



بررسی رابطه سهامداران نهادی به عنوان مالک و مدیر بر در ماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

زهرا مرادی رامز^۱
شهلا سهرابی^۲

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۴/۱۲ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۶/۱۶

چکیده

هدف از انجام این تحقیق بررسی رابطه سهامداران نهادی به عنوان مالک و مدیر بر در ماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. روش تحقیق از منظر هدف کاربردی و از نظر ماهیت جمع آوری داده ها توصیفی-همبستگی و از نوع داده کمی است. جامعه آماری تحقیق را کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ تشکیل می دهد، به منظور نمونه گیری از روش حذف سیستماتیک استفاده شده و تعداد ۱۰۷ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردیده است. جهت تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزار Eviews استفاده شده است. نتایج تحقیق حاکی از این است که بین تعداد سهامداران نهادی که در هیئت مدیره اند (مالکیت نهادی) و در ماندگی مالی شرکت های مورد مطالعه و همچنین بین تعداد سهامداران نهادی که مالک شرکت اند (مالکیت مدیریتی) و در ماندگی مالی شرکت ها رابطه معنادار وجود دارد.

واژه های کلیدی: بورس اوراق بهادار تهران ، در ماندگی مالی، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی.

طبقه بندی JEL: G1 , O16 , O17

۱- کارشناس ارشد، گروه مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهریار، شهریار، ایران.

۲- استادیار، گروه مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهریار، شهریار، ایران (نویسنده مسئول) modiran77@gmail.com

۱- مقدمه

با گسترده شدن شرکت‌ها و موسسات مالی خطر جدایی مالکیت از مدیریت احساس می‌شود، این وضعیت می‌تواند شرکت را به سمت درماندگی مالی هدایت کند. در حقیقت با شکل‌گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ایجاد می‌گردد. بدان معنا که ممکن است مدیران دست به رفتارهای فرصت طلبانه‌زده، تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در جهت منافع آنها و عکس منافع سهام‌داران باشد. نیاز به حاکمیت شرکتی (نظام راهبری شرکت) از تضاد منافع بالقوه بین افراد حاضر در ساختار شرکت ناشی می‌شود. در پی بحران‌های اقتصادی اخیر، تحقیقات مبتنی بر سازمان‌های بین‌المللی، به ارائه تاثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر درماندگی مالی پرداختند. این موضوع همچنان حائز اهمیت است زیرا تفاوت در ویژگی‌های حاکمیت شرکتی کاربرد با اهمیتی در تصمیمات کسب و کار دارد خصوصاً زمانی که ریسک عدم موفقیت بالا باشد (جاج و زیتامل^۱، ۱۹۹۲).

در حقیقت، محققان پیشین نشان دادند که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی از جمله ساختار مالکیت و هیات مدیره تاثیرات متفاوتی بر شرکتهای درمانده مالی دارد (وانگ و دنگ^۲، ۲۰۰۶). تحقیقات مربوط به حاکمیت شرکتی به دو صورت نقش ذینفعان و تمرکز مالکیت در درماندگی مالی شرکت‌ها را مطرح کردند. از یک طرف برخی نویسندگان نشان دادند که ذینفعان می‌توانند نقش با اهمیتی به عنوان یک مکانیزم کنترل داخلی در نظارت مدیریت و جلوگیری از شکست شرکت ایفا کنند و رفتار فرصت طلبانه مالکان را کاهش دهند. از طرف دیگر تمرکز مالکیت می‌تواند اثرات مضر داشته باشد. به این صورت که ذینفعان می‌توانند از قدرت خود استفاده کرده و دارایی‌های شرکت را به تامین مالی سایر کسب و کارها انتقال دهند (وانگ و دنگ، ۲۰۰۶).

ساختار مالکیت در حاکمیت شرکتی دارای جایگاه هسته‌ای و مشخص می‌باشد. تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت به عنوان ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکت‌هاست. این بعد از حاکمیت در قالب ابعاد مختلف تعیین کننده نوع مالکیت شرکت نظیر توزیع مالکیت، تمرکز مالکیت، وجود سهامداران اقلیت و عمده در ترکیب شرکت و درصد مالکیت آنها قابل بررسی است. همچنین ترکیب سهامداران شرکت‌ها از الگوی متفاوتی نظیر سهامداران نهادی، مالکیت مدیریتی، سهامداران خصوصی و دولتی تبعیت می‌کند یکی از ساز و کارهای کنترل بیرونی موثر بر حاکمیت شرکتی که دارای اهمیت فزاینده‌ای بوده، ظهور سرمایه‌گذاران نهادی است (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۸).

هدف از انجام این تحقیق بررسی رابطه بین سهامداران نهادی به عنوان مالک و مدیر بر در ماندگی مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. بنابراین پژوهش حاضر به دنبال پاسخگویی به پرسش های زیر است:

- ◀ چه رابطه ای بین تعداد سهامداران نهادی که در هیئت مدیره اند (مالکیت نهادی) و در ماندگی مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد؟
- ◀ چه رابطه ای بین تعداد سهامداران نهادی که مالک شرکت اند (مالکیت مدیریتی) و در ماندگی مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد؟

۲- مبانی نظری

سرمایه گذاران نهادی

سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانکها، شرکت های بیمه، شرکت های سرمایه گذاری و ... می باشند. عموماً این گونه تصور می شود که حضور سرمایه گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار و رویه های شرکت منجر شود. این امر از فعالیت های نظارتی که این سرمایه گذاران انجام می دهند، نشأت می گیرد (بوش^۲، ۱۹۹۸). نتایج حاصل از تحقیقات بوش (۱۹۹۸) نشان می دهد در شرکت هایی که درصد مالکیت نهادی کمتر است، مدیران تمایل زیادی به کاهش هزینه های تحقیق و توسعه و در نتیجه، بالا بردن سود به سطح سال قابل قبول دارند. در شرکت هایی که درصد مالکیت نهادی بالاتر است، انگیزه مدیران برای مدیریت سود از طریق عدم انجام سرمایه گذاری در فعالیت های تحقیق و توسعه کاهش می یابد. بنابراین، می توان نتیجه گرفت که حضور مالکین نهادی به کاهش مدیریت سود و متعاقباً حسابداری محافظه کارانه منجر می گردد. از آنجا که سهامدارن عمده گرایش زیادی به نظارت بر مدیریت شرکت دارند به همین دلیل وجود آنها باعث کاهش هزینه های نمایندگی شرکت و در نهایت افزایش ارزش و عملکرد شرکت می گردد. کافی^۳ (۱۹۹۱) نیز در مطالعه خود نشان داد که سرمایه گذاران حقوقی نیز می توانند در اعمال کنترل و نظارت بر شرکت خصوصاً در جلسات هیات مدیره نقش موثری ایفا کنند.

اصولاً سرمایه گذاران نهادی را می توان به دو دسته منفعل و فعال تقسیم کرد:

دسته اول سرمایه گذاران نهادی منفعل دارای گردش پرتفوی بالایی بوده و استراتژی معاملاتی لحظه ای دارند. برای مثال، با یک خبر خوب سهام می خردند و با خبر بد سهام را می فروشند. برای این مالکان، قیمت جاری سهام بسیار مهم بوده، دارای دیدگاه کوتاه مدت و گذرا هستند و عملکرد جاری را به عملکرد بلند مدت شرکت ترجیح می دهند. بنابراین، انگیزه زیادی برای نظارت بر

مدیریت و داشتن نماینده در هیات مدیره شرکت های سرمایه پذیر ندارند، زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه مدت نصیب آنها شود (پوتر^۴، ۱۹۹۲). تمرکز بیش از حد این سهامداران بر عملکرد و سود جاری، ممکن است انگیزه‌هایی را برای خوش بینی مدیریت در ارائه سود حسابداری جهت نیل به اهداف کوتاه مدت، فراهم آورد.

دسته دوم سرمایه‌گذاران نهادی فعال، دیدگاه بلند مدت داشته، عملکرد بلند مدت شرکت را مدنظر دارند. بنابراین، انگیزه زیادی برای داشتن نماینده در هیات مدیره شرکت‌های سرمایه پذیر دارند. گردش پایین سبد سهام سرمایه‌گذاران بزرگ بیانگر انگیزه این سهامداران برای نگهداری سهام و تشویق مدیران به بهبود عملیات و افزایش ثروت سهامداران است. این سهامداران با نظارت فعالانه بر مدیریت تصمیمات وی، انگیزه‌هایی را برای مسئولیت پذیری بیشتر مدیریت فراهم می‌آورند (مهرانی و همکاران، ۱۳۹۲). از طرفی، فرضیه نظارت کارا بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی به علت خبره بودن به راحتی و با هزینه کمتر نسبت به سایر سرمایه‌گذاران می‌توانند بر مدیریت نظارت کنند. در نهایت پیش‌بینی می‌شود که این نظارت باعث ایجاد رابطه مثبت بین درصد سرمایه‌گذاران نهادی و عملکرد شرکت شود. این فرضیه بطور تلویحی فقط یک رابطه سرمایه‌گذاری بین مالکیت نهادی و شرکت فرض می‌کند. فرضیه تضاد منافع بیان می‌کند که با توجه به سایر روابط تجاری سودآور با شرکت، سرمایه‌گذاران نهادی مجبور به دادن رأی به مدیریت بر اساس سهام‌شان هستند. به عنوان مثال، یک شرکت بیمه ممکن است مالک بخش قابل توجهی از سهام شرکت باشد و همزمان به عنوان بیمه گر اصلی شرکت نیز فعالیت کند. رأی دادن بر علیه مدیریت می‌تواند تأثیر قابل توجهی بر روابط تجاری شرکت بیمه با مدیریت (و شاید دیگران) بگذارد، در حالی که رأی به نفع مدیریت منجر به هیچ مجازات آشکاری نمی‌شود. فرضیه همراستایی، راهبرد را نیز بیان می‌کند که همکاران مالکان نهادی و شرکت مزایای دو جانبه برای هر دو طرف دارد، بطورکلی این همکاران اثرات مثبت بر ارزش شرکت ناشی از نظارت سرمایه‌گذاران نهادی را کاهش می‌دهد. در نتیجه فرضیات تضاد منافع و هم راستایی راهبرد یک رابطه منفی بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت پیش‌بینی می‌کند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۴).

سلامت مالی و درماندگی مالی

سرمایه‌گذاران ایرانی کمتر به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی تمایل دارند و این نشان دهنده عدم اطمینان و شناخت آنها از بازارهای مالی است. برای ترغیب سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی باید چاره جویی کرد و شرایطی را فراهم نمود که به سرمایه‌گذاران در آگاهی دادن درباره بازارهای مالی و تصمیم‌گیری های آنها کمک شود. یک

عامل بسیار مهم که تصمیمات سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد عامل سلامت مالی واحدهای اقتصادی می‌باشد. اگر بتوان سلامت مالی به مفهوم توانایی واحد اقتصادی به ایفاء تعهدات و سودآوری برای کلیه سرمایه‌گذاران و ذینفعان و تداوم فعالیت را سنجش و ارزیابی کرد و مدلی برای آن ارائه داد، در واقع شرایط مطمئن‌تری در بازار سرمایه ایجاد شده که به امر گسترش سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی کمک خواهد کرد (خدابخش و همکاران، ۱۳۹۲).

درماندگی مالی یکی از مراحل ورشکستگی است، که در این مرحله شرکتها در بازپرداخت بدهی‌های خود دچار مشکل می‌شوند. در یک تعریف کلی؛ درماندگی مالی حالتی است که در آن به علت کاهش قدرت سودآوری شرکت، احتمال عدم توانایی بازپرداخت اصل و فرع بدهی شرکت افزایش یافته است (رضوانی، ۱۳۹۲).

برای سهامداران یا سرمایه‌گذاران این سؤال همواره مطرح می‌شود که آیا امکان سنجش و ارزیابی سلامت مالی شرکت‌ها وجود دارد یا نه؟ بنابراین در این راستا شناخت عوامل تأثیرگذار بر سلامت مالی مهم می‌باشند. عوامل تأثیرگذار بر سلامت مالی متعدّدند برای شناخت عوامل تأثیرگذار بر توانایی سودآوری، ایفاء تعهدات و تداوم فعالیت باید عملکرد واحدهای اقتصادی مورد ارزیابی قرار گیرد که در این ارتباط مطالعات وسیعی انجام شده است. در برخی از مطالعات فقط اثر یک شاخص یا عامل استفاده شده و در برخی دیگر شاخص‌ها و عوامل به طور گروهی برای ارزیابی و پیش‌بینی مورد استفاده قرار گرفته‌اند که بعضی از مطالعات نشان داده است که وقتی این شاخص‌ها به طور گروهی در ارزیابی عملکرد و در نتیجه سلامت مالی استفاده می‌شوند نتایج بهتری را ارائه خواهند داد (پورعلی و همکاران، ۱۳۸۹).

۳- پیشینه تحقیق

جدول (۱) برخی از مطالعات انجام شده در رابطه با موضوع تحقیق را نشان می‌دهد.

جدول (۱) برخی از مطالعات انجام شده

نام صاحب‌نظر	سال	نتایج / یافته‌ها
مانزانیک و همکاران	۲۰۱۶	تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی بر درماندگی شرکتها بطور منفی و معنادار تأثیرگذار است.
فاتا و همکاران	۲۰۱۶	بین ساختار مالکیت، بازده سهام و مخارج سرمایه‌گذاری رابطه وجود دارد.
لین و همکاران	۲۰۱۴	همبستگی بین مشکلات نمایندگی با واگرایی کنترل مالکیت تأثیر واقعی را بر درآمد مالی و سرمایه‌گذاری شرکت می‌گذارد.
گومز-مجیا و ویسمن	۲۰۱۲	مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی هر دو منجر به کاهش درماندگی مالی شرکتها می‌شود.

نام صاحب‌نظر	سال	نتایج / یافته‌ها
فیچ و سلزک ^۵	۲۰۱۰	بین مالکیت مدیریتی و درماندگی مالی شرکت‌ها ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.
لاجیلی و زیگال ^۶	۲۰۱۰	تمرکز مالکیت ارتباط مستقیم و معناداری با احتمال درماندگی مالی شرکت‌ها دارد.
مانگنا و کامیسا ^۷	۲۰۰۸	تمرکز مالکیت تاثیرگذاری معناداری بر درماندگی مالی شرکت‌ها دارد.
دایها و همکاران ^۸	۲۰۰۸	نشان دادند که درماندگی مالی با افزایش تمرکز مالکیت افزایش می‌یابد.
وانگ و دنگ ^۹	۲۰۰۶	تمرکز مالکیت بطور منفی و معنادار بر درماندگی مالی شرکت‌ها تاثیرگذار است.
سیف اللهی	۱۳۹۷	درماندگی مالی شرکت‌ها شدت رابطه بین هموارسازی سود و هزینه بدهی را افزایش می‌دهد و درماندگی مالی تأثیر منفی و معناداری بر هزینه بدهی شرکت‌ها دارد.
عباس‌زاده و همکاران	۱۳۹۵	شرکت‌های با مالکیت نهادی پایین نسبت به شرکت‌های با مالکیت نهادی بالا رابطه قویتری را بین شفافیت گزارشگری مالی و اجتناب مالیاتی را نشان می‌دهند.
خواجه و همکاران	۱۳۹۴	نتایج تحقیق آنان، حاکی از وجود رابطه مستقیم و معنی دار نسبت مدیران غیرموظف، نوع اظهارنظر حسابرس، پاداش هیأت مدیره و اندازه هیأت مدیره با درماندگی مالی است.
علم‌الهدی و همکاران	۱۳۹۳	ساختار سرمایه با ساختار مالکیت رابطه مثبت دارد و همچنین وجود رابطه منفی بین تعداد سهام‌های متعلق به سرمایه‌گذاران نهادی با اهرم تأیید شد.
صادقی و همکاران	۱۳۹۳	عوامل نظام راهبری شرکت‌ها؛ بالا بودن سابقه فعالیت، نسبت اهرمی و تمرکز مالکیت احتمال درماندگی مالی را افزایش و اندازه شرکت، هزینه نمایندگی و نسبت جاری بالا احتمال درماندگی مالی را کاهش می‌دهد.
ستایش و منصوری	۱۳۹۳	پایین‌بودن درصد مدیران غیرموظف هیئت مدیره در شرکت‌های درمانده مالی در مقایسه با شرکت‌های غیردرمانده مالی، یکی از دلایل درماندگی مالی شرکت‌ها است.

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۴- روش تحقیق

تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر ماهیت جمع‌آوری داده‌ها توصیفی-همبستگی است. جامعه آماری تحقیق را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ تشکیل می‌دهد، روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک و تعداد نمونه ۱۰۷ شرکت می‌باشد.

۵- فرضیه‌های تحقیق

- (۱) بین تعداد سهامداران نهادی که در هیئت مدیره‌اند (مالکیت نهادی) و درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد.
- (۲) بین تعداد سهامداران نهادی که مالک شرکت‌اند (مالکیت مدیریتی) و درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد.

در این پژوهش شرکت‌ها به لحاظ سلامت مالی به دو گروه سالم و درمانده طبقه‌بندی می‌شوند: شرکت‌های سالم: شرکتی که طی ۴ سال متوالی منتهی به سال جاری دارای رشد سود پس از کسر مالیات باشد که البته این نشان دهنده توانایی شرکت برای پرداخت تعهداتش در آینده نیز می‌باشد (پورعلی و همکاران ۱۳۸۹).

شرکت‌های درمانده: عدم عکس‌العمل فوری در مقابل محیط تجاری پویا و همواره در حال تغییر موجب ایجاد خط روند منفی در سود پس از کسر مالیات و نهایتاً درماندگی می‌شود. چنانچه شرکتی در سال جاری دارای زیان و طی ۳ سال گذشته حداقل متحمل یکبار زیان شده باشد این نشانگر آنست که شرکت نمی‌تواند در سال بعد وضعیت خود را بهبود ببخشد. و به این ترتیب دچار درماندگی مالی شده و قادر به ایفای تعهدات خود نخواهد بود و ضرر آن به تمام ذینفعان خواهد رسید (فلاح، ۱۳۹۳).

۶- متغیرهای تحقیق

• سودآوری

نسبت سود قبل از بهره و مالیات بر ارزش جایگزینی دارایی‌های کل در سال $t-1$ (مانزانک و همکاران، ۲۰۱۶).

$$Profitability = \frac{EBIT_t}{TERV_{t-1}}$$

• هزینه مالی

نسبت هزینه مالی بر ارزش جایگزینی دارایی‌های کل در سال $t-1$ (مانزانک و همکاران، ۲۰۱۶).

$$FinancialCost = \frac{FinancialCost_t}{TERV_{t-1}}$$

• سود باقیمانده

نسبت سود باقیمانده بر ارزش جایگزینی دارایی‌های کل در سال $t-1$ (مانزانک و همکاران، ۲۰۱۶).

$$RE = \frac{RE_t}{TERV_{t-1}}$$

• دوگانگی وظیفه مدیرعامل

اگر مدیر شرکت هم مدیرعامل و هم رییس هیات مدیره باشد عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود (مرادی و همکاران، ۱۳۹۱).

- استقلال هیات مدیره
تعداد اعضای غیر موظف به کل اعضای هیات مدیره (دیمیتروپولوس و آستریو، ۲۰۱۰).
- اندازه هیات مدیره
تعداد اعضای فعال در هیات مدیره طی سال مالی (خرسند و همکاران، ۱۳۹۲).

۴- تجزیه و تحلیل داده ها

جدول (۲) برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها را نشان می دهد. اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که بیانگر نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده ها است. مقدار میانگین برای متغیر درماندگی مالی برابر با ۰/۴۴ می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند.

جدول (۲) آمار توصیفی داده ها

دوگانگی وظیفه مدیر عامل	اندازه هیات مدیره	استقلال هیات مدیره	سود باقیمانده	هزینه مالی	سود آوری	مالکیت مدیریتی	مالکیت نهادی	درماندگی ی مالی	
۰/۶۴	۵/۱۲	۰/۰۰	۰/۳۲	۲/۵۷	۰/۲۶	۰/۳۰	۴۹/۶۵	۰/۴۴	میانگین
۰/۶۰	۵/۰۰	۰/۰۰	۰/۳۶	۲/۲۰	۰/۱۱	۰/۲۶	۵۵/۶۱	۰/۰۰	میانه
۱/۰۰	۷/۰۰	۱/۰۰	۰/۹۹	۱/۱۴	۴۴/۰۸	۰/۹۸	۹۸/۲۹	۱/۰۰	بیشینه
۰/۰۰	۵/۰۰	۰/۰۰	-۰/۹۵	۰/۰۰	-۹/۸۳	۰/۰۱	۰/۰۰	۰/۰۰	کمینه
۰/۲۲	۰/۵۴	۰/۰۹	۰/۴۳	۱/۱۹	۲/۰۶	۰/۱۸	۳۲/۶۹	۰/۴۹	انحراف معیار
-۰/۵۱	۴/۷۰	۱۰/۱۹	-۱/۰۵	۷/۱۸	۱۷/۹۸	۱/۰۸	-۰/۱۸	۰/۲۱	ضریب چولگی
۳/۳۰	۲۶/۵۶	۱۰۵/۰۰	۳/۶۲	۵۸/۲۹	۳۸۳/۲۳	۴/۳۴	۱/۵۵	۱/۰۴	ضریب کشیدگی
۵۳۵	۵۳۵	۵۳۵	۵۳۵	۵۳۵	۵۳۵	۵۳۵	۵۳۵	۵۳۵	مشاهدات

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۴-۱- بررسی ناهمسانی واریانس

جدول ۳ وجود مشکل ناهمسانی واریانس را با استفاده از آزمون بروش پاگان - کوک و ویسبرگ نشان می دهد.

جدول (۳) نتایج آزمون آزمون بروش پاگان - کوک و ویسبرگ برای کشف ناهمسانی واریانس

مدل	فرضیه صفر (H_0)	آماره χ^2 بروش پاگان - کوک و ویسبرگ	p-value	نتیجه آزمون
اول	واریانس‌ها همسانند	۲/۱۴۷۱	۰/۰۰۴۲	H_0 رد می‌شود (ناهمسانی واریانس وجود دارد)
دوم	واریانس‌ها همسانند	۳/۰۹۷۴	۰/۰۱۵۷	H_0 رد می‌شود (ناهمسانی واریانس وجود دارد)

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در تمامی مدل‌های پژوهش مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد (زیرا احتمال یا p-value محاسبه شده کوچکتر از ۰/۰۵ است). بنابراین تخمین نهایی این مدل‌ها با استفاده از آزمون GLS صورت می‌گیرد تا فرض همسانی واریانس‌ها در تحلیل رگرسیون برقرار بماند و مشکل ناهمسانی واریانس‌ها به این ترتیب حل شود.

۲-۴- نتایج آزمون

با توجه به نتایج دو آزمون انجام شده (F و هاسمن) در هر دو آزمون احتمال بدست آمده کمتر از ۵ درصد بوده و بنابراین باید در مدل رگرسیونی مربوطه از روش اثرات ثابت استفاده شود.

جدول (۴) نتایج آزمون F لیمر (سطح خطای ۵ درصد)

آزمون F لیمر				
احتمال	درجه آزادی	مقدار آماره	شرح	
۰/۰۰۹۴	(۱۰۲/۳۹۹)	۰/۵۷۹۸۴۴	Cross-section F	مدل ۱
۰/۰۰۲۹	۱۰۲	۷۰/۳۵۵۱۶۹	Cross-section Chi-square	
۰/۰۰۰۰	(۱۰۲/۳۹۹)	۰/۵۶۳۶۲۶	Cross-section F	مدل ۲
۰/۰۰۰۶	۱۰۲	۶۸/۵۱۴۰۱۲	Cross-section Chi-square	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۵) نتایج آزمون هاسمن (سطح خطای ۵ درصد)

آزمون هاسمن				
احتمال	درجه آزادی	مقدار آماره	شرح	
۰/۰۱۰۷	۷	۵/۴۰۴۴	Cross-section F	مدل ۱
۰/۰۰۸۳	۷	۴/۸۴۹۶	Cross-section F	مدل ۲

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۳-۴- آزمون فرضیه‌ها

• نتایج آزمون رگرسیون فرضیه اول

H_0 : بین تعداد سهامداران نهادی که در هیئت مدیره‌اند (مالکیت نهادی) و درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود ندارد.

H_1 : بین تعداد سهامداران نهادی که در هیئت مدیره‌اند (مالکیت نهادی) و درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد.

جدول (۶) آزمون رگرسیون و معناداری مدل فرضیه اول

نام متغیر	ضرایب برآوردی	انحراف برآورد	آماره t	سطح معناداری
ثابت	۰/۱۱۷۹	۰/۲۲۲۶	۰/۵۲۹۶	۰/۵۹۶۶
مالکیت نهادی	-۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۶	-۰/۴۲۱۲	۰/۰۴۳۷*
سودآوری	-۰/۰۰۰۱	۰/۰۱۰۴	-۰/۰۱۳۰	۰/۰۰۲۶**
استقلال هیات مدیره	-۱/۸۰۱۱	۱/۸۱۱۱	-۰/۹۹۲۸	۰/۰۲۱۳*
اندازه هیات مدیره	-۰/۰۰۸۶	۰/۰۵۱۰	-۰/۱۶۸۹	۰/۸۶۵۹
هزینه مالی	-۰/۴۱۲۹	۰/۲۲۳۹	-۱/۸۴۳۶	۰/۰۶۵۸
سود باقیمانده	۰/۰۴۱۱	۰/۰۴۰۲	۱/۰۲۱۷	۰/۳۰۷۴
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	۰/۲۱۳۳	۰/۰۹۸۰	۲/۱۷۶۳	۰/۰۳۰۰*
دوربین - واتسون	ضریب تعیین شده	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری
۲/۰۸	۰/۶۲	۰/۶۰	۱/۶۰۰۱	۰/۰۰۰۰**

* سطح خطای ۵ درصد و ** سطح خطای ۱ درصد

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به جدول (۶) آماره دوربین - واتسون برابر با ۲/۰۸ می‌باشد و این نشان می‌دهد به خطاها همبستگی وجود ندارد چرا که بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. ضریب برآوردی متغیر مالکیت نهادی بر درماندگی مالی برابر با ۰/۰۰۰۲۸۴- می‌باشد که نشان می‌دهد بین متغیر مالکیت نهادی و درماندگی مالی رابطه منفی و معکوس وجود دارد، یعنی با افزایش مالکیت نهادی، درماندگی مالی شرکت‌ها کاهش می‌یابد. ضریب تعیین تعدیل شده این آزمون برابر با ۰/۶۰ می‌باشد، که نشان می‌دهد مستقل در مدل حاضر می‌تواند ۶۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته (درماندگی مالی) را پیش‌بینی نمایند. به دلیل معنادار بودن آماره F در سطح خطای ۱ درصد، می‌توان گفت که مدل تحقیق از لحاظ آماری معنادار و مناسب می‌باشد. در نهایت، بدلیل اینکه سطح معناداری آماره t

متغیر مستقل تحقیق از سطح خطای ۵ درصد پایین تر است، می توان با اطمینان ۹۵ درصد فرضیه تحقیق را تایید کرد. بنابراین بین میزان سهامداران نهادی که در هیئت مدیره اند (مالکیت نهادی) و درماندگی مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد.

• نتایج آزمون رگرسیون فرضیه دوم

H_0 : بین تعداد سهامداران نهادی که مالک شرکت اند (مالکیت مدیریتی) و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود ندارد.

H_1 : بین تعداد سهامداران نهادی که مالک شرکت اند (مالکیت مدیریتی) و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد.

جدول (۷) آزمون رگرسیون و معناداری مدل فرضیه دوم

نام متغیر	ضرایب برآوردی	انحراف برآورد	آماره t	سطح معناداری
ثابت	۰/۰۵۷۳	۰/۲۱۸۶	۰/۲۶۲۳	۰/۷۹۳۲
مالکیت مدیریتی	-۰/۲۴۸۰	۰/۱۲۲۷	-۲/۰۲۱۲	۰/۰۴۳۸*
سودآوری	۰/۰۰۱۳	۰/۰۱۰۳	۰/۱۲۶۹	۰/۰۹۰*
استقلال هیات مدیره	-۱/۶۴۱۱	۱/۸۰۱۱	-۰/۹۱۳۷	۰/۳۶۱۳
اندازه هیات مدیره	-۰/۰۱۴۸	۰/۰۵۰۸	-۰/۲۹۲۶	۰/۷۶۹۹
هزینه مالی	-۰/۴۵۰۵	۰/۲۲۳۴	-۲/۰۱۶۰	۰/۵۴۴۳
سود باقیمانده	۰/۰۳۵۰	۰/۰۴۰۲	۰/۸۷۲۹	۰/۳۸۳۱
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	۰/۲۱۹۶	۰/۰۹۷۶	۲/۲۵۰۳	۰/۰۲۴۹*
دوربین - واتسون	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری
۲/۸۱	۰/۷۲	۰/۷۱	۲/۱۷۰۷۰۰	۰/۰۰۰۰**

* سطح خطای ۵ درصد و ** سطح خطای ۱ درصد

منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج جدول (۷) آماره دوربین - واتسون برابر با ۲/۸۱ می باشد و این نشان می دهد بین خطاها همبستگی وجود ندارد چرا که بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. ضریب برآوردی متغیر مالکیت مدیریتی بر درماندگی مالی برابر با -۰/۴۳۸ می باشد که نشان می دهد بین متغیر مالکیت مدیریتی و درماندگی مالی رابطه منفی و معکوس وجود دارد، یعنی با افزایش مالکیت مدیریتی، درماندگی مالی شرکت ها کاهش می یابد. اثر متغیر کنترلی دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر درماندگی مالی

مثبت می‌باشد. متغیرهای کنترلی هزینه مالی و سود باقیمانده به دلیل قرار داشتن در سطح معناداری بیشتر از ۰/۰۵ با درماندگی مالی مرتبط نمی‌باشند. اثر متغیرهای کنترلی سودآوری، استقلال هیات مدیره و اندازه هیات مدیره بر درماندگی مالی منفی می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده این آزمون برابر با ۰/۶۳ می‌باشد، که نشان می‌دهد متغیر مستقل در مدل حاضر می‌تواند ۷۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را پیش‌بینی نمایند. به دلیل معنادار بودن آماره F در سطح خطای ۱ درصد، می‌توان گفت که مدل تحقیق از لحاظ آماری معنادار و مناسب می‌باشد. در نهایت، بدلیل اینکه سطح معناداری آماره t متغیر مستقل تحقیق از سطح خطای ۵ درصد پایین تر است، می‌توان با اطمینان ۹۵ درصد فرضیه دوم تحقیق را تایید کرد. بنابراین بین میزان سهامداران نهادی که مالک شرکت‌اند (مالکیت مدیریتی) بر درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار دارند.

۵- نتیجه‌گیری

نتیجه تحقیق حاکی از این است که بین میزان سهامداران نهادی که در هیئت مدیره اند (مالکیت نهادی) و درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد. بنابراین، با توجه به نتایج بدست آمده از فرضیه اول به افراد و گروه‌های ذینفع پیشنهاد می‌شود در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که از سطوح بالای مالکیت نهادی نسبت به سایر شرکت‌ها برخوردار باشند چرا که این شرکت‌ها از درماندگی مالی کمتری نسبت به سایر شرکت‌ها برخوردار و وضعیت بهتری دارند. همچنین نتایج بدست آمده از فرضیه دوم نشان داد که بین تعداد سهامداران نهادی که مالک شرکت‌اند (مالکیت مدیریتی) و درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد، بنابراین پیشنهاد می‌گردد که سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه و سهامداران باید در زمان سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها به موقعیت مالی شرکت‌ها و ساختار مالکیت مدیریتی توجه نمایند تا از این طریق بتوانند بازده بیشتری کسب نمایند.

برای انجام برخی پژوهش‌های همسو با این موضوع و همچنین توسعه آن، پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌شود:

- بررسی رابطه سهامداران نهادی به عنوان مالک و مدیر بر درماندگی مالی در شرکت‌های کوچک و بزرگ به طور مقایسه‌ای.
- بررسی رابطه سهامداران نهادی به عنوان مالک و مدیر بر درماندگی مالی در شرکت‌های خصوصی تابع اصل ۴۴ و غیرخصوصی به طور مقایسه‌ای.

- بررسی رابطه سهامداران نهادی به عنوان مالک و مدیر بر درماندگی مالی در شرکت‌های تولیدی و غیر تولیدی به طور مقایسه‌ای.
- بررسی رابطه سهامداران نهادی به عنوان مالک و مدیر بر درماندگی مالی در شرکت‌های دارای عرضه اولیه سهام.

فهرست منابع

- (۱) پورعلی، پویان راد، مهدی. بررسی ارتباط بین مدیریت سود و ناتوانی مالی شرکت‌ها. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. دوره ۵. شماره ۱۶. صص ۷۷-۸۸ (۱۳۸۹).
- (۲) حساس یگانه، یحیی؛ رئیسی، زهره و حسینی، سیدمجتبی. بررسی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. انجمن علوم مدیریت ایران. دوره ۴. شماره ۱۳. صص ۷۵-۱۰۰ (۱۳۸۸).
- (۳) خدابخش، محمد، درماندگی مالی به عنوان عاملی برای وقوع مدیریت سود مقاله ۲، دوره ۳، شماره ۳ - شماره پیاپی ۱۰ (۱۳۹۲).
- (۴) خرسند، محمد. شناسایی عوامل موثر نظام راهبری شرکت (به ویژه مالکیت نهادی) در پیشگیری از درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. رشته حسابداری. دانشگاه آزاد اسلامی واحد گرمی (۱۳۹۲).
- (۵) رضایی، فرزین و پیری، عبدالله (۱۳۹۰). تاثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت‌ها، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، پاییز ۳۹۰، دوره ۳، شماره ۱۱، صص ۱۵۵-۱۷۴.
- (۶) ستایش، محمد حسین و منصوری، شعله. بررسی مقایسه ای سازو کارهای حاکمیت شرکتی در شرکت‌های درمانده و غیر درمانده بورسی، تحقیقات مالی، دوره ۱. شماره ۱۶. صص ۹۹-۱۱۲ (۱۳۹۳).
- (۷) سعید فلاح، اصغر ارم، پیش‌بینی درماندگی مالی شرکت‌ها با استفاده از الگوریتم کلونی مورچگان دوره ۱۸، شماره ۲، تابستان ۱۳۹۵، صفحه ۳۴۷-۳۶۸ (۱۳۹۵).
- (۸) سهیل خواجه، پریسا خلیق خیایوی. غلامرضا محفوظی. بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و درماندگی مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رگرسیون لجستیک، دانشگاه آزاد اسلامی واحد رشت (۱۳۹۴).

- ۹) سیف‌اللهی، ناصر. (۱۳۹۷). شناسایی مکانیزیم اثرگذاری مدیریت هموارسازی سود بر هزینه بدهی مالی در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۱۲، ش ۴۲، صص ۱۸۱-۱۹۹
- ۱۰) صادقی، حسین؛ رحیمی، پریسا و سلمانی، یونس. تاثیر عوامل کلان اقتصادی و نظام راهبری بر درماندگی مالی شرکتهای تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دوفصلنامه اقتصاد پولی، مالی. سال ۲۱. شماره ۸ (۱۳۹۳).
- ۱۱) عباسزاده، مرتضی فدایی، محسن مفتونیان، مائده بابایی کلاریجانی. (۱۳۹۵). بررسی ارتباط شفافیت مالی و اجتناب مالیاتی با توجه به مالکیت نهادی شرکت‌ها. فصلنامه اقتصاد مالی، ۳۵، صص ۴۵-۷۴
- ۱۲) علم الهدی سیدسجاد، دریابر عبدالله، طریقی سمانه. (۱۳۹۳). بررسی رابطه کیفیت سود و ساختار سرمایه (مطالعه موردی: شرکت های غیرمالی پذیرش شده در بورس اوراق بهادار تهران). فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۸، ش ۲۷، صص ۱-۱۰
- ۱۳) مرادی، محمد؛ مهرانی، ساسان؛ قیومی فعال، علی. (۱۳۹۱). رابطه بین مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت نهادی و مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری. مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری. دوره ۳، ش ۱۱، صص ۳۱-۵۵
- ۱۴) مهرانی، ساسان؛ حسینی، احد؛ حیدری، حسن و پویانفر، احمد. بررسی اثر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله علمی پژوهشی تحقیقات مالی. دوره ۱۵، ش ۱، صص ۱۲۹-۱۴۸ (۱۳۹۲).
- 15) Bushee, B. J. "The Influence on Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior". The Accounting Review 73, 305-333(1998).
- 16) Claessens, S., Djankov, S., Lang, L. H. P. The separation of ownership and control in East Asian corporations. Journal of Financial Economics 58,81-112(2000)
- 17) Dahya, J., Dimitrov, O., & McConnell, J. Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: a cross-country analysis. Journal of Financial Economics, vol 1. No 87, pp73-100(2008).
- 18) Dimitropoulos, P. E. and D. Asteriou (2010). "The Effect of Board Composition on the Informativeness and Quality of Annual Earnings: Empirical Evidence from Greece." Research in International Business and Finance, No.24,190-205.
- 19) Fata, E, F & Jensen, M.C. Separation of ownership and control. Journal of low and economics, Vol 26. pp 327-349(2016).
- 20) Felming, K., & Z_eghal, D. Corporate governance and bankruptcy filing decisions. Journal of General Management, 35(4), pp3-26(2005).
- 21) Filch, A, & Selzek, B. Financial distress and board independence. The international journal of accounting, vol 49. No 4, pp 455-478(2010).

- 22) Gomez-Mejia, L, & Weisman, R. Has agency theory run its course? Making the theory more flexible to information the management of rewards system. *Corporate governance: an international review*, vol20. No6, pp526-546(2012).
- 23) Gillan, S.G and Starks L.T Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspectives. *Journal of Applied Finance*. 13(2): PP.4-22(2003).
- 24) Judge, W, & Zeithaml, C. Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic. *Journal of financial economics*, vol35. No 4, pp 766-794(1992).
- 25) kafi, R, & Sumon, B. Agency problem and the role of audit committee implications for corporate sector in Bangladesh. *International journal of economics and finance*, vol 2. No3(1991).
- 26) Lin. T, "Corporate social responsibility, ethics, and corporate governance", *Social Responsibility Journal*, Vol. 8 Iss 4 pp. 547 – 560(2014).
- 27) Lajili, K., & Z_eghal, D. Corporate governance and bankruptcy filing decisions. *Journal of General Management*, 35(4), pp3-26. (2010)
- 28) Mangana, M, & Chamisa, E. corporate governance and incidence of listing sustention by the JSE security exchange of South Africa: an empirical analysis. *International journal of accounting*, vol43. No 1, pp 28-44 (2008).
- 29) Manzanegue, M, Merino, E, & Priego, A. The role of institutional shareholders as owners and directors and the financial distress likelihood. Evidence from a concentrated ownership context. *European management journal*, pp 1-13(2016).
- 30) Potter, G "Accounting Earnings Announcements, Institutional Investor Concentration, and Common Stook Returns," *Journal Accounting Research*, Spring: 146-155 (1992).
- 31) Seifert, B., Gonenc, H., Wright, J. The international evidence on performance and equity ownership by insiders, blockholders, and institutions. *Journal of Multinational Financial Management* 15,171-191(2005)
- 32) Wang, Z., & Deng, X. Corporate governance and financial distress. *The Chinese Economy*, 39(5), pp 5-27(2006).

یادداشت‌ها

¹ Judge & Zeithaml

² Wang., & Deng

³ Bushee,

⁴ Kaffi,

⁵ Potter,

⁶ Fich & Slezak

⁷ Lajili & Zeghal,

⁸ Mangena & Chamisa

⁹ Dahya et al

¹⁰ Wang & Deng,