



## بررسی رابطه مالکیت نهادی و مالکیت شرکتی بادرماندگی مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

صمد طیبی<sup>۱</sup>

نادررضائی<sup>۲</sup>

### چکیده

امروزه در شرکت های سهامی جدایی مالکان از مدیریت موجب به وجود آمدن مشکلات نمایندگی، به علت متفاوت بودن در تابع مطلوبیت هر دو گروه می گردد. در این تحقیق به دنبال بررسی رابطه نوع مالکیت نهادی و مالکیت شرکتی بادرماندگی مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستیم. این پژوهش از سه فرضیه تشکیل شده و شامل یک متغیر وابسته (درماندگی مالی)، سه متغیر مستقل (مالکیت سهامداران نهادی، مالکیت شرکتی و مالکیت مدیریتی) و همچنین دو متغیر کنترلی (اندازه شرکت و اهرم مالی) می باشد. در این تحقیق، تجزیه و تحلیل جامعی روی رابطه بین نوع مالکیت و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (شامل ۳۷۲ سال شرکت) بین سالهای ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۲ انجام گرفت. داده های مورد استفاده در این پژوهش از طریق گردآوری اطلاعات صورتهای مالی حسابرسی شده شرکتهای پذیرفته شده در سازمان بورس تهران و همچنین سایت اینترنتی سازمان بورس تهران صورت گرفته است. در تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزار Excel و همچنین نرم افزار آماری SPSS استفاده شد. جهت تجزیه و تحلیل متغیرها، از رگرسیون چند متغیره استفاده شد. نتایج این تحقیق نشان می دهد که نوع مالکیت در ایران عامل مهمی در جلوگیری از درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیست. استقرار انواع مختلف ساختار مالکیت نمی تواند موجب کاهش تضاد منافع مالکان و مدیران، تعامل مناسب بین آنان و جلوگیری از بوجود آمدن مشکلات مالی (درماندگی مالی) را در پی داشته باشد. با توجه به آزمونهای انجام شده رابطه معناداری بین آنها مشاهده نشد. نتایج آزمونهای انجام شده حاکی از آن است که نوع مالکیت و درماندگی مالی برهم اثرگذار نیستند.

واژه های کلیدی: درماندگی مالی، مالکیت سهامداران نهادی، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی

<sup>۱</sup> دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد مراغه

<sup>۲</sup> استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد مراغه



## مقدمه

امروزه با وجود ساختارهای مدیریت راهبردی گوناگون و شکل گیری شرکت های سهامی و مشارکت عمومی، به طور قابل ملاحظه ای روش های مدیریتی شرکت ها نسبت به گذشته تغییر یافته است. در شرکت های سهامی جدایی مالکان از مدیریت موجب به وجود آمدن مشکلات نمایندگی، به علت متفاوت بودن در تابع مطلوبیت هر دو گروه می گردد. در بسیاری از تحقیقات به شرکت از زاویه نظریه نمایندگی نگاه شده است و در آن ها انواع مالکیت به عنوان سازوکارهای کنترل عملکرد مدیران در نظر گرفته شده اند که به همراه سایر ساز و کارهای کنترلی، انگیزه و رفتار مدیران را تحت تأثیر قرار می دهند.

## بیان مساله

درماندگی مالی، در فرهنگ لغات آکسفورد واژه **Dísteress** به معنای پریشانی، درد، اندوه، فقدان پولی و تنگ دستی آورده است. در ادبیات مالی نیز تعارف مختلفی از پریشانی مالی ارائه شده است. گوردون (۱۹۷۱) در یکی از اولین مطالعات آکادمیک بر روی تئوری پریشانی مالی، آن را بعنوان کاهش قدرت سودآوری شرکت تعریف کرده است که احتمال عدم توانایی باز پرداخت بهره واصل بدهی را افزایش میدهد. ویتاکر (۱۹۹۹) پریشانی مالی را وضعیتی در نظر میگیرد که در آن جریانهای نقدی شرکت از مجموع هزینه های بهره مربوط به بدهی بلند مدت کمتر است. از نقطه نظر اقتصادی، پریشانی 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 است.

- علائم اولین مرحله از درماندگی مالی، شامل منفی شدن خالص جریان های نقدی و سود شرکت و همچنین کاهش ارزش بازار سهام شرکت است.

- علائم دومین مرحله از درماندگی مالی شامل تلاش مدیریت برای کاهش هزینه ها می باشد.

- اگر این وضعیت همچنان ادامه یابد، شرکت وارد سومین مرحله از درماندگی مالی میشود. در این مرحله پرداختهای لازم به عرضه کنندگان، کارکنان و اعتبار دهندگان با تاخیر صورت میگیرد. در این مرحله ممکن است شرکت به اقدامات جدی تری دست بزند. مانند:

۱- انتشار سهام یا اوراق بدهی جدید (در صورتی که چنین اقداماتی امکان پذیر باشد).

۲- فروش دارایی ها

۳- ادغام با شرکتی که در صنعت مربوطه موفق تر است

۴- مذاکره با اعتبار دهندگان برای زمان بندی مجدد باز پرداخت بدهی ها

- اگر هیچ یک از این اقدامات منجر به حل مسئله نگردد، شرکت وارد چهارمین مرحله از درماندگی مالی یعنی ورشکستگی میشود.

به دلیل وجود پیامدهای اقتصادی، اجتماعی و سیاسی با اهمیتی که پدیده ورشکستگی بر گروه های مختلفی از جامعه تحمیل میکند، همواره توجه ویژه ای از محققان را به خود جلب کرده است. تحقیقات مرتبط با پیش بینی ورشکستگی از سال ۱۹۶۰ میلادی صورت جدی به خود گرفته است به طوری که امروزه شاهد وجود متدولوژی های متعدد و متنوعی برای پیش بینی ورشکستگی هستیم.



از طرف دیگر، یکی از مهم ترین مباحث مرتبط با مساله پژوهش حاضر، وجود تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت است که در خلال دهه های اخیر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است. وجود تضاد منافع بین گروهها و چگونگی مواجهه شرکتها با اینگونه تضادها است که به طور کلی تحت عنوان تئوری نمایندگی مطرح می شود.

تئوری نمایندگی (کارگزاری) مربوط به موردی است که یک نفر مسؤولیت تصمیم گیری در خصوص توزیع منابع مالی و اقتصادی و یا انجام خدمتی را طی قرارداد مشخصی به شخص دیگری واگذار می نماید. تئوری نمایندگی عمدتاً به تضاد منافع موجود بین مدیریت و مالکیت اشاره دارد. با بزرگتر شدن شرکتها، مالکان اداره شرکت را به مدیران تفویض کرده اند. جدایی مالکیت از مدیریت، منجر به مشکلات نمایندگی می شود. طبق تئوری نمایندگی، اولین مشکل مربوط به نمایندگی وجود تضاد منافع بین سهامدار و مدیر است. یعنی سهامدار به دنبال رسیدن به بالاترین مرحله ارزش سرمایه گذاری است و مدیر نیز در وهله اول به دنبال افزایش ثروت خود می باشد؛ بنابراین، این احتمال وجود دارد که مدیر، در راستای منافع سهامدار عمل ننماید. با توجه به تحقیق های انجام شده مرتبط با حاکمیت شرکتی، می توان تعیین نوع مالکیت را به عنوان یکی از راهکارهای حل این مساله مطرح نمود. ساختار مالکیت به طور کلی به دو دسته مالکیت نهادی و مالکیت خصوصی تقسیم می شود که مالکیت خصوصی خود در سه طبقه ی مالکیت شرکتی، مدیریتی و خارجی گروه بندی می شود، لذا پژوهش حاضر رابطه نوع مالکیت (نهادی، شرکتی و مدیریتی) و در ماندگی مالی شرکتها را مورد بررسی قرار می دهد. با توجه به توضیحات ارائه شده در تحقیق حاضر به دنبال یافتن پاسخی برای سوال زیر هستیم:

آیا بین نوع مالکیت و درماندگی مالی شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط وجود دارد؟

## پیشینه پژوهش و مبانی نظری

در ادبیات مالی تعاریف مختلفی از در ماندگی مالی ارائه گردیده است. گردون (۱۹۷۱) در یکی از نخستین مطالعات علمی بر تئوری در ماندگی مالی آن را به عنوان کاهش قدرت سودآوری شرکت معرفی می کند که احتمال عدم توانایی بازپرداخت بهره و اصل بدهی را افزایش دهند. ویتاکر (۱۹۹۹) درماندگی مالی را وضعیتی در نظر می گیرد که در آن جریان های نقدی شرکت از مجموع هزینه های بهره مربوط به بدهی بلند مدت کمتر است.

از نقطه نظر اقتصادی، درماندگی مالی را میتوان به زیان ده بودن شرکت تعبیر نمود که در این حالت شرکت دچار موفقیت شده است. در واقع، در این حالت نرخ بازدهی شرکت کمتر از نرخ هزینه سرمایه می باشد. حالت دیگری از درماندگی مالی زمانی رخ می دهد که شرکت موفق به رعایت کردن یک یا تعداد بیشتری از بند های مربوط به قرارداد بدهی مانند نگاه داشتن نسبت جاری یا نسبت ارزش ویژه به کل دارایی ها طبق قرار داد نمی شود که به این حالت نکولتکنیکی گفته می شود. حالات دیگری از درماندگی مالی عبارتند از زمانی که جریانهای نقدی شرکت برای بازپرداخت اصل و فرع بدهی کافی نباشد و نیز زمانی که ارزش ویژه شرکت عددی منفی شود (وستون و همکاران، ۱۹۹۲).

اندرسون (۲۰۰۴) در پژوهشی به بررسی رابطه بین ویژگی های هیات مدیره و هزینه تامین مالی از طریق بدهی طی سال های ۱۹۹۳ تا ۱۹۹۸ پرداخت. نتایج این پژوهش با استفاده از داده های ۵۰۰ شرکت نشان می دهد، هزینه تامین مالی از طریق بدهی به طور معکوسی به اعضا غیر موظف، اندازه هیات مدیره، اعضای غیر موظف کمیته حسابرسی و تعداد جلسات هیات مدیره بستگی دارد. همچنین نتایج پژوهش بیانگر این می باشد که اعتبار دهندگان به اثر بخشی نظارت ها و کنترل های هیات مدیره و کمیته حسابرسی به عنوان یک منبع با قابلیت اطمینان بالا با توجه به درستی و صحت اعداد حسابداری توجه دارند.

فیلدز و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهشی رابطه کیفیت هیات مدیره و وام های بانکی را طی سال های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۴ بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان با استفاده از ۱۵۰۰ شرکت نشان می دهد، بین اعضای غیر موظف هیات مدیره، اندازه هیات مدیره و ویژگی های مدیر عامل با نرخ های بهره وام رابطه معناداری وجود دارد. همچنین نتایج آنان بیانگر این



موضوع می باشد، شرکت های دارای هیات مدیره ی با کیفیت بالاتر از محدودیت کمتری در تامین منابع مالی از طریق وام برخوردار هستند. آنان در پژوهش خو عنوان می کنند، به طور کلی هیات مدیره ای با کیفیت بالاتر موجب کاهش هزینه های بدهی از طریق وام های بانکی می شود.

لین و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهشی به بررسی رابطه تمرکز مالکیت و محدودیت در تامین منابع مالی خارجی شرکت ها طی سال های ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۲ پرداختند. نتایج پژوهش آنان با استفاده از داده های ۲۵۳۷۷ سال شرکت نشان می دهد، شرکت های با تمرکز مالکیت بالاتر نسبت به شرکت های با تمرکز مالکیت پایین تر از محدودیت مالی خارجی بیشتری برخوردارند. همچنین آنان در پژوهش خود عنوان می کنند، مشکلات نمایندگی و مالکیت نامناسب شرکت های تاثیر نامطلوبی در جذب سرمایه گذاری آنان می گذارد.

نظام الدین رحیمیان و اسماعیل توکل نیا (۱۳۹۲) اهرم مالی و ارتباط آن با درماندگی مالی و فرصت های رشد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش بیانگر عدم تاثیر درماندگی مالی بر اهرم مالی است. همچنین، نتایج نشانگر وجود ارتباط یو شکل وارون بین فرصت های رشد و اهرم مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

رضا محسنی، رضا آقابابایی و وحید محمدباقری (۱۳۹۲) پیش درماندگی مالی با بکار بردن کارایی به عنوان یک متغیر پیش بینی کننده را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از تحقیق نشان داد که استفاده از متغیر کارایی در مدل پیش بینی درماندگی به طور معناداری دقت پیش بینی مدل را افزایش می دهد.

### فرضیه های تحقیق

با توجه به مطالبی که در بیان مساله اشاره گردید، فرضیه های زیر مطرح می شود تا داده ها بر مبنای آنها جمع آوری شده و سپس نسبت به رد یا قبولی فرضیه ها اقدام گردد.

- ۱- بین مالکیت نهادی و درماندگی مالی ارتباط وجود دارد.
- ۲- بین مالکیت شرکتی و درماندگی مالی ارتباط وجود دارد.
- ۳- بین مالکیت مدیریتی و درماندگی مالی ارتباط وجود دارد.

جامعه و نمونه آماری تحقیق

جامعه آماری ما تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند که از تاریخ اول فروردین ۱۳۸۹ تا آخر اسفند ۱۳۹۴ عضو بورس به صورت ممتد بوده و داده های لازم را به صورت کامل در دسترس داشته باشند.

### متغیرهای پژوهش:

#### متغیر وابسته

**درماندگی مالی:** در رابطه زیر اگر کیو توبین کمتر از ۱ باشد، شرکت دارای درماندگی مالی بوده و اگر بزرگتر از ۱ باشد، نشان دهنده وضعیت مطلوب شرکت بوده و از نظر مالی، شرکت در وضعیت خوبی بوده و درمانده مالی نمی باشد.

توبین ساده = ارزش کل دارایی / (ارزش جاری سهام + ارزش دفتری بدهی)

مدل توبین برای شرکتهای نا موفق: توبین ساده > ۱



متغیرهای مستقل

**نوع مالکیت:** نوع مالکیت بر حسب نوع و ماهیت سهامدار عمده ای (سهامدارانی که حداقل ۵ درصد سهام عادی شرکت را در اختیار دارند) که بیشترین درصد مالکیت در ترکیب مالکیت شرکت است، تعریف می گردد. بر این اساس شرکتهای مورد مطالعه در گروههای زیر طبقه بندی شده اند:

- **میزان مالکیت نهادی:** مطابق تعریف ارائه شده و مورد استفاده در پژوهش های روبین (۲۰۰۷) و کوئتو (۲۰۰۹)، برای محاسبه میزان مالکیت نهادی مجموع سهام در اختیار بانک ها و بیمه ها، هلدینگ ها، شرکت های سرمایه گذاری، صندوق های بازنشستگی، شرکت های تامین سرمایه و صندوق سرمایه گذاری، سازمان ها نهاد های دولتی و شرکت های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت، تقسیم شده و درصد یا میزان مالکیت نهادی به دست آمده است.

- **مالکیت شرکتی:** برابر درصد سهام نگهداری شده توسط اجزای شرکتهای سهامی از کل سهام سرمایه به جز موسسات خارجی است.

- **مالکیت مدیریتی:** برابر درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای هیات مدیره و خانواده آنها می باشد.

متغیرهای کنترل

- **اندازه شرکت:** در این تحقیق از معیار لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت استفاده خواهد شد .

- **اهرم مالی:** نشان دهنده میزان استفاده از بدهی ها در ساختار سرمایه شرکت است. اهرم مالی از تقسیم مجموع بدهی های بلند مدت بر مجموع بدهی های بلند مدت و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام محاسبه می شود

الگوی رگرسیونی برای آزمون فرضیه ها

$$Financial\ distress_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PropertyType_{i,t} + \beta_2 \ln(SIZE_{i,t}) + \beta_3 LEV_{i,t}$$

که در آن:

**Financial distress<sub>i,t</sub>:** در ماندگی مالی شرکت **i** در سال **t** می باشد.

**PropertyType<sub>i,t</sub>:** نوع مالکیتی شرکت **i** در سال **t** می باشد.

**ln(SIZE<sub>i,t</sub>):** لگاریتم طبیعی جمع داراییهای شرکت شرکت **i** در پایان سال **t** می باشد.

**LEV<sub>i,t</sub>:** اهرم مالی شرکت **i** در پایان سال **t** می باشد.

یافته های تحقیق

نتایج آمار توصیفی این تحقیق در جداول ۱ نشان داده شده است:



جدول (۱) نتایج تجزیه و تحلیل توصیفی داده های تحقیق

شاخص آماری	درماندگی مالی	مالکیت سهامداران نهادی	مالکیت شرکتی	مالکیت مدیریتی	اهرم مالی	اندازه شرکت
نماد	FINDIS	INSOWN	CORPOWN	CORPMAN	LEV	Ln(SIZE)
تعداد مشاهدات	372	372	372	372	372	372
میانگین	0.634	0.691	0.348	0.515	0.089	2.010
انحراف معیار	0.727	0.292	0.681	0.332	0.093	1.465
چولگی	3.369	-1.231	0.937	-0.309	2.946	0.816
کشیدگی	0.328	17.193	0.761	-1.373	0.932	0.902
حداقل	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	1.700
حداکثر	7.389	1.000	1.000	1.000	0.792	1.395

جدول ۱ آماره توصیفی یافته های پژوهشی را برای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال مالی منتهی به ۱۳۸۹-۱۳۹۲ نشان می دهد. جدول انشان می دهد، تعداد مشاهدات برای متغیر های درماندگی مالی، مالکیت سهامداران نهادی، مالکیت شرکتی و مالکیت مدیریتی (۳۷۲ سال، شرکت) می باشد. میانگین و میانه مالکیت سهامداران نهادی برابر ۰،۶۹۱ می باشد که نشان می دهد به طور متوسط ۶۹،۱٪ از سهام شرکت های نمونه نزد سهامداران نهادی می باشد. انحراف معیار متغیرها با عدد یک (انحراف معیار توزیع نرمال) مقایسه می شوند. این متغیر با انحراف معیار ۰،۲۹۲ دارای پراکندگی کمی در مقایسه با سایر متغیرهای مستقل از جمله متغیرهای مالکیت شرکتی و مالکیت مدیریتی می باشد. چولگی در حقیقت معیاری از وجود یا عدم تقارن تابع توزیع می باشد. برای یک توزیع کاملاً متقارن، چولگی صفر است. ضریب چولگی مالکیت سهامداران نهادی برابر ۱،۲۳۱- است که دارای چوله به چپ بوده و از نظر قرینگی تفاوت زیادی با توزیع نرمال دارد. ضریب کشیدگی متغیر مالکیت سهامداران نهادی با مقدار ۱۷،۱۹۳ نشان دهنده بلندتر بودن (پراکندگی کمتر) توزیع این متغیر نسبت به نرمال می باشد. ارقام حداقل و حداکثر نیز نشان دهنده کمترین و بیشترین مشاهده برای هر متغیر می باشند. به طور مثال، رقم صفر به عنوان حداقل و رقم یک به عنوان حداکثر متغیر مالکیت سهامداران نهادی، نشان می دهد بعضی از شرکتها فاقد مالکیت سهامداران نهادی و برخی دیگر کلاً در دست سهامداران نهادی می باشند. در بین متغیرهای مستقل، مالکیت شرکتی با انحراف معیار ۰،۶۸۱ نشان دهنده بیشترین پراکندگی در مقایسه با سایر متغیرهای مستقل و همچنین متغیر اندازه شرکت (متغیر کنترلی) با انحراف معیار ۱،۴۶۵ نشان دهنده بیشترین نوسان و پراکندگی در مقایسه با سایر متغیرهای پژوهش است. تحلیل های سایر متغیرهای مشابه تحلیل های بالا می باشد.



فرضیه اول

فرضیه آماری بر مبنای فرض  $\mathcal{H}_0$  و  $\mathcal{H}_1$  به شرح زیر می باشد:

$\mathcal{H}_0$ : بین مالکیت سهامداران نهادی و درماندگی مالی ارتباط معناداری وجود ندارد

$\mathcal{H}_1$ : بین مالکیت سهامداران نهادی و درماندگی مالی ارتباط معناداری وجود دارد

جهت آزمون فرضیه اول، مالکیت سهامداران نهادی به عنوان متغیر مستقل، دو متغیر کنترلی (اهرم مالی و اندازه شرکت) و درماندگی مالی به عنوان متغیر وابسته بر اساس مدل زیر وارد رگرسیون خطی چند متغیره می شوند.

$$Financial\ distress_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INSOWN_{i,t} + \beta_2 LN(SIZE)_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t}$$

که در این مدل:

$Financial\ distress_{i,t}$ : در ماندگی مالی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$INSOWN_{i,t}$ : مالکیت سهامداران نهادی شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ .

$LN(SIZE)_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی جمع داراییهای شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ .

$LEV_{i,t}$ : اهرم مالی شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  می باشد.

آزمون همخطی فرضیه اول

جدول (۲) آزمون همخطی فرضیه اول

شاخص وضعیت Condition Index	مقادیر ویژه Eigenvalue	Dimension	Model
۱.۰۰۰	۳.۹۷۰	(Constant)	۱
۲.۱۶۰	۰.۸۵۱	INSOWN	
۳.۱۰۴	۰.۴۱۲	LEV	
۴.۵۵۴	۰.۱۹۱	LNSIZE	

جدول (۲) نشان دهنده عدم مشکل جدی در استفاده از رگرسیون است. براساس اعداد ستون شاخص وضعیت چون اعداد کوچک تر از ۱۵ می باشند، بیان گر عدم وجود همخطی بین متغیرها است.



جدول (۳)، آزمون فرضیه اول

Sig	B	متغیرها
۰.۲۲۳	۰.۶۶۴	مقدار ثابت (Constant)
۰.۱۶۲	۰.۲۵۱	مالکیت سهامداران نهادی INSOWN
۰.۰۰۰	-۲.۹۳۵	اهرم مالی LEV
۰.۰۰۹	۰.۱۰۸	اندازه شرکت LNSIZE
۲.۰۵۶		دوربین واتسون
۰.۰۳۸		ضریب تعیین R Square
۰.۰۳۳		ضریب تعیین اصلاح شده Adjusted R Square
۰.۰۰۰	Sig	معنی داری کل مدل

نتایج به دست آمده از اجرای رگرسیون خطی چند متغیره برای فرضیه اول در جدول (۳) آورده شده است. ضریب تعیین مدل بیان گر این است که حدود ۰,۰۳۸ درصد می باشد که نشان می دهد حدود ۳,۰۸ درصد تغییرات درماندگی مالی به وسیله متغیر مستقل مالکیت سهامداران نهادی و سایر متغیرهای کنترلی قابل توجیه است. از آن جایی که مقدار آماره دوربین-واتسون ۲,۰۵۶ در فاصله ۱,۵ و ۲,۵ قرار دارد، فرض وجود همبستگی بین خطاها رد شده و باقیمانده ها مستقل هستند. همان طور که مشاهده می شود مقدار سطح معنی داری برابر (۰/۰۰۰) می باشد که کمتر از ۰,۰۵ است و مدل رگرسیون معتبر می باشد.

نتایج جدول ۲ نشان می دهد که بین مالکیت سهامداران نهادی و درماندگی مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط مثبت وجود دارد. با توجه به این که مقدار ( $P\text{-Value} = ۰,۱۶۲$ ) بیشتر از ۰/۰۵ می باشد، بدین ترتیب، مالکیت سهامداران نهادی تاثیر غیر معنی داری بر روی درماندگی مالی دارد. بنابراین در سطح اطمینان ۰,۹۵، فرض  $H_0$  را نمی توان رد کرد.

با توجه به نتایج جدول، متغیرهای کنترلی تاثیر معنی داری بر متغیر وابسته دارند. زیرا سطح معناداری متغیرها کمتر از ۰,۰۵ می باشد. بر اساس اندازه و علامت ضرایب محاسبه شده در ستون **B**، نتیجه می گیریم که متغیر اهرم مالی با ضریب (-۲,۹۳۵) ارتباط منفی معنی داری (۰,۰۰۰) با درماندگی مالی در سطح اطمینان ۰,۹۵، بیشترین نقش را در اعتبار مدل این مرحله ایفا می کند. چون بیشترین تاثیر را بر متغیر وابسته دارد. متغیر اندازه شرکت ارتباط مثبت (۰,۱۰۸) و معنی داری (۰,۰۰۹) با درماندگی مالی در سطح اطمینان ۰,۹۵ دارد.

فرضیه دوم

فرضیه آماری بر مبنای فرض  $H_0$  و  $H_1$  به شرح زیر می باشد:

$H_0$ : بین مالکیت شرکتی و درماندگی مالی ارتباط معناداری وجود ندارد

$H_1$ : بین مالکیت شرکتی و درماندگی مالی ارتباط معناداری وجود دارد





جهت آزمون فرضیه دوم، مالکیت شرکتی به عنوان متغیر مستقل، دو متغیر کنترلی (اهرم مالی و اندازه شرکت) و در ماندگی مالی به عنوان متغیر وابسته بر اساس مدل زیر وارد رگرسیون خطی چند متغیره می شوند.

$$Financial\ distress_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CORPOWN_{i,t} + \beta_2 LN(SIZE)_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t}$$

که در این مدل:

$Financial\ distress_{i,t}$ : در ماندگی مالی شرکت  $t$  در سال  $t$ .

$CORPOWN_{i,t}$ : مالکیت شرکتی شرکت  $t$  در پایان سال  $t$ .

$LN(SIZE)_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی جمع داراییهای شرکت شرکت  $t$  در پایان سال  $t$ .

$LEV_{i,t}$ : اهرم مالی شرکت  $t$  در پایان سال  $t$  می باشد.

آزمون همخطی فرضیه دوم

جدول (۴) آزمون همخطی فرضیه دوم

شاخص وضعیت Condition Index	مقادیر ویژه Eigenvalue	Dimension	Model
۱.۰۰۰	۴.۱۲۰	(Constant)	۱
۲.۱۵۵	۰.۸۸۷	CORPOWN	
۳.۳۸۸	۰.۳۵۹	LEV	
۸.۷۸۹	۰.۰۵۳	LNSIZE	

جدول (۴) نشان دهنده عدم مشکل جدی در استفاده از رگرسیون است. در ستون شاخص وضعیت چون اعداد کوچک تر از ۱۵ می باشند، بیان گر عدم وجود همخطی بین متغیرها است.



جدول (۵) ، آزمون فرضیه دوم

Sig	B	متغیرها
۰.۰۳۴	۱.۸۱۰	(Constant) مقدار ثابت
۰.۴۹۵	۰.۳۵۴	CORPOWN مالکیت شرکتی
۰.۰۰۹	-۲.۱۴۸	LEV اهرم مالی
۰.۷۹۹	۰.۰۱۶	LNSIZE اندازه شرکت
۱.۸۶۰		دوربین واتسون
۰.۰۲۶		ضریب تعیین R Square
۰.۰۱۴		ضریب تعیین اصلاح شده Adjusted R Square
۰.۰۵۴	Sig	معنی داری کل مدل

نتایج به دست آمده از اجرای رگرسیون خطی چند متغیره برای فرضیه پنجم در جدول (۵) آورده شده است. ضریب تعیین مدل بیان گر این است که حدود ۰,۰۲۶ درصد می باشد که نشان می دهد حدود ۲.۶ درصد تغییرات درماندگی مالی به وسیله متغیر مستقل مالکیت شرکتی و سایر متغیرهای کنترلی قابل توجیه است. از آن جایی که مقدار آماره دوربین- واتسون ۱.۸۶ در فاصله ۱,۵ و ۲,۵ قرار دارد، فرض وجود همبستگی بین خطاها رد شده و باقیمانده ها مستقل هستند. همان طور که مشاهده می شود مقدار سطح معنی داری برابر (۰/۰۵۴) می باشد که بیشتر از ۵٪ است، با چشم پوشی از ۰,۰۰۴ درصد خطا، می توان معتبر بودن مدل رگرسیون را تایید کرد.

نتایج جدول نشان می دهد که بین مالکیت شرکتی و درماندگی مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط مثبت وجود دارد. با توجه به این که مقدار (P-Value = ۰,۴۹۵) بیشتر از ۰/۰۵ می باشد، بدین ترتیب، مالکیت شرکتی تاثیر غیر معنی داری بر روی درماندگی مالی دارد. بدین ترتیب در سطح اطمینان ۹۵٪، فرض  $H_0$  را نمی توان رد کرد.

نتبر اساس اندازه و علامت ضرایب محاسبه شده در ستون **B**، نتیجه می گیریم که متغیر اهرم مالی با ضریب (-۲,۱۴۸) ارتباط منفی معنی داری (۰,۰۰۹) با درماندگی مالی در سطح اطمینان ۹۵٪، بیشترین نقش را در اعتبار مدل این مرحله ایفا می کند. چون بیشترین تاثیر را بر متغیر وابسته دارد. متغیر اندازه شرکت ارتباط مثبت (۰,۰۱۶) و غیر معنی داری (۰,۷۹۹) با درماندگی مالی دارد.

#### آزمون فرضیه سوم

فرضیه آماری بر مبنای فرض  $H_0$  و  $H_1$  به شرح زیر می باشد:

$H_0$ : بین مالکیت مدیریتی و درماندگی مالی ارتباط معناداری وجود ندارد

$H_1$ : بین مالکیت مدیریتی و درماندگی مالی ارتباط معناداری وجود دارد

جهت آزمون فرضیه سوم، مالکیت مدیریتی به عنوان متغیر مستقل، دو متغیر کنترلی (اهرم مالی و اندازه شرکت) و درماندگی مالی به عنوان متغیر وابسته بر اساس مدل زیر وارد رگرسیون خطی چند متغیره می شوند.

$$Financial\ distress_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CORPMAN_{i,t} + \beta_2 LN\ SIZE_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t}$$



که در این مدل:

$Financial\ distress_{i,t}$ : در ماندگی مالی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$CORPMAN_{i,t}$ : مالکیت مدیریتی شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ .

$Ln(SIZE)_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی جمع داراییهای شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ .

$LEV_{i,t}$ : اهرم مالی شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  می باشد.

آزمون هم خطی فرضیه سوم:

جدول (۶) آزمون همخطی فرضیه سوم

شاخص وضعیت Condition Index	مقادیر ویژه Eigenvalue	Dimension	Model
۱.۰۰۰	۳.۲۸۲	(Constant)	۱
۱.۸۱۲	۰.۹۹۹	CORPMAN	
۲.۴۱۳	۰.۵۶۴	LEV	
۳.۱۴۶	۰.۳۳۲	LNSIZE	

جدول (۶) ستون مقادیر ویژه، نشان دهنده عدم مشکل جدی در استفاده از رگرسیون است. در ستون شاخص وضعیت چون اعداد کوچک تر از ۱۵ می باشند، بیان گر عدم وجود همخطی بین متغیرها می باشد.

جدول (۷)

Sig	B	متغیرها
۰.۱۲۳	۰.۸۲۲	مقدار ثابت (Constant)
۰.۹۶۷	۰.۰۱۶	مالکیت مدیریتی CORPMAN
۰.۰۰۰	-۲.۸۹۹	اهرم مالی LEV
۰.۰۱۰	۰.۱۰۶	اندازه شرکت LNSIZE
۲.۰۵۲	دوربین واتسون	
۰.۰۳۶	ضریب تعیین R Square	
۰.۰۳۱	ضریب تعیین اصلاح شده Adjusted R Square	
۰.۰۰۰	Sig	معنی داری کل مدل



نتایج به دست آمده از اجرای رگرسیون خطی چند متغیره برای فرضیه سوم در جدول (۷) آورده شده است. ضریب تعیین مدل بیان گر این است که حدود ۰,۰۳۶ درصد می باشد که نشان می دهد حدود ۳,۶ درصد تغییرات درماندگی مالی به وسیله متغیر مستقل مالکیت مدیریتی و سایر متغیرهای کنترلی قابل توجیه است. از آن جایی که مقدار آماره دوربین- واتسون ۲,۰۵۲ در فاصله ۱,۵ و ۲,۵ قرار دارد، فرض وجود همبستگی بین خطاها رد شده و می توان از رگرسیون استفاده کرد. همان طور که مشاهده می شود مقدار سطح معنی داری برابر (۰,۰۰۰) می باشد که کم تر از ۰,۰۵٪ است و مدل رگرسیون معتبر می باشد.

نتایج جدول نشان می دهد که بین مالکیت مدیریتی و درماندگی مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط مثبت وجود دارد. با توجه به این که مقدار ( $P\text{-Value} = ۰,۹۶۷$ ) بیشتر از ۰/۰۵ می باشد، بدین ترتیب، مالکیت شرکتی تاثیر غیر معنی داری بر روی درماندگی مالی دارد. بنابراین در سطح اطمینان ۰,۹۵٪، فرض  $H_1$  رد شده ولی فرض  $H_0$  را نمی توان رد کرد.

با توجه به نتایج جدول، متغیرهای کنترلی تاثیری معنی داری بر متغیر وابسته دارند. زیرا سطح معناداری متغیرها کمتر از ۰,۰۵ می باشد. بر اساس اندازه و علامت ضرایب محاسبه شده در ستون  $B$ ، نتیجه می گیریم که متغیر اهرم مالی با ضریب (۲,۸۹۹-) ارتباط منفی معنی داری (۰,۰۰۰) با درماندگی در سطح اطمینان ۰,۹۵٪، بیشترین نقش را در اعتبار مدل این مرحله ایفا می کند. چون بیشترین تاثیر را بر متغیر وابسته دارد. متغیر اندازه شرکت ارتباط مثبت (۰,۱۰۶) و معنی داری (۰,۰۱) با درماندگی مالی در سطح اطمینان ۰,۹۵٪ دارد.

### بحث و نتیجه گیری

متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت های بورسی می تواند بر عملکرد آنان تاثیر چشمگیری داشته باشد، به گونه ای که اگر مالکان شرکت را گروه های مختلف مانند دولت، موسسات مالی، بانک ها و شرکت های خصوصی دیگر تشکیل دهند، عملکرد و نوع تصمیم گیری آنها در استراتژی های و همچنین ساختار سرمایه متفاوت خواهد بود. تفاوت در انگیزه های مدیریتی و نظارتی، اهداف سیاسی و تعهدات اجتماعی واحدها، عمدتا باعث می شود که انتظار رود واحدهای مزبور، عملکردهای مختلفی داشته و همچنین باعث گردد که با تنگنا های مالی شدیدی مواجه گردند. همچنین موسساتی که به واسطه بنیادهای خانوادگی اداره و کنترل می شوند، به لحاظ آن که دارای هزینه نمایندگی کمتری هستند، به نظر می رسد که به کندی در تنگنا های مالی قرار گیرند. در پژوهش نزرل هیسیم و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۸) رابطه میان درصد مالکیت دولت و شاخص عملکرد (سودآوری) تایید گردیده است. در این تحقیق، تجزیه و تحلیل جامعی روی رابطه بین نوع مالکیت و درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (شامل ۳۷۲ سال شرکت) بین سالهای ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۲ انجام گرفت. این تحقیق دربرگیرنده سه فرضیه بود که در هر فرضیه رابطه هر یک از نوع مالکیت با درماندگی مالی بررسی شد. نتایج این تحقیق نشان می دهد که نوع مالکیت در ایران عامل مهمی در جلوگیری از درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیست. استقرار انواع مختلف ساختار مالکیت نمی تواند موجب کاهش تضاد منافع مالکان و مدیران، تعامل مناسب بین آنان و جلوگیری از بوجود آمدن مشکلات مالی (درماندگی مالی) را در پی داشته باشد. هنگامی که مدیریت، قدرت اجرایی و اختیارات نامحدود و در نتیجه این امکان را داشته باشد که تصمیمات سرمایه گذاری، عملیاتی و اعطای پاداش را به تنهایی و به صورت مستقل اتخاذ نماید، این امر نشان از وجود بحث نمایندگی در شرکت بوده و بیانگر آن است که شرکت به فکر سرمایه گذاران نبوده و در نتیجه باعث بوجود آمدن مشکلات مالی خواهد شد. براساس ادبیات موضوع،

<sup>۳</sup> - Nazrul Hisyam et al



انتظار می رفت رابطه مثبت بین نوع مالکیت و درماندگی مالی حاصل شود. اما با توجه به آزمونهای انجام شده رابطه معناداری بین آنها مشاهده نشد. نتایج آزمونهای انجام شده حاکی از آن است که نوع مالکیت و درماندگی مالی برهم اثرگذار نیستند.

#### پیشنهادهای مبتنی بر فرضیه ها

- با توجه به نتایج مشاهده شده در این تحقیق به سازمان بورس پیشنهاد می گردد عوامل و موانع به وجود آمده در ارتباط با عدم وجود ارتباط معنادار بین نوع مالکیت و درماندگی مالی را مرتفع نموده تا شاهد سوق و میل وضعیت بازار سرمایه، از ناراکارایی به سمت بازار کارا باشیم. چون از دیدگاه نظری چنین به نظر می رسد که با افزایش درصدی متغیرهای مزبور، یک شرکت بتواند از منابع خود در جهت افزایش منافع سهامداران که همان استفاده بهینه از سرمایه شرکت می باشد، استفاده نماید.
  - به دولت پیشنهاد می گردد با توجه به نتایج بدست آمده در این تحقیق، مشکلاتی که باعث به وجود آمدن عدم ارتباط مالکیت سهامداران نهادی با درماندگی مالی را موجب می شوند، رفع نمایند.
  - با توجه به اهمیت نقش مدیران در تقویت و اثربخشی عملکرد شرکت، لازم است با ارایه راهکارهایی عملکرد مدیران در ترکیب هیئت مدیره را تقویت کرد. به عنوان مثال مدیری که تجربه و یا دانش لازم جهت تصمیم گیریهای استراتژیک شرکت را نداشته باشد، نه تنها معیار کنترلی نیست بلکه باعث به هدر رفتن منابع شرکت شده و نیز باعث بوجود آمدن درماندگی مالی شرکت خواهد شد.
  - با توجه به نقش نظارت کارای مالکان نهادی و نقش آنها در نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت، به سرمایه گذاران جزء و بالقوه در هنگام خرید سهام جدید شرکت های بورسی و همچنین اعتبار دهندگان در انعقاد قراردادهای استقراض مابین خود و شرکت ها، پیشنهاد می شود به میزان یا درصد مالکیت سهامداران نهادی توجه کنند.
- پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی

با انجام هر تحقیق، راه به سوی افقی جدید باز می شود و ادامه راه، مستلزم انجام تحقیقات دیگری است. بنابراین انجام تحقیقاتی دیگری به شرح زیر برای پژوهشگران پیشنهاد می شود:

- ۱- در این تحقیق رابطه نوع مالکیت و درماندگی مالی مورد بررسی قرار گرفت. در تحقیقات آتی می توان بخش دیگری از نوع مالکیت (مالکیت خصوصی) را با درماندگی مالی مورد بررسی قرار داد.
- ۲- پیشنهاد می شود در تحقیق های آتی، جامعه مورد مطالعه بزرگتری برای آزمون انتخاب شود، زیرا به نظر می رسد با انتخاب جامعه بزرگتر، نتایج متفاوتی حاصل شود.
- ۳- پیشنهاد می شود در تحقیق های آتی، متغیر مالکیت سهامداران نهادی به عنوان یکی از انواع مالکیت، در دو گروه دائم و موقت (کوتاه مدت و بلند مدت بودن این سرمایه گذاران) تفکیک شده و بعدا مورد بررسی قرار گیرد.
- ۴- محدودیت دسترسی به اطلاعات مالی شرکت ها موجب گردید تا برای انجام تحقیق از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شود، بنابراین پیشنهاد می شود در تحقیق های آتی سایر شرکت ها (شرکت های غیر بورسی) نیز مورد بررسی قرار گیرند.



## منابع

۱. نوروش، ایرج و علی ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴)، بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صص ۹۷-۱۲۴.
۲. رحمان سرشت، حسین و نادر مظلومی (۱۳۸۴)، رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات مدیریت، شماره ۴۷، صص ۱۳۵-۱۶۰.
۳. امین ناظمی، علیرضا ممتازیان و محسن صالحی نیا (۱۳۹۳)، رابطه بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و کارایی مدیریت موجودی کالا ( مطالعه موردی: شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۴۲، صص ۱۸۶-۱۵۹.
۴. محمد نمازی و احسان کرمانی (۱۳۸۷)، تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صص ۱۰۰-۸۳.
۵. محسنی رضا، آقابابایی رضا و محمد قربانی محمد (۱۳۹۲)، پیش بینی درماندگی مالی با به کار بردن کارایی به عنوان یک متغیر پیش بینی کننده، پژوهش ها و سیاستهای اقتصادی، شماره ۶۵، صص ۱۴۶-۱۲۳.
۶. نظام الدین رحیمیان و اسماعیل توکل نیا (۱۳۹۲)، اهرم مالی و ارتباط آن با درماندگی مالی و فرصت های رشد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های مالی، شماره ۲۰، صص ۱۲۹-۱۰۸.
۷. شکراله خواجهی و ابوالفضل گرگانی فیروزجاه (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین ویژگیهای هیات مدیره و روشهای تامین مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۱، صص ۲۳-۱.
۸. کردستانی غلامرضا، غیور فرزاد و آشتاب علی (۱۳۹۰)، مقایسه کارایی نسبتهای مالی مبتنی بر روش نقدی و روش تعهدی در پیش بینی درماندگی مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۹، صص ۲۰۵-۱۹۱.
۹. فرزین رضایی و بابک نژاد تولمی (۱۳۹۳)، مقایسه الگوریتم مورچگان با روش های تحلیل تمایزی چندگانه و لوجیت در پیش بینی درماندگی مالی، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۳، صص ۱۴۳-۱۲۰.
۱۰. بابایی زکلیکی محمد علی ، احمد وند ژیلا ( ۱۳۸۷ ) بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، تحقیقات مالی ، دوره ۱۰ ، شماره ۲۶ ، صص ۶۰-۴۱ .
۱۱. بولو قاسم، کرمی اصغر ( ۱۳۹۳ ) ارزیابی میزان اثر بخشی الگوهای جریان وجوه نقد و مدل برنامه ریزی ژنتیک در پیش بینی درماندگی مالی شرکتهای، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، نشریه ۲۲،
۱۲. حساس یگانه یحیی، اسکندر هدی، مرادی محمد ( ۱۳۸۷ ) بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت ، فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۳ .
۱۳. رضایی فرزین، نژاد تولمی بابک ( ۱۳۹۳ ) مقایسه الگوریتم مورچگان با روش های تحلیل تمایزی چندگانه و لوجیت در پیش بینی درماندگی مالی، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، نشریه ۲۳، صص ۱۴۳-۱۲۰ .
۱۴. مدرس احمد، حسینی سیدمجتبی، ریسی زهره ، ( ۱۳۸۸ ) ، بررسی اثر سهامداران نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، پژوهشنامه اقتصادی ، ویژه نامه بورس صص ۲۵۰-۲۲۳ .
۱۵. مومنی ، منصور ( ۱۳۸۹ ) ، تحلیل های آماری با استفاده از SPSS ، کتاب نو ، تهران ، چاپ سوم



۱۶. فروغی، داریوش؛ سعیدی، علی و محسن اژدر. (۱۳۸۸). تاثیر سهامداران نهادی بر سیاست تقسیم سود، فصلنامه تحقیقات حسابداری، سال اول، شماره دوم، صص ۱۱۴-۱۲۹.
۱۷. ستایش، محمد حسین و مصطفی کاظم نژاد. (۱۳۸۹). بررسی تاثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، سال اول، شماره اول، صص ۵۱-۲۹.
۱۸. محمد حسین ستایش و شهلا ابراهیمی (۱۳۹۳)، بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر سیاست پرداخت سود سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشهای حسابداری مالی، شماره دوم، صص ۷۴-۶۱.
۱۹. یحیی حساس یگانه و ایمان داداشی (۱۳۸۹)، بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر اظهار نظر حسابرسان مستقل، حسابداری مدیریت، شماره پنجم، صص ۷۳-۶۵.
۲۰. احمدپور، احمد، کاشانی پور، محمد، شجاعی، محمد رضا (۱۳۹۱)، "بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر هزینه تامین مالی از طریق بدهی (استقراض)"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۲، صص ۱۷-۶۲.
۲۱. نصرالهی، زهرا، عارف منش، زهره، رئیسی، مهین (۱۳۹۰)، "بررسی ارتباط بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعات در بورس اوراق بهادار تهران"، چشم انداز مدیریت مالی و حسابداری، شماره ۲، صص ۹-۲۹.
۲۲. نوروش، ایرج، کرمی، غلامرضا و وافی نژاد، جلال. (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه سازو کارهای نظام راهبردی شرکت و هزینه های نمایندگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران شماره ۱، صص ۴-۲۷.
23. Aydin, N. Sayim, M. and A. Yalama (2007). "Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey." *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 11, pp. 103-111.
24. Sueyoshi, Toshiyuki & Mika Goto (2009), "DEA-DA for Bankruptcy-Based Performance Assessment: Misclassification of Japanese Construction Industry", *European Journal of Operational Research*, Vol. 199, PP. 576-594.
25. Merwin, C. L. (1942), *Financing Small Corporations in Five Manufacturing Industries*, New York: National Bureau of Economic Research.
26. Zaki, E., Bah, R. & Rao, A. (2011); "Assessing probabilities of financial distress of banks in UAE", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 7, No. 3, pp. 304-320.
27. Outecheva, (2007), "corporate financial distress: An empirical analyze of distress risk", PhD's dissertation, University of st. Gallen, Switzerland.
28. Newton, G., (1988), *Bankruptcy insolvency accounting: practice and procedure*, Wiley, PP. 21-42.
29. Bellovary, J., Giacomino, D. & Akers, M., (2007), "A review of bankruptcy Prediction studies: 1930 to present", *Journal of Financial Education*, Vol. 33, PP. 1-42.
30. Cheng, Shijun, (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*. 87 (1), 176 – 157.
31. King A. Salami (2011). "Analysis of the Relationship between Share Ownership Structure, Corporate Governance Structure, and Corporate Investment Efficiency, using GSE Market Data (2005 - 9)". *Journal of Accounting and Finance*, vol. 11 (4).



32. Milea, V., (2005), "An ant system implementation for bankruptcy prediction", Bachelor's Thesis, Erasmus University Rotterdam.
33. Wang, S., Wu, L., Zhang Y. & Zhou, Z., (2009), "Ant colony algorithm used for Bankruptcy Prediction", Second International Symposium on Information Science and Engineering, PP. 137-139
34. Harada, K. and P. Nguyen. (2011). Ownership Concentration and Dividend Policy in Japan. *Managerial Finance*, Vol 37, No 4, Pp 362-379.
35. Gugler, K. and B. Yurtoglu. (2003). Corporate Governance and Dividend Payout Policy in Germany. *European Economic Review*, Vol 47, Pp 31-58.
36. Balling, M. Holm, C. Poulsen, T. (2005). "Corporate governance ratings as a means to reduce asymmetric information". Department of Accounting and finance School of Business, Paper available at: <http://www.mbs.ac.uk/>.
37. Anderson R.C., Mans s. A. and Reeb D.M., (2004), "Board characteristics, Accounting Report Integrity and Cost of Debt", *Journal of Accounting and*
38. Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S. and J. M. Poterba (1988), "Financing Constraints and corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1988, NO. 1, PP.141-206 .
39. Fields P., Fraser, D. and Subrahmanyam, A., (2010), "Board Quality and the Cost of Debt Capital: The Case of Bank Loans", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 36, No.5, pp. 1536-1547.
40. Gompers, P., Joy, I. and Metrick, A., (2003), "Corporate Governance and Equity prices". *Quarterly Journal of Economics*, Vol.118, No.1, PP.107-155
41. Jensen, M. c. and Murphy, K.J., (1990), "Performance Pay and Top- Management Incentives", *Journal of Political Economy*, Vol.98, No.2 PP.225-264.
42. Jill, s. and Aris, S., (2005), *Corporate governance and accountability*, London, John Wiley and sons, Ltd.
43. Lin, c., Ma, Y. And Xuan, Y., (2011), "Ownership Structure and Financial Constraints: Evidence from a Structural Estimation", *Journal of Financial Economics*, Vol.102, No.2, PP.416-431.
44. Morck, Randall, (2004), "Behavioral finance in corporate governance independent directors and non- executive chairs", Available at: <http://www.nber.org/papers/w10644>. Available online: [26Dec.2012.]
45. Vafaes, N., (1999), "Board Meeting Frequency and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol.53, No.1, PP.113-142.
46. Elsayed, K. (2011). "Board size and corporate performance: the missing role of board leadership structure". *Journal of Management and Governance*. Vol28, 2103-2134.
47. Elsayed, Kh. & H. Wahba, (2013). "Reinvestigating the relationship between ownership structure and inventory management: A corporate governance perspective", *International Journal of Production Economics*, Vol. 143, 207-218.
48. Tribo, J. A., (2007). "Ownership structure and inventory policy", *International Journal of Production Economics*, Vol.108, 213-220.