



پیش‌بینی خطر آشفته‌گی مالی با استفاده از اقدامات حاکمیت شرکتی (مورد مطالعه: بورس اوراق بهادار تهران)

محسن صیادی پور^۱
امیر هرتمنی^۲

تاریخ دریافت مقاله: ۹۹/۱۰/۱۳ تاریخ پذیرش مقاله: ۹۹/۱۱/۱۵

چکیده

با توجه به اینکه بر اساس تئوری نمایندگی حاکمیت شرکتی برای فراهم آوردن امکان کنترل و ایجاد توازن بین منافع مدیران و سهامداران و در نتیجه کاهش تضاد نمایندگی ایجاد می‌شود، شرکت‌هایی که کیفیت نظام حاکمیت شرکتی بهتری دارند، باید کمتر با مشکل تضاد نمایندگی روبرو باشند. از این‌رو این تحقیق در پی شناسایی عوامل مؤثر نظام راهبری شرکت در پیشگیری از آشفته‌گی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. جامعه آماری تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳-۱۳۹۷ است که شرایط لازم را داشته باشد و بنا به محدودیت‌های تعریف شده در تحقیق شرکت‌های حائز شرایط ۱۵۰ شرکت در قالب ۶۷۸ مشاهده جمع‌آوری گردید سپس متغیر مستقل با ابعاد (تمرکز مالکیت نهادی، میزان مالکیت، بالا بودن درصد مدیران غیرموظف و نوع حسابرس) در رابطه با آشفته‌گی مالی شرکت‌ها از طریق نرم افزار Eviews تجزیه و تحلیل گردید، نتایج بیانگر آنست که تمرکز مالکیت نهادی، میزان مالکیت و نوع حسابرس با آشفته‌گی مالی رابطه دارند که نوع رابطه متغیرها مستقیم بوده و بدین معنی است که با افزایش آنها آشفته‌گی مالی شرکت کاهش می‌یابد ولی در خصوص متغیر درصد مدیران غیرموظف و با توجه به سطح معنی‌داری آن فرضیه رد شد و هیچ‌گونه رابطه معنی‌داری بین درصد مدیران غیرموظف در هیأت مدیره با پیشگیری از آشفته‌گی مالی وجود ندارد. با توجه به نتایج تحقیق پیشنهاد می‌گردد با توجه به دیدگاه مالکیت بخش نهادی در ایران و با توجه به سو استفاده‌های صورت گرفته در این بخش، ضرورت می‌یابد که درصد سهامداران نهادی در ساختار مالکیتی شرکت‌ها کاهش یابد چرا که تعاریف موجود در ایران از مالکیت نهادی با تعاریف مسطح آن در خارج از کشور متفاوت است همچنین در ایران این بخش در اختیار رجل سیاسی و جناح‌های برنده در انتخابات می‌باشد و در هر انتخابات از شرکت‌ها و سودهای آن در جهت امیال خود بهره می‌برند و برخلاف تعاریف سهامداران نهادی در خارج از کشور دیدگاه سهامداران نهادی در ایران برخلاف تعاریف علمی آن که این گروه را به عنوان یک سرمایه‌گذار حرفه‌ای نسبت به رویدادهای مالی شرکت‌ها و بازار سرمایه معرفی کرده‌اند، بیشتر سهامداران با نفوذ بالا در ساختار حاکمیتی کشور می‌باشند.

کلمات کلیدی

حاکمیت شرکتی، آشفته‌گی مالی، تمرکز مالکیت نهادی، میزان مالکیت، درصد مدیران غیر موظف، نوع حسابرسی، بورس اوراق بهادار تهران

۱- گروه مدیریت، واحد دهقان، دانشگاه آزاد اسلامی، دهقان، ایران. mohrg.1880@gmail.com

۲- گروه مدیریت، واحد دهقان، دانشگاه آزاد اسلامی، دهقان، ایران. (نویسنده مسئول) Info@dehaghan.ac.ir

سرمایه‌گذاران در صورتی به سرمایه‌گذاران تمایل دارند که ضمانت اجرایی نسبت به بازگشت سرمایه در صورت بروز مشکلات وجود داشته باشد. آشفتگی مالی^۱ موضوعی است که می‌تواند سرمایه‌گذاران را نسبت به سرمایه‌گذاری نگران سازد چرا به هیچ‌یک از استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی انتظار آن را نداشته، ولی همیشه نگران آن می‌باشند. آشفتگی مالی رویدادی است که تأثیر زیادی بر مدیریت، سهامداران، کارکنان، طلبکاران، مشتریان و سایر افراد ذینفع می‌گذارد. در بورس اوراق بهادار، شرکت‌هایی وجود دارند که طبق تعاریف ارائه شده در این پژوهش دچار پریشانی مالی و مضمول ماده ۱۴۱ قانون تجارت هستند که این امر ممکن است در نهایت منجر به ورشکستگی^۲ و انحلال شود. از سوی دیگر یکی از عوامل اصلی بهبود کارایی اقتصادی، نظام حاکمیت شرکتی^۳ است که دربرگیرنده مجموعه‌ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیئت‌مدیره، سهامداران و سایر گروه‌های ذینفع است. نظام راهبردی بنگاه، ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن هدف‌های بنگاه تنظیم و وسایل دستیابی به هدف‌ها و نظارت بر عملکرد تعیین می‌شود. معیارهای حاکمیت شرکتی ابزاری در جهت حفظ منافع سهامداران و اعتباردهندگان در مقابل نوسان‌ها و بحران‌های مالی می‌باشد. یکی از راه‌های کمک به سرمایه‌گذاران ارائه الگوهای پیش‌بینی درباره دورنمای کلی شرکت است، هرچه پیش‌بینی‌ها به واقعیت نزدیک‌تر باشند، مبنای تصمیمات صحیح‌تری قرار خواهند گرفت. از طریق پیش‌بینی آشفتگی مالی و ورشکستگی، می‌توان با ارائه هشدارهای لازم شرکت‌ها را نسبت به وقوع آن هوشیار کرد تا آن‌ها با توجه به این هشدارها دست به اقدام‌های مقتضی بزنند. همچنین از این طریق سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان فرصت‌های مطلوب سرمایه‌گذاری را از فرصت‌های نامطلوب تشخیص می‌دهند و منابعشان را در فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری می‌کنند (اسماعیل‌زاده، ۱۳۹۸: ۷۰).

در حال حاضر، بنگاه‌های اقتصادی در محیطی بسیار متغیر و رقابتی فعالیت می‌کنند. واکنش سریع و درست در مقابل شرایط بسیار متغیر بازار، در موقعیت بنگاه‌ها نقش بسزایی دارد که با توسعه بازارهای پولی و مالی و متعاقب آن، حاکم شدن وضعیت رقابتی، بسیاری از شرکت‌ها ورشکسته از گردونه رقابت خارج می‌شوند. این امر موجبات نگرانی صاحبان سرمایه را فراهم نموده، برای اینکه از سوخت شدن اصل و فرع سرمایه خود جلوگیری کنند، به دنبال روش‌هایی هستند که بحران مالی شرکت‌ها را پیش‌بینی کنند. بحران مالی و نهایتاً ورشکستگی واحدهای اقتصادی می‌تواند زیان‌های هنگفتی را در سطح خرد و کلان وارد نماید (پورحیدری و کوپائی، ۱۳۹۶: ۳۹). بحران مالی مکزیک ۱۹۹۴، بحران مالی عظیم شرق آسیا ۱۹۹۷، بحران مالی برزیل و اقتصاد آزاد شده روسیه ۱۹۹۸ و بحران مصیبت‌بار آرژانتین، بحران انرون در آمریکا و بحران مسکن ۲۰۰۵ و عظیم‌ترین بحران مالی تاریخ ۲۳۰ ساله آمریکا ۲۰۰۸ همگی حاکی از تجدید و پایداری بحران‌هاست (ایروانی، ۱۳۹۹: ۶۲). به واسطه عواملی همچون موج اخیر رسوایی‌های شرکت‌های سهامی نظیر آدلفیا، انرون و ورلدکام در کنگره ایالات متحده، مارکنی در انگلستان و رویال آهولند در هلند، نظام راهبردی شرکت موردتوجه روزافزون فعالان بازار قرار گرفته است. رسوایی‌های مذکور به‌وضوح به لزوم بهبود سازوکارهای نظام راهبری شرکت و نیز افزایش شفافیت در حسابداری

پیش‌بینی خطر آشفته‌گی مالی با استفاده از اقدامات حاکمیت شرکتی/صیادی پور و هرتمنی

اشاره دارد (نوروش و همکاران، ۱۳۹۵: ۲۰). از طرفی با گسترده شدن شرکت‌ها و مؤسسات مالی خطر جدایی مالکیت از مدیریت^۴ احساس می‌شود که می‌تواند شرکت را به سمت بحران 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 فرصت‌طلبانه زده، تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در جهت منافع آن‌ها و عکس منافع سهامداران باشد. نیاز به حاکمیت شرکتی (نظام راهبردی شرکت) از تضاد منافع بالقوه بین افراد حاضر در ساختار شرکت ناشی می‌شود (مهرانی و همکاران، ۱۳۹۸: ۴۸) و از طرفی پیش‌بینی آشفته‌گی مالی و ورشکستگی شرکت‌ها موضوع مهمی است که توجه بسیاری از مجامع علمی و تجاری رادرسده اخیر برانگیخته است (مرادی و همکاران، ۱۳۹۷: ۳۴).

این پیش‌بینی‌ها اهمیت دارند چون با ارائه علائم هشداردهنده و به‌موقع و در پی آن مقابله صحیح و منطقی با شرایط به وجود آمده، از مواجه شدن با خسارت‌های مادی و معنوی جلوگیری می‌کنند (چیانگ‌یه و همکاران^۵، ۲۰۱۹: ۱۴۸)؛ پیش‌بینی احتمال بروز آشفته‌گی مالی به‌واسطه اهمیت آن برای مدیران و ذینفعان شرکت‌ها، آن‌ها را بر آن داشته که پیوسته در جستجوی یافتن راه‌حلی بهینه در خصوص پیش‌بینی عملکرد شرکت‌ها باشند که این رویکرد خردگرا در فرایند تصمیم‌گیری در طول زمان، محققان امور مالی را واداشته تا طیف گسترده‌ای از روش‌ها را به‌منظور پیش‌بینی آشفته‌گی مالی شرکت‌ها به‌کارگیرند. در این میان، به‌کارگیری روش‌های نوین و با دقت زیاد در نیل به اهداف پیش‌بینی که دقت، صحت و به‌موقع بودن را شامل می‌شود، اهمیت روزافزونی یافته است. بدین ترتیب با خلق این روش‌های نوین نخست با ارائه هشدارهای لازم می‌توان شرکت‌ها را نسبت به وقوع آشفته‌گی مالی و ورشکستگی هشیار کرد تا آن‌ها با توجه به این هشدارها، دست به اقدامات لازم بزنند و دوم اینکه سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان فرصت‌های مطلوب سرمایه‌گذاری را از فرصت‌های نامطلوب تمییز دهند و منابع خود را در فرصت‌هایی مناسب سرمایه‌گذاری کنند (راعی و فلاح‌پور، ۱۳۹۵: ۷۵). راهبردی شرکتی^۶ برای فراهم آوردن امکان کنترل و ایجاد توازن بین منافع مدیران و سهامداران و در نتیجه کاهش تضاد نمایندگی ایجاد می‌شود بنابراین شرکت‌هایی که کیفیت نظام راهبردی شرکتی بهتری دارند، باید کمتر با مشکل تضاد نمایندگی روبه‌رو باشند (ایزدی‌نیا، ۱۳۹۷: ۷۰). نظام راهبردی شرکت‌ها اهداف گروه‌های مختلف در شرکت را با هم همسو کرده و سعی در پیشگیری از آشفته‌گی مالی شرکت‌ها و ایجاد ارزش برای شرکت دارد. در واقع می‌توان گفت که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی ابزاری است در جهت حفظ منافع سهامداران و اعتبار دهندگان در مقابل نوسان‌ها و بحران‌های مالی می‌باشد، لذا هدف اصلی تحقیق پاسخ به این سؤال است که تا چه اندازه اقدامات حاکمیت شرکتی در پیش‌بینی خطر آشفته‌گی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است.

چارچوب نظری

آشفته‌گی مالی

در ادبیات مالی تعاریف مختلفی از درماندگی مالی ارائه گردیده است که بر این اساس گوردن^۷ در یکی از اولین

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره پنجاه - تابستان ۱۴۰۰

مطالعات آکادمیک بر روی تئوری آشفته‌نگی مالی، آن را به عنوان کاهش قدرت سودآوری شرکت تعریف می‌کند که احتمال عدم توانایی بازپرداخت بهره و اصل بدهی را افزایش می‌دهد (گوردن، ۲۰۱۷: ۱۱).

از نقطه نظر اقتصادی، آشفته‌نگی مالی را می‌توان به زیان ده بودن شرکت تعبیر کرد که در این حالت شرکت دچار عدم موفقیت شده است. در واقع در این حالت نرخ بازدهی شرکت کمتر از نرخ هزینه سرمایه می‌باشد. حالت دیگری از آشفته‌نگی مالی زمانی رخ می‌دهد که شرکت موفق به رعایت کردن یک یا تعداد بیشتری از بندهای مربوط به قرارداد بدهی، مانند نگاه‌داشتن نسبت جاری یا نسبت ارزش ویژه به کل دارایی‌ها طبق قرارداد نمی‌شود. به این حالت نکول تکنیکی گفته می‌شود. حالات دیگری از آشفته‌نگی مالی عبارتند از زمانی که جریان نقدی شرکت برای بازپرداخت اصل و فرع بدهی ناکافی باشد و همچنین زمانی که ارزش ویژه شرکت عددی منفی شود (ریچارد^۸، ۲۰۱۵: ۷۱).

دان و براداستریت^۹ دلیل اصلی ورشکستگی را مشکلات مالی و اقتصادی می‌دانند در حالی که گیتمن اعتقاد دارد نخستین و مهم‌ترین دلیل ورشکستگی سازمان‌ها، سوء مدیریت آن‌ها است. بنابراین با اینکه عوامل ورشکستگی از یک شرکت به شرکت دیگر متفاوت است اما می‌توان چندین عامل مشترک را به عنوان عوامل ورشکستگی بین همه شرکت‌های ورشکسته شناسایی نمود. عدم صلاحیت مدیریت، هزینه زیاد تولید، فعالیت مالی ضعیف، هیئت‌مدیره غیرفعال از جمله این عوامل هستند (سعیدی و آقایی، ۱۳۹۸: ۶۰). لذا با توجه به موارد گفته شده آشفته‌نگی مالی وضعی را در نظر می‌گیرد که در آن جریان‌های نقدی شرکت از مجموع هزینه‌های بهره مربوط به بدهی‌های بلندمدت کمتر است.

حاکمیت شرکتی

برای این واژه، معانی متعدد از نظر لغوی شده است این واژه در معانی حاکمیت شرکتی، حاکمیت مشترک، حاکمیت سهامی و راهبری سازمان بکار رفته و دلالت بر این دارد که حاکمیت شرکتی مستلزم هدایت است تا کنترل. از بین معانی فوق صاحب‌نظران در علوم اقتصادی و حسابداری در ایران بیشتر معنی حاکمیت شرکتی را برای واژه مزبور بکار برده‌اند که ترجمه چندان گویایی نیست زیرا در این معنی، عبارت حاکمیت به طور مطلق بکار رفته است که دربرگیرنده حاکمیت اعم از شرکتی و غیر شرکتی است. از آنجا که کاربرد واژه مزبور عمدتاً مربوط به سیستمی می‌شود که از طریق آن بتوان سازوکاری مناسب برای هدایت و کنترل شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی ایجاد کرد، لذا نزدیک‌ترین و مانوس‌ترین معنایی که می‌توان برای واژه مزبور انتخاب کرد نظام راهبری شرکتی^{۱۰} است چرا که لفظ حاکمیت در شرکت‌های سهامی که دارای شخصیت حقوقی خصوصی هستند چندان مناسب نیست. روح اصلی این واژه به چگونگی اداره و کنترل و هدایت شرکت‌ها به‌ویژه به نقش مدیران برمی‌گردد و چارچوب یک نظام پاسخگویی را در مقابل سهامداران بیان می‌کند که به بیان دیگر، سخن نظام راهبری شرکتی یک راهبرد حقوقی و مدیریتی است که به‌رغم تعابیر گوناگون که از آن وجود دارد اصل پاسخگویی هیئت‌مدیره و

پیش‌بینی خطر آشفته‌گی مالی با استفاده از اقدامات حاکمیت شرکتی/اصیادی پور و هرتمنی

نظارت دائمی سهامداران بر عملکرد شرکت، جزء عناصر اصلی و دائمی آن به شمار می‌رود (کوهن و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۷: ۴۷).

در مقدمه اصول سازمان همکاری و توسعه اقتصادی^{۱۲} اصول راهبری شرکتی چنین تعریف شده که نظام راهبری شرکتی سیستمی است و به واسطه آن شرکت‌های تجاری هدایت و کنترل می‌شوند که این سیستم به مجموعه روابط میان مدیریت اجرایی، هیئت‌مدیره، سهامداران و سایر ذی‌نفعان در یک شرکت گفته می‌شود. نظام راهبری شرکتی ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن اهداف شرکت تنظیم می‌شود و هیئت‌مدیره و مدیریت شرکت را به پیگیری موضوعاتی که به نفع شرکت و سهامداران است ترغیب و نظارت مؤثر را بر این روند تسهیل می‌کند. تعریف فوق از جمله تعاریفی است که به راهبری شرکت با دید گسترده‌ای می‌نگرد و منحصرأً منافع سهامداران را لحاظ نمی‌کند (تایسون روبرت^{۱۳}، ۲۰۲۰: ۶۱).

آقای پارکینسون^{۱۴} (۲۰۱۶) که صاحب‌نظر در اقتصاد و مدیریت می‌باشد تعریف ذیل را بیان کرده است که راهبری شرکتی عبارت است از فرآیند سرپرستی و کنترل در جهت اطمینان از انجام اقدامات مدیریت شرکت بر طبق منافع سهامداران، بنابراین راهبری شرکتی یک شیوه مدیریتی است که بر اساس آن شرکت‌های سهامی اداره و کنترل می‌شود سیستمی است که شرکت را در قبال خطرات ناشی از تقلب و سوءاستفاده مدیران حفظ و از حقوق و منافع سهامداران حمایت می‌کند. در این فرآیند حوزه اختیارات و مسئولیت مدیران مشخص می‌گردد، چرا که روح اصلی نظام راهبری شرکتی پاسخگویی مدیران به صاحبان سهام و نیز نظارت مستمر سهامداران بر عملکرد شرکت است و در مفهومی وسیع‌تر نظام راهبری شرکتی تنها منحصر به اداره عملیات شرکت نمی‌شود بلکه به هدایت، نظارت و کنترل عملکرد مدیران و پاسخگویی آن‌ها به تمامی ذی‌نفعان شرکت منتهی می‌شود این سیستم مجموعه‌ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیئت‌مدیره، سهامداران و سایر گروه‌های ذی‌نفع را دربرمی‌گیرد (تایسون روبرت، ۲۰۲۰: ۶۳).

سالمون و همکاران^{۱۵} در سال (۲۰۱۸) یک تحقیق گسترده را انجام دادند که بر اساس آن میزان اجماع پاسخ دهندگان در مورد برداشت آن‌ها از راهبری شرکتی مورد بررسی قرار گرفت، جدول زیر نتایج این پیمایش را نشان می‌دهد.

جدول ۱: میزان اجماع پاسخ‌دهندگان در مورد برداشت آن‌ها از راهبری شرکتی (سالمون، ۲۰۱۸: ۱۰۴)

ردیف	تعریف حاکمیت شرکتی	سطح اجماع
۱	فرآیند نظارت و کنترل به منظور حصول اطمینان از اینکه مدیریت شرکت در راستای منافع سهامداران فعالیت می‌کند (پارکینسون-۲۰۱۶)	کاملاً موافق
۲	نقش حاکمیتی منحصر به فعالیت‌های تجاری شرکت نیست بلکه با هدایت کل واحد تجاری، نظارت و کنترل اقدامات اجرایی مدیران و پاسخگویی آن‌ها به تمام ذی‌نفعان سروکار دارد (تری کر-۲۰۱۵)	خیلی موافق

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره پنجاه - تابستان ۱۴۰۰

۳	حاکمیت یک واحد تجاری عبارت است از مجموع فعالیت‌هایی که موجب می‌شود تا مقررات داخلی واحد تجاری منطبق باشد با تعهدات شرکت از جمله امانت‌داری و مدیریت بهینه دارایی‌ها (کانن-۲۰۱۳).	موافق
۴	رابطه بین سهامداران و شرکتشان و روشی که سهامداران به کمک آن مدیران را به بهترین عملکرد تشویق می‌کنند (کتابچه حاکمیت شرکتی-۲۰۱۲)	تا حدودی موافق
۵	ساختارها، فرآیندها، فرهنگ‌ها و سیستم‌هایی که موجب توفیق عملیات شرکت می‌شود. (کیزی و رایت-۲۰۱۰)	تا حدودی موافق
۶	سیستمی که شرکت‌ها برحسب آن کنترل و هدایت می‌شود. (گزارش کادبری-۲۰۰۹)	کمی موافق

جنبه نوآوری

تحقیق موردنظر با توجه به کاربردی بودن و اهمیت توجه به آن در سازمان‌های صنعتی از حیث دستیابی به نتایج ارزشمند آن موردتوجه است که توسط محقق انتخاب و با جدیت بررسی خواهد شد.

پیشینه تحقیق

مهدوی و حیدری (۱۳۹۸) در تحقیقی به «بررسی مالکیت نهادی و کارایی شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار» پرداختند. نتایج خصوصی‌سازی کوپنی در کشورهای بلوک شرق نشان داد که عدم تمرکز مالکیت به کاهش کارایی شرکت‌های خصوصی انجامیده است که براین اساس یافته‌های این تحقیق در ایران همچون کشورهای چین و چک تمرکز مالکیت تأثیر مثبت و معنادار بر کارایی شرکت‌ها دارد. امیدیان (۱۳۹۷)، در تحقیقی به «بررسی اثرات مالکیت نهادی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس» پرداخت. در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین تمرکز مالکیت و معیار EPS رابطه معناداری وجود دارد. هر چه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، کنترل بیشتری بر مدیران اعمال شده و موجب بهبود عملکرد شرکت‌ها می‌شود و ارتباط بین تمرکز مالکیت و معیار بازدهی بستگی به نوع مالکیت و عوامل مؤثر بر بازدهی دارد. مرادزاده و عدیلی (۱۳۹۷)، در تحقیقی به «بررسی رابطه‌ی بین مالکیت نهادی سهام و عملکرد سرمایه‌ی فکری، تعداد ۹۲ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره‌ی زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶» پرداختند. آن‌ها با استفاده از روش تجزیه‌وتحلیل پنل و رگرسیون حداقل مربعات ادغامی، دریافته‌اند در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی و عملکرد سرمایه‌ی فکری رابطه‌ی مستقیم وجود دارد، اما بین تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی و عملکرد سرمایه‌ی فکری رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد. دریاسری و همکاران (۱۳۹۶)، در تحقیقی به «بررسی رابطه ساختار مالکیت (میزان مالکیت نهادی) بر عملکرد مالی (گذشته و آتی) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌صورت مطالعه موردی در صنعت خودرو در سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵» پرداختند. نتایج بیانگر آنست که تأثیر مالکیت نهادی را بر عنوان اجزای حاکمیت شرکتی بر عملکرد بررسی کردند و مطالعه آن‌ها مؤید وجود رابطه مستقیم بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی شرکت است. ستایش و منصوری (۱۳۹۳)، در تحقیقی به «بررسی مقایسه‌ای اثر تمرکز

پیش‌بینی خطر آشفتگی مالی با استفاده از اقدامات حاکمیت شرکتی/صیادی پور و هرتمنی

مالکیت، سهام شناور آزاد، نوع حسابرسی و درصد مدیران غیرموظف در شرکت‌های درمانده و سالم» پرداختند. نتیجه پژوهش آنان نشان می‌داد که پایین بودن درصد مدیران غیرموظف یکی از دلایل آشفتگی مالی شرکت‌ها در کل سال‌های پژوهش بوده است. در مقابل متغیر نوع حسابرسی در هیچ‌یک از سال‌ها، در جلوگیری از آشفتگی مالی شرکت‌ها، معنادار نبوده است. فونگ و شین^{۱۶} (۲۰۲۰)، در تحقیقی به «بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد سرمایه شرکت» پرداختند. در تحقیق مزبور آن‌ها به بررسی شرکت‌ها با سطوح متفاوت نهادی پرداختند. آن‌ها دریافتند رابطه مستقیمی بین مالکیت نهادی و هزینه‌های سرمایه‌ای وجود دارد. فون و شین بیان می‌دارند که در این ارتباط سرمایه‌گذاران نهادی با نقش نظارتی که اعمال می‌کنند تأثیرگذار هستند. وانگ و همکاران^{۱۷} (۲۰۱۹)، در تحقیقی به «بررسی تأثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های چینی» پرداختند. آن‌ها در تحقیق خود از دو رویکرد حاکمیت شرکتی استفاده کرده و در ابتدا به بررسی تأثیر هریک از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها پرداختند و سپس به بررسی تأثیر تمام ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها نتایج تحقیقات آن‌ها نشان داد که شرکت‌ها با داشتن حاکمیت شرکتی قوی دارای عملکرد بهتر و ارزش بالاتری هستند. همچنین بین تمرکز مالکیت، سرمایه‌گذاران نهادی، مالکیت دولتی با عملکرد و ارزش بازار رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. برانچو، فرناندو و الکساندرو^{۱۸} (۲۰۱۸)، در تحقیقی به «بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و ورشکستگی با توجه به میزان بدهی‌ها» پرداختند. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی بهتر، هزینه بدهی کمتر و اعتبار بیشتری دارند و در ضمن نظارت بیشتر و اجرای قوانین سخت‌تر در رابطه با ورشکستگی تأثیرات مثبتی بر میزان بدهی‌ها دارد. ایلیزر و همکاران^{۱۹} (۲۰۱۷)، در تحقیقی به «بررسی توانایی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در جلوگیری از ورشکستگی شرکت‌ها» پرداختند. در این تحقیق برای تعیین سطح ورشکستگی از مدل Z آلمن و نسبت پوشش بهره استفاده کردند و نتایج حاکی از آن است که هیئت‌مدیره یک دست‌تر و مستقل با درصد بیشتری از اعضای غیرموظف و همچنین در اختیار قرار دادن بخش بزرگی از سهام شرکت در اختیار مدیران داخلی بیشترین تأثیر را در جلوگیری از ورشکستگی دارد. لاکشان و همکاران^{۲۰} (۲۰۱۷)، در تحقیقی به «بررسی تأثیر معیارهای حاکمیت شرکتی بر احتمال ورشکستگی» پرداختند و از تحلیل رگرسیون لجستیک برای آزمون فرضیه‌های تحقیق خود استفاده کردند. یافته‌های آنان نشان داد مالکیت نهادی، حضور کمیته حسابرسی و پاداش هیئت‌مدیره دارای رابطه منفی با ورشکستگی و دوغانگی وظیفه مدیرعامل دارای رابطه‌ای مثبت با احتمال ورشکستگی شرکت می‌باشد.

روش شناسی پژوهش

تحقیق حاضر بر اساس هدف کاربردی است و بر اساس ماهیت و روش از نوع توصیفی همبستگی است. این تحقیق بر اساس طرح تحقیق نیمه تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) انجام شده است. جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت‌های خودروسازی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۳ - ۱۳۹۷ می‌باشد و گردآوری اطلاعات و داده‌های مورد نیاز در دو مرحله انجام شد، برای تدوین مبانی

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره پنجاه - تابستان ۱۴۰۰

نظری تحقیق از روش کتابخانه‌ای و برای گردآوری داده‌های موردنظر از صورت‌های مالی ارائه شده به بورس اوراق بهادار تهران و سایر منابع اطلاعاتی مرتبط استفاده گردید. روش گردآوری اطلاعات به صورت میدانی می‌باشد، همچنین جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها برای اجرای آزمون‌های آماری از نرم‌افزار ایویوز^{۲۱} شده است.

جامعه آماری و روش نمونه گیری

جامعه آماری تحقیق از تعدادی عناصر مطلوب موردنظر که حداقل دارای یک صفت مشخصه می‌باشند تشکیل شده است. صفت مشخصه، صفتی است که بین همه عناصر جامعه آماری مشترک و متمایز کننده جامعه آماری از سایر جوامع می‌باشد. جامعه آماری پژوهش دربرگیرنده داده‌های مالی مربوط به عملکرد سال‌های مالی ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۷ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

نمونه آماری

برای انتخاب نمونه آماری این تحقیق از روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک (غربالگری) استفاده شده است، بدین معنی که از بین جامعه آماری تحقیق که کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد شرکت‌هایی با ملاک‌های زیر در نظر گرفته می‌شود.

۱. از سال ۱۳۹۳ جزء شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باشند.
۲. از سال ۱۳۹۳ تا پایان سال ۱۳۹۷ از بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشند.
۳. در بازه زمانی ۱۳۹۳-۱۳۹۷ تغییر سال مالی نداشته باشند.
۴. داده‌های موردنیاز تحقیق در مورد آن‌ها در دسترس باشد.
۵. سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
۶. برای حذف موارد غیرعادی شرکت‌های مواجه با نابسامانی مالی، رشد فروش و رشد دارایی‌های آن‌ها بیشتر از ۱۰۰٪ نباشد. با توجه به موارد ذکر شده در جدول (۲) تعداد شرکت‌های نمونه آماری به شرح ذیل می‌باشد.

جدول ۲: تعداد شرکت‌های نمونه

تعداد	شرکت‌ها
۶۷۸	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۳۹۷
۲۶۵	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۹۳-۹۷ در بورس فعال نبوده‌اند
۱۷۸	تعداد شرکت‌هایی که بعد سال ۹۳ در بورس پذیرفته شده‌اند
۲۳	تعداد شرکت‌هایی که جز هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند
۴۵	تعداد شرکت‌هایی که قلمرو زمان ۹۳-۹۷ تغییر سال مالی داده و یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نمی‌باشد
۲۹	تعداد شرکت‌هایی که سهام آن‌ها در قلمرو زمانی ۹۳-۹۷ توقف فعالیت داشته‌اند
۳۸	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۹۳-۹۷ اطلاعات مورد آن‌ها در دسترس نمی‌باشد
۱۵۰	تعداد شرکت‌های نمونه

پیش‌بینی خطر آشفتگی مالی با استفاده از اقدامات حاکمیت شرکتی/اصیادی پور و هرتمنی

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی

اقدامات حاکمیت شرکتی بر پیش‌بینی خطر آشفتگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارند.

فرضیه‌های فرعی

فرضیه اول: تمرکز مالکیت نهادی بر پیش‌بینی خطر آشفتگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارند.

فرضیه دوم: میزان مالکیت بر پیش‌بینی خطر آشفتگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارند.

فرضیه سوم: بالا بودن درصد مدیران غیرموظف بر پیش‌بینی خطر آشفتگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارند.

فرضیه چهارم: انتخاب نوع حسابرس بر پیش‌بینی خطر آشفتگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارند.

مدل اصلی پژوهش

$$\log_{it}(h_{d=1}(t)) = \alpha_{it} + \beta_0^T h_0(t) + \beta_1^T x_{i,t-3}^g + \beta_2^T x_{i,t-3}^r + \beta_3^T x_{i,t-3}^m$$

منبع: (ژیونگ لی، ۲۰۲۰: ۱۲)

$h_{d=1}(t)$ = میزان خطر آشفتگی مالی بر اساس مدل Z آلتمن در شرکت i در سال t

α_{it} = عرض از مبدأ شرکت i در سال t

$\beta_0^T h_0$ = تمرکز مالکیت نهادی در شرکت i در سال t

$\beta_1^T x_{i,t-3}^g$ = میزان مالکیت نهادی شرکت i در سال t

$\beta_2^T x_{i,t-3}^r$ = درصد اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره شرکت i در سال t

$\beta_3^T x_{i,t-3}^m$ = متغیر مجازی نوع حسابرس در شرکت i در سال t

ε_{it} = خطای باقیمانده (پسماند) شرکت i در سال t

تبیین و شیوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

متغیرهای مستقل شامل تمرکز مالکیت نهادی، میزان مالکیت نهادی، درصد اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره و نوع حسابرسی می‌باشد و آشفتگی مالی به عنوان متغیر وابسته مدنظر است.

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره پنجاه - تابستان ۱۴۰۰

تمرکز مالکیت نهادی ($\beta_0^T h_0(t)$): تمرکز مالکیت به حالتی اطلاق می‌شود که میزان درخور ملاحظه‌ای از سهام شرکت به سهامداران عمده (اکثریت) تعلق داشته باشد و نشان می‌دهد چند درصد سهام شرکت در دست عده معدودی قرار دارد که در این تحقیق به تبعیت از روبین (۲۰۱۷) تمرکز مالکیت به صورت زیر محاسبه می‌شود.

$$\beta_0^T h_0(t) = \frac{\text{مجموع سهام در اختیار بزرگ‌ترین مالک نهادی}}{\text{کل سهام منتشره}}$$

میزان مالکیت نهادی ($\beta_1^T x_{i,t-3}^g$): درصد سرمایه‌گذاران نهادی از تقسیم تعداد سهام یک شرکت که در اختیار سازمان‌ها و شرکت‌های بیمه و بانک‌ها و مؤسساتی که به خرید و فروش درصد بالایی از سهام می‌پردازند بر تعداد کل سهام آن شرکت بدست می‌آید.

درصد اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره ($\beta_2^T x_{i,t-3}^T$): درصد اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره از تقسیم تعداد اعضای غیرموظف بر تعداد کل اعضا محاسبه گردید.

نوع حسابرس ($\beta_3^T x_{i,t-3}^m$): برای نوع حسابرس نیز یک متغیر مجازی تعریف شد به طوری که اگر در سال موردنظر سازمان حسابرسی، شرکت را حسابرسی کرده باشد، مقدار آن برابر یک و در صورتی که موسسه‌ای غیر از سازمان حسابرسی، شرکت را حسابرسی کرده باشد، میزان متغیر مجازی برابر صفر در نظر گرفته شد.

آشفتگی مالی ($h_{d=1}(t)$): متغیر وابسته با استفاده از مدل تصحیح شده Z آلتمن تعریف می‌شود. در مدل آلتمن برای پیش‌بینی وقوع ورشکستگی، از روش تجزیه و تحلیل نسبت‌ها استفاده شده و به صورت یک تابع که نسبت‌های مالی به عنوان متغیرهای مستقل آن هستند، به اجرا در آمده است. این مدل که از پنج نسبت مالی سرمایه در گردش به کل دارایی (x_1)، سود انباشته به کل دارایی (x_2)، درآمد قبل از بهره و مالیات به کل دارایی (x_3)، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتر بدهی (x_4)، فروش به کل دارایی (x_5) تشکیل شده به صورت زیر است:

$$Z = 0.717x_1 + 0.847x_2 + 3.107x_3 + 0.420x_4 + 0.998x_5$$

در این مدل هرچه Z پایین‌تر باشد درجه بحران مالی شرکت بیشتر است. به طوری که شرکت‌های با امتیاز Z بالاتر از ۲/۹ وارد طبقه شرکت‌های سال شده و با امتیاز Z کمتر از ۱/۲۳ به عنوان شرکت‌های ورشکسته طبقه‌بندی می‌شوند و Z بین ۱/۲۳ و ۲/۹ به عنوان منطقه تردید تلقی می‌گردد.

بررسی مفروضات مدل رگرسیونی

پایایی متغیرهای تحقیق

فرض صفر: ریشه واحد وجود دارد و متغیر موردنظر نامانا است.

فرض مقابل: ریشه واحد وجود ندارد و متغیر موردنظر مانا است.

پیش‌بینی خطر آشفته‌گی مالی با استفاده از اقدامات حاکمیت شرکتی/اصیادی پور و هرتمنی

جدول ۳: نتایج آزمون مانایی برای متغیرهای مدل‌ها

نتیجه	مقدار p*	آماره آزمون	متغیر
پایا	۰/۰۰۰	-۱۱/۸۳۷	خطر آشفته‌گی مالی
پایا	۰/۰۰۰	-۵/۴۵۰	تمرکز مالکیت
پایا	۰/۰۰۳	-۷/۱۹۲	سهامدار نهادی
پایا	۰/۰۰۰	-۶/۲۳۸	استقلال هیئت مدیره
پایا	۰/۰۰۳	-۲۶/۹۹۲	نوع حسابرس

منبع: یافته‌های تحقیق (p-value (prob) *

قبل از تفسیر نتایج جدول (۳) ذکر این نکته قابل توجه است که در آزمون ریشه واحد، فرض صفر بیانگر نامانایی متغیرها است. در این صورت چنانچه مقدار p کمتر از سطح معناداری ۰/۰۵ باشد فرض صفر رد خواهد شد، به این ترتیب نتایج حاصل از آزمون مانایی برای داده‌های ترکیبی (پانل) در جدول (۳) نشان از مانا بودن تمام متغیرهای مورد مطالعه می‌باشد.

نرمال بودن توزیع داده‌ها

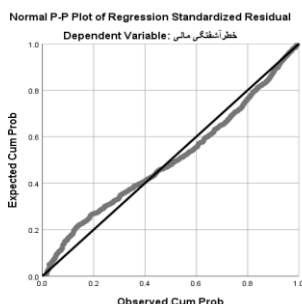
جدول ۴: آزمون تعیین نرمال بودن متغیرهای اصلی تحقیق

مقدار p*	آماره کلموگروف-اسمیرنوف	متغیر
۰/۱۹۳	۱/۰۸۲	خطر آشفته‌گی مالی
۰/۶۵۱	۰/۹۸۷	تمرکز مالکیت
۰/۲۱۲	۱/۱۶۳	سهامدار نهادی
۰/۶۱۱	۰/۹۵۷	استقلال هیئت مدیره
۰/۲۱۴	۱/۱۶۸	نوع حسابرس

منبع: یافته‌های تحقیق (p-value (significance)

قبل از اینکه نتایج جدول (۴) تفسیر شود، ذکر این نکته ضروری است که اگر مقدار p ی متغیرها بیشتر از سطح معناداری ۰/۰۵ باشد نتیجه می‌شود که توزیع آن متغیر نرمال است. بنابراین با توجه به این نکته، نتایج خروجی جدول (۴) نشان می‌دهد که مقدار p ی مربوط به آزمون کلموگروف اسمیرنوف در نمرات تمام متغیرها بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین نتیجه می‌شود که توزیع تمام متغیرها نرمال است.

آزمون نرمال بودن باقیمانده‌ها



نمودار (۱): نمودار P-P Plot جهت آزمون نرمال بودن باقیمانده‌ها (مدل)

جدول ۵: آزمون تعیین نرمال بودن باقیمانده‌ها (مدل پژوهش)

مقدار *p	آماره کلموگروف-اسمیرنوف
۰/۰۵۸	۲/۰۳۶

منبع: یافته‌های تحقیق

در نمودار (۵) چون مختصات نقاط مشاهده شده در حول و حوش خط نرمال قرار گرفته‌اند پس می‌توان گفت که در مدل، باقیمانده‌ها از توزیع نرمال پیروی می‌کنند. همچنین با انجام آزمون کلموگروف اسمیرنوف جدول (۵)، میزان معناداری از ۰/۰۵ بیشتر بود لذا حاکی از نرمال بودن توزیع باقیمانده‌ها در مدل می‌باشد.

آزمون نرمال بودن جملات خطا

با توجه به اهمیت نرمال بودن جملات خطا در مدل پژوهش از آزمون جارکو برا استفاده می‌شود:

فرض صفر: جملات خطا نرمال هستند.

فرض مقابل: جملات خطا نرمال هستند.

جدول ۶: نتایج آزمون جارکو برا

نام متغیر	تعداد	آماره	سطح معناداری
مدل تحقیق	۷۵۰	۳/۷۵۱	۰/۱۴۴

منبع: یافته‌های تحقیق

در این آزمون فرض بر این است که جملات خطا نرمال نیستند مگر اینکه خلاف آن اثبات شود بنابراین، با توجه به جدول بالا چون سطح معنی‌داری برای تمام مدل پژوهش بیشتر ۰/۰۵ است لذا فرض صفر برای آنها رد نشده و جملات خطا نرمال هستند.

پیش‌بینی خطر آشفته‌گی مالی با استفاده از اقدامات حاکمیت شرکتی/اصیادی پور و هرتمنی

ثابت بودن واریانی جمله خطا (یاقیمانده‌ها)

در این مطالعه فرض ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها از طریق آزمون بروش پاگان گودفری مورد بررسی قرار گرفت که نتایج آن در جدول (۷) نشان داده شده است. فرض صفر: وجود همسانی واریانس باقیمانده‌ها. فرض مقابل: وجود ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها.

جدول ۷: آزمون بروش پاگان گودفری (Homoskedasticity)

نام متغیر	نوع آماره	احتمال آماره	سطح معناداری
مدل تحقیق	F(۴/۷۴۵)	۰/۹۳۷	۰/۴۴۲

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول ۸: آزمون وایت (White)

نام متغیر	نوع آماره	احتمال آماره	سطح معناداری
مدل تحقیق	F(۱۳/۷۳۶)	۰/۶۷۱	۰/۷۸۹

منبع: یافته‌های تحقیق

در این آزمون فرض بر ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها است که با توجه به جدول فوق و معنادار نبودن مدل پژوهش، فرضیه ما مبنی بر وجود همسانی واریانس در مدل پژوهش پذیرفته می‌شود، تمامی الگوها دارای ناهمسانی واریانس می‌باشد و می‌توان از رگرسیون خطی استفاده نمود و نیاز به استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) نمی‌باشد.

عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی

همخطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل می‌باشد. در صورت وجود هم خطی، ضرایب برآوردی الگو دارای خطای معیار بالایی خواهد بود و در نتیجه این مسأله باعث می‌شود که تعداد متغیرهای معنی‌دار در معادله کاهش یابد که در این معادله برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. چرا که وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی می‌باشد. نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهد که میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل و کنترلی در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد.

جدول ۹: نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی در مدل تحقیق

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
تمرکز مالکیت	Cowen	۰/۹۳۶	۱/۰۶۸
سهامدار نهادی	Instown	۰/۹۴۹	۱/۰۵۴

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره پنجاه - تابستان ۱۴۰۰

۱/۰۱۶	۰/۹۸۵	BIND	استقلال هیئت مدیره
۱/۰۰۱	۰/۹۹۹	Audit	نوع حسابرس

منبع: یافته‌های تحقیق

ضریب همبستگی پیرسون

ضریب همبستگی پیرسون بین ۱- و ۱ تغییر می‌کند. اگر $r = 1$ بیانگر رابطه‌ی مستقیم کامل بین دو متغیر است؛ رابطه‌ی مستقیم یا مثبت به این معناست که اگر یکی از متغیرها افزایش (کاهش) یابد، دیگری نیز افزایش (کاهش) می‌یابد.

جدول ۱۰: همبستگی بین متغیرهای مدل تحقیق

متغیرهای تحقیق	ZAltman	Cowen	Instown	BIND	Audit
خطر آشفته‌گی مالی	۱/۰۰				
تمرکز مالکیت	-۰/۴۳۱	۱/۰۰			
سهامدار نهادی	-۰/۲۱۹	-۰/۰۲۴	۱/۰۰		
استقلال هیئت مدیره	-۰/۱۰۰	۰/۳۶۵	۰/۱۵۲	۱/۰۰	
نوع حسابرس	-۰/۳۱۸	-۰/۴۱۴	-۰/۰۹۲	۰/۴۳۷	۱/۰۰

منبع: یافته‌های تحقیق

۱. تحلیل یافته‌ها

آزمون تشخیص مدل (آزمون چاو)

در این آزمون فرض H_0 استفاده از روش داده‌های تلفیقی (Pooling) را در مقابل فرض H_1 یعنی استفاده از روش داده‌های تابلویی (Panel) نشان می‌دهد. فرض صفر: روش داده‌های تلفیقی (Pooling) مناسب است. فرض مقابل: روش داده‌های تابلویی (Panel) مناسب است.

جدول ۱۱: نتایج آزمون F لیمر برای مدل تحقیق

آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
۱/۷۷۴	(۱۴۹/۵۹۶)	۰/۰۰۰	استفاده از داده‌های تابلویی

منبع: یافته‌های تحقیق

همان‌گونه که در جدول (۱۱) مشاهده می‌شود فرض صفر مبنی بر برابری همه اثرات خاص شرکتها در مورد مدل تحقیق رد می‌شود ($p < 0/05$)، که این بدان معنی است نمی‌توان مدل تحقیق را با روی هم ریختن داده‌های مربوط به شرکت‌های مورد مطالعه و به روش Pooling تخمین زد بلکه باید از روش داده‌های پانل استفاده کرد به

پیش‌بینی خطر آشفتگی مالی با استفاده از اقدامات حاکمیت شرکتی/اصیادی پور و هرتمنی

عبارتی کارآمدی برآورد مدل تحقیق با استفاده از داده‌های پانل برای ۱۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مشخص می‌شود.

آزمون تشخیص نوع مدل (آزمون هاسمن)

در این آزمون، فرض صفر بیانگر مناسب بودن مدل اثرات تصادفی می‌باشد و رد فرض صفر به منزله کاراتر بودن مدل اثرات ثابت برای تخمین مدل تحقیق می‌باشد.
فرض صفر: مدل اثرات تصادفی مناسب می‌باشد.
فرض مقابل: مدل اثرات ثابت مناسب می‌باشد.

جدول ۱۲: نتایج آزمون هاسمن برای مدل تحقیق

آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
۱/۷۸۳	۴	۰/۷۸۳	استفاده از مدل اثرات تصادفی

منبع: یافته‌های تحقیق

همان‌گونه که در جدول (۱۲) مشاهده می‌شود فرض صفر کاراتر بودن مدل اثرات تصادفی برای شرکت‌های مورد مطالعه رد می‌شود ($p < 0/05$)، که به عبارتی نتایج بیانگر تأیید اثرات تصادفی در برابر اثرات ثابت است بنابراین مدل تحقیق برای ۱۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باید به صورت اثرات تصادفی تخمین زده شود.

تحلیل مدل تحقیق به روش اثرات تصادفی

جدول ۱۳: نتایج مدل تحقیق به روش اثرات تصادفی

متغیر وابسته: خطر آشفتگی مالی، تعداد دوره: ۵، تعداد تقاطع: ۱۵۰، تعداد ترکیب موزون: ۷۵۰					
$Zaltman_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cowen_{i,t} + \beta_2 Instown_{i,t} + \beta_3 BIND_{i,t} + \beta_4 Aduit_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	احتمال	نتیجه
ضریب ثابت	C	۱/۷۶۵	۳/۵۶۴	۰/۰۰۰	معنادار
تمرکز مالکیت	Cowen	-۰/۷۶۲	-۷/۹۳۴	۰/۰۰۰	معنادار
سهامدار نهادی	Instown	۰/۳۶۲	۸/۴۳۲	۰/۰۰۰	معنادار
استقلال هیئت مدیره	BIND	۰/۰۸۷	۰/۴۴۷	۰/۶۵۵	عدم تأیید
نوع حسابرس	Aduit	۰/۲۰۵	۲/۵۸۱	۰/۰۱۰	معنادار
آماره دوربین-واتسون	۱/۶۵۹			۰/۰۰۰	
آماره F	۴/۷۷۴				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۳۵				
ضریب تعیین	۰/۵۵۱				

منبع: یافته‌های تحقیق

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره پنجاه - تابستان ۱۴۰۰

- که بر این اساس نتیجه گیری تحلیل مدل تحقیق به روش اثرات تصادفی بدین شرح می باشد که:
- با توجه به مقدار منفی ضریب رگرسیونی تمرکز مالکیت می توان نتیجه گرفت تمرکز مالکیت با خطرآشفتگی مالی، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارند ($p < 0/05$)، بنابراین فرضیه اول فرعی مورد تأیید می باشد.
 - همچنین با توجه به جدول بالا و مقدار منفی ضریب رگرسیونی سهامدار نهادی می توان نتیجه گرفت سهامدار نهادی با خطرآشفتگی مالی، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارند ($p < 0/05$)، بنابراین فرضیه دوم فرعی مورد تأیید می باشد.
 - همچنین با توجه به جدول بالا و مقدار ضریب رگرسیونی استقلال هیئت مدیره می توان نتیجه گرفت استقلال هیئت مدیره با خطرآشفتگی مالی، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری ندارد ($p > 0/05$)، بنابراین فرضیه سوم فرعی مورد تأیید نمی باشد.
 - با توجه به مقدار منفی ضریب رگرسیونی نوع حسابرس می توان نتیجه گرفت نوع حسابرس با خطر آشفتگی مالی، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارند ($p < 0/05$)، بنابراین فرضیه چهارم فرعی مورد تأیید می باشد.

خلاصه نتایج آزمون فرضیه های تحقیق

در این تحقیق پیش بینی خطر آشفتگی مالی با استفاده از اقدامات حاکمیت شرکتی (مورد مطالعه: بورس اوراق بهادار تهران)، در قالب یک فرضیه اصلی و چهار فرضیه فرعی تدوین شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش به شرح جدول (۱۴) بیان شده است.

جدول ۱۴: نتایج فرضیه های تحقیق

نتیجه	عنوان فرضیه
پذیرش فرضیه	فرضیه اصلی: اقدامات حاکمیت شرکتی بر پیش بینی خطر آشفتگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارند.
پذیرش فرضیه	فرضیه اول فرعی: تمرکز مالکیت نهادی بر پیش بینی خطر آشفتگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارند.
پذیرش فرضیه	فرضیه دوم فرعی: میزان مالکیت بر پیش بینی خطر آشفتگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارند.
رد فرضیه	فرضیه سوم فرعی: بالا بودن درصد مدیران غیرموظف بر پیش بینی خطر آشفتگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارند.
پذیرش فرضیه	فرضیه چهارم فرعی: انتخاب نوع حسابرس بر پیش بینی خطر آشفتگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارند.

منبع: یافته های تحقیق

پیش‌بینی خطر آشفتگی مالی با استفاده از اقدامات حاکمیت شرکتی/صیادی پور و هرتمنی

بحث و نتیجه‌گیری

در پیشبرد اهداف حاکمیت شرکتی عوامل مهمی تاثیرگذار هستند که در این میان نقش هیئت مدیره و کارکردهای کمیته‌های اصلی هیئت مدیره بارز و غیرقابل انکار می‌باشد. همچنین سهامداران نهادی با توجه به دارا بودن انگیزه، دانش تخصصی و ارتباط مؤثر نقش مهمی در نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت‌ها ایفا می‌کنند. با این حال، با توجه به اینکه سهامداران عمده نیز طبیعتاً به دنبال بیشینه کردن منافع خود هستند، فعال‌تر شدن سهامداران خرد از طریق آموزش سهامداران و انسجام و هماهنگی آنها می‌تواند فاصله میان منافع سهامداران عمده و خرد را پوشش دهد که با اینحال سهامداران باید بتوانند در صورت تضییع حقوق خود، از امکان پیگیری مؤثر قضایی برخوردار باشند. طبق ادبیات نظری تحقیق، مالکان نهادی انگیزه‌های زیادی برای نظارت بر گزارشگری مالی دارند چرا که صورتهای مالی و به خصوص صورت سود و زیان، منبع مهمی از اطلاعات در مورد شرکت است. شواهد تجربی نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت نهادی، میزان مالکیت و نوع حسابرسی بر آشفتگی مالی ارتباط دارد. بر خلاف انتظار ما در خصوص داشتن رابطه عکس بین ارقام حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت نهادی) با آشفتگی مالی شرکتها، در بازار ایران این رابطه مستقیم بوده و با افزایش این ابعاد متغیر وابسته (آشفتگی مالی) نیز افزایش یافته است. این نتیجه همسو با نتایج تحقیق رحیمیان و همکاران (۱۳۹۳) است که به بررسی رابطه برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن پرداختند. نتایج نشان داد که میان واحد حسابرسی داخلی و نسبت مدیران غیرموظف هیئت مدیره و معیارهای عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود ندارد. اما میان درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی معناداری وجود دارد. این نتیجه همسو با فرضیه تحقیق در خصوص نسبت مدیران غیرموظف هیئت مدیره می‌باشد. همچنین بر خلاف تحقیق حساس یگانه و همکاران (۱۳۷۸) می‌باشد. ایشان به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاری نهادی و ارزش شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران را طی دوره زمانی ۱۳۷۶ الی ۱۳۸۳ پرداختند، همچنین دریا سری و همکاران (۱۳۹۶)، به بررسی رابطه ساختار مالکیت (میزان مالکیت نهادی) بر عملکرد مالی شرکت پرداختند. آن‌ها تأثیر مالکیت نهادی را بر عنوان اجزای حاکمیت شرکتی بر عملکرد بررسی کردند و نتایج تحقیق بیانگر وجود رابطه مستقیم بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی شرکت است که با نتایج تحقیق همسو می‌باشد. بر این اساس با توجه به نتایج بدست آمده می‌توان ناکارایی بازار سرمایه ایران را یکی از مهمترین عوامل تاثیرگذار بر رابطه مستقیم سهامداران نهادی با آشفتگی مالی شرکت‌ها دانست که ضرورت اصلاح این رابطه آنچنان با اهمیت است که تاکید قانون اساسی بر اصل ۴۴ موید این مهم است. با توجه به دیدگاه مالکیت بخش نهادی در ایران و با توجه به سو استفاده‌های صورت گرفته در این بخش، ضرورت می‌یابد که درصد سهامداران نهادی در ساختار مالکیتی شرکت‌ها کاهش یابد چرا که تعاریف ما در ایران از مالکیت نهادی با تعاریف مسطح آن در خارج از کشور متفاوت است چون در ایران این بخش در اختیار رجل سیاسی و جناح‌های برنده در انتخابات می‌باشد و در هر انتخابات از شرکت‌ها و سودهای آن در جهت امیال خود بهره می‌برند و بر خلاف تعاریف سهامداران نهادی در خارج از کشور دیدگاه سهامداران

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره پنجاه - تابستان ۱۴۰۰

نهادی در ایران بر خلاف تعاریف علمی آن که این گروه را به عنوان یک سرمایه‌گذار حرفه‌ای نسبت به رویدادهای مالی شرکت‌ها و بازار سرمایه معرفی کرده‌اند، بیشتر سهامدارن با نفوذ بالا در ساختار حاکمیتی کشور می‌باشند و به پژوهشگران جهت انجام تحقیقات در آینده پیشنهاد می‌شود تأثیر باز دارندگی سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر آشفته‌گی مالی شرکت‌ها و رابطه ساختار و مالکیت بر عملکرد مالی (گذشته و آتی) شرکت مورد بررسی قرار دهند. همچنین محدودیت‌ها موانع و مشکلاتی است که در مراحل مختلف تحقیق در راه اجرای تحقیق، بالقوه وجود داشته یا بالفعل ایجاد شده‌اند که بر این اساس نرخ تورم در کشور ما دو رقمی بوده و درعین حال استانداردهای برای تعدیل صورت‌های مالی تاریخی شرکت‌ها وجود ندارد و تورم بالا و پیامدهای احتمالی آن بر اطلاعات مالی، می‌تواند نتایج تحقیقاتی که بر این اطلاعات متکی بوده را خدشه‌دار کند و دسترسی به اطلاعات شرکت‌ها (بویژه متغیر ترکیب و تمرکز سهامدارن) با مشکلات زیاد و صرف زمان طولانی همراه بود. و در انتهای شایان ذکر است که بورس اوراق بهادار تهران بانک اطلاعاتی جامعی ندارد و گزارش‌های مالی شرکت‌ها به صورت منسجم (بویژه اطلاعات سنوات قبل) نگهداری نمی‌شود چرا که نرم‌افزارهای موجود در بازار (مثل دنا سهم، تدبیر پرداز) همه اطلاعات را پوشش نمی‌دهند.

پیش‌بینی خطر آشفته‌گی مالی با استفاده از اقدامات حاکمیت شرکتی/اصیادی پور و هرتمنی

منابع

- ۱) اسماعیل زاده؛ حسن. (۱۳۹۸). «روش‌های مؤثر در مدیریت نقدینگی بانک‌ها»، حسابرس، شماره ۳۴ ص ۶۶-۹۴
- ۲) امیدیان، احمد. (۱۳۹۷). «بررسی اثرات مالکیت نهادی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس»، مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفو، سال اول، شماره اول، ص ۷۵-۹۸
- ۳) ایروانی؛ محمدجواد. (۱۳۹۹). «بحران مالی جهانی و چند پیشنهاد راهبردی»، نشریه مدیریت بازرگانی، دوره ۱، شماره ۲، ص ۶۰-۹۷.
- ۴) ایزدی نیا؛ نادر. (۱۳۹۷). «بررسی ارتباط کیفیت سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله توسعه و سرمایه، شماره ۳، ص ۷۰-۸۷
- ۵) پورحیدری؛ احمد، کوپائی؛ رسولی (۱۳۹۶). «ویژگی‌های کیفی اطلاعات حسابداری مدیریت و نقش آن در تصمیم‌گیری مدیریت»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۴ و ۲۵، ص ۳۹-۸۶
- ۶) دریاسری، مینا؛ ایرجی، علی؛ محمدی، مهدی. (۱۳۹۶). «بررسی رابطه ساختار مالکیت (میزان مالکیت نهادی) بر عملکرد مالی (گذشته و آتی) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به صورت مطالعه موردی در صنعت خودرو در سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۵، ص ۸۶-۹۸.
- ۷) راعی، سعید. فلاح پور، سعید. (۱۳۹۶). «کاربرد ماشین بردار پشتیبان در پیش‌بینی درماندگی مالی شرکت‌ها با استفاده از نسبت‌های مالی». فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۵۳، ص ۳۴-۱۷.
- ۸) راعی، نادر؛ فلاح پور، مریم. (۱۳۹۵). «پیش‌بینی آشفته‌گی مالی شرکت‌ها با استفاده از شبکه‌های عصبی مصنوعی، به مقایسه قدرت پیش‌بینی کنندگی شبکه‌های عصبی در مقایسه با روش تفکیک کننده خطی چند متغیره»، مجله توسعه و سرمایه، شماره ۳، ص ۱۱۰-۸۷
- ۹) ستایش، سیدحسین؛ منصوری، مژگان. (۱۳۹۳). «بررسی مقایسه‌ای اثر تمرکز مالکیت، سهام شناور آزاد، نوع حسابرسی و درصد مدیران غیرموظف در شرکت‌های درمانده و سالم». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. دوره ۱۹، شماره ۲، ص: ۱۲۰-۱۵۶.
- ۱۰) سعیدی؛ علی، آقایی؛ آرزو (۱۳۹۶). «پیش‌بینی درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از شبکه‌های بیز»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۶، ص ۷۸-۵۹.

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره پنجاه - تابستان ۱۴۰۰

- ۱۱) عثمانی، جلال؛ جاوید، زهرا؛ رحیمی، رضا. (۱۳۹۰). «بررسی تأثیر بازدارندگی سازوکار حاکمیت شرکتی از درماندگی مالی شرکت‌ها»، رفتاری فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۰، ص ۴۹-۶۹.
- ۱۲) مرادی؛ میثم، خواجه‌وی؛ شکراله. (۱۳۹۷). «فرضیه‌ی بازار کارا و مالی رفتاری»، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۰، ص ۳۴-۵۹.
- ۱۳) مهدوی، علیرضا؛ حیدری، سعید. (۱۳۹۸). «بررسی مالکیت نهادی و کارایی شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۹، ص ۴۴-۲۵.
- ۱۴) مهرانی؛ غلامرضا، آشتاب؛ علی. (۱۳۹۸). «بررسی رابطه بین خطای پیش بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. دوره ۱۷ (۶۰)، ۴۸-۷۵.
- ۱۵) نوروش؛ احمد، بیاتی؛ سعید، نیکبخت، محمد. (۱۳۹۵). «بررسی مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران»، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، شماره ۲، ص ۱۵-۳۶.
- 16) Brancho, A., Fernando., S and Alexandrou. C. (2018). "The relationship between corporate governance and bankruptcy according to the amount of debt", Journal of financial Economics, forthcoming. pp: 47-96.
- 17) Chiang Yeh. (2019), Stockholders' risk preferences and the market reaction to financial disclosures, School of Business Administration, University of Miami. Pp: 89-109.
- 18) Cohen, D., A. Dey, and T. Lys. (2017). Trends in earnings management and informativeness of earnings announcements in the Pre- and Post-Sarbanes Oxley periods. Working paper, Northwestern University. pp: 47-96
- 19) Eisler. Z., Chan, W. (2017). "Investigating the Ability of Corporate Governance Mechanisms to Prevent Corporate Bankruptcy". Journal of Behavioral Decision Making, vol 20, Pp: 25-51.
- 20) Fong. V., and Shin. M. (2020). "Investigating the effect of institutional investors on the company's capital performance", Accounting: organizations and society, p.p. 1-25.
- 21) Gordon, W. S. (2017). "Stock price reaction to News and no News: Drift And Reversal after headlines". Journal of financial Economics, forthcoming. Pp: 10-32
- 22) Lakshan. Baker, M. Pan, X. (2017). "The effect of corporate governance criteria on the possibility of bankruptcy". Journal of Finance, 4: 21-65.
- 23) Richard, J. R. (2015). "Behavioral Finance", Pasific-Basin Finance Journal, 11(2003): 70-96
- 24) Salomon, D. and Dichev, I. (2018), Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses, Journal of Accounting and Economics 24. 102-126.

پیش‌بینی خطر آشفته‌گی مالی با استفاده از اقدامات حاکمیت شرکتی/اصیادی یور و هرتمنی

- 25) Tyson Report, (2020), The Tyson Report on the Recruitment and Development of Non-Executive Directors, London Business School, London. Pp: 61-83
- 26) Wang. G., Ashari, N., Barnes, R. (2019). “examined the effect of corporate governance characteristics on the performance of Chinese companies”. Accounting and Business Research, pp. 291-230.
- 27) Zhiong Lee. K., and Selzk. E. (2020). “Examine the ability of corporate governance mechanisms to prevent corporate financial distress”. British Accounting Review, 37:32-46.

یادداشت‌ها :

-
- 1 Financial turmoil
 - 2 Bankruptcy
 - 3 Corporate governance system
 - 4 Separation of ownership from management
 - 5 Chiangyeh et al
 - 6 Corporate Strategy
 - 7 Gordon
 - 8 Richard
 - 9 Dan and Broadstreet
 - 10 Corporate governance system
 - 11 Cohen et al
 - 12 Organization for Economic Co-operation Development (OECD)
 - 13 Tyson Report
 - 14 Parkinson
 - 15 Salomon et al
 - 16 Fong and Shin
 - 17 Wang et al
 - 18 Branco, Fernando and Alexandro
 - 19 Elizer et al
 - 20 Lakshan et al
 - 21 Evius
 - 22 Zhiyong Li