

## بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر بحران مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حمید ناصر بخت<sup>۱</sup>، اکبر میرزاپور باباجان<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup> دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قزوین، گروه مدیریت و حسابداری، قزوین، ایران.

<sup>۲</sup> دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قزوین، گروه مدیریت و حسابداری، قزوین، ایران.

نام نویسنده مسئول:

حمید ناصر بخت

### چکیده

حاکمیت شرکتی یکی از مسایل بسیار حائز اهمیت در نهادهای پولی و مالی است؛ به نحوی که ضعف و توجه ناکافی به حاکمیت شرکتی صحیح در بانک‌ها به عنوان یکی از علل اساسی بحران مالی سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۰۸ شناخته شده است. هدف از نگارش پژوهش حاضر، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر بحران مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. تحقیق حاضر، از نظر هدف، کاربردی و از لحاظ گردآوری داده‌ها، توصیفی-پیمایشی محسوب می‌شود. ابزار گردآوری داده‌ها، مراجعه به اسناد و مدارک بوده و روش جمع‌آوری داده‌ها نیز، کتابخانه‌ای و میدانی می‌باشد. جامعه آماری تحقیق حاضر، شامل شرکت‌هایی است که بین سال‌های ۸۷ تا ۹۳ در بورس اوراق بهادار حضور داشته و تعداد آن‌ها ۲۲۵ شرکت می‌باشد. با بهره‌مندی از فرمول حجم نمونه، به ۱۴۳ شرکت تقلیل یافت. روش نمونه‌گیری نیز تصادفی طبقه‌ای بود. نتایج حاصل از بکارگیری آزمون‌های OLS، اثرات ثابت، اثرات تصادفی و هاسمن در محیط نرم‌افزار eviews بیانگر وجود رابطه مثبت و معنادار میان شاخص عدم نقدشوندگی آمیهود با اهرم مالی، گردش معاملات با ترکیب هیئت‌مدیره و اندازه شرکت، نسبت نقدشوندگی با ترکیب هیئت‌مدیره و اندازه شرکت و همچنین بحران مالی با اندازه شرکت می‌باشد. ضمن اینکه میان شاخص عدم نقدشوندگی آمیهود با ترکیب هیئت‌مدیره و اندازه شرکت، نسبت گردش معاملات با اهرم مالی، نسبت نقدشوندگی با اهرم مالی و بحران مالی با ترکیب هیئت‌مدیره و اهرم مالی رابطه منفی وجود داشت. همچنین میان سایر متغیرها رابطه‌ای مشاهده نشد.

**واژگان کلیدی:** حاکمیت شرکتی، ترکیب هیئت‌مدیره، اندازه هیئت‌مدیره، نقش دوگانه مدیرعامل، اندازه شرکت، نسبت اهرم مالی، بحران مالی.

## مقدمه

امروزه یکی از مهمترین مسائل مالی شرکت‌ها، اندازه‌گیری عملکرد آن‌ها می‌باشد. اندازه‌گیری عملکرد مالی شرکت‌ها از آنجا که پایه بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها در داخل یا خارج از شرکت می‌باشد، دارای اهمیت است. تصمیم‌گیری مربوط به سرمایه‌گذاری‌ها، افزایش سرمایه شرکت‌ها، رابطه نمایندگی و بسیاری از تصمیمات دیگر، همگی مبتنی بر ارزیابی عملکرد هستند (وکیلی‌فرد و باوندپور، ۱۳۸۹).

بعد از پیدایش مشکلات نمایندگی به جهت حفظ منافع عمومی می‌بایست اطلاعات مصون‌سازی شده و منافع مدیران و مالکان همسو می‌شود. لذا از مکانیزم‌های مختلفی در این خصوص استفاده شد مثل کاربرد تئوری اخلاق در حسابداری، ایجاد چارچوب نظری و استانداردهای حسابداری، کنترل‌های داخلی و مستقل، وجود مدیران غیراجرایی در هیئت مدیره، بکارگیری رویه‌های بلندمدت پاداش حتی قانون‌گذاری به وسیله دولت. با این همه، باز هم مشکلات کمتر نشده، بلکه دارای پیچیدگی‌های بیشتری شد. علت آن شاید نبود مکانیزم‌هایی از راهبری شرکتی است که بتواند علاوه بر مطابقت با تمامی معیارهای گفته شده، به هدف غایی شرکت یعنی افزایش ارزش شرکت منجر شود. حاکمیت شرکتی عاملی است که می‌تواند باعث بهبود عملکرد شرکت شده و برخی سازوکارهای مختلف آن، عبارتند از: سرمایه‌گذاران نهادی، مدیران غیراجرایی، حسابرسی مستقل شرکت، کنترل‌های داخلی، کمیته حسابرسی، نظارت قانونی و... (وکیلی‌فرد و باوندپور، ۱۳۸۹).

حاکمیت شرکتی شامل انواع گوناگونی از توافق‌ها و ساز و کارهای سازمانی و هم چنین رویه‌های ایجاد تعادل در قدرت و مسئولیت سهامداران شرکت، مدیریت، هیئت مدیره و کارکنان است (Lin and Liu, 2009).

در این بین، ساختار و ترکیب سهامداران شرکت، اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و جدایی مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر حاکمیت شرکتی است (Liu and Sun, 2005). از اهداف حاکمیت شرکتی، افزایش ضریب اطمینان فعالیت‌های شرکت و سیاست‌های مدیریت در راستای منافع سهامداران به طور مشخص و به طور کلی تمامی ذی‌نفعان است. بنابراین می‌توان انتظار داشت که بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها رابطه معناداری وجود داشته باشد (مرادی و رستمی، ۱۳۹۱).

بررسی ادبیات تجربی، رشد مطالعاتی که به بررسی تأثیر یک یا چند ساز و کار حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها می‌پردازد را نشان می‌دهد، اما تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها پس از انتشار اولیه، زمینه‌ای مبهم و گمنام است. از این رو، عرضه اولیه زمینه مناسبی برای مطالعات حاکمیت شرکتی فراهم می‌کند (Gurunlu, 2009).

## ادبیات پژوهش

تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت، یکی از ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکت‌هاست که در قالب ابعاد مختلف نظیر توزیع مالکیت، تمرکز مالکیت، سهامداران نهادی و درصد مالکیت آن‌ها، مالکیت مدیریتی، سهامداران خصوصی و دولتی قابل بررسی است (Monks & Minow, 2008).

بررسی ادبیات موجود نشان می‌دهد، هیچ تعریفی مورد توافق در مورد حاکمیت شرکتی در سطح جامعه حرفه‌ای وجود ندارد و مطابق با کشوری که در نظر می‌گیریم، تفاوت‌های چشمگیری در این تعریف به چشم می‌خورد. حتی در کشورهای توسعه‌یافته‌ای همانند کشورهای آمریکا یا انگلیس نیز رسیدن به یک تعریف واحد، کار آسانی نیست. تعاریف موجود از حاکمیت شرکتی در یک طیف قرار می‌گیرند که دیدگاه‌های محدود در یک سو و دیدگاه‌های گسترده‌تر در سوی دیگر طیف قرار می‌گیرند. در دیدگاه‌های محدود، حاکمیت شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران محدود می‌شود که این الگوی قدیمی حاکمیت شرکتی است که در قالب تئوری حسابداری به عنوان نمایندگی مطرح می‌شود. در آن سوی طیف، حاکمیت شرکتی را می‌توان به صورت یک شبکه از روابط دید که نه تنها بین شرکت‌ها و مالکان آن‌ها (سهامداران)، بلکه بین یک شرکت و عده زیادی از ذینفعان از جمله: کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و... وجود دارند. چنین دیدگاهی در قالب "تئوری ذینفعان" دیده می‌شود (Arora and Sharma, 2016).

تعاریف دیگری از مفهوم حاکمیت شرکتی:

۱. سیستمی که با آن شرکت‌ها هدایت و کنترل می‌شوند.
۲. حاکمیت شرکتی عبارت است از... فرآیند نظارت و کنترل برای تضمین این که مدیر شرکت مطابق با منافع سهامداران عمل می‌کند.
۳. رابطه بین سهامداران و شرکت‌های آنان و روشی که سهامداران به کمک آن مدیران را به بهترین عملکرد تشویق می‌کنند (مثلاً با رأی‌گیری در مجامع عمومی و جلسات منظم با مدیر ارشد شرکت‌ها)
۴. ساختارها، فرآیندها، فرهنگ‌ها و سیستم‌هایی که عملیات موفق سازمان را فراهم می‌کنند.
۵. ابزاری که هر جامعه به وسیله آن جهت حرکت شرکت را تعیین می‌کند و یا حاکمیت شرکتی عبارت است از روابط میان گروه‌های مختلف در تعیین جهت‌گیری و عملکرد شرکت. گروه‌های اصلی عبارتند از: سهامداران، مدیر عامل و هیأت مدیره، سایر گروه‌ها شامل کارکنان، مشتریان، فروشندگان، اعتباردهندگان و اجتماع.

۶. سیستم حاکمیت شرکتی را می‌توان مجموعه قوانین، مقررات، نهادها و روش‌هایی تعریف کرد که تعیین می‌کند شرکت‌ها چگونه و به نفع چه کسانی اداره می‌شوند.

۷. حاکمیت شرکتی مربوط به اداره عملیات شرکت نیست بلکه مربوط به هدایت بنگاه اقتصادی، نظارت و کنترل اعمال مدیران اجرایی و پاسخگویی آن‌ها به تمام ذینفعان شرکت می‌باشد (Young, 2003).

بطور کلی تعاریف حاکمیت شرکتی در متون علمی دارای ویژگی‌های مشترک و معینی هستند که یکی از آن‌ها "پاسخگویی" است. تعاریف محدود حاکمیت شرکتی متمرکز بر قابلیت‌های سیستم قانونی یک کشور برای حفظ حقوق سهامداران اقلیت می‌باشند. این تعاریف اساساً برای مقایسه بین کشوری مناسب هستند و قوانین هر کشور نقش تعیین‌کننده‌ای در سیستم حاکمیت شرکتی دارد (Ghosh, 2006). و در تعاریف گسترده‌تر حاکمیت شرکتی بر سطح پاسخگویی وسیع‌تری نسبت به سهامداران و دیگر ذینفعان تأکید دارند. تعاریف برخی محققان که به گروه بیشتری از ذینفعان تأکید دارند از مقبولیت بیشتری نزد صاحب‌نظران برخوردار است. تعاریف گسترده‌تر نشان می‌دهند که شرکت‌ها در برابر کل جامعه، نسل‌های آیند و منابع طبیعی (محیط زیست) مسئولیت دارند. در این دیدگاه، سیستم حاکمیت شرکتی در حقیقت موانع و اهرم‌های تعادل‌های درون‌سازمانی و برون‌سازمانی برای شرکت‌ها است که تضمین می‌کند آن‌ها مسئولانه عمل کنند. همچنین، استدلال منطقی در این دیدگاه آن است که منافع سهامداران را فقط می‌توان با در نظر گرفتن منافع ذینفعان برآورده کرد، چون شرکت‌هایی که در برابر تمام ذینفعان مسئول می‌باشند در درازمدت موفق و با رونق‌تر هستند. شرکت‌ها می‌توانند ارزش‌آفرینی خود را در درازمدت افزایش دهند و این کار را با انجام مسئولیت خود در برابر تمام ذینفعان و با بهینه‌سازی سیستم حاکمیت خود می‌کنند. این دیدگاه مورد تأکید اکثر متون علمی است. تحقیقات تجربی مختلف مؤید این دیدگاه است که عملکرد مالی شرکت‌ها با اعمال حق حاکمیت شرکتی آن‌ها رابطه مثبتی دارد و مدیران بهتر، موجب حاکمیت شرکتی بهتری می‌شوند و به ذینفعان خود توجه می‌کنند. همچنین مدیران بهتر شرکت‌ها را مؤثرتر کنترل می‌کنند و بازده مالی بیشتری را تولید می‌کنند (Chung et al, 2003).

حاکمیت شرکتی سیستمی است که توسط آن شرکت‌ها در حال کارگردانی و کنترل سازمان هستند و این فرآیند شامل ساز و کارهای نظارتی در بازار، نقش و روابط بین مدیریت یک شرکت، هیأت مدیره آن، سهامداران خود و سایر ذینفعان و اهداف که برای آن است شرکت اداره می‌باشد. شرکت‌های فعال در بخش کسب و کار در دنیای معاصر، گروه اصلی ذینفعان خارجی شامل سهامداران، بدهکاران تجاری، طلبکاران تجاری، تأمین‌کنندگان، مشتریان و جوامع تحت تأثیر فعالیت‌های شرکت است. ذینفعان داخلی هیأت مدیره، مدیران و کارکنان دیگر می‌باشند (Bauer et al, 2004).

در دنیای معاصر علاقه بسیاری برای بکارگیری و تدوین حاکمیت شرکتی با ایجاد کاهش تضاد منافع بین سهامداران، ذینفعان شرکت را نگران کرده است. راه‌های کاهش و یا جلوگیری از این تضاد منافع، شامل فرآیندها، آداب و رسوم، سیاست‌ها، قوانین، نهادها و مؤسساتی که دارای تأثیر در راه کنترل یک شرکت است. موضوع مهم حاکمیت شرکتی به ماهیت و وسعت پاسخگویی مردم در کسب و کار است (Black et al, 2006).

موضوع مرتبط اما جدا از این بحث تمرکز بر روی تأثیر یک سیستم حاکمیت شرکتی در بهره‌وری اقتصادی، با تأکید قوی بر روی رفاه سهامداران می‌باشد. در شرکت‌های بزرگ که در آن جدایی مالکیت و مدیریت جود دارد و هیچ‌کنترلی بر سهامداران وجود ندارد و این مسئله از این عامل اصلی ناشی می‌شود که بین مدیریت سطح بالای سازمان - مدیریت عامل - که ممکن است منافع بسیار متفاوت نسبت به سایرین داشته باشند دارای کنترل بیشتری در مقایسه با سهامداران است. این خطر از آنجا ناشی می‌شود که به جای نظارت بر عملکرد مدیریت که به عنوان نمایندگی از سهامداران در هیأت مدیره شرکت دارند صورت می‌پذیرد چرا که هیأت مدیره ممکن است جدا از سهامداران و یا مدیون و بدهکار به مدیریت باشد. این موارد جنبه‌هایی از موضوعات هستند به خصوص در حال حاضر بحث‌های عمومی و تحولات در سیاست‌های نظارتی معاصر است (Brown and Caylor, 2006).

مروری بر برخی تحقیقات انجام‌شده پیرامون رابطه میان حاکمیت شرکتی با بحران مالی به شرح زیر می‌باشد:

#### جدول ۱- مروری بر تحقیقات انجام‌شده

ردیف	مؤلف/ مؤلفان	عنوان	نتیجه
۱	مرادی و رستمی (۱۳۹۱)	رابطه میان حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران	۱- میان مالکیت نهادی و مالکیت مدیریت با عملکرد مالی شرکت‌ها پس از انتشار، رابطه معناداری وجود دارد. به‌علاوه حضور مدیران غیر اجرایی (غیرموظف) عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد. با این حال، رابطه‌ای بین نقش دوگانه مدیرعامل و عملکرد شرکت مشاهده نشد.

۲	وکیلی فرد و باوندپور (۱۳۸۹)	تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران	بین وجود سهامداران نهادی با عملکرد شرکت‌ها رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. حضور سهامداران عمده در ساختار مالکیت شرکت‌ها بر عملکرد آن‌ها تأثیر چندانی ندارد. نسبت حضور اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره در ترکیب هیئت‌مدیره با عملکرد شرکت‌ها رابطه معکوس دارد و همچنین کیفیت اطلاعات مالی رابطه‌ای با عملکرد شرکت‌ها ندارد.
۳	شور ورزی و همکاران (۱۳۹۴)	رابطه میان حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت را بر مبنای رگرسیون فازی	میان وجود اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره و وجود مالکان نهادی با عملکرد شرکت، رابطه معنادار وجود دارد. همچنین بین نقش دوگانه مدیرعامل و عملکرد شرکت، ارتباط معناداری وجود دارد.
۴	کردلویی و همکاران (۱۳۹۱)	چگونگی استقرار حاکمیت شرکتی در مؤسسات مالی ایران	بیانگر شکاف معنادار شاخص‌ها در میزان رعایت اصول حاکمیت شرکتی بر اساس تهدیدها و فرصت‌های رقابتی بانکی در دو موقعیت حال و آتی و ضعف‌ها و قوت بانک برای دو موقعیت موجود و مطلوب است.
۵	استانویک و استانویک (۲۰۱۰)	رابطه میان حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌های کانادایی	الف) عملکرد کلی هیئت‌مدیره بر عملکرد شرکت تأثیر دارد. ب) شرکت‌های با سطح بالای پاسخگویی هیئت‌مدیره، عملکرد مالی بهتر دارند. ج) ارتباط معکوس و معنی‌داری بین استقلال هیئت‌مدیره و عملکرد مالی وجود دارد. د) حاکمیت شرکتی در توانایی شرکت به‌منظور افزایش موقعیت‌های مالی حیاتی است. ه) هیئت‌مدیره‌ای که از اعضای خودی تعیین می‌شود عملکرد بهتری برای شرکت به همراه دارد.
۶	رشید (۲۰۰۸)	مقایسه حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی در شرکت‌های در حال توسعه (مالزی) و بازارهای مالی توسعه‌یافته (استرالیا)	الف) حاکمیت شرکتی در استفاده مؤثر از دارایی به‌منظور بهبود ارزش شرکت نقش زیادی دارد. ب) نقش هیئت‌مدیره و اختیارات نظارتی در نظم مدیرعامل و اکثریت سهامداران در بازارهای مالی مهم است. ج) ارتباط مثبت بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت در هر دو بازارهای مالی توسعه یافته و در حال توسعه وجود دارد.
۷	روسی و همکاران (۲۰۱۵)	رابطه میان حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده بر بورس اوراق بهادار ایتالیا	الف) میان CGQI با کیو توبین رابطه منفی و ب) میان CGQI با نرخ بازگشت دارایی رابطه مثبت وجود داشت.

### مدل مفهومی

در این تحقیق، برای آزمون فرضیات از روش رگرسیون استفاده می‌شود.

$$LIQ_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BOA_{it} + \beta_2 EXT_{it} + \beta_3 DUA_{it} + \beta_4 LEV_{it}^0 + \beta_5 FS_{it}^0 + \varepsilon_{it}$$

$$FD_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BOA_{it} + \beta_2 EXT_{it} + \beta_3 DUA_{it} + \beta_4 LEV_{it}^0 + \beta_5 FS_{it}^0 + \varepsilon_{it}$$

$\varepsilon$  = جمله خطای تصادفی

### جدول ۲- متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

ردیف	نام متغیر	نماد	نوع متغیر	نحوه اندازه‌گیری
۱	ترکیب هیئت‌مدیره	BOA	مستقل	لگاریتم نسبت تعداد مدیران غیرموظف به تعداد کل اعضای هیئت‌مدیره
۲	اندازه هیئت‌مدیره	EXT	مستقل	لگاریتم تعداد اعضای هیئت‌مدیره
۳	نقش دوگانه مدیرعامل	DUA	مستقل	اگر مدیرعامل، رئیس هیئت‌مدیره هم باشد برابر با یک در غیر این صورت برابر صفر است

۴	اندازه شرکت	FS	کنترل	لگاریتم ارزش بازار سهام شرکت (حاصل ضرب قیمت سهام در تعداد سهام)
۵	نسبت اهرم مالی	LEV	کنترل	$\frac{\text{بدهی‌ها}}{\text{دارایی‌ها}} = \text{نسبت اهرم مالی}$
۶	ورشکستگی	FD	وابسته	$1,2Z\text{-score} = X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 0,999X_5$

لازم به ذکر است جهت یکسان‌سازی متغیرها از همه متغیرها لگاریتم گرفته شد.

### فرضیات تحقیق

- ✓ بین اندازه هیئت‌مدیره و ترکیب هیئت‌مدیره و نقش دوگانه مدیرعامل با شاخص بحران مالی رابطه معناداری وجود دارد.
- ✓ اندازه شرکت، رابطه بین اندازه هیئت‌مدیره و ترکیب هیئت‌مدیره و نقش دوگانه مدیرعامل با شاخص بحران مالی را کنترل می‌کند.
- ✓ اهرم مالی، رابطه بین اندازه هیئت‌مدیره و ترکیب هیئت‌مدیره و نقش دوگانه مدیرعامل با شاخص بحران مالی را کنترل می‌کند.

### روش‌شناسی تحقیق

تحقیق حاضر، از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ گردآوری داده‌ها، تحقیقی توصیفی-پیمایشی محسوب می‌شود. جامعه آماری تحقیق حاضر، شرکت‌های بورس اوراق بهادار می‌باشند که بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار حضور داشته‌اند که تعداد آن‌ها ۲۲۵ شرکت می‌باشد.

$$n = \frac{NZ^2 \frac{pq}{1-\frac{\alpha}{2}}}{(N-1)\epsilon^2 + Z^2 \frac{pq}{1-\frac{\alpha}{2}}} \Rightarrow \frac{225 \times (1.96)^2 \times (0.5)^2}{224 \times (0.05)^2 + (1.96)^2 (0.5)^2} \cong 143$$

بنابراین تعداد شرکت‌ها به ۱۴۳ شرکت تقلیل یافت. روش نمونه‌گیری نیز تصادفی طبقه‌ای می‌باشد.

### جدول ۳- نام صنایع و تعداد نمونه‌های آن

ردیف	نام صنعت	تعداد	تعداد نمونه
۱	ابزار پزشکی	۱	۰
۲	استخراج	۱۱	۷
۳	انبوه‌سازی املاک و مستغلات	۳	۲
۴	بانک‌ها و مؤسسات اعتباری	۱۰	۶
۵	بیمه و بازنشستگی	۹	۶
۶	پیمانکاری صنعتی	۲	۱
۷	حمل و نقل، انبارداری و ارتباطات	۶	۴
۸	خودرو و قطعات	۲۳	۱۵
۹	دارویی	۲۰	۱۳
۱۰	دستگاه‌های برقی	۵	۳
۱۱	رایانه	۴	۳
۱۲	زراعت و خدمات وابسته	۱	۰
۱۳	سیمان، آهک و گچ	۱۶	۱۰
۱۴	شیمیایی	۱۶	۱۰

۲	۳	عرضه برق، گاز، بخار و آب گرم	۱۵
۱۰	۱۵	غذایی به جز قند و شکر	۱۶
۶	۹	فرآورده‌های نفتی	۱۷
۱۳	۲۰	فلزات اساسی	۱۸
۳	۴	قند و شکر	۱۹
۷	۱۱	کانی غیرفلزی	۲۰
۵	۸	کاشی و سرامیک	۲۱
۴	۶	لاستیک و پلاستیک	۲۲
۶	۱۰	ماشین‌آلات و تجهیزات	۲۳
۵	۸	محصولات چرمی، چوبی، فلزی و کاغذی	۲۴
۱	۲	منسوجات	۲۵
۱	۲	وسایل ارتباطی	۲۶
۱۴۳	۲۲۵	جمع	

در این تحقیق، برای گردآوری داده‌ها از روش‌های کتابخانه‌ای (مراجعه به کتب، پایان‌نامه‌ها، مقالات و ...) و میدانی استفاده خواهد شد. گردآوری داده‌ها با استفاده از اطلاعات اولیه از روی صورت‌های مالی و اسناد و مدارک شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران انجام گرفته است.

### تجزیه و تحلیل یافته‌ها

#### الف) مدل OLS برای آزمون فرضیه

نتایج حاصل از بکارگیری مدل OLS در جدول ۴ ارائه شده است:

جدول ۴- نتایج حاصل از بکارگیری مدل OLS جهت آزمون فرضیه

LIQ3			LIQ2			LIQ1			Independent variable
Coefficient	t-Statistic	Prob.	Coefficient	t-Statistic	Prob.	Coefficient	t-Statistic	Prob.	
7.06	7.67	0.00	0.02	1.76	0.08	0.51	1.53	0.13	Constant
-0.10	-2.27	0.05	0.00	-0.59	0.56	-0.02	-0.18	0.86	BOA
-0.10	-0.13	0.89	-0.02	2.27	0.02	-0.02	-1.67	0.10	EXT
0.10	0.50	0.62	0.00	-1.37	0.17	0.18	2.66	0.01	DUA
-0.10	-2.47	0.04	0.00	2.40	0.03	0.04	-7.50	0.00	LEV
-0.03	-2.60	0.05	0.00	1.59	0.01	0.06	-3.14	0.00	FS
0.25			0.15			0.11			Adjusted R <sup>2</sup>
0.00			0.00			0.00			Prob (F-statistics)
2.13			1.88			1.98			Durbin Watson statistics
1001			1001			1001			Observation

با توجه به آماره F-statistic مدل به خوبی برازش شده است. با توجه به نزدیک بودن آماره دوربین واتسون به عدد ۲ می توان نتیجه گرفت که مدل مذکور دارای همبستگی سریالی نیست.

متغیرهای اندازه هیئت مدیره (EXT) و نقش دوگانگی مدیرعامل (DUA) با شاخص بحران مالی رابطه معناداری ندارند اما ترکیب هیئت مدیره (BOA) و نسبت اهرم مالی (LEV) رابطه منفی و اندازه شرکت (FS) ارتباط مثبت معنی داری با شاخص بحران مالی دارند.

### ب) مدل اثرات ثابت

نتایج حاصل از بکارگیری مدل اثرات ثابت در جدول ۵ ارائه شده است:

جدول ۵- نتایج حاصل از بکارگیری مدل اثرات ثابت جهت آزمون فرضیه

LIQ3			LIQ2			LIQ1			Independent variable
Coefficient	t-Statistic	Prob.	Coefficient	t-Statistic	Prob.	Coefficient	t-Statistic	Prob.	
9.11	2.94	0.00	0.02	0.74	0.46	-0.57	-0.82	0.41	Constant
0.40	-2.57	0.02	0.02	2.03	0.05	-0.23	-2.14	0.05	BOA
-2.44	-1.20	0.23	-0.02	-0.91	0.36	0.63	1.39	0.17	EXT
0.19	0.53	0.59	0.00	-0.57	0.57	0.00	-0.04	0.97	DUA
-0.45	2.69	0.04	-0.01	-2.28	0.02	0.30	-2.05	0.04	LEV
0.03	-2.11	0.01	0.00	2.34	0.04	-0.10	2.87	0.03	FS
0.64			0.44			0.61			Adjusted R <sup>2</sup>
0.00			0.00			0.00			Prob (F-statistics)
1.95			2.01			2.01			Durbin Watson statistics
1001			1001			1001			Observation

هیچ کدام از متغیرها به جز نسبت اهرم مالی (LEV) در این مدل معنی دار نمی باشند.

### ج) مدل اثرات تصادفی

نتایج حاصل از بکارگیری مدل اثرات تصادفی در جدول ۶ ارائه شده است:

جدول ۶- نتایج حاصل از بکارگیری مدل اثرات تصادفی جهت آزمون فرضیه

LIQ3			LIQ2			LIQ1			Independent variable
Coefficient	t-Statistic	Prob.	Coefficient	t-Statistic	Prob.	Coefficient	t-Statistic	Prob.	
7.06	7.19	0.00	0.02	1.26	0.21	0.32	0.65	0.51	Constant
-0.10	-0.25	0.80	0.00	0.72	0.47	-0.11	-0.65	0.52	BOA
-0.10	-0.12	0.90	-0.02	2.72	0.05	1.05	2.93	0.06	EXT
0.10	0.47	0.64	0.00	-1.01	0.31	0.06	0.77	0.44	DUA
-0.10	-2.44	0.06	0.00	-0.91	0.36	-0.12	-1.12	0.04	LEV
-0.03	-2.56	0.05	0.00	0.95	0.34	-0.01	-0.43	0.66	FS
0.08			0.02			0.03			Adjusted R <sup>2</sup>
0.00			0.00			0.00			Prob (F-statistics)
1.75			1.97			1.89			Durbin Watson statistics
1001			1001			1001			Observation

تمام متغیرهای این مدل به جز متغیر اندازه شرکت (FS) و نسبت اهرم مالی (LEV)، با شاخص بحران مالی رابطه معناداری ندارند اما این دو متغیر ارتباط منفی معنی داری با شاخص بحران مالی دارند.

#### (د) آزمون حداکثر درستنمایی

با عنایت به متفاوت بودن نتایج حاصله، از آزمون حداکثر درستنمایی استفاده شد.

جدول ۷- نتایج حاصل از بکارگیری آزمون حداکثر درستنمایی جهت آزمون فرضیه

Effect Test	CG with Amihud illiquidity index			CG with turnover ration			CG with liquidity ratio		
	Statistic	d.f.	Prob.	Statistic	d.f.	Prob.	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	10.13	(53,319)	0.0	4.17	(53,319)	0.0	22.3	(301,1235)	0.0
Cross-section Chi-square	373.07	53	0.0	199.02	53	0.0	2921.5	301	0.0

لذا با توجه به جدول ۶ دیده می شود که مدل OLS با متغیرهای توضیحی در حدود ۳۹ درصد از تغییرات شاخص بحران مالی را توضیح می دهد. فرضیه چهارم که عبارت است از بین اندازه هیئت مدیره و ترکیب هیئت مدیره و نقش دوگانه مدیرعامل با شاخص بحران مالی رابطه معناداری وجود دارد به طور کل رد نمی شود زیرا بین ترکیب هیئت مدیره و بحران مالی رابطه منفی معناداری وجود دارد.



**نتیجه‌گیری و پیشنهادات**

در این تحقیق، ارتباط بین اندازه هیئت‌مدیره و ترکیب هیئت‌مدیره و نقش دوگانه مدیرعامل با شاخص عدم نقدشوندگی آمیهد، شاخص نسبت گردش معاملات، شاخص نسبت نقدشوندگی و شاخص بحران مالی مورد بررسی قرار گرفته است. همچنین از دو متغیر اندازه شرکت و اهرم مالی به‌عنوان متغیرهای کنترلی استفاده شده است.

**جدول ۸- نتایج ارتباط بین متغیرهای تحقیق**

اندازه شرکت	اهرم مالی	نقش دوگانه مدیرعامل	اندازه هیئت‌مدیره	ترکیب هیئت‌مدیره		
ارتباط مثبت	ارتباط منفی	بدون ارتباط	بدون ارتباط	ارتباط منفی	شاخص بحران مالی	آزمون فرضیات

در نتایج آزمون فرضیه مشخص گردید شاخص بحران مالی ارتباط معکوسی با ترکیب هیئت‌مدیره دارد؛ زیرا با حضور اکثریت مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره شرکت، احتمال خطاها و سوءاستفاده‌های مدیریتی کاهش می‌یابد لذا احتمال به وجود آمدن بحران نیز کمتر خواهد شد.

همچنین متغیر کنترلی اهرم مالی با شاخص بحران مالی ارتباط منفی دارد. این بدان معنی است که شرکت‌هایی با درجه اهرم مالی بالاتر، میزان گردش معاملات و به تبع آن میزان نقدشوندگی سهام آنها کاهش می‌یابد چون سرمایه‌گذار نگران ریسک مالی شرکت می‌باشد و از طرفی بحران مالی در شرکت‌هایی با درجه اهرم مالی بالاتر نسبت به بقیه شرکت‌ها بیشتر می‌باشد. با عنایت به نتایج به‌دست‌آمده، می‌توان نتایجی به شرح زیر ارائه داد:

**به محققان پیشنهاد می‌شود** بر اهمیت برخی از ویژگی‌های هیئت‌مدیره مانند اندازه هیئت‌مدیره و دوگانگی مسئولیت مدیرعامل به عنوان عوامل مؤثر بحران مالی شرکت‌ها توسط سازمان بورس اوراق بهادار تاکید نموده و زمینه‌های لازم برای حضور اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره شرکت‌ها به طور مستقل و اثرگذار ایجاد نمایند.

## منابع و مراجع

- [۱] شوروری، محمدرضا، خلیلی، محسن، سلیمانی، حمید و فروتن، امید. (۱۳۹۴). ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بر مبنای رگرسیون فازی، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۵، ۱۲۱-۱۳۹
- [۲] کردلویی، حمیدرضا، محمودزاده، المیرا و جدیدالاسلامی، داود. (۱۳۹۱). استقرار حاکمیت شرکتی در مؤسسات مالی ایران (مورد مطالعه: بانک A)، فصلنامه دانش حسابداری و حسابداری مدیریت، سال ۱، شماره ۲، ۸۹-۱۰۲.
- [۳] مرادی، مهدی و رستمی، امین. (۱۳۹۱). ارتباط بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت پس از عرضه اولیه: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. دو فصلنامه اقتصاد پولی، مالی، ۴، ۱-۲۳
- [۴] وکیلی فرد، حمیدرضا و باوندپور، لیدا. (۱۳۸۹). تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مطالعات مالی، ۸، ۱۱۹-۱۴۰.
- [5] Arora, A., Sharma, C., (2016), "Corporate governance and firm performance in developing countries: evidence from India", *Corporate Governance*, Vol. 16 Iss 2 pp. 420 - 436
- [6] Bauer, R., Guenster, N. and Otten, R. (2004), "Empirical evidence on corporate governance in Europe", *Journal of Asset Management*, Vol. 5 No. 2, pp. 91-104.
- [7] Black, B.S., Jang, H. and Kim, W. (2006), "Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea", *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 22 No. 2, pp. 366-413.
- [8] Brown, L.D. and Caylor, M.L. (2006), "Corporate governance and firm valuation", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 25 No. 4, pp. 409-434.
- [9] Chung, K.H., Wright, P. and Kedia, B.B. (2003), "Corporate governance and market valuation of capital and R&D investment", *Review of Financial Economics*, Vol. 12 No. 2, pp. 161-172.
- [10] Ghosh, S. (2006), "Do board characteristics affect corporate performance? Firm-level evidence for India", *Applied Economics Letters*, Vol. 13 No. 7, pp. 435-443.
- [11] Gurunlu, M. (2009). The Evolution of Corporate Governance Mechanisms After Going Public: Evidence from Turkish Panel Data, *International Journal of Economic Perspectives*, Volume 3, Issue 1, 59-82.
- [12] Lin, Z. J., & Liu, M. (2009). The Impact of Corporate Governance on Auditor Choice: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 18, pp 44 - 59.
- [13] Liu, G. S., & Sun, P. (2005). The Class of Owners and its Impacts on Corporate Performance: a Case of State Shareholding Composition in Chinese Public Corporations. *Corporate Governance*. Vol. 13, pp. 46-71.
- [14] Monks, R. A. G., & Minow, N. (2008). *Corporate Governance*, edition 4, part 2, chapter 2.
- [15] Stanwick, P., Stanwick, S. 2010. The Relationship Between Corporate Governance and Financial Performance: An Empirical Study of Canadian Firms ", Canada
- [16] Rossi, M, Nerino, M, Capasso, A. (2015). Corporate governance and financial performance of Italian listed firms. The results of an empirical research, *Corporate Ownership and Control* 12(2), PP: 628-643
- [17] Rashid, K. 2008, A Comparison of Corporate Governance and Firm Performance in Developing (Malaysia) and Developed (Australia) Financial Markets, Centre for Strategic Economic Studies, Victoria University, Melbourne, Australia.
- [18] Young, B. (2003), "Corporate governance and firm performance: is there a relationship?", *Ivey Business Journal*, pp. 1-4.