

## رابطه بین ساختار مالکیت و درماندگی مالی در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

محمد محمودی<sup>۱</sup>، مجید مرادی<sup>۲</sup>، سارا موسوی نجف آبادی<sup>۳</sup>

<sup>۱</sup> مدرس موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران

<sup>۲</sup> عضو هیات علمی گروه حسابداری موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران

<sup>۳</sup> دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران

### چکیده

درماندگی مالی در بنگاههای اقتصادی یکی از مسائل نگران‌کننده برای دولت‌ها و عموم سرمایه‌گذاران بوده است و تضعیف عملکرد مالی شرکت ممکن است باعث ورشکستگی شرکت گردد، در این پژوهش به بررسی تاثیر یکی از مهمترین سازوکارهای نظام راهبری بنگاه (ساختار و تمرکز مالکیت) و درماندگی مالی شرکت‌ها پرداخته می‌شود. هدف این پژوهش بررسی رابطه ساختار مالکیت شرکت‌ها با درماندگی مالی شرکت‌ها می‌باشد. ساختار مالکیت در این پژوهش شامل تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی می‌باشد که نقش این دو متغیر بر روی درماندگی مالی شرکت‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد. مطالعات قبلی نشان داده اند که تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی می‌توانند نقش مهمی در درماندگی مالی شرکت‌ها داشته باشند. برای اجرای پژوهش، اطلاعات ۱۱۸ شرکت از بازه زمانی ۹۰ الی ۹۴ جمع‌آوری گردید. جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها از نرم افزار EXCEL و EVIEWS استفاده شد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهند بین تمرکز مالکیت شرکت‌ها و درماندگی مالی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد اما این رابطه به دلیل این که ضریب معناداری مثبت است مستقیم می‌باشد و با افزایش تمرکز مالکیت شرکت‌ها درماندگی مالی شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد. همچنین نتایج نشان داد بین مالکیت نهادی شرکت‌ها و درماندگی مالی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد اما این رابطه به دلیل این که ضریب معناداری منفی است معکوس می‌باشد و با افزایش مالکیت نهادی شرکت‌ها درماندگی مالی شرکت‌ها نیز کاهش می‌یابد.

واژه‌های کلیدی: درماندگی مالی، ساختار مالکیت، ورشکستگی.

## مقدمه

ورشکستگی شرکت‌های بزرگ و رسوایی‌های مالی شرکت‌هایی از قبیل انرون، وردکام و... در سال‌های اخیر، به نیاز روز افزون برای انجام پژوهش‌های گسترده‌تر و عمیق‌تر در حوزه درماندگی مالی اشاره دارند، به‌ویژه اینکه در مراحل پایانی پیش از ورشکستگی و زمانی که ریسک درماندگی به بالاترین سطح آن می‌رسد، ارزش شرکت به‌سرعت تضعیف می‌شود (فدایی‌نژاد و همکاران، ۱۳۹۳). لذا، در این پژوهش تلاش می‌شود به بررسی تأثیر یکی از سازوکارهای نظام راهبری بنگاه تحت عنوان ساختار مالکیت بر درجه درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود.

## بیان مسأله

نویسندگان نخستین نظریه نمایندگی (اسپنس و زکائوسر<sup>۱</sup>، ۱۹۷۱) تلاش زیادی برای معرفی الگوی اساسی نظریه نمایندگی کرده‌اند. نظریه نمایندگی با این فرض آغاز می‌شود که مردم در راستای منافع شخصی خود فعالیت می‌کنند و دربرگیرنده این موضوع است که تحت شرایط عادی، اهداف، منافع و خطرات دو طرف (مالک و نماینده) یکسان نیست. این نظریه بیان می‌کند وقتی که مدیر، صد در صد سهام شرکت را در تملک ندارد، وجود تضادی پنهان بین سهامداران و مدیر، اجتناب ناپذیر است. این امر موجب مشکلات نمایندگی متعددی می‌گردد مانند: تضاد منافع بین مدیر و سهامدار، خطرات اخلاقی، عدم اطمینان و شراکت ریسک (نمازی، ۱۳۸۴)، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیر و سهامدار و اتخاذ تصمیمات نامطلوب (جنسن و مک‌لینگ<sup>۲</sup>، ۱۹۷۶). یکی از راه‌حل‌های مشکل نمایندگی، استقرار شیوه‌های مناسب نظام راهبری بنگاه است. (شلایفر و ویشنی<sup>۳</sup>، ۱۹۹۷) نظام راهبری بنگاه را به‌عنوان راهی تعریف نمودند که به‌وسیله آن، تأمین کنندگان مالی شرکت از دریافت بازده در قبال سرمایه‌گذاری خود، اطمینان می‌یابند. (گیلان و استارکس<sup>۴</sup>، ۱۹۹۸) نظام راهبری بنگاه را به عنوان سیستمی از قوانین، قواعد و عوامل تعریف نمودند که عملیات شرکت را کنترل می‌کند.

از سویی دیگر، طی بحران‌های اقتصادی اخیر که از سال ۲۰۰۸ به‌وقوع پیوسته‌اند، واحدهای تجاری بی‌شماری با درماندگی مالی رو به رو شدند و بسیاری از آنان دچار ورشکستگی گشتند. از مهم‌ترین اطلاعاتی که می‌تواند در تصمیم‌گیری اقتصادی و تخصیص بهینه منابع به تصمیم‌گیرندگان اقتصادی کمک کند، شناسایی علایم درماندگی مالی در شرکت‌ها است. درماندگی مالی را می‌توان این‌گونه تعریف کرد: شرایطی که در آن شرکت قادر به پرداخت تعهدات خود نباشد یا آن‌ها را به سختی پرداخت کند (وو<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۰۸). لذا، از آنجا که درماندگی مالی در بنگاه‌های اقتصادی از دیرباز یکی از مسائل نگران‌کننده برای دولت‌ها و عموم سرمایه‌گذاران بوده است و عملکرد مالی شرکت به دلایلی می‌تواند تضعیف گردد و در بدترین شرایط، ممکن است باعث ورشکستگی شرکت گردد و یا برای تملک، مورد توجه سایر شرکت‌ها قرار گیرد و همچنین از آنجا که ورشکستگی شرکت‌ها دربرگیرنده عواقب معکوس قابل توجهی برای اقتصاد است، در این پژوهش به بررسی تأثیر یکی از مهمترین سازوکارهای نظام راهبری بنگاه (ساختار و تمرکز مالکیت) و درماندگی مالی شرکت‌ها پرداخته می‌شود.

طبق تئوری سنگربندی، وضعیت مالی شرکت بر رفتار سهامداران عمده موثر خواهد بود. سهامداران کنترل‌کننده در شرکت‌هایی که سلامت مالی دارند، این قدرت را دارند که از سهامداران اقلیت سلب مالکیت کنند. همچنین در شرایطی که شرکت دچار درماندگی است، سهامداران کنترل‌کننده باید با فشار ورشکستگی از جانب اعتباردهندگان، سرمایه‌گذاران، دولت و اشخاص مربوطه مواجه شوند و آنان از وجوه شخصی برای حمایت موقت از شرکتی که با مشکلات مالی مواجه شده، استفاده می‌نمایند (ژنگ<sup>۶</sup>، ۲۰۱۵) و محتمل است تمرکز مالکیت بتواند بر وضعیت مالی شرکت تأثیرگذار باشد. (جنسن و مک‌لینگ

<sup>1</sup> Spence and Zeckhauser

<sup>2</sup> Jensen and Meckling

<sup>3</sup> Shleifer and Vishny

<sup>4</sup> Gillan and Starks

<sup>5</sup> Wu

<sup>6</sup> Zheng

۱۹۷۶) نیز استدلال نمودند به علت سهم بزرگ سهامداران عمده از شرکت، آنان به منظور بیشینه‌سازی ارزش سهام خود (و به-طور مشابه به منظور کمینه‌سازی زیان‌های بالقوه ناشی از درماندگی مالی یا ورشکستگی)، مشوق‌هایی برای نظارت بر فعالیت‌ها و تصمیم‌گیری‌های مدیران شرکت دارند تا اقدامات خاصی را انجام دهند و در سطوح پایین‌تر از ظرفیت‌های خود فعالیت نکنند؛ بنابراین، باتوجه به هزینه‌های نمایندگی ارتباط معکوسی بین مالکیت عمده و درماندگی مالی وجود دارد (عبداله<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶).

در این مقاله به بررسی ارتباط بین یکی از مهمترین ابعاد نظام راهبری بنگاه (ساختار مالکیت) و درجه درماندگی مالی شرکت-ها پرداخته می‌شود. به‌طور مشخص بررسی می‌شود که آیا ساختار مالکیت بر درجه درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است یا خیر؟

### اهمیت و ضرورت تحقیق

رشد و توسعه اقتصادی یک کشور، مستلزم تجهیز منابع سرمایه‌ای و تخصیص بهینه آن به فعالیت‌های مولد اقتصادی است و تحقق این امر، نیازمند توسعه بخش مالی اقتصاد و به‌ویژه، گسترش بازار سرمایه و در رأس آن، بورس اوراق بهادار می‌باشد. دستیابی به این مهم نیز جز با بسترسازی مناسب جهت ترغیب سرمایه‌گذاران به مشارکت در چنین بازارهایی، میسر نمی‌گردد. در این راستا، سرمایه‌گذاران به اطلاعاتی نیاز دارند که بر پایه آن، قادر به ارزیابی ریسک و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری‌های انجام شده و تصمیم‌گیری درباره خرید، نگهداری یا فروش آن باشند. لذا، از آنجا که تحقیق حاضر نیز به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و درماندگی مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد، می‌تواند منظر جدیدی از مسائل مربوط به سرمایه‌گذاری و بورس اوراق بهادار را آشکار سازد.

### تحقیقات داخلی

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) در تحقیقی تحت عنوان "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، به بررسی نقش مالکیت عمده در بهبود عملکرد شرکت‌ها پرداختند. آنان به این منظور از داده‌های ۶۶ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ استفاده نمودند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آن‌ها، ارتباط معناداری وجود دارد.

اعتمادی و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی تاثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج آنان نشان داد سه عامل فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌ها اثر گذارند. از میان این عوامل، ساختار مالکیت کمترین اثر مستقیم را بر کیفیت اطلاعات دارد اما حایز اهمیت‌ترین نقش آن، اثر تعدیل‌شوندگی است که بر ارتباط بین فرهنگ سازمانی و کیفیت اطلاعات مالی و نیز رابطه بین تمرکز مالکیت و کیفیت اطلاعات مالی دارد. بنحوی که هرچه ساختار مالکیت شرکتی خصوصی‌تر باشد، تمرکز مالکیت منجر به افزایش کیفیت اطلاعات مالی می‌شود، این در حالی است که در شرکت‌های با مالکیت کمتر خصوصی، این رابطه برعکس می‌باشد. از اینرو پیشنهاد می‌شود تا ترتیبی اتخاذ شود که شرکت‌های غیر خصوصی/ با مالکیت کمتر خصوصی، تنها مجاز به داشتن حداکثر ۲۵٪ سهام شرکت‌های بورسی (بطور مستقیم یا با واسطه و از طریق شرکت‌های زیر مجموعه‌یشان) باشند.

رستمی و همکاران (۱۳۹۰)، با استفاده از مقایسه بین تحلیل پوششی داده‌ها و رگرسیون لجستیک به ارزیابی درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج نشان داد که الگوی LR نسبت به الگوی جمعی روش تحلیل پوششی داده‌ها در ارزیابی درماندگی مالی درون نمونه‌ای به طور معناداری بهتر عمل کرده است.

<sup>1</sup> Abdullah

(بادآور نهندی و زارعی ۱۳۸۹) در مطالعه‌ای با عنوان "ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های بورس" به بررسی نقش ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های بورس پرداختند. در این مطالعه متغیرهای تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی و مالکیت سهام آزاد شناور بر عملکرد ۹۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ بررسی شد. آنان در این مطالعه از تحلیل رگرسیونی بر مبنای داده‌های پانلی استفاده کردند و نتایج آنان بطور کلی نشان داد که تمرکز مالکیت اثر معنی‌داری بر عملکرد شرکت‌ها ندارد ولی تاثیر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و مالکیت سهام آزاد، معنی‌دار است.

خدادادی و تاکر (۱۳۹۱) در تحقیق با عنوان "تأثیر ساختار نظام راهبری بنگاه بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، اثر ویژگی‌های نظام راهبری بنگاه بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های بورس را مورد بررسی قرار دادند. نتایج بررسی‌های آنان نشان داد که تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی دارای ارتباطی مثبت و معنادار با عملکرد و ارزش شرکت‌ها می‌باشند. این در حالی است که متغیر سرمایه‌گذاران نهادی عمده با ارزش شرکت دارای رابطه مثبت و با عملکرد شرکت دارای رابطه منفی است. دوگانگی وظیفه مدیرعامل با ارزش شرکت دارای رابطه منفی معنادار بوده و با عملکرد شرکت‌ها دارای رابطه معناداری نیست.

معین‌الدین و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی تاثیر مالکیت سهامدار عمده بر کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش به روش تحلیل پانلی با استفاده از نرم افزار EViews نشان داد با وجود معنی‌داری مدل‌های پژوهش، هیچ‌گونه رابطه معناداری بین متغیر مالکیت سهامدار عمده و متغیر کیفیت گزارشگری مالی وجود ندارد.

صادقی و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر عوامل کلان اقتصادی و نظام راهبری بر درماندگی مالی شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که اولاً؛ از 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. از عوامل کلان اقتصادی نیز درآمد سرانه و رشد اقتصادی بالا در فضای کسب و کار شرکت‌ها، احتمال درماندگی مالی را کاهش و تورم نیز احتمال درماندگی شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. ثانیاً؛ نقش عوامل کلان اقتصادی در سلامت و درماندگی مالی شرکت‌ها به مراتب بیشتر از نقش عوامل نظام راهبری است.

صالحی و همکاران در سال ۱۳۹۵ به بررسی رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و درماندگی مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی تحقیق یک دوره زمانی ۷ ساله از سال ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۳ میباشد. نتایج نشان می‌دهد که در حالت کلی، براساس مبانی نظری پژوهش انتظار می‌رود که سازوکارهای درون سازمانی و برون سازمانی حاکمیت شرکتی بر درماندگی مالی شرکت تأثیر معناداری داشته باشند. در سطح اطمینان ۹۵٪، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها مورد تحلیل قرار گرفت. یافته‌های بدست آمده نشان می‌دهد که از بین سازوکارهای درون سازمانی حاکمیت شرکتی، دوگانگی مدیر عامل بر درماندگی مالی شرکت تأثیر مثبت دارد در حالی که مالکیت مدیریتی و اعضای مستقل هیأت مدیره بر درماندگی مالی شرکت تأثیر منفی دارند. در ارتباط با تأثیر اندازه هیأت مدیره بر درماندگی مالی شرکت نتایج معناداری بدست نیامد. در رابطه با سازوکارهای برون سازمانی حاکمیت شرکتی نیز نتایج نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت نهادی بر درماندگی مالی شرکت تأثیر منفی دارد ولی در ارتباط با تأثیر سطح مالکیت نهادی بر درماندگی مالی شرکت رابطه معناداری مشاهده نگردید.

### تحقیقات خارجی

رابینسون<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۲) با بررسی رابطه بین ترکیب هیئت مدیره و عوامل ورشکستگی شرکت‌ها به این نتیجه رسیدند که رابطه بین ورشکستگی و مدیران بیرون سازمانی به مقدار مالکیت مدیران برون سازمانی در شرکت بستگی دارد. بطوریکه این رابطه زمانی که مقدار مالکیت آن‌ها زیاد باشد، منفی و زمانی که کم باشد، مثبت است.

<sup>1</sup> Robinson

تیکوا و برل<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) ریسک درماندگی مالی شرکت‌های اروپایی را مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج نشان داد که سهامداران خصوصی طی دوره زمانی ۲۰۰۰-۲۰۰۸ بیشتر در شرکت‌های با سابقه و با درماندگی مالی کمتر، سرمایه‌گذاری می‌کنند و به شرکت‌هایی که تازه تاسیس شده‌اند اهمیت چندانی نمی‌دهند. در واقع زمانیکه شرکت‌ها با وجوه سهامداران خصوصی تامین مالی می‌شوند، دارای ریسک مالی کمتری خواهند بود.

فرانکیس<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی با موضوعیت نظام راهبری بنگاه و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد، تأثیر نظام راهبری بنگاه بر محدودیت مالی را مورد بررسی قرار دادند. آنان این مطالعه را با استفاده از داده‌های ۱۴ کشور انجام دادند و نتیجه گرفتند که نظام راهبری بنگاه بهتر، وابستگی شرکت‌ها به جریانات نقدی داخلی را کاهش داده و محدودیت‌های مالی را می‌کاهد.

بوتا و علی‌شاه<sup>۳</sup> (۲۰۱۴) در تحقیقی تحت عنوان "واکنش سرمایه‌گذاران به پیاده‌سازی سازوکارهای نظام راهبری بنگاه"، از داده‌های ۱۲۵ شرکت غیرمالی پذیرفته شده در بورس کراچی پاکستان طی دوره زمانی ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۰ استفاده نمودند. نتایج بررسی‌های آنان نشان داد که ارتباطی معنادار بین نظام راهبری بنگاه و واکنش سرمایه‌گذاران وجود ندارد و این امر نشانگر عدم کارایی بازار سرمایه پاکستان است.

ژنگ<sup>۴</sup> (۲۰۱۵) در تحقیقی با عنوان آیا ساختار مالکیت بر درجه درماندگی مالی شرکتها در چین اثرگذار است؟ به بررسی اثر ساختار مالکیت و تمرکز مالکیت بر درماندگی مالی شرکت‌های منتخب در چین پرداخت. در این مطالعه از داده‌های ۳۷۸ شرکت پذیرفته شده در بازار سهام چین در دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۸ و روش مبتنی بر داده‌های پانلی استفاده شد. ویژگی همه شرکت‌های مورد مطالعه در این تحقیق این بود که همه شرکت‌ها در دوره زمانی مورد نظر دچار درماندگی مالی شده بودند. آنان در این مطالعه شاخص درجه درماندگی مالی شرکت‌های چین را تخمین زده و رابطه آن را با ساختار مالکیت بررسی کردند. شاخص درماندگی مالی در این مطالعه نشان دهنده جریان نقدی، ظرفیت تولیدی، سطح ریسک و ظرفیت سودآوری بود. نتایج این مطالعه نشان داد که ساختار مالکیت اثر منفی و معنی‌داری بر شاخص درماندگی مالی شرکت‌های مورد مطالعه در چین داشته است. نتایج این مطالعه همچنین نشان داد که جریان نقدی اثر مثبت و معنی‌داری بر شاخص درماندگی مالی داشته است. وی در این مطالعه بر اساس یافته‌های خود به این نتیجه رسید که کشور چین نیاز به بهبود در زمینه سیستم خود دارد.

فلج و سلزک (۲۰۱۶) به بررسی توانایی سازوکارهای حاکمیت شرکتی در جلوگیری از درماندگی مالی شرکتها پرداختند. نتایج نشان دهنده آن است که هیئت مدیره مستقل با درصد بیشتری از اعضای غیرموظف، همچنین در اختیار قراردادن بخش بزرگی از سهام شرکت در اختیار مدیران داخلی، بیشترین تأثیر را در جلوگیری از درماندگی مالی دارد. چانگ (۲۰۱۷) با بررسی رابطه بین ویژگیهای حاکمیت شرکتی در شرکت‌های درمانده مالی در کشور تایوان به این نتیجه می‌رسد که شرکت‌های دارای استقلال هیئت مدیره (شرکت‌هایی که درصد بالای اعضای غیرموظف هیئت مدیره دارند) نسبت به شرکت‌هایی دارای درصد پایین اعضای غیرموظف هیئت مدیره، کمتر دچار بحران و درماندگی مالی می‌شوند.

### تعریف واژه‌ها و اصطلاحات فنی و تخصصی

نظام راهبری بنگاه: سیستمی از قوانین، قواعد و عوامل است که عملیات شرکت را کنترل می‌کند (گیلان و استارکس، ۱۹۹۸). این سیستم مشتمل بر سازوکارهایی است که یکی از این سازوکارها مالکیت عمده می‌باشد (اسماعیل‌زاده مقری و همکاران، ۱۳۸۹) در این پژوهش از سازوکار مالکیت عمده استفاده شده است.

<sup>1</sup> Tykova and Borell

<sup>2</sup> Francis

<sup>3</sup> Bhutta and Ali Shah

<sup>4</sup> Zheng

تمرکز مالکیت: در این تحقیق تمرکز مالکیت به عنوان یکی از شاخص‌های ساختار مالکیت است. تمرکز مالکیت عبارت است از تعلق اکثریت سهام شرکت به سهامداران عمده (اکثریت) و به عبارت دیگر، نشان می‌دهد که چند درصد سهام شرکت در دست عده محدودی قرار دارد.

مالکیت نهادی: منظور از مالکیت نهادی، درصد سهام تحت تملک بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و شرکت‌های دولتی می‌باشد.

درماندگی مالی: در فرهنگ لغات آکسفورد، واژه Distress به معنی درد، اندوه، فقدان منابع پولی و تنگدستی آورده شده است. در ادبیات مالی نیز تعاریف مختلفی از درماندگی مالی ارائه گردیده است. گردون<sup>۱</sup> (۱۹۷۱) در نخستین مطالعات دانشگاهی روی نظریه درماندگی مالی، آن را به عنوان کاهش قدرت سودآوری شرکت تعریف می‌کند که احتمال عدم توانایی بازپرداخت بهره و اصل بدهی را افزایش می‌دهد. ویتاکر<sup>۲</sup> (۱۹۹۹) درماندگی مالی را وضعیتی در نظر می‌گیرد که در آن جریان‌های نقدی شرکت از مجموع هزینه‌های بهره مربوط به بدهی بلند مدت، کمتر است.

### سوالات و فرضیه‌های تحقیق

(۱) آیا بین تمرکز مالکیت و درماندگی مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط وجود دارد؟ و  
(۲) آیا بین مالکیت نهادی و درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط وجود دارد؟ و در راستای دستیابی به پاسخ پرسش‌های مطرح شده و همچنین بر اساس رابطه تبیین شده، فرضیه‌های زیر مطرح می‌گردند:

(۱) بین تمرکز مالکیت و درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ارتباطی معنادار و معکوس وجود دارد.

(۲) بین مالکیت نهادی و درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ارتباطی معنادار و معکوس وجود دارد.

### جامعه آماری

جامعه آماری این تحقیق، تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. لازم به یادآوری می‌باشد که انتخاب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری بدین لحاظ است که تقریباً در دسترس‌ترین اطلاعات در خصوص شرکت‌های ایرانی، در این نهاد قرار دارد.

### نمونه آماری

در این تحقیق، نمونه از طریق روش حذف سیستماتیک از جامعه آماری، انتخاب شد. به این ترتیب که نمونه، متشکل از کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری است که حائز معیارهای زیر باشند:

۱. در طول دوره تحقیق، در بورس حضور داشته باشند.
۲. در طول دوره تحقیق، تغییر در دوره مالی نداشته باشند.
۳. جزء شرکت‌های فعال در حوزه فعالیت های مالی، از جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه‌ها و موسسات مالی نباشند. به دلیل این‌که این موسسات از لحاظ ماهیت فعالیت، متفاوت بوده و درآمد اصلی آن‌ها حاصل از سرمایه‌گذاری است و وابسته به فعالیت سایر شرکت‌ها هستند، لذا ماهیتاً با سایر شرکت‌ها متفاوت می‌باشند و بنابراین، از نمونه مورد بررسی حذف خواهند شد.

<sup>۱</sup> Gordon  
<sup>۲</sup> Whitaker

۴. داده‌های مورد نیاز جهت متغیرهای تحقیق، در طول دوره زمانی ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۵، موجود باشند.
۵. دوره مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند هر سال باشد تا بتوان داده‌ها را در کنار یکدیگر و در صورت نیاز، به صورت پانلی به-کار برد.

توجه به شرایط ذکر شده، منجر به انتخاب ۱۱۸ شرکت به‌عنوان نمونه آماری این تحقیق شد. گفتنی است که هر شرکت طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵، دارای ۵ مجموعه اطلاعات مالی قابل استخراج در صورت‌های مالی و سایر منابع اطلاعاتی مرتبط است. لیست شرکت‌های مورد مطالعه و یا به عبارت دیگر نمونه تحقیق در جدول ۱ آورده شده است.

### روش‌ها و ابزار جمع‌آوری اطلاعات

جهت گردآوری اطلاعات در خصوص تبیین ادبیات تحقیق، از روش کتابخانه‌ای و مطالعات اسنادی استفاده گردیده و برای دستیابی به داده‌های مورد نظر برای پردازش فرضیات تحقیق، از اطلاعات موجود در نرم‌افزار ره‌آورد نوین و بررسی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با مراجعه به سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران، استفاده شده است.

ابزار گردآوری اطلاعات در این تحقیق، بانک‌های اطلاعاتی، اطلاعات استخراج شده از بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه‌ها، مقالات داخلی و خارجی و منابع اینترنتی معتبر می‌باشد.

### جدول ۱: نمونه مورد بررسی

۵۲۰	کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در تاریخ ۱۳۹۵/۱۲/۲۹
(۴۴)	شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۹۵ در بورس پذیرفته شده‌اند
(۱۲۴)	شرکت‌هایی که طی دوره تحقیق در حالت تعلیق بوده و یا از بورس خارج شده‌اند
(۹۲)	شرکت‌هایی که سال مالی آنها به ۲۹ اسفند ختم نمی‌شود و یا تغییر سال مالی داده‌اند
(۱۸)	شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها) <sup>۱</sup>
(۶۵)	شرکت‌هایی که در طول دوره موردنظر، سهام آن‌ها به طور فعال در بورس معامله نشده است
(۵۹)	شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها برای بدست آوردن برخی متغیرهای تحقیق کافی نبود
۱۱۸	کل نمونه آماری قابل آزمون با در نظر گرفتن پیش‌فرض‌ها

### مدل‌ها و متغیرهای تحقیق

برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل زیر استفاده می‌گردد:

$$DOFC_{it} = \beta_0 + \beta_1 BLOCKOWN_{it} + \beta_2 INSTOWN_{it} + \beta_3 Asset-liability\ ratio_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 EBIT_{it} + \beta_6 Current\ ratio_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته:

DOFC = وضعیت یا درماندگی مالی شرکت  $i$  در سال  $t$  که برای محاسبه آن از شیوه محاسبه تعدیل شده آلتمن<sup>۲</sup> (۱۹۶۸) استفاده می‌شود - لازم به ذکر است که مدل مذکور باتوجه به بازار سرمایه ایران تعدیل شده است و لذا بر مدل‌های مشابه بین‌المللی ارجحیت دارد (کردستانی و همکاران، ۱۳۹۳):

$$Adjusted-Z'-score = 0.291X_1 + 2.458X_2 - 0.301X_3 - 0.079X_4 - 0.05X_5$$

<sup>۱</sup> - شرکت‌های بیمه پس از اعمال پیش‌فرض‌های اول و دوم و سوم حذف شدند.

<sup>۲</sup> Altman

که در آن:

$X_1$  = نسبت سرمایه در گردش (تفاضل دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری) به دارایی‌ها؛  $X_2$  = نسبت سود (زیان) انباشته به دارایی‌ها؛  $X_3$  = نسبت سود قبل از بهره و مالیات (سود و زیان عملیاتی) به دارایی‌ها؛  $X_4$  = نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به بدهی‌ها؛ و  $X_5$  = نسبت فروش خالص به دارایی‌ها. در این رابطه، مقدار  $Z$  بزرگتر، نشانگر توانایی مالی بیشتر (ریسک ورشکستگی کمتر) شرکت است. محدوده‌های مدل تعدیل شده آلتمن به شرح جدول ۲ است.

جدول ۲: محدوده مدل تعدیل شده آلتمن

محدوده سلامت مالی	محدوده درمادگی مالی	محدوده ورشکستگی
$Z\text{'-score} \geq +۰.۳$	$-۰.۱۴ < Z\text{'-score} < +۰.۳$	$Z\text{'-score} \leq -۰.۱۴$

در شیوه محاسبه نخست، مقدار به دست آمده بر اساس شاخص  $Z$  تعدیل شده به عنوان متغیر وابسته استفاده می‌شود و در شیوه محاسبه دوم، مقادیر حاضر در محدوده‌های درمادگی مالی و ورشکستگی برابر یک قرار داده می‌شوند و مقادیر حاضر در محدوده سلامت مالی، برابر صفر قرار داده می‌شوند.

#### متغیرهای مستقل:

$BLOCKOWN$  = تمرکز مالکیت که برابر است با درصد سهام تحت تملک سهامداران عمده (مالکان بیش از ۵ درصد سهام شرکت)؛ و

$INSTOWN_{it}$  = مالکیت نهادی که برابر است با درصد سهام تحت تملک سهامداران نهادی (مانند بانک‌ها، بیمه‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، سازمان تامین اجتماعی و ...).

#### متغیرهای کنترلی:

Asset-liability ratio = نسبت بدهی‌ها به دارایی‌های شرکت.

Size = اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت.

EBIT = نسبت سود قبل از کسر بهره و مالیات به دارایی‌های شرکت.

Current ratio = نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری شرکت.

جدول ۳: آمار توصیفی

CR	EBIT	SIZE	ASL	INST	BLOCK	DFOC	شرح
دارایی ج به بدهی ج	سود عملیاتی (م ریال) به کل دارایی	اندازه شرکت	اهرم مالی	مالکیت نهادی	تمرکز مالکیت	درمادگی مالی	
۱.۲۶	۰.۱۴	۶.۱۲	۰.۶۶	۰.۲۵	۰.۴۱	۰.۰۹	میانگین
۱.۱۵	۰.۱۲	۶.۰۵	۰.۶۶	۰.۱۲	۰.۳۹	۰.۱۵	میانه
۸.۱۵	۰.۶۴	۸.۳۲	۲.۹۹	۰.۸۷	۰.۹۹	۱.۲۲	حداکثر
۰.۲۰	۰.۶۴-	۴.۷۹	۰.۰۹	۰.۰۰	۰.۰۰	۶.۶۲-	حداقل
۰.۷۴	۰.۱۵	۰.۵۶	۰.۲۳	۰.۲۵	۰.۲۸	۰.۶۰	انحراف معیار
۲.۲۱	۰.۲۲-	۱.۱۲	۲.۷۸	۱.۰۳	۰.۲۹	۲.۵۵-	کشیدگی

همانگونه که در جدول ۳ نشان داده شده است مقدار میانگین درمادگی مالی برای کلیه نمونه مورد پژوهش برابر با ۰.۰۹ و میانه آن برابر با ۰.۱۵ می‌باشد. میانگین تمرکز مالکیت که نشانگر بیشترین سهامدار عمده می‌باشد ۰.۴۵ و تمرکز نهادی که



نشان دهنده مالکیت بانکها، بیمهها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، سازمان تامین اجتماعی و ... می باشد برابر با ۰.۲۵ می باشد. هم چنین میانگین اهرم مالی شرکت‌ها برابر با ۰.۶۶ و لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها که اندازه شرکت می باشد برابر با ۰.۱۲ می باشد. میانگین سود عملیاتی برابر ۰.۱۴ می باشد (شایان ذکر است سود عملیاتی برای استانداردسازی بر روی کل دارایی‌ها تقسیم شده است) و میانگین نسبت دارایی جاری به بدهی جاری نمونه برابر با ۰.۲۶ می باشد. طبق نتایج جدول ۳ هم چنین میزان کشیدگی داده‌های متغیرها بین ۳ تا ۳- می باشد که نشانگر این موضوع می باشد که به توزیع نرمال بسیار نزدیک می باشد. همچنین سایر اطلاعات همچون حداکثر و حداقل و سایر داده‌های آمار توصیفی پژوهش در جدول ۳ آمده است.

جدول ۴ دسته بندی شرکت‌های مورد مطالعه بر اساس صنعت را نشان می‌دهد.

جدول ۴: گروه بندی صنایع

ردیف	صنعت	فراوانی	درصد فراوانی
۱	دستگاههای برقی	۳	۰.۰۳
۲	رایانه	۵	۰.۰۴
۳	سیمان آهک گچ	۱۵	۰.۱۳
۴	پتروشیمی و پالایشگاهی	۱۴	۰.۱۳
۵	مواد دارویی	۱۸	۰.۱۳
۶	خودرو و قطعات	۱۳	۰.۱۲
۷	کانه های فلزی	۱۳	۰.۱۱
۸	غذایی بجز قند و شکر	۲۲	۰.۱۸
۹	فلزات اساسی	۹	۰.۰۸
۱۰	کاشی و سرامیک	۷	۰.۰۶
جمع		۱۱۸	۱.۰۰

همانطور که جدول ۴ نشان می‌دهد بیشترین حجم نمونه به ترتیب مربوط به مواد غذایی به جز قند و شکر با ۱۸ درصد و کمترین مربوط به دستگاه‌های برقی با ۳ درصد است.

جدول ۵: همبستگی متغیرهای تحقیق

CR	EBIT	SIZE	ASL	INST	BLOCK	DFOC	شرح
دارایی ج به بدهی ج	سود عملیاتی	اندازه شرکت	اهرم مالی	مالکیت نهادی	تمرکز مالکیت	درماندگی مالی	
۰.۱۲	۰.۰۷	۰.۲۸	۰.۴۹-	۰.۰۲-	۰.۰۶	۱.۰۰	درماندگی مالی
۰.۰۵	۰.۰۸	۰.۱۶	۰.۱۱	۰.۵۰-	۱.۰۰	۰.۰۶	تمرکز مالکیت
۰.۱۵-	۰.۰۳-	۰.۰۸	۰.۰۵-	۱.۰۰	۰.۵۰-	۰.۰۲-	مالکیت نهادی
۰.۴۷-	۰.۱۴-	۰.۰۶-	۱.۰۰	۰.۰۵-	۰.۱۱	۰.۴۹-	اهرم مالی
۰.۱۸-	۰.۶۵	۱.۰۰	۰.۰۶-	۰.۰۸	۰.۱۶	۰.۲۸	اندازه شرکت
۰.۰۵-	۱.۰۰	۰.۶۵	۰.۱۴-	۰.۰۳-	۰.۰۸	۰.۰۷	سود عملیاتی
۱.۰۰	۰.۰۵-	۰.۱۸-	۰.۴۷-	۰.۱۵-	۰.۰۵	۰.۱۲	دارایی ج به بدهی ج

همانطور که جدول ۵ نشان می‌دهد بین درماندگی مالی شرکت‌ها با تمرکز مالکیت رابطه مستقیمی به اندازه ۰.۰۶ وجود دارد. هم چنین بین درماندگی مالی و مالکیت نهادی به اندازه ۰.۰۲- معکوس می‌باشد. رابطه بین درماندگی مالی با اهرم در جدول ۵ سایر رابطه‌ها با متغیرهای کنترل نشان داده شده است.

قبل از انجام آزمون رگرسیون خطی چندگانه، با توجه به اینکه تعداد متغیرهای مستقل زیاد می‌باشد، باید اطمینان حاصل کرد که متغیرهای مستقل بر یکدیگر اثری ندارند. یکی از مهمترین مفروضات در آزمون رگرسیون خطی چندگانه، این است که یک متغیر مستقل نباید با دیگر متغیرهای مستقل رابطه خطی داشته باشد. در صورت وجود این رابطه بین متغیرهای مستقل، مدل رگرسیون دارای هم خطی چندگانه شده و نتایج آن قابل اتکا نیست، زیرا ضرایب بتای محاسبه شده دارای اریب (تورش) می‌گردد؛ و ممکن است با مدل از اعتبار بالایی برخوردار نباشد. برای این منظور از آزمون همبستگی پیرسون استفاده شده است. چنانچه ضریب همبستگی کمتر از ۰.۵ باشد نشان دهنده عدم هم خطی بین متغیرهاست. در صورتی که ضریب همبستگی بین ۰.۵ و ۰.۸ باشد نشان دهند هم خطی ناقص می‌باشد و در نهایت چنانچه ضریب همبستگی بزرگتر از ۰.۸ باشد نشان دهنده هم خطی کامل است و باید در جهت رفع آن تلاش شود. با توجه به اینکه کلیه مقادیر جدول بالا مقادیر کمتر از ۰.۵ دارند بنابراین می‌توان اطمینان حاصل کرد که متغیرهای مستقل بر یکدیگر اثری ندارند.

### آزمون پایایی و نرمال بودن متغیرها

در این قسمت ابتدا به بررسی ایستایی یا پایایی متغیرهای پژوهش پرداخته شد. به منظور بررسی پایایی، از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته<sup>۱</sup> (ADF) استفاده شد. نتایج این آزمون در جدول ۶ نشان داده شده است.

### جدول ۶: آزمون پایایی

CR	EBIT	SIZE	ASL	INST	BLOCK	DFOC	شرح	دیکی فولر
		اندازه شرکت	اهرم مالی	مالکیت نهادی	تمرکز مالکیت	درماندگی مالی		
۲۸۶.۹۸	۲۹۶.۲۳	۳۱۱.۳۶	۳۲۱.۶۲	۳۵۲.۶۹	۲۴۶.۶۳	۳۵۱.۲۹۵	chi آماره	
.۰۰۰۰	.۰۰۰۰	.۰۴	.۰۰۴	.۰۰۰۰	.۰۰۲	.۰۰۰	P-value	

با توجه به نتایج این آزمون جدول ۶ چون مقدار **P** کمتر از ۰/۰۵ است، تمامی متغیرهای درماندگی مالی، تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی و سایر متغیرهای کنترل در طی دوره پژوهش با یک وقفه<sup>۲</sup> پایا هستند. این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌ها مختلف ثابت بوده است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل باعث بوجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

### آزمون فرضیه های پژوهش

### آزمون فرضیه های پژوهش

در جدول شماره ۷ با توجه به مدل پژوهش فرضیه مورد آزمون قرار گرفت که جدول زیر نشان دهنده نتایج می‌باشد:

<sup>۱</sup> Augmented Dickey-Fuller

<sup>۲</sup> different

(۱) بین تمرکز مالکیت و درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ارتباطی معنادار و معکوس وجود دارد.

(۲) بین مالکیت نهادی و درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ارتباطی معنادار و معکوس وجود دارد.

### جدول ۷: آزمون فرضیه‌ها

$DOFC_{it} = \beta_0 + \beta_1 BLOCKOWN_{it} + \beta_2 INSTOWN_{it} + \beta_3 Asset-liability\ ratio_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 EBIT_{it} + \beta_6 Current\ ratio_{it} + \varepsilon_{it}$					
PVALUE	آماره T	انحراف استاندارد	ضریب	متغیر	
۰.۲۸	۱.۰۷	۱.۴۲	۱.۵۲	ضریب ثابت	C
۰.۰۱	۲.۷۴	۲.۵۴	۶.۹۵	تمرکز مالکیت	BLOCK
۰.۰۰	۵.۱۳-	۴.۸۶	-۲۴.۹۲	مالکیت نهادی	INST
۰.۰۰	۵.۹۳-	۰.۱۶	۰.۹۴-	اهرم مالی	ASL
۰.۰۲	۲.۴۲	۰.۱۷	۰.۴۱	اندازه شرکت	SIZE
۰.۱۲	۱.۵۵-	۰.۰۰	۰.۰۰	سود عملیاتی	EBIT
۰.۸۷	۰.۱۶	۰.۰۶	۰.۰۱	دارایی ج به بدهی ج	CR
آماره‌های مدل					
PVALUE	F	دوربین-واتسن	Adj. R-squared	R-squared	
۰.۰۰۰۰	۷.۵۷	۱.۵۱	.۵۸	.۶۷	

نتایج برآورد مدل پژوهش تحقیق با استفاده از مدل اثر تصادفی و تابلویی نشان می‌دهد، مقدار آماره F برابر ۷.۵۷ و مقدار p-value آن ۰/۰۰۰ است، بنابراین با ضریب اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که فرض صفر بودن همزمان ضریب تمامی متغیرها رد می‌شود و در نتیجه مدل معنی‌دار است. مقدار آماره دوربین واتسن<sup>۱</sup> ۱.۵۱ است، بنابراین در سطح خطای ۵٪ فرض همبستگی جملات اخلال رد می‌شود. ضریب تعیین تصحیح شده مدل<sup>۲</sup> برابر ۰/۵۸ است یعنی مدل تخمین زده شده تقریباً ۵۸ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهد.

### فرضیه اول:

پس از تایید مدل به آزمون فرضیه اول پرداخته می‌شود، مقدار p-value تمرکز مالکیت مطابق مدل جدول ۷ برای شرکت های بورسی برابر با ۰.۰۱ است و چون این مقدار از ۰.۰۵ کمتر است بنابراین فرضیه H<sub>0</sub> رد می‌شود و فرضیه آزمون مورد قبول قرار می‌گیرد که بیانگر رابطه بین تمرکز مالکیت و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد و از آنجا که مقدار ضریب ثابت تمرکز مالکیت برابر با ۶.۹۵ عدد مثبتی می باشد بنابراین می توان نتیجه گرفت که این رابطه مستقیم می باشد و با افزایش تمرکز مالکیت شرکت ها درماندگی مالی شرکت ها نیز افزایش می یابد.

### فرضیه دوم:

<sup>1</sup>Durbin-Watson statistic

<sup>2</sup> Adjusted R-squared

در فرضیه دوم به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی شرکت ها با درماندگی مالی پرداخته شد، مقدار **p-value** مالکیت نهادی شرکت ها مطابق مدل جدول ۷ برای شرکت های بورسی برابر با ۰.۰۰ است و چون این مقدار از ۰.۰۵ کمتر است بنابراین فرضیه **H0** رد می شود و فرضیه آزمون مورد قبول قرار می گیرد که بیانگر رابطه مالکیت نهادی شرکت ها و درماندگی مالی شرکت ها می باشد و از آنجا که مقدار ضریب برابر با ۲۴.۹۲- می باشد بنابراین می توان نتیجه گرفت که این رابطه معکوس می باشد و با افزایش مالکیت نهادی شرکت ها، درماندگی مالی شرکت ها کاهش می یابد.

### نتایج پژوهش

در این قسمت نتایج آزمون فرضیات بطور جداگانه ارائه می شود:

#### نتایج آزمون فرضیه اول

در فرضیه اول به بررسی این موضوع پرداخته شد که آیا رابطه ای بین تمرکز مالکیت با درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد یا خیر؟ اساس این فرضیه براساس بدین ترتیب می باشد که به علت سهم بزرگ سهامداران عمده از شرکت، آنان به منظور بیشینه سازی ارزش سهام خود (و به طور مشابه به منظور کمینه سازی زیان های بالقوه ناشی از درماندگی مالی یا ورشکستگی)، مشوق هایی برای نظارت بر فعالیت ها و تصمیم گیری های مدیران شرکت دارند تا اقدامات خاصی را انجام دهند و در سطوح پایین تر از ظرفیت های خود فعالیت نکنند؛ بنابراین، باتوجه به هزینه های نمایندگی ارتباط معکوسی بین مالکیت عمده و درماندگی مالی وجود دارد. نتایج این پژوهش نشان داد بین تمرکز مالکیت شرکت ها و درماندگی مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد اما این رابطه به دلیل این که ضریب معناداری مثبت است مستقیم می باشد و با افزایش تمرکز مالکیت شرکت ها درماندگی مالی شرکت ها نیز افزایش می یابد؛ بنابراین می توان نتیجه گرفت در بورس ایران شرکت ها برای جلوگیری از درماندگی مالی بایستی نسبت به کاهش تمرکز مالکیت اقدام نمایند. مردانی و همکاران در سال ۱۳۹۴ در پژوهشی با عنوان به رابطه بین ساختار راهبری شرکتی و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که بین تمرکز مالکیت و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد که با نتایج این پژوهش هماهنگ می باشد. تیان و تویییتی (۲۰۱۵) در پژوهشی رابطه بین حاکمیت شرکتی را در شرکت های درماندگی مالی بررسی کردند که نتایج آنها نشان داد بین تمرکز مالکیت و درماندگی مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد که با نتایج این پژوهش هماهنگ است.

#### نتایج آزمون فرضیه دوم

در فرضیه دوم به بررسی این موضوع پرداخته شد که آیا رابطه ای بین مالکیت نهادی با درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد یا خیر؟ اساس این فرضیه براساس بدین ترتیب می باشد با توجه به نقش سهامداران نهادی در بهبود عملکرد شرکتها و به دلیل داشتن دانش، تخصص و تجربه مدیران اینگونه از سهامداران، پیشنهاد می شود که سهامداران نهادی نقش و مشارکت بیشتری در اداره و کنترل شرکت ها ایفاء کنند. نتایج این پژوهش نشان داد بین مالکیت نهادی شرکت ها و درماندگی مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد اما این رابطه به دلیل این که ضریب معناداری منفی است معکوس می باشد و با افزایش مالکیت نهادی شرکت ها درماندگی مالی شرکت ها نیز کاهش می یابد؛ بنابراین می توان نتیجه گرفت در بورس ایران شرکت ها برای جلوگیری از درماندگی مالی بایستی نسبت به افزایش مالکیت نهادی اقدام نمایند. مردانی و همکاران در سال ۱۳۹۴ در پژوهشی با عنوان به رابطه بین ساختار راهبری شرکتی و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که بین مالکیت نهادی و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد که با نتایج این پژوهش هماهنگ می باشد. تیان و تویییتی (۲۰۱۵) در پژوهشی رابطه بین حاکمیت شرکتی را در شرکت های درماندگی مالی بررسی

کردند که نتایج آنها نشان داد بین مالکیت نهادی و درماندگی مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد که با نتایج این پژوهش هماهنگ است.

### پیشنهادات پژوهش

با توجه به تجزیه و تحلیل فرضیه ها که در قسمت قبل انجام شد در این بخش به نتیجه گیری کلی پرداخته می شود:

#### پیشنهاد برای فرضیه اول:

با توجه به تایید رابطه فرضیه اول مبنی بر ارتباط داشتن مستقیم بین تمرکز مالکیت و درماندگی مالی شرکت ها پیشنهاد می گردد شرکت های بورسی در ایران جهت جلوگیری از درماندگی مالی سهم تمرکز مالکیت را در شرکت های خود کاهش دهند تا احتمال درماندگی مالی در این شرکت ها کاهش یابد.

#### پیشنهاد برای فرضیه دوم:

با توجه به تایید رابطه فرضیه دوم مبنی بر ارتباط داشتن معکوس بین مالکیت نهادی و درماندگی مالی شرکت ها پیشنهاد می گردد شرکت های بورسی در ایران جهت جلوگیری از درماندگی مالی سهم مالکیت نهادی را در شرکت های خود افزایش دهند تا احتمال درماندگی مالی در این شرکت ها کاهش یابد.

#### پیشنهاداتی برای تحقیقات آتی

- ۱- پیشنهاد می گردد در تحقیقات آتی این پژوهش در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت ها مورد بررسی قرار گیرد و نقش ساختار مالکیت در هر مرحله بر روی درماندگی مالی شرکت ها مورد بررسی قرار گیرد.
- ۲- در این تحقیق رابطه بین درماندگی مالی شرکت ها با ساختار مالکیت شرکت ها مورد بررسی قرار گرفت پیشنهاد می گردد در تحقیقات آتی این رابطه بین سایر متغیرهای مالی هم چون مدیریت سود، ساختار سرمایه با درماندگی مالی شرکت ها مورد بررسی قرار گیرد.
- ۳- با توجه به محدودیت این پژوهش در گردآوری داده ها، پیشنهاد می شود در تحقیقات آتی که داده های مالی شرکت ها برای سال های بیشتری در دسترس است، این تحقیق بر روی شرکت ها با تعداد سال های زیاد انجام شود.
- ۴- پیشنهاد می گردد در تحقیقات آتی، موضوع این پژوهش در صنایع مختلف و به صورت مقایسه ای مورد پژوهش قرار گیرد.

### منابع

۱. اسدی، زینب. (۱۳۹۲). بررسی ارتباط غیرخطی بین سرمایه گذاری در دارایی های ثابت و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (به تفکیک صنعت). پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس.
۲. اسماعیل زاده مقری، علی؛ جلیلی، محمد و زند عباس آبادی، عباس. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر نظام راهبری بنگاه بر کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران. مجله حسابداری مدیریت، ۷، ۷۹-۹۱.
۳. اعتمادی، حسین؛ باباجانی، جعفر؛ آذر، عادل و دیانتی دیلمی، زهرا. (۱۳۸۸). تأثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علوم مدیریت ایران، ۴(۱۵)، ۸۵-۸۵.
۴. آزاد، عبدالله و بختیاری، مهرداد. (۱۳۹۰). جایگاه کمیته حسابرسی، حسابرسی داخلی و کنترل های داخلی در نظام راهبری شرکتی. مجله حسابداری رسمی، ۱۳، ۹۲-۹۸.

۵. پورزمانی، زهرا و خریدار، احسان رضا. (۱۳۹۲). تأثیر مالکان نهادی عمده بر ارزش شرکت. مجله علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۶ (۲۰)، ۷۹-۸۹.
۶. حساس‌یگانه یحیی. (۱۳۹۱). فلسفه حسابرسی. تهران: انتشارات علمی و فرهنگی، چاپ اول.
۷. خدادادی، ولی و تاکی، رضا. (۱۳۹۱). تأثیر ساختار نظام راهبری بنگاه بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱۵، ۸۸-۱۰۱.
۸. رستمی، محمدرضا و فلاح شمس، محمد. (۱۳۹۰). ارزیابی درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیق و پژوهش مدیریت، ۱۵ (۷۲)، ۱۲۹-۱۴۷.
۹. صادقی، حسین؛ رحیمی، پریسا و سلمانی، یونس. (۱۳۹۳). تأثیر عوامل کلان اقتصادی و نظام راهبری بر درماندگی مالی شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. اقتصاد پولی مالی (دانش و توسعه)، ۲۱ (۸)، ۱۰۷-۱۲۷.
۱۰. عباسی، ابراهیم و رستگاری، فاطمه. (۱۳۹۱). تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۲ (۱)، ۳۳-۵۰.
۱۱. فدایی‌نژاد، محمد اسمعیل؛ شهریاری، سارا و سلیم، فرشاد. (۱۳۹۳). معمای رابطه ریسک درماندگی مالی با بازده سهام. مطالعه تجربی در بورس اوراق بهادار تهران، در دست چاپ.
۱۲. معین‌الدین، محمود؛ علوی‌راد، عباس و مدنی، مینا. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر مالکیت سهامدار عمده بر کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، شیراز، موسسه بین‌المللی آموزشی و پژوهشی خوارزمی.
۱۳. مهرانی، ساسان؛ کاشانی پور، محمد و رسائیان، امیر. (۱۳۸۸). عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه در ایران. فصل‌نامه پژوهشنامه اقتصادی، ویژه‌نامه بورس، ۱۲۵-۱۵۱.
۱۴. نمازی، محمد و کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۵۳، ۸۳-۱۰۰.

15. Abdullah, S.N. (2006). *Board structure and ownership in Malaysia: The case of distressed listed companies*. *Corporate Governance: An international Review*, 6(5), 582-594.
16. Adams, I. (2003). *The Morality of Corporate Governance: Issues of Quality and Quantity*. Paper Delivered at the Conference of the Economic Society of South Africa: Africa's Millennium: Trade, Investment and Growth, Somerset West 17-19 September, 2003.
17. Altman, E.I. (1968). *Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*. *Journal of Finance*, 23 (4), 589-609.
18. Aras, G., Crowther, D. (2008). *Governance and Sustainability: An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability*, *Journal of Management Decision*, 46 (3), 433-448.
19. Arsalan, O., Florackis, C. and Ozkan, A. (2006). *The Role of Cash Holdings in Reducing Investment-Cash Flow Sensitivity*. *Emerging Markets Review*, 7 (4), 320-338.
20. Bai, C.E., Lu, J. and Tao, Z. (2006). *The multitask theory of state enterprise reform: empirical evidence from China*. *American Economic Review*, 96 (2), 353-357.

21. Ball, R. & Shivakumar, L. (2005). *Earnings Quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness*. Journal of Accounting and Economics, 39, 83-128.
22. Baltagi, B. H. (1995). *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley and Sons, New York.
23. Beaver, W.G. (1966). *Financial ratios as predictors of failure*. Journal of Accounting Research, 4 (1), 71-111.
24. Bhutta, N. T. and Ali Shah, S. Z. (2014). *Investors' Reaction to the Implementation of Corporate Governance Mechanisms*. Open Journal of Accounting, 3, 3-8.
25. Binder, J. J. (1985). *Measuring the Effects of Regulation with Stock Price Data*. The RAND Journal of Economics, 16, 167-183.
26. Choudury M.A. and Hoque, M.Z. (2004). *An Advanced Exposition of Islamic Economics and Finance*. New York, Edward Mellen Press.
27. Deng, X., & Wang, Z. (2006). *Ownership structure and financial distress: evidence from public-listed firms in China*. International Journal of Management, 23(3), 486-502.
28. Denis, D.K., and McConnell, J.J. (2003). *International Corporate Governance. ECGI-Finance Working Paper; and Tuck-JQFA Contemporary Corporate Governance Issues II Conference 2003*; 05.
29. Elbadry, A., Gounopoulos, D., and Skinner, F.S. (2010). *Governance Quality and Information Alignment*. Available at: <http://ssrn.com>.
30. Elloumi, F. and Gueyle, P.J. (2001). *Financial distress and corporate governance: An empirical analysis*. Corporate Governance, 1(1), 15-23.
31. Elstona, J.A. and Yang, J.J. (2010). *Venture capital, ownership structure, accounting standards and IPO under pricing: evidence from Germany*. Journal of Economics and Business, 62 (6), 517-536.
32. Ely, D.P. and Song, M.H. (2000). *Acquisition activity of large depository institutions in the 1990s: An empirical analysis of motives*. Quarterly Review of Economics and Finance, 40(4), 467-484.
33. Fama, E. and Jensen, M. (1983). *The separation of ownership and control*. Journal of Law and Economics, 26(2), 301-325.
34. Fazzari, S., Hubbard, R. G. and Petersen, B. (1988). *Financing Constraints and Corporate Investment*. Brookings Papers on Economic Activity, 1, 141-95.
35. Francis, B., Hasan, I., Song, L. and Waisman, M. (2013). *Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: Evidence from emerging markets*. Emerging Markets Review, 15, 57-71.
36. Frank, J. and Mayer, C. (2004). *Corporate Ownership and Control in the UK, Germany and France*, Joel M. Stern and Donalds H. Chew, Jr. (Ed.s). *The Revolution in Corporate Finance*, 4th Ed. United Kingdom, Blackwell Publishing, 535-551.
37. George, R., Kabir, R. and Qian, I. (2008). *Investment-Cash Flow Sensitivity and Financial Constraints: An Analysis of Indian Business Group Firms*, SSRN Working Paper.
38. Ginglinger, E., and Saddour, K., (2007), *Cash constraint, corporate governance and financial constraints*, Working Paper.
39. Gordon, M.J. (1971). *Towards a theory of financial distress*. The Journal of Finance, 26, 347-356.
40. .

41. Güner, A.B., Malmendier, U. & Tate, G. (2008). *Financial expertise of directors*. Journal of Financial Economics, 88 (2), 323–354.
42. Hofer, C., Dresner, M., & Windle, R. (2005). *Financial distress and US airline fares*. Journal of Transport Economics and Policy, 39 (3), 323–340.
43. Hoshi, T., Kashyap, A. and Scharfstein, D. (1991). *Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups*. Quarterly Journal of Economics, 106 (1), 683-701.
44. Iqbal Z. and Mirakhor, A. (2004). *Stakeholders Model of Governance in Islamic Economic System*. Islamic Economic Studies, 11 (2), 43-64.
45. Ivashina, V., Nair, V.B., Saunders, A., Massoud, N. & Stover, R. (2008). *Bank debt and corporate governance*. Review of Financial Studies, 22 (1), 41–77.
46. Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, 3, 305–360.
47. Pearce, J. A. and Zahra, S. A. (1992). *Board composition from a strategic contingency perspective*. Journal of Management Studies, 29(4), 411-438.
48. Robinson, D. & Robinson, M. & Sisneros, C. (2012). *Bankruptcy outcomes: Does the board matter?*. Journal of Advances in Accounting, in Press, Available online 31 July 2012.
49. Seifert, B. & Halit, G. & Jim, W. (2005). *The International Evidence on Performance and Equity Ownership By Insiders Block holders and Institutions*. Journal of Multi. Fin. Manage, 15.
50. Shleifer, A. and Vishny, R. (1997). *A survey of corporate governance*. Journal of Finance, 52, 737-775.
51. Skaife, H.A., Collins, D.W. and LaFond, R. (2004). *Corporate Governance and the Cost of Equity Capital*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=639681>.
52. Tasia, H. and Gu, Z. (2007). *The Relationship between Institutional Ownership and Casino Firm Performance*, Hospitality Management, 26, 517-530.
53. Tykvova, T. & Borell, M. (2012). *Do Private Equity Owners Increase Risk of Financial Distress and Bankruptcy?*. Journal of Corporate Finance, 18(1), 138-150.
54. Whitaker, R. (1999). *The Early Stage of Financial Distress*. Journal of Economics and Finance, 23 (2), 123-133.
55. Wu, D., Liang, L., Yang, Z. (2008). *Analyzing the financial distress of Chinese public companies using probabilistic neural networks and multivariate discriminate analysis*. Socio-Economic Planning Sciences, 42 (3), 206–220.
56. Zmijewski, M. E. (1984). *Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models*. Journal of Accounting Research, 22 (Supplement), 59–82.



# The Relationship between Ownership Structure and Financial Distress in Companies Accepted by Tehran Stock Exchange

Mohammad Mahmoudi<sup>1</sup>, Majid Moradi<sup>2</sup>, Sarah Mousavi Najaf Abadi<sup>3</sup>

*1- Lecturer in Naser Khosro Institute of Higher Education, Saveh, Iran.*

*2- Faculty of Accounting Higher Education Institute Naser Khosrow Saveh*

*3- MA Student of Business management, Higher Education Institution, Naser Khosrow, Saveh, Iran*

---

## Abstract

Financial distress in firms is one of the worrying issues for governments and public investors, and weakening corporate financial performance may lead to bankruptcy of the company. In this study, the impact of one of the most important mechanisms of the corporate governance system (structure and concentration of ownership) and The financial distress of companies is paid. The purpose of this study was to investigate the relationship between corporate ownership structure and corporate financial distress. The ownership structure in this study includes the concentration of ownership and institutional ownership, the role of these two variables being examined on corporate financial distress. Previous studies have shown that the concentration of ownership and institutional ownership can play an important role in corporate financial distress. for the implementation of the research, 118 companies were gathered from the time period of 90 to 94. EXCEL and EVIEWS software were used to analyze information and test hypotheses. research findings indicate that there is a meaningful relationship between corporate ownership concentration and corporate financial distress, but this relationship is directly related to the fact that the positive meaning is positive and with the increasing concentration of corporate ownership, corporate financial distress also increases. The results also showed that there is a meaningful relationship between corporate institutional ownership and corporate financial distress, but this relationship is reversed because the negative significance factor is negative and with the increase of institutional ownership of companies, corporate financial distress is also reduced.

**Keywords:** financial distress, ownership structure, bankruptcy

---