

بررسی رابطه حاکمیت شرکتی با احتمال وقوع ورشکستگی

در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهدی مشکی میاوقی^۱، رامین محرومی^۲

تاریخ دریافت: ۹۳/۰۸/۱۲

تاریخ پذیرش: ۹۳/۱۱/۳۰

چکیده

حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از مکانیزم‌های کنترلی درون شرکتی و برون شرکتی است که تعادل مناسب بین حقوق صاحبان سهام از یکسو و نیازها و اختیارات هیات مدیره را از سوی دیگر برقرار می‌کند. حاکمیت شرکتی ضعیف می‌تواند منجر به افزایش احتمال درماندگی مالی یا ورشکستگی در شرکت‌ها شود. هدف این پژوهش، بررسی رابطه بین برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی با احتمال وقوع ورشکستگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌باشد. نمونه آماری پژوهش متشکل از ۱۱۵ شرکت شامل ۴۰ شرکت درمانده مالی و ۷۵ شرکت سالم می‌باشد که در طی دوره زمانی ۱۳۸۷ لغایت ۱۳۹۲ از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس انتخاب شده و آزمون فرضیه‌ها نیز با استفاده از روش رگرسیون لجستیک، انجام شده است. به منظور بررسی اثرات همزمان کلیه متغیرهای مستقل پژوهش بر متغیر وابسته، علاوه بر رگرسیون جداگانه هر یک از متغیرهای مستقل، اقدام به انجام رگرسیون کلی متغیرها نیز گردید. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که از پنج مکانیزم حاکمیت شرکتی مورد بررسی در این پژوهش، مکانیزم‌های نوع گزارش حسابرس، میزان پاداش هیات مدیره، نسبت مالکیت نهادی و استقلال هیات مدیره با احتمال وقوع ورشکستگی دارای رابطه معنادار و منفی می‌باشد؛ با این وجود هیچگونه رابطه معنی داری بین متغیر اندازه هیات مدیره با احتمال وقوع ورشکستگی مشاهده نشد.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، ریسک ورشکستگی، رگرسیون لجستیک

طبقه‌بندی موضوعی: G33, M41

۱ استادیار دانشگاه پیام نور، نویسنده مسئول، (mhd.meshki@yahoo.com)

۲ کارشناس ارشد، موسسه آموزش عالی کوشیار، (m_hsaadat@yahoo.com)

مقدمه

سرمایه گذاران در صورتی به سرمایه گذاری تمایل دارند که ضمانت اجرایی نسبت به بازگشت سرمایه در صورت بروز مشکلات وجود داشته باشد. ورشکستگی موضوعی است که می تواند سرمایه گذاران را نسبت به سرمایه گذاری نگران سازد. ورشکستگی از عواملی است که هیچ یک از استفاده کنندگان صورت های مالی انتظار آن را نداشته، ولی همیشه نگران آن می باشند. ورشکستگی رویدادی است که تأثیر زیادی بر مدیریت، سهامداران، کارکنان، طلبکاران، مشتریان و سایر افراد ذینفع می گذارد. در بورس اوراق بهادار، شرکت هایی وجود دارند که طبق تعاریف ارائه شده در این پژوهش دچار پریشانی مالی و مشمول ماده ۱۴۱ قانون تجارت هستند، که این امر ممکن است در نهایت منجر به ورشکستگی و انحلال شود.

از سوی دیگر یکی از عوامل اصلی بهبود کارایی اقتصادی، نظام حاکمیت شرکتی است که دربرگیرنده مجموعه ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیأت مدیره، سهامداران و سایر گروه های ذینفع است. نظام راهبری بنگاه، ساختاری را فراهم می کند که از طریق آن هدف های بنگاه تنظیم و وسایل دستیابی به هدف ها و نظارت بر عملکرد تعیین می شود. معیارهای حاکمیت شرکتی ابزاری در جهت حفظ منافع سهامداران و اعتباردهندگان در مقابل نوسانها و بحران های مالی می باشد.

یکی از راه های کمک به سرمایه گذاران ارائه الگوهای پیش بینی درباره دورنمای کلی شرکت است، هرچه پیش بینی ها به واقعیت نزدیک تر باشند، مبنای تصمیمات صحیح تری قرار خواهند گرفت. از طریق پیش بینی درماندگی مالی یا ورشکستگی، می توان با ارایه هشدارهای لازم شرکت ها را نسبت به وقوع آن هوشیار کرد تا آنها با توجه به این هشدارها دست به اقدام های مقتضی بزنند. همچنین از این طریق سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان فرصت های مطلوب سرمایه گذاری را از فرصت های نامطلوب تشخیص می دهند و منابعشان را در فرصت های مناسب سرمایه گذاری می کنند (شورورزی، زنده دل و اسماعیل زاده، ۱۳۹۰).

مطالعات بسیاری در مورد ارتباط حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت انجام شده است، اما مطالعه و پژوهش در مورد ارتباط حاکمیت شرکتی و احتمال وقوع ورشکستگی موارد محدودی است. مطالعه روی شرکت های ورشکسته نشان می دهد که فقدان سیاست ها، روش های کنترل و مکانیزم ها و خطوط راهنمایی که بطور دقیق مسئولیت ها و وظایف را تعیین کند،

بخش عمده‌ای از دلایل ورشکستگی می‌باشد. حاکمیت شرکتی ضعیف احتمال وقوع ورشکستگی شرکت را افزایش می‌دهد، اگر چه شرکت دارای عملکرد مالی خوب و مناسبی باشد (لاکشان، ۲۰۱۲). درماندگی مالی و ورشکستگی شرکت‌ها منجر به هدر رفتن منابع و عدم بهره‌گیری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. با توجه به اینکه در شرایط اقتصادی موجود، تعداد شرکت‌های ورشکسته در حال افزایش است (سعیدی و آقایی، ۱۳۸۸)، بنابراین بررسی اثر معیارهای حاکمیت شرکتی بر احتمال وقوع ورشکستگی می‌تواند از جمله موضوعات با اهمیت در حوزه پژوهش باشد. از این رو در پژوهش حاضر سعی بر آن است که میزان تأثیر معیارهای مزبور بر احتمال وقوع ورشکستگی بررسی شود. بر این اساس، سوال اصلی پژوهش حاضر این است که:

آیا معیارهای حاکمیت شرکتی بر احتمال وقوع ورشکستگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟

۲. مبانی نظری و مرور پیشینه پژوهش

۲-۱. حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از سازوکارهای کنترلی درون شرکتی و برون شرکتی است که تعادل مناسب بین حقوق صاحبان سهام از یکسو و و نیازها و اختیارات هیات مدیره را از سوی دیگر برقرار می‌کند و در نهایت این مکانیزم‌ها اطمینان معقولی را برای صاحبان سهام و تهیه‌کنندگان منابع مالی و سایر گروه‌های ذینفع، مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاری آنها با سود مناسبی برگشت داده خواهد شد، فراهم می‌کند (برادران حسن زاده، بادآور نهندی و بابایی، ۱۳۹۱).

حاکمیت شرکتی همچنین ساختاری برای تدوین اهداف شرکت و راه‌های دستیابی به اهداف تلقی شده و نیز چگونگی ارزیابی و نظارت بر عملکرد را شامل می‌شود. استقرار نظام حاکمیت شرکتی از بعد جهانی، تأمین مالی و بازار سرمایه اهمیت دارد. شاخص‌های ارزیابی برای حمایت از سرمایه‌گذاران شامل میزان افشا معاملات با اشخاص وابسته، تعریف مسئولیت‌های مدیران و سهامدار کنترل‌کننده، سهولت پیگرد قانونی مدیران، جایگاه کمیته

حسابرسی، دسترسی سهامداران به اطلاعات شرکت و وضع جرایم برای معاملات مبتنی بر اطلاعات نهایی است. این شاخص‌ها عناصر مورد تأکید در نظام حاکمیت شرکتی هستند. در سال‌های اخیر، توجه به مفهوم حاکمیت شرکتی، به طور فزاینده‌ای افزایش یافته است. از جمله مهمترین معیارهای نظام راهبری شرکت که به طور گسترده در ادبیات مالی مورد استفاده قرار گرفته است، عبارت از نسبت اعضای غیرموظف (غیراجرایی) هیات مدیره (استقلال)، اندازه هیئت مدیره، دوگانگی مسئولیت مدیرعامل، اظهار نظر حسابرسی، نوع مالکیت و پاداش مدیران است.

طبق نظریه نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف مستقل یعنی مدیرانی که سمت اجرایی در شرکت ندارند، موجب کاهش تضاد منافع میان سهامداران و مدیران شرکت می‌شود. از دیدگاه تئوری نمایندگی می‌توان چنین فرض کرد که مدیران غیرموظف وظیفه نظارت بر سایر اعضای هیأت مدیره را بر عهده دارند. بدون وجود نقش نظارتی مدیران غیرموظف این امکان وجود دارد که مدیران موظف از طریق کسب کنترل کامل طرح‌های مربوط به حقوق و مزایا و همچنین ایجاد امنیت شغلی از موقعیت خود سوء استفاده کنند. بر اساس تئوری مزبور، اگر مدیرعامل و رئیس هیات مدیره، شخص واحدی باشند (دوگانگی مسئولیت مدیرعامل)، مقوله نظارت با مشکلات جدی مواجه می‌شود (سوتو، ۲۰۰۳).

سرمایه گذاران عمده با استفاده از حق رای، در تصمیم‌گیری‌ها و ساختار هیئت مدیره شرکت نفوذ کرده و می‌توانند یکی از منابع نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت باشند. استیق لیتز (۱۹۸۵) اولین بار استدلال کرد که یکی از راههای مهم کنترل و پیگیری منافع و افزایش آن توسط مدیریت، افزایش مالکیت نهادی است.

۲-۲. ورشکستگی

ورشکستگی در لغت به معنای درماندگی در کسب و تجارت می‌باشد و حالت بازرگانی است که در تجارت زیان دیده و بدهی او بیش از دارایی او می‌باشد. ورشکستگی در اصطلاح حقوق تجارت حالت تاجری است که از پرداخت دیون خود متوقف شده و نتواند تعهدات تجاری خود را عملی کند (قانون تجارت، ماده ۴۱۲). مطالعات مربوط به بحران‌ها و ورشکستگی‌ها حاکی از آن است که اگر شرکت‌ها سیستم‌های مناسب کنترلی درخصوص

مدیریت ریسک، استفاده از سیستم حسابرسی داخلی و تطبیق با مقررات و قوانین برای افزایش شفافیت صورت‌های مالی را رعایت می‌کردند، می‌توانستند با شرایط بهتر و مطلوب‌تری در بحران خود را پیش برده و از خطرات احتمالی بحران یا ورشکستگی مصون بمانند. نظام حاکمیت شرکتی فرآیندی است که می‌تواند تا حدود زیادی پاسخگوی نیازهای مدیران شرکت‌ها و ذینفعان آنها درخصوص جلوگیری یا کنترل بحران باشد و آنها را در شرایط بحرانی یاری کند.

در حاکمیت شرکتی به موضوعاتی نظیر نقش سهامداران و روابط آنها و کنترل مناسب شرکت‌ها، مسئولیت پاسخگویی هیأت مدیره، بهبود عملکرد و اثربخشی هیأت مدیره، نقش کمیته‌های تخصصی نظیر کمیته حسابرسی، کمیته تعیین دستمزد و پاداش، نقش حسابرسان و نظام حسابداری و کنترل‌های داخلی، استقلال هیأت مدیره، وجود توازن قوای مطلوب در سطح هیأت مدیره و استفاده از اعضای غیرموظف و حفظ منافع تمامی ذینفعان تاکیدات ویژه‌ای گردیده و استفاده از سازوکارهای بیان شده، موجب ایجاد ثبات و امنیت در واحدهای اقتصادی می‌شود. ایجاد استانداردها و محدودیت‌های هدفمند جهت هدایت و کنترل موسسات به نحوی که بتواند حافظ منافع تمام ذی‌نفعان گردد باعث کاهش هزینه‌ها و ریسک شده و منافع ایشان را حفظ خواهد نمود. این شرایط موجب می‌گردد واحدهای اقتصادی در شرایط بحرانی عملکرد و واکنش مناسبتری برای عبور از وضعیت نامطلوب داشته و از شرایط خطر و ورشکستگی تا اندازه قابل توجهی مصون بمانند (بلتراتی، ۲۰۱۲).

حاکمیت شرکتی قوی در شرکت‌ها، از مهم‌ترین ابزار جلوگیری از فساد محسوب می‌شود. مطالعات صورت گرفته حاکی از آن است که با ضعف حاکمیت شرکتی، فساد مالی افزایش یافته و به دنبال آن سرمایه‌گذاری مستقیم داخلی و خارجی تنزل، مخارج دولت افزایش و رشد اقتصادی کاهش می‌یابد (پارکر، پیتر و تورسکی، ۲۰۱۲).

چانگ (۲۰۰۹)، با بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی در شرکت‌های درمانده مالی در کشور تایوان به این نتیجه رسید که شرکت‌های دارای استقلال هیأت مدیره (شرکت‌های دارای درصد بالای اعضای غیرموظف هیأت مدیره) نسبت به شرکت‌های دارای درصد پایین اعضای غیرموظف هیأت مدیره، کمتر دچار بحران و درماندگی مالی می‌شوند.

نتایج همچنین نشان می‌دهد که یک رابطه مثبت بین اندازه هیأت مدیره و درماندگی وجود دارد.

لاجیلی و زغال (۲۰۱۰)، به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دارای بحران مالی و درماندگی مالی، علاوه بر دارا بودن شاخص‌های سلامت مالی و تجاری پایین‌تر، دارای چرخش هیأت مدیره بیشتر و همچنین دوره تصدی کمتر اعضای غیرموظف هیأت مدیره بوده‌اند.

لاکشان و همکارانش (۲۰۱۲)، در پژوهش خود 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 هیأت مدیره دارای رابطه منفی با ورشکستگی و دوگانگی وظیفه مدیرعامل دارای رابطه‌ای مثبت با احتمال ورشکستگی شرکت می‌باشد.

طالب نیا، جهان‌شاد و پورزمانی (۱۳۸۸)، به بررسی کارایی متغیرهای مالی و اقتصادی در پیش بینی بحران مالی شرکت‌ها پرداختند. در این تحقیق ساختار مالکیت موجود و نظریه حاکمیت شرکتی در ایران مورد آزمون قرار می‌گیرد. با استفاده از آزمون تحلیل رگرسیون لوجیت، هیچ گونه نتیجه معنادار آماری در مورد ارتباط متغیرهای ساختار مالکیت، ویژگی‌های هیأت مدیره و اظهارنظر حسابرس با احتمال وقوع بحران مالی حاصل نگردید.

عثمانی، جاوید و رحیمی (۱۳۹۰)، در پژوهش خود به بررسی تأثیر بازدارندگی سازوکار حاکمیت شرکتی از درماندگی مالی شرکت‌ها پرداختند. در این پژوهش میزان درماندگی مالی براساس مدل Z آلتمن طبقه بندی شد و از رگرسیون ساده لجستیک و چندگانه جهت آزمون فرضیات استفاده گردید. یافته‌های پژوهش نشان داد که در کل دوره و در تک تک سال‌های پژوهش رابطه معنادار و منفی بین درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و درماندگی مالی وجود دارد و یافته‌ها همچنین رابطه قابل توجه و معناداری را بین درصد مالکان نهادی و نوع حسابرس با درماندگی مالی نشان نداد.

ستایش و منصور (۱۳۹۳)، در پژوهش خود به بررسی مقایسه‌ای اثر تمرکز مالکیت، سهام شناور آزاد، نوع حسابرس و درصد مدیران غیر موظف در شرکت‌های درمانده و سالم

پرداختند. نتیجه پژوهش آنان نشان می‌داد که پایین بودن درصد مدیران غیرموظف یکی از دلایل درماندگی مالی شرکت‌ها در کل سال‌های پژوهش بوده است. در مقابل متغیر نوع حسابرس در هیچ یک از سال‌ها، در جلوگیری از درماندگی مالی شرکت‌ها، معنادار نبوده است.

با توجه به مبانی نظری و ادبیات پژوهش، چنین به نظر می‌رسد که حضور مدیران غیرموظف موجب کاهش تضاد منافع بین سهامداران و مدیران و در نهایت کاهش هزینه نمایندگی و اعمال نظارت موثر بر عملکرد مدیران موظف می‌شود. بر این اساس انتظار می‌رود رابطه منفی بین حضور مدیران غیرموظف و احتمال ورشکستگی وجود داشته باشد. پژوهش‌های انجام شده، همچنین نشان می‌دهد که نسبت مالکین نهادی، حضور کمیته حسابرسی و میزان پاداش هیات مدیره نیز از جمله عوامل موثر بر کاهش احتمال ورشکستگی در شرکت‌ها محسوب شده و تقویت عوامل مزبور می‌تواند منجر به کاهش بحران‌های مالی شود. با توجه به مباحث فوق، فرضیه‌های پژوهش حاضر شکل گرفته است.

۳. فرضیه‌های پژوهش

۱. بین مالکیت نهادی با احتمال وقوع ورشکستگی رابطه معناداری وجود دارد.
 ۲. بین نوع گزارش حسابرس با احتمال وقوع ورشکستگی رابطه معناداری وجود دارد.
 ۳. بین میزان پاداش مدیران با احتمال وقوع ورشکستگی رابطه معناداری وجود دارد.
 ۴. بین اندازه هیأت مدیره (تعداد اعضای هیأت مدیره) با احتمال وقوع ورشکستگی رابطه معناداری وجود دارد.
 ۵. بین میزان استقلال هیأت مدیره با احتمال وقوع ورشکستگی رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه‌های پژوهش در حالی آزمون می‌شود که مبنای تفکیک شرکت‌های درمانده مالی از شرکت‌های سالم براساس ماده ۱۴۱ قانون تجارت می‌باشد. برطبق قانون مزبور، اگر بر اثر زیان‌های وارده حداقل نصف سرمایه شرکت از میان برود هیأت مدیره مکلف است بلافاصله مجمع عمومی فوق العاده صاحبان سرمایه را دعوت نماید تا موضوع انحلال یا بقاء شرکت، مورد شور و رأی واقع شود.

۴. روش شناسی پژوهش

در پژوهش حاضر، داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های بورسی، بانک اطلاعاتی تدبیرپرداز و سایت‌های بورسی جمع آوری شده است. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که از سال ۱۳۸۷ تا سال ۱۳۹۲ در بورس فعالیت داشته‌اند. این شرکت‌ها بر اساس شمول ماده ۱۴۱ قانون تجارت به دو طبقه شرکت‌های با درماندگی مالی (ورشکسته) و شرکت‌های با سلامت مالی (غیر ورشکسته) تقسیم بندی شده‌اند. اگر شرکتی در دوره تحقیق، سه سال متوالی مشمول ماده ۱۴۱ قانون تجارت باشد، آن شرکت در کل دوره به عنوان شرکت درمانده مالی در نظر گرفته شده است. برای انتخاب شرکت‌های نمونه آماری از بین کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، از معیارهای زیر استفاده شده است:

۱. شرکت‌ها از یکسال قبل از آغاز دوره پژوهش تا پایان سال ۱۳۹۲ در بورس تهران حضور داشته باشند.
 ۲. شرکت‌ها جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (بانک‌ها، بیمه‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها و لیزینگ) نباشند.
 ۳. پایان سال مالی شرکت‌ها باید منتهی به اسفند ماه هر سال باشد.
 ۴. سال مالی خود را در طی دوره مطالعه تغییر نداده باشند.
 ۵. داده‌های مورد نظر برای آنها از منابع مختلف در دسترس باشد.
- در نهایت نمونه آماری پژوهش حاضر از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شامل ۴۰ شرکت درمانده مالی و ۷۵ شرکت با سلامت مالی انتخاب شد. در این پژوهش برای تحلیل آماری داده‌ها از نرم افزارهای Excel و Eviews8 استفاده شده است.

۵. مدل پژوهش

در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون لجستیک با مدل زیر استفاده شده است:

$$p_i(y=1) = 1 / (1 + e^{-z}) = 1 / \{1 + \exp[-(\beta_0 + \beta_1 G_1 + \beta_2 G_2 + \dots + \beta_6 G_6)]\}$$

رابطه (۱)

احتمال ورشکستگی شرکت: $P_1(y=1)$

تابع نمایی: \exp

شیب خط رگرسیون (ضرایب رگرسیونی): β_1, β_2, \dots

متغیرهای حاکمیت شرکتی: G_1, G_2, \dots

با توجه به مدل کلی فوق، مدل تحلیلی که به منظور بررسی اثرات همزمان کلیه متغیرهای توضیحی بر متغیر وابسته احتمال ورشکستگی، مورد استفاده قرار گرفته، به شرح زیر می‌باشد.

$$FAILURE = \alpha_0 + \beta_1 + OUTOWN + \beta_2 AUR + \beta_3 REBMPL + \beta_4 BOSIZE + \beta_5 OUDR + \beta_6 Size + \beta_7 HHI + \beta_8 KZ + \varepsilon$$

در این تحقیق، قبل از اینکه فرضیه‌های پژوهشی به کمک مدل فوق، مورد آزمون قرار گیرد، اقدام به بررسی جداگانه اثرات هر یک از متغیرها، بر متغیر احتمال ورشکستگی شده است، تا در عین بررسی اثرات کلی متغیرهای توضیحی، اثرات انفرادی هر یک از آنها نیز، مورد مطالعه قرار گیرد.

۶. متغیرهای پژوهش و نحوه سنجش آنها

متغیرهای استفاده شده در پژوهش به شرح زیر می‌باشد.

۶-۱. متغیر وابسته:

در این پژوهش، احتمال وقوع ورشکستگی (FAILURE) به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. بر این اساس، شرکت‌های مشمول ماده ۱۴۱ قانون تجارت به عنوان شرکت‌های درمانده مالی محسوب شده که برای این دسته از شرکت‌ها مقدار یک اختصاص یافته و در مقابل برای شرکت‌های سالم مقدار صفر در نظر گرفته شده است.

۲-۶. متغیرهای مستقل:

پاداش مدیران (REBMPL): از لگاریتم طبیعی میزان پاداش اعضای هیات مدیره برای سنجش این متغیر استفاده شده است.

اندازه هیأت مدیره (BOSIZE): بر اساس تعداد اعضای هیات مدیره اندازه گرفته شده است.

نوع گزارش حسابرس (AUR): نوع گزارش حسابرس یک متغیر کنترلی است و در صورت اظهارنظر مقبول مقدار یک و در غیراینصورت (اظهارنظر غیر مقبول)، مقدار صفر داده شده است.

مالکیت نهادی (OUTOWN): مالکان نهادی، نسبت (درصد) سهام شرکت که توسط نهادهای سرمایه گذاری عمده نگهداری می شود به کل سهام منتشره و در دست سهامداران می باشد. به طور منطقی وجود سهامداران نهادی، امکان تقلب های حسابداری را کاهش می دهد. آنها با نظارت مستمر بر مدیر، احتمال انجام مدیریت عایدات را به حداقل می رسانند. اعضای غیر موظف هیأت مدیره، افرادی هستند که مالکان آنها را انتخاب می کنند تا بر اقدامات مدیر نظارت کنند (نیکبخت و طاهری، ۱۳۹۳).

استقلال هیأت مدیره (OUDR): بر حسب نسبت تعداد اعضای غیرموظف (مستقل) در ترکیب هیأت مدیره بر تعداد کل اعضای هیأت مدیره اندازه گیری شده است.

۳-۶. متغیرهای کنترلی:

محدودیت مالی (kz): شاخص KZ یک الگوی رگرسیونی است که در آن محدودیت مالی تابعی از جریان نقدی، سود نقدی تقسیمی، مانده وجه نقد، نسبت اهرمی و شاخص کیوتوبین می باشد. بر طبق این شاخص، شرکت هایی که KZ بالاتری داشته باشند، نشان دهنده آن است که وابستگی آنها به حقوق صاحبان سهام بیشتر بوده و در واقع دارای محدودیت بالاتری می باشند. مقدار KZ محاسبه شده برای شرکت ها، هر چه بالاتر باشد، نشان دهنده محدودیت مالی بیشتری است. در پژوهش حاضر به منظور محاسبه KZ به جای استفاده از الگوی ارائه شده توسط کاپلان و زینگالس (۱۹۹۷)، از مدل بومی شده آن (تهرانی و حصارزاده، ۱۳۸۸) استفاده شده است:

$$KZ_{index} = 17.33 - 37.486 \frac{CH_{i,t}}{TA_{t-1}} - 15.216 \frac{Div_{i,t}}{TA_{t-1}} + 3.394 Lev_{i,t} - 1.402 MTB$$

در رابطه فوق:

MTB، نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛ Lev، نسبت بدهی به جمع دارایی‌ها؛ Div، نسبت سود تقسیمی به جمع دارایی‌ها و CH نشان دهنده مانده وجه نقد نگهداری شده می‌باشد.

با استفاده از الگوی فوق، شاخص KZ برای کلیه شرکت‌های نمونه آماری مورد مطالعه محاسبه خواهد شد. سپس با توجه به مقادیر بدست آمده این شرکت‌ها به پنج گروه، از کوچکترین (پنجک اول) به بزرگترین (پنجک پنجم) طبقه بندی شد. به ترتیبی که طبقه اول شامل صفر تا ۲۰ درصد از کوچکترین داده‌ها و طبقه پنجم شامل ۸۰ تا ۱۰۰ درصد بالاترین داده‌ها را شامل شود. بر این اساس شرکت‌هایی که در پنجک چهارم و پنجم قرار می‌گیرند، با توجه به KZ بالایی که دارند، به عنوان شرکت‌های دارای محدودیت مالی طبقه بندی می‌شوند. چنانچه شرکت در سال مورد نظر مطابق با شاخص KZ جزء شرکت‌های دارای محدودیت مالی طبقه بندی شده باشد، مقدار آن ۱ و در غیر اینصورت صفر می‌باشد. پیش بینی می‌شود که متغیر مزبور دارای رابطه مستقیم با احتمال ورشکستگی باشد (میچل و واکر، ۲۰۰۸).

اندازه (Size): در تحقیق حاضر، به منظور کنترل اثر اندازه شرکت بر احتمال وقوع ورشکستگی، از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت استفاده شده است.

رقابت در بازار محصول (HHI): این متغیر از طریق شاخص هرfindال - هیرشمن محاسبه می‌شود. برای محاسبه نسبت مزبور، لازم است نسبت فروش هر شرکت در صنعت مربوطه تقسیم بر کل فروش‌های آن صنعت می‌شود تا جایگاه آن شرکت را در آن صنعت نشان دهد. هر چه این شاخص بیشتر باشد بیانگر تمرکز فروش بیشتر و رقابت کمتر در صنعت خواهد بود و برعکس.

$$HHI = \sum_{i=1}^K S_i^2$$

S_i^2 : مربع سهم بازار شرکت i که از طریق نسبت فروش هر شرکت در صنعت خاص تقسیم بر کل فروش های آن صنعت به دست می آید و K تعداد بنگاه های فعال در بازار می باشد. پیش بینی می شود که کاهش تمرکز فروش (افزایش رقابت)، منجر به افزایش ریسک ورشکستگی شرکت ها شود (کلیپرتو و شنون، ۲۰۱۲).

۷. یافته های پژوهش

۷-۱. آمار توصیفی.

به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات، ابتدا آمار توصیفی داده ها، شامل شاخص های مرکزی، پراکندگی و انحراف از قرینگی محاسبه شده و در نگاره (۱) و (۲) ارائه گردیده است.

نگاره (۱): تحلیل توصیفی داده های تحقیق - شرکت های درمانده

نام متغیر	میانگین	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
پاداش	۱۰/۶۵۹	۱۱/۴۸۷	۹/۸۴۵	۲/۸۶۳	۱/۹۳۵	۶/۰۷۴
اندازه هیات مدیره	۵/۰۹۷	۷	۵	۱/۱۸۵	۰/۸۲۳	۳/۵۲۳
نوع گزارش	۰/۴۳۹	۱	۰	۰/۴۹۸	۰/۵۱۹	۱/۰۲۵
ملکیت نهادی	۰/۶۸۴	۰/۸۱۵	۰/۱۸۷	۰/۳۰۵	-۱/۵۸۲	۳/۷۱۲
استقلال	۰/۵۷۶	۰/۷۸۳	۰/۱۴۲	۰/۲۹۷	۰/۶۸۳	۱/۲۷۱
محدودیت مالی	۰/۷۱۳	۱	۰	۰/۳۸۹	۰/۳۹۸	۱/۰۳۴
اندازه شرکت	۱۷/۵۳۷	۲۱/۲۸۶	۱۵/۳۷۵	۰/۴۳۷	۱/۵۷۸	۵/۶۴۸

۳/۳۶۲	۱/۹۲۳	۰/۱۸۵	۰/۰۹۷	۰/۴۸۷	۰/۲۷۳	رقابت
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

نگاره (۲): تحلیل توصیفی داده های تحقیق - شرکت های سالم

نام متغیر	میانگین	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
پاداش	۱۱/۳۲۷	۱۲/۲۰۲	۱۰/۱۲۷	۲/۳۵۴	۱/۵۴۸	۵/۸۶۴
اندازه هیات مدیره	۵/۱۲۸	۷	۵	۱/۲۳۶	۰/۷۸۵	۳/۵۹۴
نوع گزارش	۰/۶۴۳	۱	۰	۰/۳۴۲	۰/۶۹۲	۱/۰۹۲
ملکیت نهادی	۰/۷۳۸	۰/۸۹۴	۰/۱۲۵	۰/۲۳۸	-۱/۴۳۰	۳/۵۳۸
استقلال	۰/۶۸۷	۰/۸۵۷	۰/۱۴۲	۰/۳۷۳	۰/۸۳۵	۱/۴۸۳
محدودیت مالی	۰/۴۲۸	۱	۰	۰/۴۹۴	۰/۴۱۲	۱/۳۱۷
اندازه شرکت	۱۹/۴۵۳	۲۳/۶۵۹	۱۶/۶۴۷	۳/۴۵۳	۱/۶۴۵	۶/۵۳۷
رقابت	۰/۳۱۲	۰/۶۳۲	۰/۱۸۴	۰/۳۶۵	۱/۸۶۳	۴/۷۳۹

منبع: یافته های پژوهش

نتایج حاصل از آمار توصیفی نشان می دهد که میانگین شاخص های مالکیت نهادی، اندازه، استقلال هیات مدیره، نسبت گزارش های مقبول و میزان تمرکز مالکیت در شرکت های سالم در مقایسه با شرکت های درمانده بالاتر می باشد. در حالی که شاخص محدودیت مالی در شرکت های درمانده به مراتب بالاتر از شرکت های سالم می باشد. به عنوان مثال نتایج نشان می دهد که در شرکت های سالم حدود ۴۳ درصد شرکت های نمونه، دارای محدودیت در تامین مالی می باشد، در حالی که این نسبت در شرکت های درمانده معادل ۷۱ درصد است. همچنین میزان تمرکز مالکیت در گروه شرکت های سالم ۳۱ درصد در مقایسه با ۲۷ درصدی است که در شرکت های درمانده محاسبه شده است. بررسی آمارهای توصیفی همچنین نشان می دهد که ضریب چولگی در رابطه با کلیه متغیرهای تحقیق به استثنای نسبت مالکیت نهادی، مثبت می باشد. این موضوع حاکی از وجود چوله به راست و تمایل متغیرها به مقادیر کوچکتر است. همچنین مثبت بودن ضرایب کشیدگی حکایت از این مطلب دارد که توزیع متغیرها از توزیع نرمال بلندتر بوده و داده ها حول میانگین متمرکزتر شده اند.

۲-۷. نتایج آزمون فرضیه ها

به تبعیت از روش لاکشان و ویجیکون (۲۰۱۲)، به منظور بررسی اثر جداگانه هر یک از متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته، ابتدا لازم است هر یک از فرضیه‌های پژوهش به شکل جداگانه مورد بررسی قرار گیرد.

فرضیه اول: بین مالکیت نهادی و احتمال وقوع ورشکستگی رابطه معنی‌دار وجود دارد.

ضرایب مدل رگرسیونی مندرج در نگاره (۳) نشان می‌دهد که در مطابقت با نتایج حاصل از پژوهش‌های قبلی، بین مالکیت نهادی با احتمال وقوع ورشکستگی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

همانگونه که نتایج نشان می‌دهد، Z-value محاسبه شده برای متغیر مستقل مالکیت نهادی، منفی و کمتر از سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. از این رو می‌توان نتیجه گرفت که بین مالکیت نهادی و متغیر مجازی احتمال ورشکستگی، یک رابطه معکوس و معنی‌دار وجود دارد (تایید فرضیه اول). نتایج مندرج در نگاره (۳) همچنین نشان می‌دهد که ضریب تبیین مدل مربوط به آزمون فرضیه نخست حدود ۰/۲۶ است. این عدد بیانگر آن است که ۲۶ درصد تغییرات متغیر وابسته (احتمال ورشکستگی) توسط متغیرهای توضیحی، تبیین شده است. علاوه بر این با توجه به اینکه Z-value آماره LR، (که شبیه آماره F در مدل رگرسیون خطی است) کمتر از ۵ درصد می‌باشد، می‌توان ادعا نمود در سطح اطمینان ۹۵ درصد این مدل معنی‌دار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. احتمال آماره LR که مقدار آن کمتر از ۵ درصد است، نشان دهنده رد فرضیه صفر مبنی بر صفر بودن کلیه ضرایب متغیرهای توضیحی در سطح اطمینان ۹۵ درصد بوده و در نتیجه رگرسیون معنی‌دار است. به منظور بررسی برازش مدل برآورد شده از آزمون هاسمر-لمشو استفاده شده است. با توجه به اینکه احتمال آماره آزمون هاسمر-لمشو بزرگتر از ۰/۰۵ محاسبه شده است، بنابراین مدل برآورد شده از برازش مناسبی برخوردار است و متغیرهای توضیحی مدل، توانایی توضیح ریسک ورشکستگی را دارا می‌باشد.

نگاره (۳): نتایج تخمین بدست آمده از آزمون فرضیه اول

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره Z	معناداری
عدد ثابت	۰/۰۱۴	۰/۲۵۴	۰/۸۷۲	۰/۲۹۱
مالکیت نهادی	-/۷۱۸	۰/۲۱۵	-۳/۳۱۷	۰/۰۴۳

۰/۰۲۱	-۳/۳۴۱	۰/۱۸۶	-۰/۴۱۲	اندازه شرکت
۰/۰۰۹	۳/۰۹۳	۰/۲۰۷	۰/۵۲۹	محدودیت مالی
۰/۰۴۸	-۲/۵۴۹	۰/۳۱۶	-۰/۰۲۴	تمرکز (رقابت) در بازار
۰/۴۷۶		میانگین متغیر وابسته	۰/۲۵۸	ضریب تعیین مک فادن
۰/۲۶۵		خطای استاندارد رگرسیون	۰/۴۲۱	انحراف معیار متغیر وابسته
۱۷۶/۰۸۴		مجموع مجذور خطاها	۰/۴۲۸	معیار اطلاعات آکائیک
-۳۱۲/۱۲۷		حداکثر تابع درستمایی غیر مقید	۰/۵۱۶	معیار اطلاعات شوارتز
۶۲۴/۲۵۴		شاخص انحراف	۰/۴۸۷	معیار اطلاعات حنان- کوئین
-۳۲۵/۲۸۴		حداکثر تابع درستمایی مقید	۶۵۰/۵۶۹	شاخص انحراف مقید
-۰/۶۴۷۳		میانگین وقفه درستمایی	۳۵/۷۲۸	آماره LR
		آماره و احتمال هاسمر - لمشو ۸/۰۲۱ - ۰/۴۳۱	۰/۰۰۰	احتمال آماره LR

فرضیه دوم: بین نوع گزارش حسابرس و احتمال وقوع ورشکستگی رابطه معنی دار وجود دارد.

ضرایب مدل رگرسیونی مندرج در نگاره (۴) نشان می‌دهد که بین نوع گزارش حسابرس با احتمال وقوع ورشکستگی رابطه معناداری وجود دارد. ضریب تعیین مک فادن که خوبی برازش مدل را اندازه گیری می‌کند در این رابطه ۰/۱۹۴ می‌باشد. این عدد بیانگر آن است که ۱۹ درصد تغییرات متغیر وابسته (احتمال ورشکستگی) توسط متغیرهای توضیحی، تبیین شده است. همچنین ضریب منفی متغیر مستقل نشان دهنده این موضوع است که بین نوع گزارش حسابرس با احتمال وقوع ورشکستگی در دو گروه شرکت های مورد آزمون رابطه معکوس وجود دارد. به عبارت دیگر گزارش های مقبول حسابداری می‌تواند موجب کاهش احتمال ورشکستگی شود.

نگاره (۴): نتایج تخمین بدست آمده از آزمون فرضیه دوم

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره Z	معناداری
عدد ثابت	۰/۴۱۸	۰/۱۵۶	۳/۳۲۹	۰/۰۲۴
نوع گزارش حسابرسان	-۰/۶۹۳	۰/۱۹۸	-۴/۴۳۵	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۰/۴۳۷	۰/۲۱۱	-۲/۸۹۳	۰/۰۳۸
محدودیت مالی	۰/۶۱۲	۰/۲۷۴	۳/۳۷۲	۰/۰۲۶
تمرکز (رقابت) در بازار	-۰/۲۱۸	۰/۲۷۴	-۳/۴۶۱	۰/۰۳۴
ضریب تعیین مک فادن	۰/۱۹۴	LR آماره		۲۳/۹۲۱
معیار اطلاعات آکائیک	۰/۴۰۵	احتمال آماره LR		۰/۰۲۳
معیار اطلاعات شوارتز	۰/۴۳۸	آماره هاسمر - لمشو		۷/۱۲۹
معیار اطلاعات حنان - کوئین	۰/۴۱۶	احتمال آماره هاسمر - لمشو		۰/۶۵۳

فرضیه سوم: بین میزان پاداش مدیران با احتمال وقوع ورشکستگی رابطه معنی دار وجود دارد. ضرایب مدل رگرسیونی مندرج در نگاره (۵) نشان می دهد که بین میزان پاداش مدیران با احتمال وقوع ورشکستگی رابطه معناداری وجود دارد.

نگاره (۵): نتایج تخمین بدست آمده از آزمون فرضیه سوم

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره Z	معناداری
عدد ثابت	-۰/۳۶۱	۰/۰۷۶	-۲/۱۵۱	۰/۰۴۵
پاداش مدیران	-۰/۰۰۸	۰/۰۳۹	-۲/۹۴۸	۰/۰۳۸
اندازه شرکت	-۰/۳۸۱	۰/۲۷۶	-۳/۱۱۲	۰/۰۰۵
محدودیت مالی	۰/۵۱۲	۰/۳۱۲	۲/۹۱۳	۰/۰۴۱
تمرکز (رقابت) در بازار	-۰/۱۱۹	۰/۱۸۳	-۱/۲۱۸	۰/۰۷۲
ضریب تعیین مک فادن	۰/۱۸۴	آماره LR		۳۲/۱۱۷
معیار اطلاعات آکائیک	۰/۷۱۳	احتمال آماره LR		۰/۰۰۰
معیار اطلاعات شوارتز	۰/۷۹۵	آماره هاسمر - لمشو		۸/۴۲۸
معیار اطلاعات حنان- کوئین	۰/۷۶۳	احتمال آماره هاسمر - لمشو		۰/۵۷۶

بر این اساس به نظر می‌رسد که سیاست اعطای پاداش بتواند نقش موثری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و نیز کاهش تضاد منافع بین مدیر و مالک ایفاء نماید. نتایج همچنین نشان می‌دهد که متغیر کنترلی رقابت در بازار محصول، فقط در سطح اطمینان ۹۰ درصد، دارای رابطه معنی دار آماری با ریسک ورشکستگی می‌باشد. در نهایت ضریب تعیین مک فادن، نشان دهنده این موضوع است که متغیرهای توضیحی مدل، می‌تواند ۱۸ درصد تغییرات متغیر ریسک ورشکستگی را توضیح دهد.

فرضیه چهارم: بین اندازه هیأت مدیره (تعداد اعضای هیأت مدیره) با احتمال وقوع ورشکستگی رابطه معنی دار وجود دارد.

ضرایب مدل رگرسیونی مندرج در نگاره (۶) نشان می‌دهد که بین اندازه هیأت مدیره (تعداد اعضای هیأت مدیره) با احتمال وقوع ورشکستگی رابطه معناداری وجود ندارد. بر این اساس به نظر نمی‌رسد که تعداد اعضای هیأت مدیره که در ایران معمولاً پنج نفر بوده و در مواردی تا هفت نفر نیز افزایش می‌یابد، بتواند نقشی در احتمال ورشکستگی شرکت‌ها داشته باشد.

نگاره (۶): نتایج تخمین بدست آمده از آزمون فرضیه چهارم

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره Z	معناداری
عدد ثابت	۰/۴۱۳	۱/۳۱۷	۰/۵۶۵	۰/۲۹۱
اندازه هیات مدیره	-۰/۱۲۷	۰/۱۱۲	-۰/۶۴۸	۰/۵۶۳
اندازه شرکت	-۰/۲۱۳	۰/۲۰۳	-۴/۰۹۲	۰/۰۰۰
محدودیت مالی	۰/۳۶۱	۰/۲۶۵	۳/۰۹۱	۰/۰۳۱
تمرکز (رقابت) در بازار	-۰/۲۰۶	۰/۱۵۸	-۲/۸۱۶	۰/۰۴۸
ضریب تعیین مک فادن	۰/۱۶۸	آماره LR		۳۱/۵۴۶
معیار اطلاعات آکائیک	۰/۸۳۴	احتمال آماره LR		۰/۰۰۰
معیار اطلاعات شوارتز	۰/۹۸۵	آماره هاسمر - لمشو		۷/۸۲۸
معیار اطلاعات حنان- کوئین	۰/۹۲۷	احتمال آماره هاسمر - لمشو		۰/۴۷۲

فرضیه پنجم: بین استقلال هیأت مدیره با احتمال وقوع ورشکستگی رابطه معنی داری وجود دارد. ضرایب مدل رگرسیونی مندرج در نگاره (۷) نشان می‌دهد که بین ویژگی استقلال هیأت مدیره رابطه منفی معناداری وجود دارد. این بدین معنی است که با افزایش نسبت اعضای هیات مدیره غیرموظف، احتمال ورشکستگی شرکت‌ها کاهش می‌یابد.

نگاره (۷): نتایج تخمین بدست آمده از آزمون فرضیه پنجم

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره Z	معناداری
عدد ثابت	-۰/۳۶۵	۲/۵۹۵	-۲/۸۷۲	۰/۰۴۸
استقلال هیات مدیره	-۰/۰۱۸	۰/۳۸۱	-۳/۲۷۱	۰/۰۳۵
اندازه شرکت	-۰/۳۸۵	۰/۲۹۲	-۳/۷۸۳	۰/۰۰۸
محدودیت مالی	۰/۴۷۶	۰/۱۸۵	۳/۷۳۲	۰/۰۰۳
تمرکز (رقابت) در بازار	-۰/۲۹۳	۰/۲۰۹	-۳/۰۸۴	۰/۰۲۹
ضریب تعیین مک فادن	۰/۱۸۵	آماره LR		۱۶/۷۸۵
معیار اطلاعات آکائیک	۰/۸۹۳	احتمال آماره LR		۰/۰۰۶
معیار اطلاعات شوارتز	۰/۹۲۶	آماره هاسمر - لمشو		۷/۶۴۹
معیار اطلاعات حنان- کوئین	۰/۹۱۱	احتمال آماره هاسمر - لمشو		۰/۵۰۸

بر این اساس و با استناد به نتیجه رگرسیون جداگانه هر یک از متغیرهای مستقل و با تایید چهار فرضیه از مجموع پنج فرضیه پژوهشی، می‌توان ادعا نمود که معیارهای حاکمیت

شرکتی، بر احتمال ورشکستگی شرکت‌ها، تاثیر گذار می‌باشد. در نهایت به منظور بررسی اثرات همزمان کلیه متغیرهای مستقل پژوهش بر متغیر وابسته، اقدام به انجام رگرسیون کلی با استفاده از رابطه (۲) گردید. نتایج حاصل از رگرسیون کلی متغیرهای پژوهش (که کاملاً با نتایج حاصل از آزمون جداگانه متغیرها مطابقت دارد)، حاکی از آن است که متغیرهای توضیحی پژوهش مجموعاً قادر هستند که حدود ۳۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. با این وجود، نتایج حاصله نشان می‌دهد که در رگرسیون کلی متغیرهای پژوهش، متغیر پاداش فقط در سطح اطمینان ۹۰ درصد معنی دار می‌باشد.

نگاره (۸): نتایج تخمین بدست آمده از آزمون کلی متغیرها

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره Z	معناداری
عدد ثابت	۰/۱۸۴	۱/۵۴۶	۲/۸۹۳	۰/۰۴۵
مالکیت نهادی	-۱/۳۴۹	۰/۳۷۱	-۳/۵۴۶	۰/۰۰۱
نوع گزارش حسابرس	-۰/۴۷۱	۰/۱۸۳	-۲/۴۹۳	۰/۰۲۹
پاداش مدیران	-۰/۰۲۸	۰/۲۱۰	-۱/۸۹۷	۰/۰۸۷
اندازه هیات مدیره	۰/۰۰۲	۰/۲۹۸	۰/۹۱۳	۰/۲۱۳
استقلال هیات مدیره	-۰/۰۲۵	۰/۱۸۴	۲/۹۷۴	۰/۰۴۷
اندازه شرکت	-۰/۴۸۵	۰/۳۹۸	-۳/۳۲۹	۰/۰۰۳
محدودیت مالی	۰/۵۲۸	۰/۳۰۵	۳/۸۹۳	۰/۰۰۰
تمرکز (رقابت) در بازار	-۰/۱۶۳	۰/۴۱۲	-۳/۲۹۷	۰/۰۱۷
ضریب تعیین مک فادن	۰/۳۴۹	آماره LR	۱۸/۳۲۴	
معیار اطلاعات آکائیک	۱/۳۲۸	احتمال آماره LR	۰/۰۱۸	
معیار اطلاعات شوارتز	۱/۷۳۹	آماره هاسمر - لمشو	۸/۰۸۶	
معیار اطلاعات حنان - کوئین	۱/۶۵۸	احتمال آماره هاسمر - لمشو	۰/۶۳۰	

۸. نتیجه گیری

با مشاهده یافته‌های حاصل از پژوهش حاضر و مقایسه آن با یافته‌های سایر پژوهشگران موارد زیر قابل ذکر است.

در مطابقت با یافته‌های لاکشان (۲۰۱۲)، متغیرهای میزان پاداش، مالکیت نهادی و نوع گزارش حسابرس رابطه‌ای منفی و معکوس با احتمال وقوع ورشکستگی را نشان می‌دهد.

وجود رابطه معنادار و منفی در مورد متغیر اخیر نشان دهنده این مطلب است که نوع اظهارنظر حسابرس بخصوص اظهارنظر مقبول در احتمال ورشکستگی شرکت‌ها مؤثر بوده و افزایش اظهارنظرهای مقبول حسابرسان در مورد وضعیت مالی شرکت‌ها باعث کاهش احتمال وقوع ورشکستگی آنها خواهد شد. در مورد متغیر میزان پاداش مدیران رابطه معنادار و منفی بیانگر این است که افزایش میزان پاداش باعث کاهش احتمال وقوع ورشکستگی خواهد شد. به عبارت دیگر می‌توان دریافت که افزایش میزان پاداش مدیران باعث افزایش موفقیت شرکت می‌گردد و وقوع ورشکستگی را کاهش می‌دهد. با این وجود نتایج بدست آمده از آزمون رابطه نوع گزارش حسابرسی و احتمال وقوع ورشکستگی مغایر با نتایج پژوهش طالب‌نیا، جهان‌شاد و پورزمانی (۱۳۸۶) می‌باشد، در پژوهش مزبور رابطه معناداری بین نوع گزارش حسابرس با احتمال وقوع بحران مالی حاصل نشده بود. در مطابقت با یافته‌های چانگ (۲۰۰۹) و نیز یافته‌های عثمانی، جاوید و رحیمی (۱۳۹۰)، رابطه معنی داری بین استقلال هیأت مدیره با احتمال وقوع ورشکستگی مشاهده شد، اما برخلاف یافته‌های چانگ (۲۰۰۹)، هیچگونه رابطه معنی داری بین متغیر اندازه هیأت مدیره با احتمال وقوع ورشکستگی دیده نشد.

مطالعه ضرایب متغیرهای کنترلی، نشان می‌دهد که شرکت‌های کوچکتر از ریسک ورشکستگی بیشتری برخوردار بوده و اندازه شرکت، می‌تواند یک عامل اثر گذار در تحلیل ریسک ورشکستگی محسوب شود. نتایج همچنین نشان می‌دهد که به هر میزان تمرکز فروش شرکت‌ها، کاهش و در نتیجه میزان رقابت افزایش یابد، احتمال ورشکستگی نیز به همان میزان افزایش می‌یابد. در نهایت بررسی اثر محدودیت مالی بر متغیر وابسته، نشان دهنده این موضوع است که افزایش محدودیت مالی در شرکت‌ها، می‌تواند بر ریسک ورشکستگی اثر مستقیم داشته و موجب افزایش آن شود.

با توجه به تأثیر منفی و معنادار میزان پاداش مدیران و نسبت مدیران غیر موظف در احتمال وقوع ورشکستگی شرکت‌ها، به استفاده کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌ها و همچنین به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که در اتخاذ تصمیمات اقتصادی خود و در ارزیابی صحت مالی شرکت‌ها به این موضوع توجه داشته باشند. همچنین با توجه به اثر منفی نوع گزارش حسابرس بر احتمال وقوع ورشکستگی شرکت‌ها، به مدیران شرکت‌ها و سازمان بورس پیشنهاد می‌شود اهمیت بیشتری به رعایت استانداردها و اصول حسابداری در فرایند ثبت

و گزارشگری صورت‌های مالی داده و با اعمال سازوکار کنترلی به گونه‌ای سازمان دهی نمایند که عمده گزارش‌های حسابرسی از نوع مقبول باشد. در نهایت با توجه به نوع رابطه منفی بدست آمده بین نسبت مالکین نهادی و احتمال ورشکستگی، به سرمایه گذاران توصیه می‌شود که در سبد سهام خود، جایگاه ویژه‌ای را به سرمایه گذاری در شرکت‌هایی اختصاص دهند که مالکین عمده آن سرمایه گذاران نهادی می‌باشند.

در نهایت جهت تحقیقات آتی به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود که به بررسی اثر ویژگی ساختار مالکیت نظیر تمرکز مالکیت، مالکیت خصوصی و مالکیت دولتی پرداخته و در عین حال از معیارهای دیگر تشخیص ورشکستگی نظیر معیار آلتمن، اهلسون، شیراتا، زمیسکی، اسپرینگت، فولمر و نظایر آن، به منظور تفکیک شرکت‌های درمانده از شرکت‌های سالم استفاده نمایند.

۹. محدودیت های پژوهش

استفاده از ماده ۱۴۱ قانون تجارت ایران در تعیین درماندگی مالی شرکت‌ها که در آن مبنا برای تشخیص شرکت‌های درمانده، نسبت زیان انباشته به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌باشد، از جمله محدودیت‌هایی است که به جهت عدم توجه به ارزش بازار، می‌تواند بر نتایج تحقیق اثرگذار باشد.

منابع:

برادران حسن زاده، رسول؛ بادآور نهندي، یونس و حسین بابایی، قادر (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۹ (۶۸): ۱-۱۶.

ستایش، محمد حسین و منصوری، شعله (۱۳۹۳). بررسی مقایسه‌ای سازوکارهای حاکمیت شرکتی در شرکت‌های درمانده و غیر درمانده بورسی، تحقیقات مالی، ۱۶ (۱): ۹۹-۱۱۲.

سعیدی، علی و آقایی، آرزو (۱۳۸۸). پیش‌بینی درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از شبکه‌های بیز، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۶ (۵۶): ۵۹-۷۸.

- شورورزی، محمد رضا؛ زنده دل، احمد و اسماعیل زاده، مهدی (۱۳۹۰). مقایسه اظهارنظر حسابرسان مستقل و متغیرهای مالی در پیش بینی ورشکستگی، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۸ (۶۵): ۶۳-۷۸.
- طالب نیا، قدرت اله، جهانشاد، آریتا و پورزمانی، زهرا (۱۳۹۳). ارزیابی کارایی متغیرهای مالی و متغیرهای اقتصادی در پیش بینی بحران مالی شرکت ها (مورد مطالعه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۶ (۵۵): ۶۷-۸۴.
- عثمانی، محمد قسیم، جاوید، داریوش و رحیمی، سعید (۱۳۹۰). بررسی تاثیر بازدارندگی مکانیزم های راهبری شرکت ها از درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱۲ (۱۵): ۱۲-۳.
- نیکبخت، محمدرضا و طاهری، زهرا (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک. فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۲۱ (۱): ۱۲۶-۱۰۹.
- Beltratti, A. and Stulz, R. (2012). Why Did Some Banks Perform Better During the Credit Crisis? A Cross-Country Study of the Impact of Governance and Regulation. *Financial Economics*, 105 (1) , 1-17.
- Chang C. (2009). The Corporate Governance Characteristics of Financially Distressed Firms: Evidence from Taiwan , *the Journal of Academy of Business*, 15, (1): 3-25.
- Clebertoa, F. and Schenoneb, C. (2012). Bankruptcy and product-market competition: Evidence from the airline industry. *International Journal of Industrial Organization*, 30 (6) , 564-577.
- constraints and Financial Distress, Availble at URL: https://www.fdic.gov/bank/analytical/cfr/2008/jan/CFR_SS_2008_KarlynnMitchell.pdf
- Lajoli, K & Ze ghal, D. (2010). Corporate Governance and bankruptcy filing decisiond, *Journalofgeneral Management*, 35 (4): 3-26.
- Lakshan, A. m. I, W. m. H. N. Wijekoon. (2012) , Corporate governance and corporate failure, *Procedia Economics and Finance*, 2 (1): 191-198.
- Mitchell, K. and Walker, M. (2008). Bankers on Boards, Financial
- Parker, S. , Peters, G. F. and Turetsky, H. F. (2002). Corporate governance and corporate failure: a survival analysis, *The international journal of business in society*, 2 (2): 4 – 12.
- Solomon, A and Solomon, J. (2004) , *corporate governance andaccountability*, john wiley & sons, London.
- Stiglitz, J. (1985). Credit markets and the control of capital, *Journal of Money, Credit and Banking*, 17 (2): 133-152.
- Suto, M. (2003) , Capital Structure and Investment Behaviour of Malaysian firms in the 1990s: A Study of Corporate Governance before the Crisis, *Corporate Governance: An International Review*, 11 (3): 25-39.