حقوقی)

MM_{it} : مالکیت مدیریتی (درصد سهام متعلق به اعضای هیات مدیره)

و نهایتاً ε_{it} به عنوان باقی مانده یا خطای در برآورد رابطه رگرسیونی تعریف شده است.

۴- تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

در پژوهش حاضر، آزمون فرضیه‌ها با استفاده از مدل‌های رگرسیون خطی چند متغیره در محیط نرم افزار Eviews صورت گرفته است. مدل رگرسیونی استفاده شده شامل متغیرهای مستقل و وابسته و کنترلی بوده و روش آماری مورد استفاده داده‌های پانل می‌باشد. به منظور تشخیص به کارگیری روش اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی برای برآورد مناسب‌تر، ابتدا آزمون F لیمر انجام شده (در صورت تأیید فرضیه مبنی بر مدل اثرات ثابت)، در مرحله بعد

آزمون هاسمن اجرا می‌شود. برای بررسی معناداری مدل رگرسیون، آماره F به کار می‌رود و معناداری ضریب متغیرهای مستقل در هر مدل، به کمک آماره t بررسی می‌شود. پس از آن، آزمون‌های مختص به مفروضات کلاسیک مدل رگرسیون خطی، شامل فرض‌های نرمال بودن باقیمانده‌ها (آزمون جارک-برا) و عدم همبستگی میان متغیرهای مستقل (همبستگی پیرسون) اجرا می‌شوند و در نهایت نتایج به دست آمده پذیرش یا رد فرضیه‌ها را نشان می‌دهد.

۴-۱- آماره‌های توصیفی

در هر پژوهش، روش‌های آمار توصیفی برای سازمان‌دهی و خلاصه کردن داده‌ها به کار برده شده تا آن‌ها به صورت معنی‌داری قابل درک و ارتباط باشند. غالباً مفیدترین و در عین حال اولین قدم در سازمان‌دهی داده‌ها مرتب کردن داده‌ها است و سپس استخراج شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است. برای این منظور خلاصه وضعیت آمار توصیفی متغیرهای پژوهش (مبتنی بر شناسایی به شیوه تحلیل حوزه دانش و تحلیل محتوی و پالایش شده مبتنی بر نظرسنجی دلفی از خبرگان و تحلیل دلفی فازی)، پس از غربال‌گری و جای‌گزینی داده‌های خیلی کوچک یا خیلی بزرگ (داده‌های پرت) به روش وینزوری، به کمک نرم‌افزار ایویوز ۹ در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲- توصیف یافته‌ها (منبع: یافته‌های پژوهش)

شرح متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
ثبات مالی	ZSCORE	۲۰/۱۰۱	۷/۴۸۳	۲۱۲/۲۸	-۰/۳۹۶	۷۴/۹۷۰	۱۱/۱۵۷	۱۴۶/۳۴۰
بازده سرمایه‌گذاری‌ها	ROA	۰/۱۲۶	۰/۰۹۲	۶/۷۹۸	-۰/۲۹۷	۰/۳۰۳	۱۶/۷۶۵	۳۶۲/۳۸۹
نسبت سود به قیمت هر سهم	EP	۰/۰۹۶	۰/۰۹۳	۰/۷۴۴	-۰/۴۶۸	۰/۱۲۵	۰/۴۶۶	۷/۹۵۸
دوره وصول طلب	ARP	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۰/۰۷۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۳	۱۶/۹۱۸	۳۵۹/۷۲۲
سرمایه در گردش	WCT	-۱/۹۳۱	۲/۶۹۱	۲۶/۳۷	-۴۳/۵۰۵	۱۳۹/۸۲۲	-۲۳/۵۹۷	۵۸۶/۵۵۵
نسبت بدهی‌های بلندمدت	LDR	۰/۰۶۷	۰/۰۳۹	۰/۸۲۱	۰/۰۰۰	۰/۰۸۷	۳/۵۹۴	۲۰/۹۸۲
پوشش هزینه مالی	FCC	۵۶/۲۱۸	۳/۸۸۳	۴۵۳/۵۳۲	-۹۶/۵۸۲	۲۹۵/۲۵۶	۱۰/۶۴۴	۱۳۴/۴۸۵
دوره بازپرداخت بدهی	DRP	۰/۰۰۱	۰/۰۰۵	۰/۳۲۸	-۳/۰۶۱	۰/۱۲۶	-۲۲/۰۱۹	۵۳۱/۹۱۱
نسبت آبی	IR	۰/۲۲۱	۰/۰۷۳	۸/۱۷۶	-۰/۵۸۱	۰/۵۲۰	۷/۶۸۹	۹۴/۸۸۸
مالکیت نهادی	IM	۰/۶۶۷	۰/۷۶۹	۰/۹۴۲	۰/۰۰۰	۰/۳۰۲	-۰/۹۹۱	۲/۹۰۰
مالکیت مدیریتی	MM	۰/۱۵۰	۰/۱۵۰	۰/۵۸۰	۰/۰۰۰	۰/۰۹۰	۰/۴۲۴	۳/۶۳۳

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص پراکندگی نظیر انحراف معیار انجام پذیرفته است. در این ارتباط میانگین، اصلی‌ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد، به طوری که اگر داده‌ها بر روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین، دقیقاً

در نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می‌گیرد. انحراف معیار از پارامترهای پراکندگی بوده و میزان پراکندگی داده‌ها را نشان می‌دهد. بر مبنای ضرایب چولگی و کشیدگی استاندارد به شرح مذکور در دو ستون آخر جدول (۲) می‌توان نسبت به نامتقارن و کشیدگی توزیع در قیاس با توزیع نرمال حکم نمود. چرا که قدر مطلق ضرایب چولگی و کشیدگی استاندارد به ازای همه متغیرها بیش از $0/1$ و حتی بیش از نیم بوده و لذا توزیع کلیه متغیرها بسیار چوله (غیر متقارن) و کشیده‌تر از نرمال بوده است. ثبات مالی شرکت‌ها با معیار ZSCORE دارای میانگین $20/101$ بوده است که نشان‌دهنده امتیاز ثبات مالی در شرکت‌های نمونه آماری می‌باشد. این در حالی است که این متغیر برای نمونه مورد بررسی بین $0/396$ تا $212/28$ در حال نوسان بوده است.

۲-۴- برآورد مدل ثبات مالی شرکت‌ها

به منظور بررسی ارتباط استقلال خطی بین متغیرهای توضیحی پژوهش از ضریب همبستگی پیرسون استفاده شده است. خروجی نتایج نشان می‌دهد که همبستگی بین متغیرها در بیشترین مقدار، مثبت $0/655$ بین متغیرهای بازده سرمایه‌گذاری ها و نسبت سود به قیمت هر سهم بوده است. بیشترین همبستگی منفی بین نسبت بدهی‌های بلندمدت و نسبت سود به قیمت هر سهم ($-0/162$) است. در واقع می‌توان نتیجه گرفت که همبستگی شدیدی بین متغیرها وجود ندارد.

نتایج حاصل از برآورد مدل پژوهش در جدول (۳) ارائه شده است. به منظور مشخص نمودن نحوه برآورد مدل‌ها باید از آزمون چاو یا F لیمر استفاده شود. در مدل آزمون فرضیه‌ها، سطح معناداری آماره F لیمر (چاو) کمتر از سطح خطای قابل قبول یعنی $0/05$ می‌باشد، بنابراین روش منتخب به منظور برآورد مدل آزمون فرضیه‌ها، از میان روش‌های تلفیقی و تابلویی، روش تابلویی می‌باشد. از سوی دیگر سطح معنی‌داری آماره Chi-Sq آزمون هاسمن نیز برای مدل آزمون فرضیه‌ها کمتر از 5 درصد بدست آمده است. بنابراین مدل پژوهش باید به شیوه تابلویی - اثرات ثابت مورد برآورد قرار گیرد.

همچنین، سطح معنی‌داری آماره F به ازای مدل پژوهش، کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (5 درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است. آماره دوربین واتسون نیز در دامنه قابل قبول ($1/5$ و $2/5$) قرار دارد، که نشان می‌دهد همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. با توجه به اینکه در بررسی هم خطی بین متغیرهای وارد شده در مدل، مقادیر همگی زیر 10 می‌باشند در نتیجه همخطی در مدل مشاهده نمی‌گردد.

میزان ضریب تعیین (R^2) نشان‌گر درصد تغییر در متغیر وابسته به دلیل تغییر در متغیرهای مستقل الگو است. ضریب تعیین مدل برابر با $0/755$ است. بدین معنا که متغیرهای وارد شده در مدل $75/5$ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر با $0/696$ درصد است. اختلاف گزارش شده در بین این ضرایب به دلیل متغیرهایی بوده که تاثیر معنی‌داری بر متغیر وابسته ندارند. نکته دیگر این که سه مدل برآوردی از قدرتی تبیین نسبتاً بالایی برخوردار بوده اند.

یکی از مهم‌ترین فروض استفاده از مدل رگرسیون خطی داشتن توزیع نرمال برای باقیمانده‌های (مانده) مدل و متغیر وابسته پژوهش است. در مدل‌های برآوردی فرض می‌شود که باقیمانده‌ها و به تبع آن متغیر وابسته،

متغیرهای تصادفی هستند. بنابراین توزیع متغیر وابسته از توزیع باقیمانده‌ها پیروی می‌کند. در این پژوهش نرمال بودن از طریق آماره جارک- برا مورد بررسی قرار گرفته است. چنانچه سطح معنی‌داری آماره جارک - برا در ارتباط با آزمون نرمال بودن باقیمانده‌های یک مدل رگرسیون بیشتر از ۵ درصد باشد، پیش فرض نرمال بودن باقیمانده‌ها تأیید می‌شود. با این وجود در شرایطی که تعداد داده‌ها در تحلیل زیاد باشد، نرمال نبودن داده‌ها مشکلی را در روند تحلیل داده‌ها ایجاد نخواهد کرد و یافته‌های حاصل از برآورد مدل رگرسیون از قابل اتکاء خواهند بود (افلاطونی، ۱۳۹۲). طبق جدول سطح معنی‌داری جارک- برا مدل بالاتر از ۰/۰۵ است و نرمال بودن باقیمانده‌ها تأیید می‌شود.

طبق نتایج مندرج در جدول ۳، پیش فرض همسان بودن واریانس جملات باقیمانده قابل تأیید نمی‌باشد. زیرا سطح معنی‌داری آزمون همسان بودن واریانس در ارتباط با باقیمانده مدل‌های تحقیق برابر با صفر می‌باشد که این مقدار کمتر از ۵ درصد است. به منظور رفع ناهمسانی واریانس باقیمانده‌های یک مدل رگرسیون از شیوه حداقل مربعات تعمیم‌یافته به منظور برآورد مدل استفاده می‌شود (افلاطونی، ۱۳۹۲). بنابراین در تحقیق حاضر مدل رگرسیونی به شیوه حداقل مربعات تعمیم یافته برآزش شده است.

جدول (۳): نتایج برآورد مدل پژوهش

نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری	همخطی (VIF)
عرض از مبدا	۱/۹۵۶	۲/۷۷۸	۰/۰۰۵۶	-
بازده سرمایه‌گذاری‌ها	۰/۱۸۱	۲/۶۹۳	۰/۰۰۷۳	۱/۰۲۶
نسبت سود به قیمت هر سهم	۰/۱۳۸	۲/۳۴۹	۰/۰۱۹۱	۱/۱۸۴
دوره وصول طلب	-۲۳/۵۹۰	-۲/۴۷۲	۰/۰۱۳۷	۱/۳۰۵
سرمایه در گردش	۰/۰۰۱	۲/۵۱۹	۰/۰۱۱۹	۱/۳۵۱
نسبت بدهی‌های بلندمدت	-۰/۰۷۹	-۳/۴۵۲	۰/۰۰۰۶	۲/۷۵۶
پوشش هزینه مالی	۰/۰۰۱	۱/۹۲۹	۰/۰۵۴۲	۱/۱۹۰
دوره بازپرداخت بدهی	-۰/۲۱۸	-۲/۴۰۸	۰/۰۱۶۳	۲/۰۰۹
نسبت آتی	۰/۰۹۷	۲/۵۲۹	۰/۰۱۱۶	۱/۵۰۰
مالکیت نهادی	۰/۳۰۹	۱/۸۸۹	۰/۰۵۹۱	۱/۴۲۱
مالکیت مدیریتی	۰/۱۲۳	۱/۰۴۳	۰/۲۹۷۳	۱/۱۲۵
خود همبستگی مرتبه اول	۰/۰۳۵	۰/۹۷۴	۰/۳۳۰	۱/۰۳۹
آزمون F لیمر (چاو)	۷/۳۴۳ (۰/۰۰۰)	آزمون H هاسمن	۳۱/۴۸۶ (۰/۰۰۰)	
آماره F	۶/۹۶۷ (۰/۰۰۰)	آماره دوربین واتسون	۲/۰۹۴	
آزمون جارک-برا	۱/۳۷۳ (۰/۵۰۳)	آزمون ناهمسانی واریانس	۳۹/۶۳۱ (۰/۰۰۰)	
ضریب تعیین	۰/۷۵۵	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۹۶	

ضریب تعیین نشان داد که بین ۶۹/۶ تا ۷۵/۵ درصد از تغییرات متغیرها تبیین شده و رابطه نسبتاً متوسط خطی بین متغیرها وجود دارد. با توجه به اطمینان از برقراری امکان استفاده از رگرسیون خطی مرکب مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی با الگوی اثرات ثابت و بر اساس نتایج جدول ۳ وجود رابطه خطی بین ثبات مالی به عنوان متغیر وابسته با شاخص‌های عملکرد (بازده سرمایه‌گذاری‌ها و نسبت سود به قیمت هر سهم)، شاخص‌های مدیریت منابع (دوره وصول طلب و سرمایه در گردش)، شاخص‌های ساختار مالی (نسبت بدهی‌های بلندمدت و پوشش هزینه مالی)، شاخص‌های نقدینگی (دوره بازپرداخت بدهی و نسبت آنی) و ویژگی‌های شرکت (مالکیت نهادی) مورد تایید قرار گرفت.

شاخص‌های عملکرد و ثبات مالی در شرکت‌ها:

الف) بازده سرمایه‌گذاری‌ها: شیب متغیر مستقل بازده سرمایه‌گذاری‌ها از شاخص‌های عملکردی برابر با ۰/۱۸۱ برآورد شده است. مثبت بودن ضریب این مؤلفه نشان‌دهنده تأثیر مثبت بازده سرمایه‌گذاری‌ها از شاخص‌های عملکردی بر ثبات مالی می‌باشد. آزمون معنی‌داری تأثیر بازده سرمایه‌گذاری‌ها بر ثبات مالی با معیار تی استیودنت انجام شد. بر اساس این آزمون، آماره تی استیودنت متناظر با ضریب متغیر بازده سرمایه‌گذاری‌ها برابر ۲/۶۹۳ و سطح معنی‌دار متناظر با آن برابر ۰/۰۷۳، به سمت صفر میل کرده و کمتر از ۱ درصد بوده است. لذا قابلیت تعمیم رابطه مستقیم بین بازده سرمایه‌گذاری‌ها و ثبات مالی به جامعه آماری، در سطح ۹۵ درصد پذیرفته شده است.

ب) نسبت سود به قیمت هر سهم: شیب متغیر مستقل سود به قیمت از شاخص‌های عملکردی برابر با ۰/۱۳۸ برآورد شده است. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته می‌توان نتیجه گرفت که متغیر سود به قیمت بر ثبات مالی تأثیر مثبت دارد. آزمون معنی‌داری تأثیر سود به قیمت بر ثبات مالی با معیار تی استیودنت انجام شد. بر اساس این آزمون، آماره تی استیودنت متناظر با ضریب متغیر سود به قیمت برابر ۲/۳۴۹ و سطح معنی‌دار متناظر با آن برابر ۰/۱۹۱، به سمت صفر میل کرده و کمتر از ۵ درصد بوده است. لذا قابلیت تعمیم رابطه مستقیم بین سود به قیمت و ثبات مالی به جامعه آماری، در سطح ۹۵ درصد پذیرفته شده است.

شاخص‌های مدیریت منابع و ثبات مالی در شرکت‌ها:

الف) دوره وصول طلب: شیب متغیر مستقل دوره وصول طلب از شاخص‌های عملکردی برابر با ۲۳/۵۹۰- برآورد شده است. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته می‌توان نتیجه گرفت که متغیر دوره وصول طلب بر ثبات مالی تأثیر منفی دارد. آزمون معنی‌داری تأثیر دوره وصول طلب بر ثبات مالی با معیار تی استیودنت انجام شد. بر اساس این آزمون، آماره تی استیودنت متناظر با ضریب متغیر دوره وصول طلب برابر ۲/۴۷۲- و سطح معنی‌دار متناظر با آن برابر ۰/۱۳۷، به سمت صفر میل کرده و کمتر از ۱ درصد بوده است. لذا قابلیت تعمیم رابطه معکوس بین دوره وصول طلب و ثبات مالی به جامعه آماری، در سطح ۹۵ درصد پذیرفته شده است.

ب) گردش سرمایه در گردش: شیب متغیر مستقل سرمایه در گردش از شاخص‌های عملکردی برابر با ۰/۰۰۱ برآورد شده است. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته می‌توان نتیجه گرفت که متغیر گردش سرمایه در گردش بر ثبات مالی تأثیر مثبت دارد. آزمون معنی‌داری تأثیر گردش سرمایه در گردش بر ثبات مالی با معیار تی استیودنت انجام شد. براساس این آزمون، آماره تی استیودنت متناظر با ضریب متغیر سرمایه در گردش برابر ۲/۵۱۹ و سطح معنی‌دار متناظر با آن برابر ۰/۰۱۱۹، به سمت صفر میل کرده و کمتر از ۵ درصد بوده است. لذا قابلیت تعمیم رابطه مستقیم بین گردش سرمایه در گردش و ثبات مالی به جامعه آماری، در سطح ۹۵ درصد پذیرفته شده است.

شاخص‌های ساختار مالی و ثبات مالی در شرکت‌ها:

الف) نسبت بدهی‌های بلندمدت: شیب متغیر مستقل نسبت بدهی‌های بلندمدت از شاخص‌های ساختار مالی برابر با ۰/۰۷۹- برآورد شده است. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته می‌توان نتیجه گرفت که متغیر نسبت بدهی‌های بلندمدت بر ثبات مالی تأثیر منفی دارد. آزمون معنی‌داری تأثیر نسبت بدهی‌های بلندمدت بر ثبات مالی با معیار تی استیودنت انجام شد. بر اساس این آزمون، آماره تی استیودنت متناظر با ضریب متغیر نسبت بدهی‌های بلندمدت برابر ۳/۴۵۲- و سطح معنی‌دار متناظر با آن برابر ۰/۰۰۰۶، به سمت صفر میل کرده و کمتر از ۱ درصد بوده است. لذا قابلیت تعمیم رابطه معکوس بین نسبت بدهی‌های بلندمدت و ثبات مالی به جامعه آماری، در سطح ۹۹ درصد پذیرفته شده است.

ب) پوشش هزینه مالی: شیب متغیر مستقل پوشش هزینه مالی از شاخص‌های ساختار مالی برابر با ۰/۰۰۱ برآورد شده است. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته می‌توان نتیجه گرفت که متغیر پوشش هزینه مالی بر ثبات مالی تأثیر مثبت دارد. آزمون معنی‌داری تأثیر پوشش هزینه مالی بر ثبات مالی با معیار تی استیودنت انجام شد. براساس این آزمون، آماره تی استیودنت متناظر با ضریب متغیر پوشش هزینه مالی برابر ۱/۹۲۹ و سطح معنی‌دار متناظر با آن برابر ۰/۰۵۴۲، به سمت صفر میل کرده و کمتر از ۱۰ درصد بوده است. لذا قابلیت تعمیم رابطه مستقیم بین پوشش هزینه مالی و ثبات مالی به جامعه آماری، در سطح ۹۰ درصد پذیرفته شده است.

شاخص‌های نقدینگی و ثبات مالی در شرکت‌ها:

الف) دوره بازپرداخت بدهی: شیب متغیر مستقل دوره بازپرداخت بدهی از شاخص‌های نقدینگی برابر با ۰/۲۱۸- برآورد شده است. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته می‌توان نتیجه گرفت که متغیر دوره بازپرداخت بدهی بر ثبات مالی تأثیر منفی دارد. آزمون معنی‌داری تأثیر دوره بازپرداخت بدهی بر ثبات مالی با معیار تی استیودنت انجام شد. براساس این آزمون، آماره تی استیودنت متناظر با ضریب متغیر دوره بازپرداخت بدهی برابر ۲/۴۰۸- و سطح معنی‌دار متناظر با آن برابر ۰/۰۱۶۳، به سمت صفر میل کرده و کمتر از ۱ درصد بوده است. لذا قابلیت تعمیم رابطه معکوس بین دوره بازپرداخت بدهی و ثبات مالی به جامعه آماری، در سطح ۹۵ درصد پذیرفته شده است.

ب) نسبت آنی: شیب متغیر مستقل نسبت آنی از شاخص‌های نقدینگی برابر با $0/097$ برآورد شده است. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته می‌توان نتیجه گرفت که متغیر نسبت آنی بر ثبات مالی تأثیر مثبت دارد. آزمون معنی‌داری تأثیر نسبت آنی بر ثبات مالی با معیار تی استیودنت انجام شد. براساس این آزمون، آماره تی استیودنت متناظر با ضریب متغیر نسبت آنی برابر $2/529$ و سطح معنی دار متناظر با آن برابر $0/0116$ ، به سمت صفر میل کرده و کمتر از 5 درصد بوده است. لذا قابلیت تعمیم رابطه مستقیم بین نسبت آنی و ثبات مالی به جامعه آماری، در سطح 95 درصد پذیرفته شده است.

ویژگی‌های شرکت و ثبات مالی در شرکت‌ها

الف) مالکیت نهادی: شیب متغیر مستقل مالکیت نهادی از ویژگی‌های شرکت برابر با $0/309$ برآورد شده است. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته می‌توان نتیجه گرفت که متغیر مالکیت نهادی بر ثبات مالی تأثیر مثبت دارد. آزمون معنی‌داری تأثیر مالکیت نهادی بر ثبات مالی با معیار تی استیودنت انجام شد. بر اساس این آزمون، آماره تی استیودنت متناظر با ضریب متغیر مالکیت نهادی برابر $1/889$ و سطح معنی دار متناظر با آن برابر $0/0591$ ، به سمت صفر میل کرده و کمتر از 10 درصد بوده است. لذا قابلیت تعمیم رابطه مستقیم بین مالکیت نهادی و ثبات مالی به جامعه آماری، در سطح 90 درصد پذیرفته شده است. در مجموع با توجه به برقراری پیش‌فرض‌های استفاده از رگرسیون خطی مرکب مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی، تفسیر شیب متغیرها در برآورد رگرسیونی، قابلیت تعمیم رابطه مستقیم بین مالکیت نهادی و ثبات مالی، در سطح 90 درصد اطمینان، پذیرفته می‌شود. به عبارتی دیگر، مالکیت نهادی از شاخص نقدینگی بر افزایش ثبات مالی تأثیرگذار است.

ب) مالکیت مدیریتی: شیب متغیر مستقل مالکیت مدیریتی از ویژگی‌های شرکت برابر با $0/123$ برآورد شده است. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته می‌توان نتیجه گرفت که متغیر مالکیت مدیریتی بر ثبات مالی تأثیر مثبت دارد. آزمون معنی‌داری تأثیر مالکیت مدیریتی بر ثبات مالی با معیار تی استیودنت انجام شد. بر اساس این آزمون، آماره تی استیودنت متناظر با ضریب متغیر مالکیت مدیریتی برابر $0/117$ و سطح معنی‌دار متناظر با آن برابر $1/043$ ، بیشتر از 10 درصد بوده است. لذا قابلیت تعمیم رابطه مستقیم بین مالکیت مدیریتی و ثبات مالی به جامعه آماری، در سطح 90 درصد رد شده است.

۵- نتیجه‌گیری و بحث

تحقیق حاضر در راستای برآورد مدل عوامل موثر بر ثبات مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به انجام رسیده است. روش تحقیق از جهت طرح، توصیفی-تحلیلی مبتنی بر وقایع گذشته، تجربی میدانی، پس روی دادی یا علی پس از وقوع بوده است و نهایتاً به جهت تکیه بر نمونه‌گیری از روش استنتاج استقرایی بهره گرفته است. به منظور شناسایی عوامل مؤثر بر ثبات مالی شرکت‌ها، ضمن مرور مطالعات صورت گرفته، مصاحبه نیمه ساختار یافته با استفاده از روش کیفی تحلیل تم صورت گرفته است (بام زر، 1400). پس از شناسایی و پالایش عوامل مؤثر در ادامه، شرکت‌های بورسی به علت قابلیت اتکاء و مقایسه‌پذیری داده‌ها به عنوان جامعه آماری

تعریف شده که از آن‌ها ۱۳۰ شرکت به روش حذف سیستماتیک (غربالگری) انتخاب و داده‌های عملکردی آن‌ها در بازه زمانی ۵ ساله منتهی به ۱۳۹۸/۱۲/۲۹ به عنوان ۶۵۰ سال - شرکت، مورد مطالعه قرار گرفته است. پس از تحلیل پیش‌فرض‌ها، با استفاده از رگرسیون خطی مرکب مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی با اثرات ثابت، روابط بین متغیرها مورد ارزیابی قرار گرفت. به طور کلی، نتایج این تحقیق نشان داد که رابطه متوسط خطی بین ثبات مالی به عنوان متغیر وابسته با شاخص‌های عملکرد (بازده سرمایه‌گذاری‌ها و نسبت سود به قیمت هر سهم)، شاخص‌های مدیریت منابع (دوره وصول طلب و سرمایه در گردش)، شاخص‌های ساختار مالی (نسبت بدهی‌های بلندمدت و پوشش هزینه مالی)، شاخص‌های نقدینگی (دوره بازپرداخت بدهی و نسبت آنی) و ویژگی‌های شرکت (مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی) بر ثبات مالی شرکت‌ها وجود دارد. بر این اساس، بازده سرمایه‌گذاری و نسبت سود به قیمت هر سهم (از شاخص‌های عملکرد)، سرمایه در گردش (از شاخص‌های مدیریت منابع)، پوشش هزینه مالی (از شاخص‌های ساختار مالی)، نسبت آنی (از شاخص‌های نقدینگی) و مالکیت نهادی (از ویژگی‌های شرکت) بر ثبات مالی شرکت‌ها اثر مثبت دارند. همچنین، دوره وصول طلب (از شاخص‌های مدیریت منابع)، نسبت بدهی‌های بلندمدت (از شاخص‌های ساختار مالی)، دوره بازپرداخت بدهی (از شاخص‌های نقدینگی) بر ثبات مالی تاثیر منفی داشته است.

شاخص‌های عملکردی بر ثبات مالی شرکت‌ها تاثیر مثبت داشته که این امر حاکی از این است که بقا و پایداری شرکت‌ها در گرو سودآوری و بهره‌وری آن‌هاست. سودآوری شرکت‌ها عاملی بسیار مهم و کلیدی در حفظ و جذب سرمایه‌ها و نیز نشان‌دهنده چگونگی هدایت آن‌ها در مسیر رشد و تعالی و در وهله اول پایداری و ثبات است. سایر متغیرها و شاخص‌های نشان‌دهنده سود سالانه نظیر نسبت سود به قیمت سهام نیز از این مقوله می‌باشد. از طرف دیگر دوره وصول مطالبات شرکت تاثیر منفی بر ثبات مالی داشته است که این نکته نشان می‌دهد هر چه مطالبات شرکت در دوره‌ای طولانی تر اتفاق بیفتد قدرت مالی شرکت کاهش می‌یابد که این نکته در نهایت می‌تواند ثبات و پایداری شرکت را تهدید نماید. بر این اساس توجه به وصول مطالبات در دوره‌های کوتاهتر در جهت افزایش پایداری و ثبات شرکت‌ها توصیه می‌شود. در همین راستا بالا بودن سرمایه در گردش شرکت توانایی مالی شرکت‌ها را بالا برده و آن‌ها را با ثبات‌تر خواهد کرد. برعکس حالتی که برای دوره وصول مطالبات وجود داشت برای متغیر دوره بازپرداخت بدهی می‌توان متصور شد. به بیانی دیگر هر چه بدهی‌های شرکت به سایرین در بازه‌های زمانی بلندتری انجام گیرد پایداری و ثبات مالی شرکت بالاتر خواهد رفت. این نکته نشان‌دهنده اعتبار بالاتر شرکت در میان سایر شرکت‌ها و در تعامل با آن‌ها نیز خواهد بود. در سوی دیگر تملک یا تعلق سهام شرکت برای حقوقی‌ها و ارگان‌های نهادی نیز منجر به بالا رفتن ثبات مالی شرکت‌ها می‌شود.

به تحلیلگران بازار سرمایه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری توصیه می‌شود به جای صرف توجه به سودآوری شرکت‌ها و تغییرات قیمتی سهام در افق دیدی وسیع‌تر و با توجه به ثبات مالی شرکت‌ها، تصمیم‌سازی و تصمیم‌گیری نمایند. در این صورت می‌توانند ارزیابی خود را چند بعدی نموده و با تکیه بر عوامل شناسایی و پالایش شده در ابعاد ۱. عملکرد (بازده سرمایه‌گذاری، سود هر سهم، بازده سرمایه، حاشیه سود خالص، نوسان سودآوری و بتای سهام)، ۲. مدیریت منابع (دوره وصول طلب، سرمایه در گردش، گردش دارایی و گردش کالا)، ۳. ساختار مالی (بدهی‌های

بلندمدت، پوشش هزینه مالی و نسبت کل بدهی)، ۴. نقدینگی (دوره بازپرداخت بدهی، نسبت آنی و نسبت جاری) و در آخر ۵. ویژگی‌های شرکت (مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، اندازه شرکت، استقلال هیأت مدیره، صنعت و فرصت‌های رشد)، به سنجش ثبات مالی شرکت‌های مورد بررسی مبادرت نمایند.

فهرست منابع

- ۱) اسدی، غلامحسین، نادری نورعینی محمد مهدی و منصور سرفراز. (۱۳۹۶). تأثیر محافظه‌کاری بر پایداری ارقام تعهدی. فصلنامه حسابداری مالی، ۹ (۳۶): ۵۲-۳۲.
- ۲) افلاطونی، عباس. (۱۳۹۲). تجزیه و تحلیل آماری با EViews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی: قابل استفاده برای دانشجویان دوره‌های کارشناسی ارشد و دکتری حسابداری، مدیریت مالی و اقتصاد، انتشارات ترمه، چاپ اول.
- ۳) حاجیه‌ها، زهره و مریم نادری. (۱۳۹۷). بررسی ارتباط بین کیفیت حسابداری با ضعف‌های بااهمیت کنترل داخلی. فصلنامه حسابداری مالی، ۱۰ (۳۷): ۹۵-۱۱۸.
- ۴) بام زر، امیرعلی، (۱۴۰۰). تبیین الگوی ثبات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران مبتنی بر شاخص‌های مالی.
- ۵) موسوی، سمانه، (۱۳۹۴). بررسی عوامل موثر بر بی‌ثباتی بانک‌ها در ایران با استفاده از شاخص Z-score. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اقتصادی و سیاسی گروه اقتصاد، دانشگاه شهید بهشتی.
- 6) Allen, W. and Wood, G. (2006), "Defining and achieving financial stability", *Journal of Financial Stability*, June, pp. 152-172.
- 7) Altman, E. I., 1968, Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, *The Journal of Finance* 23, 589-609.
- 8) Beaver, W. H., 1966, Financial ratios as predictors of failure, *Journal of Accounting Research* 4, 71-111.
- 9) Beck, T., Degryse, H., & Kneer, C. (2014). Is more finance better? Disentangling intermediation and size effects of financial systems. *Journal of Financial Stability*, 10, 50-64.
- 10) Blank I.A., 2013. Upravljenje finansovoj bezopasnost'ju predprijatija.
- 11) Crockett, A., (1997), "Why is Financial Stability a Goal of Public Policy?", in *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, Symposium Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, August, pp. 55-96.
- 12) Darrat, A. F., S. Gray, J. C. Park, and Y. Wu, 2016, Corporate governance and bankruptcy risk, *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 31, 163-202
- 13) Delas, V., Nosova, E., & Yafinovich, O. (2015). Financial security of enterprises. *Procedia Economics and Finance*, 27, 248-266.
- 14) Faleye, O., R. Hoitash, and U. Hoitash, 2013, Advisory directors. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1866166>
- 15) Ferry, L., Gebreiter, F., & Murphy, P. (2017). Written evidence submitted to the Public Accounts Committee
- 16) Gottardo, P., and A. M. Moisello, 2017, Family firms, risk-taking and financial distress, *Problems and Perspectives in Management* 15, 168-177.
- 17) Habib, A., Costa, M. D., Huang, H. J., Bhuiyan, M. B. U., & Sun, L. (2020). Determinants and consequences of financial distress: review of the empirical literature. *Accounting & Finance*, 60,

- 1023-1075.
- 18) Hung, H., Ryan, S, Lissa, J. 2020. Monetary policy in the crisis: testing the limits of monetary policy. In: Speech delivered at the 47th SEACEN Governor's Conference, Seoul, Korea, February, pp. 13---14.
 - 19) Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
 - 20) Large, A., (2003), "Financial Stability: Maintaining Confidence in a complex world", in Bank of England Financial Stability Review, December, pp. 170-174
 - 21) Lian, Y., 2017, Financial distress and customer-supplier relationships, *Journal of Corporate Finance* 43, 397-406.
 - 22) Lin, F., Liang, D., & Chen, E. (2011). Financial ratio selection for business crisis prediction. *Expert Systems with Applications*, 38(12), 15094-15102.
 - 23) Merton, R. C., 2006, On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates, *The Journal of Finance* 29, 449-470
 - 24) Miera, D. M., & Repullo, R. (2020). Interest Rates, Market Power, and Financial Stability. Ohlson, J. A., 1980, Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy, *Journal of Accounting Research* 18, 109-131.
 - 25) Ohlson, J. A., 1980, Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy, *Journal of Accounting Research* 18, 109-131.
 - 26) Padoa-Schioppa, T., (2002), "Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between", paper
 - 27) Rodriguez, L., Fich, E. M., and S. L. Slezak, 2021, Can corporate governance save distressed firms from bankruptcy? An empirical analysis, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 30, 225-251.
 - 28) Roncoroni, A., Battiston, S., Farfán, L. O. L. E., & Jaramillo, S. M. (2021). Climate risk and financial stability in the network of banks and investment funds. *Journal of Financial Stability*, 100870.
 - 29) Schinasi, G., (2004), "Defining Financial Stability", IMF Working Paper No. WP/04/187, October.

Estimation of the model of factors affecting financial stability of companies listed on the Tehran Stock Exchange

A. Bamzar

PhD.Student in Accounting, Qom Branch, Islamic Azad University, Qom, Iran.

M. Mehrabanpour

Assistant Professor, Department Of Accounting, University Of Tehran, Farabi Campus Qom, Qom, Iran.

H. Jahangirnia

Assistant Professor, Department Of Accounting, Qom Branch, Islamic Azad University, Qom, Iran.

M. Safa

Assistant Professor, Department Of Accounting, Qom Branch, Islamic Azad University, Qom, Iran.

Abstract

The main purpose of this study is to estimate the model of factors affecting financial stability in companies listed on the Tehran Stock Exchange. The research method in terms of design was descriptive-analytical based on past events, field experiments, retrospective or causal after occurrence. A review of the literature, research, and interview results reveals five main themes that categorize the factors affecting financial stability in companies. In the following, the effect of these components on financial stability in companies is evaluated. For this purpose, the performance information of 130 companies has been screened by the method of screening in the period 2015-2019. The results showed that return on investment and profit to price ratio per share (from performance indicators), working capital (from resource management indicators), financial cost coverage (from financial structure indicators), instantaneous ratio (from indicators Liquidity indices) and institutional ownership (characteristics of the company) have a positive effect on the financial stability of companies. Also, receivables period (from resource management indicators), long-term debt ratio (from financial structure indicators), debt repayment period (from liquidity indicators) have had a negative impact on financial stability.

Key words: Financial stability, financial indicators, model estimation