[2-1- ادبیات تحقیق 10](#_Toc391903633)

[2-2- مالکیت نهادی ومباحث مرتبط با آن 11](#_Toc391903634)

[2-2-1- حاکمیت شرکتی 11](#_Toc391903635)

[2-2-2- تعریف اصطلاحی از نظام راهبری شرکتی 13](#_Toc391903636)

[2-3- اهمیت نظام راهبری شرکتی 15](#_Toc391903637)

[2-4- مبانی نظری حاکمیت شرکتی 17](#_Toc391903638)

[2-4-1- نظریه نمایندگی 18](#_Toc391903639)

[2-4-2- نظریه نمایندگی در نظام راهبری شرکتی 19](#_Toc391903640)

[2-4-3- مالکیت پراکنده وحاکمیت شرکتی 21](#_Toc391903641)

[2-4-4- ساز و کارهای مختلف برای رفع مشکل مشترک بین سرمایه‌گذاران 24](#_Toc391903642)

[2-5- تاریخچه حاکمیت شرکتی در ایران 26](#_Toc391903643)

[2-5-1- حاکمیت شرکتی در قوانین ایران 26](#_Toc391903644)

[2-5-2- مالکیت نهادی و حاکمیت شرکتی 27](#_Toc391903645)

[2-5-3- دلائل حضور سهامداران نهادي در حاكميت شركتي 30](#_Toc391903646)

[2-5-4- نقش نظارتی سرمایه گذاران نهادی 31](#_Toc391903647)

[2-5-5- سرمايه‌گذاران نهادي و افشاي اطلاعات 32](#_Toc391903648)

[2-5-6- مالکیت نهادی و انواع آن 33](#_Toc391903649)

[2-6- درماندگی و مفاهیم مرتبط با آن 34](#_Toc391903650)

[2-6-1- تعريف ورشكستگي (درماندگی) 35](#_Toc391903651)

[2-3-2- مباحث حقوقی مرتبط با ورشکستگی 38](#_Toc391903652)

[2-3-2-1- منشأء تاريخي قانون ورشكستگي 38](#_Toc391903653)

[2-6-1-1- ورشکستگی و قوانین مرتبط با آن در ایران 39](#_Toc391903654)

[2-3-2-3- بررسي قانون ورشكستگي در برخي كشورها 45](#_Toc391903655)

[2-6-1-2- سیاست‌های قانون ورشکستگی 46](#_Toc391903656)

[2-6-1-3- تئوري های ‌ ورشكستگي 49](#_Toc391903657)

[2-6-1-4- تئوري جديد ورشكستگي 51](#_Toc391903658)

[2-6-1-5- دلايل ورشكستگي 53](#_Toc391903659)

[2-6-1-5-1- دلایل ورشکستگی از دیدگاه نیوتن 54](#_Toc391903660)

[2-6-1-5-2- دلایل ورشکستگی از دیدگاه جونا آيابئي 57](#_Toc391903661)

[2-6-1-5-3- مدل دي كين 60](#_Toc391903662)

[2-6-1-5-4- مدل اسپرينگيت 60](#_Toc391903663)

[2-6-1-5-5- مدل اوهلسون 61](#_Toc391903664)

[2-6-1-5-6- مدل تافلر 61](#_Toc391903665)

[2-6-1-5-7- مدل زميجوسكي 62](#_Toc391903666)

[2-6-1-5-8- مدل فالمر 62](#_Toc391903667)

[2-6-1-5-9- مدل سی اسکوار 63](#_Toc391903668)

[2-6-1-5-10- مدل گرايس 63](#_Toc391903669)

[2-6-1-5-11- مدل زاوگين 64](#_Toc391903670)

[2-6-1-5-12- مدل فيلوسوفو 66](#_Toc391903671)

[2-7- پیشینه تحقیق 67](#_Toc391903672)

[2-7-1- پژوهشهای خارجی 67](#_Toc391903673)

[2-7-2- پژوهشهای داخلی 71](#_Toc391903674)

# 2-1- ادبیات تحقیق

حاكميت شركتي مجموعه قوانين ورويه هاي حاكم برروابط مديران، سهامداران وحسابرسان شركت است كه با اعمال يك سيستم نظارتي ازحقوق سهامداران حمايت مي كند. باتوجه به اينكه سازمان هاي امروزي به منظوركاهش تعارض منافع بين سهامداران ومديريت برمجزاسازي مالكيت از مديريت تاكيد مي ورزند، لذا با افزايش تعداد سهامداران بالاخص سهامداران عمده، تضاد منافع در بين سهامداران ومديران و نيز ميان سهامداران افزايش مي يابد تا جاييكه ممكن است بر امر نظارت و كنترل بر عملكرد مديريت شركت خدشه وارد كند. با توجه به اينكه درتركيب مالكيت اغلب شركت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سهامداران عمده اي وجود دارند كه از نظر تئوري حاكميت شركتي داراي توانايي اعمال نظارت بيشتري در مقايسه با سهامداران جزء هستند.

ازجمله معضلات زيربنايي كه مبحث ساختار مالكيت درباب تئوري حاكميت شركتي بر آن اساس تكوين يافته است تضادمنافع بين سهامداران و مديريت، اعمال كنترل مطلق از سوي سهامداران عمده، كاهش توان كنترل و نظارت سهامداران جزء بر امورشركت و منحصر شدن اتخاذ تصميمات ازسوي مديران مي باشد .زماني كه اتخاذ تصميمات منحصرا در اختيار مديران شركت باشد. در اين صورت سهامداران در مجامع عادي سالانه، تنها به صورت نمايشي و به منظور تاييد تصميمات مديران حضور پيدا مي كنند.

اصول حاكميت شركتي مصوب سازمان همكاري اقتصادي و توسعه در سال 1999 توسط وزراي عضو به امضاء رسيد و از آن زمان به عنوان مبنائي بين المللي براي سياست گذاران، سرمايه گذاران، شركت ها و سهامداران در سراسر دنيا قرار گرفت. پس از آن مبحث حاكميت شركتي گسترده شد. سياست گذاران در حال حاضر به اين مسئله اذعان دارند كه اشاعه اصول حاكميت شركتي مي تواند به ثبات بازارهاي

مالي، تشويق سرمايه گذاري و رشداقتصادي منجر شود. شركت ها نيز به اين نتيجه رسيد ه اند كه اجراي صحيح اصول حاكميت شركتي مي تواند در عرصه رقابت به آنها كمك كند .مي توان گفت انتخاب روش و تصميمات ساختار سرمايه كه ارزش شركت را افزايش دهد با اهميت است. ساختار سرمايه يك شركت تركيب بدهي و حقوق صاحبان سهام است ، شركتي كه هيچگونه بدهي نداشته باشد يك شركت با ساختار سرمايه اي است و از طرفي عملكرد مالي يعني: درجه يا ميزاني كه شركت به هدفهاي مالي سهامداران در راستاي افزايش ثروت نائل مي آيد. ارزيابي نيز از ضروريات برنامه ريزي است ، ارزيابي نه تنها در انتخاب استراتژي و ساختار مالي به مديريت كمك ميكند بلكه نشان ميدهد كه چگونه استراتژي و ساختار مالي بر ارزش بازار سهام اثر مي گذارد. هدف اصلي در تصميمات ساختار سرمايه ايجاد تركيبي مناسب از منابع نقدي بلندمدت به منظور حداقل سازي هزينه سرمايه واحد اقتصادي و از آن طريق حداكثر كردن ارزش بازار واحد اقتصادي مي باشد. تأمين كنندگان منابع مالي، سرمايه گذاران[[1]](#footnote-1) و اعتبار دهندگان [[2]](#footnote-2)مي‌باشند. كه هر گروه بدنبال منافع خود مي باشند، آنچه كه تأمين كنندگان را تشويق مي كند تا منابع خود را در فعاليت مشخصي بكار گيرند ، عملكرد مطلوب آن فعاليت است ،كه بدنبال آن ارزش شركت و در نتيجه ثروت سهامداران افزايش مي يابد. با توجه به اينكه هزينه هاي تأمين مالي متفاوت مي باشد، از ديدگاه شركت هزينه بدهي كمتر است چون بدهي مستلزم پرداخت بهره به بستانكاران مي شود و از نظر قوانين مالياتي چنين هزينه‌اي قابل قبول است از طرفي ديگر افزايش بي رويه بدهي ريسك ورشكستگي[[3]](#footnote-3) را افزايش مي دهد و باعث كاهش ارزش سهام شركت مي شود.

# 2-2- مالکیت نهادی ومباحث مرتبط با آن

# 2-2-1- حاکمیت شرکتی

برای این واژه، معانی متعدد از نظر لغوی شده است.این واژه در معانی حاکمیت شرکتی ،حاکمیت مشترک ، حاکمیت سهامی وراهبری سازمان بکار رفته و از کلمه لاتین ( Gubernare) به معنای هدایت کردن گرفته شده است.که معمولا برای هدایت کشتی بکار می رودودلالت بر این دارد که حاکمیت شرکتی مستلزم هدایت است تا کنترل (یگانه، 1385،ص 21).از بین معانی فوق صاحبنظران در علوم اقتصادی و حسابداری در ایران بیشتر معنی حاکمیت شرکتی را برای واژه مزبور بکار برده اند که ترجمه چندان گویایی نیست زیرا در این معنی ، عبارت حاکمیت به طور مطلق بکار رفته است که در برگیرنده حاکمیت اعم از شرکتی وغیر شرکتی است.از آنجا که کاربرد واژه مزبور عمدتأ مربوط به سیستمی می‌شود که از طریق آن بتوان سازوکاری مناسب برای هدایت وکنترل شرکت‌ها و بنگاه های اقتصادی ایجاد کرد، لذا نزدیک ترین و مانوس ترین معنایی که می توان برای واژه مزبور انتخاب کرد«نظام راهبری شرکتی» است چرا که لفظ حاکمیت در شرکت‌های سهامی که دارای شخصیت حقوقی خصوصی هستند چندان مناسب نیست.روح اصلی این واژه به چگونگی اداره وکنترل وهدایت شرکت‌ها بویژه به نقش مدیران بر می گردد وچارچوب یک نظام پاسخگویی را در مقابل سهامداران بیان می کند. به بیان دیگر، سخن نظام راهبری شرکتی یک راهبرد حقوقی و مدیریتی است که برغم تعابیر گوناگون که از آن وجود دارد اصل پاسخگویی هیأت مدیره ونظارت دائمی سهامداران بر عملکرد شرکت، جزء عناصر اصلی و دائمی آن به شمار می رود.کوشش برای کاربرد این عناصر در اداره شرکت‌ها از اهمیت ویژه برخوردار است. با وجود این لازمه نظارت برعملکرد مدیران از طریق نظام راهبری شرکتی شفافیت است. بدون وجود یک سیستم ارتباطی و اطلاع رسانی که از مجرای آن نظارت بر عملکرد شرکت‌ها از سوی سهامداران، دولت، نهادهایی همچون سازمان بورس اوراق بهادار امکان پذیر باشد شکل گیری این نظام راهبردی را غیر ممکن می سازد.در سال 1980 این واژه ابتدا مورد توجه صاحبنظران اقتصادی قرار گرفت سپس علماء حقوق آن را در ارتباط با مسائل مربوط به حقوق شرکت‌ها بکار بردند. نخستین کتابی که در انگلستان به مباحث مربوط به نظام راهبری شرکتی از بعد حقوقی بدان نگریسته است تحت عنوان(cooperative Game Theory of the firm) است که در سال 1984 منتشر گردید. (p.31 Anna,Grandon, 2004,). یکی از موضوعات محوری در این کتاب به اصل تفکیک مالکیت از کنترل (separation of ownership and conrol) باز می‌گردد تفکیک مالکیت از کنترل ویژگی مهم شرکت‌های بزرگ عام است. در شرکت‌هایی که مالک در آنها مدیریت شرکت را بر عهده نداشته وسهامداران مجبورند اختیارات خود راجهت اداره شرکت به مدیران تفویض نمایند.(Berle and means, 1932, p.78). بنابراین، بحث اصول راهبری شرکتی تا دهه 1980 موردتوجه جدی قرار نگرفته بود زیرا تصور بر این بود که می توان با تغییر وتحول در ساختارهای بیرونی، حقوق سهامداران را تضمین و کارآیی شرکتها را بهبود بخشید، حال آنکه کنترل شرکت بدون توجه به بازسازی ساختار درونی شرکت کاری بس مشکل است.لذا در این راستا بود که از دهه 1980 به بعد بحث نظام راهبری شرکتی مطرح گردید.

# 2-2-2- تعریف اصطلاحی از نظام راهبری شرکتی

جهت روشن تر شدن مفهوم (Corporate Governance) از سوی صاحبنظران تعاریف متعدد ومتنوع ابراز شده است که دستیابی به یک تعریف واحد که در برگیرنده معانی آن در علوم مختلف از جمله علم حقوق،اقتصاد ومدیریت باشد،آسان نیست بنابراین، تعریفی که از جامعیت ومانعیت برخوردار باشد از مفهوم راهبری شرکتی وجود ندارد، بلکه تعاریف ذکر شده هر کدام از زاویه ای خاص به این مفهوم نگریسته اند.هر کشوری با توجه به نوع فرهنگ،علائق، زمینه های تاریخی، فضای حقوقی و قانونگذاری، حاکمیت نهادهای اقتصادی وپولی وساختار مالکیت شرکتی، سیستمی خاص از اصول راهبری شرکتی تعریف واجراء کرده است.حتی در آمریکا و انگلیس که خاستگاه Corporate Governance می‌باشد،تعریفی واحد ارائه نشده است. ولی در اکثر تعاریف، ویژگی های مشترک ومعین وجود دارد، به طور کلی، در تعاریف موجود از اصول راهبری شرکتی ، ما با دو رویکرد روبرو هستیم .رویکرد اول محدود به رابطه بین شرکت وسهامدارانش شده است که در قالب نظریه نمایندگی[[4]](#footnote-4) مطرح شده است ورویکرد دوم در طیفی وسیع تر و درشبکه ای از روابط دیده می‌شود که نه تنها حاکم بر روابط بین شرکت وسهامدارانش می‌باشد بلکه به روابط بین شرکت وسایر ذی نفعان از جمله مدیران اجرائی ، مشتریان ، کارگزاران بورس.

اعتبار دهندگان[[5]](#footnote-5) وحسابرسان[[6]](#footnote-6) به تعبیری شهروندان یک جامعه رانیز در بر می گیرد،چنین ایده ای در قالب تئوری ذینفعان[[7]](#footnote-7) دیده می‌شود(Jacques,2005,p.1-4). تعاریف گسترده نشان دهنده‌ی این واقعیت است که شرکت‌های سهامی در برابر کل جامعه و نسل های آینده ومنابع طبیعی (محیط زیست) مسئولیت دارند. رویکرد دوم نظامی را برای راهبری شرکتی تدارک می‌بیند که بر اساس آن شرکت سهامی نه تنها در مقابل سهامداران و اشخاص ثالثی که طرف معامله با شرکت هستند، مسئولانه عمل نمایند.مطالعات انجام شده نشان می دهد شرکت‌هایی که در برابر تمام ذی نفعان خود را مسئول نشان داده اند در دراز مدت موفق ترعمل نموده اند.(Jill Solomon 2005 p.i2). برای فهم بهتر موضوع تعاریفی، از سوی صاحبنظران و سازمان های بین‌المللی در خصوص اصول راهبری شرکتی ارائه شده است که هر کدام بازتاب بخشی از اهمیت مسأله می‌باشد.

در مقدمه اصول سازمان همکاری و توسعه اقتصادی(Organization for Economic Co-operation Development OECD) اصول راهبری شرکتی چنین تعریف شده است:«نظام راهبری شرکتی سیستمی است که به واسطه آن شرکت‌های تجاری هدایت و کنترل می‌شوند.این سیستم به مجموعه روابط میان مدیریت اجرائی، هبات مدیره، سهامداران و سایر ذی نفعان در یک شرکت گفته می‌شود. نظام راهبری شرکتی ساختاری را فراهم می کند که از طریق آن اهداف شرکت تنظیم می‌شود و هیات مدیره و مدیریت شرکت را به پیگیری موضوعاتی که به نفع شرکت و سهامداران است ترغیب ونظارت موثر را بر این روند تسهیل می کند،(Tomas,Clarke,2004,p-.1).

تعریف فوق از جمله تعاریفی است که به راهبری شرکت با دید گسترده ای می نگرد و منحصرأ منافع سهامداران را لحاظ نمی‌کند.

در سال 1994 آقای پارکینسون که صاحبنظر در اقتصاد و مدیریت می‌باشد تعریف ذیل را بیان کرده است:

«راهبری شرکتی عبارت است از فرآیند سرپرستی وکنترل در جهت اطمینان از انجام اقدامات مدیریت شرکت بر طبق منافع سهامداران»(مجله بورس،1385،ص 180).

در این تعریف بر مسئولیت پذیری شرکت در مقابل سهامداران تأکید شده است.

دائره المعارف مربوط به نظام راهبری شرکتی تعریف ذیل را ارائه داده است:

« راهبری شرکتی، سیستم هدایت وکنترل شرکت‌هاست.این سیستم توزیع حقوق ومسئولیت ها را در میان ارکان مختلف شرکت مشخص می‌سازد و قواعد و روش های تصمیم گیری را تعیین می کند(Www.Encycogov.org ).

در انگلستان گزارش منتشره آقای کادبری در سال 1992و در آفریقای جنوبی گزارش کینگ در سال 1994 کوتاه ترین تعریف را ارائه داده اند(Jean, Jacqes, p.103) که این تعریف مورد قبول سازمان بورس اوراق بهادار استرالیا نیز قرار گرفته است.«راهبری شرکتی، سیستمی است که از طریق آن شرکت‌ها هدایت وکنترل می‌شوند»(Financial, Time,June,1999).

بنابراین راهبری شرکتی یک شیوه مدیریتی است که بر اساس آن شرکت‌های سهامی اداره وکنترل می‌شود سیستمی است که شرکت را در قبال خطرات ناشی از تقلب و سوءاستفاده مدیران حفظ و از حقوق و منافع سهامداران حمایت می کند. دراین فرآیند حوزه اختیارات و مسئولیت مدیران مشخص می گردد،چرا که روح اصلی نظام راهبری شرکتی پاسخگویی مدیران به صاحبان سهام ونیز نظارت مستمر سهامداران بر عملکرد شرکت است و در مفهومی وسیع تر نظام راهبری شرکتی تنها منحصر به اداره عملیات شرکت نمی‌شود بلکه به هدایت، نظارت وکنترل عملکرد مدیران و پاسخگویی آنها به تمامی ذی نفعان شرکت منتهی می‌شود این سیستم مجموعه ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیات مدیره، سهامداران وسایر گروه های ذی نفع را در بر می گیرد.

سالمون و همکارانش در سال 2002یک تحقیق گسترده را انجام دادند. در این تحقیق که از سرمایه گذاران بزرگ نهادي انگلستان انجام شد، میزان اجماع پاسخ دهندگان درمورد برداشت آنها از راهبري شرکتی مورد بررسی قرار گرفت. جدول زیر نتایج این پیمایش را نشان می‌دهد.

جدول 2-1- میزان اجماع پاسخ دهندگان درمورد برداشت آنها از راهبري شرکتی

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| ردیف | تعریف حاکمیت شرکتی | سطح اجماع |
| 1 | فرآیند نظارت و کنترل به منظور حصول اطمینان از اینکه مدیریت شرکت درراستاي منافع سهامداران فعالیت می کند) پارکینسون-1999) | کاملا"موافق |
| 2 | نقش حاکمیتی منحصر به فعالیتهاي تجاري شرکت نیست بلکه با هدایت کل واحد تجاري، نظارت و کنترل اقدامات اجرایی مدیران و پاسخگویی آنها به تمام ذي نفعان سرو کار دارد)تری کر-1998) | خیلی موافق |
| 3 | حاکمیت یک واحد تجاري عبارت است از مجموع فعالیتهایی که موجب می‌شود تا مقررات داخلی واحد تجاري منطبق باشد با تعهدات شرکت از جمله امانت داري و مدیریت بهینه دارایی ها (کانون-1999). | موافق |
| 4 | رابطه بین سهامداران و شرکتشان و روشی که سهامداران به کمک آن مدیران را به بهترین عملکرد تشویق می کنند) کتابچه حاکمیت شرکتی-1996) | تا حدودي  موافق |
| 5 | ساختارها ، فرآیندها ، فرهنگ ها و سیستم هایی که موجب توفیق عملیات شرکت می‌شود . (کیزي و رایت-1993) | تا حدودي موافق |
| 6 | سیستمی که شرکت‌ها بر حسب آن کنترل و هدایت می‌شود.(گزارش کادبری-1992) | کمی موافق |

منبع SolomonJ. and SolomonA. 2004. Corporate Governance and Accountability, JohnWiley & sons, Ltd. England

# 2-3- اهمیت نظام راهبری شرکتی

گسترش روز افزون فعالیت های اقتصادی و تجاری در دهه های اخیر موجب شده است که اداره و هدایت شرکت‌های تجاری پیچیده شود.تنش بین حقوق سهامداران در شرکت‌های سهامی عام و قدرت بنگاه ها و سازمان های اقتصادی و مالی یکی از مشکلات بنیادی جوامع معاصر بوده است. هم اکنون در سراسر جهان بازارهای مالی و شرکت‌های قدرتمند سهامی‌به نحوی شگفت انگیز رشدکرده اند. در برابر این رشد باید ابزارهای قانونی ونظارتی برای مسئولیت پذیری و پاسخگویی شرکت‌هابوجود آید.از طرفی جهانی شدن اقتصاد، روی بسیاری از شرکت‌ها بخواهند تا سهام خودرا در بورس های معتبر دنیا عرضه نمایند و اعتبار جهانی کسب نمایند و از این طریق بتوانند سرمایه های کم هزینه و بلند مدتی را جذب کنند، عواملی از جمله وجود یک برنامه منظم،مدون والزام آورتحت عنوان راهبری شرکتی ضرورت دارد.یک شرکت سهامی پذیرفته شده در بورس باید بداند تا چه اندازه خود را با نظام راهبری شرکتی مطلوب وفق داده است،آیا این اصول وضوابط با مبانی پذیرفته شده در بورس باید بداند تا چه اندازه خود را با نظام راهبری شرکتی مطلوب وفق داده است، آیا این اصول وضوابط با مبانی پذیرفته شده بین المللی انطباق دارد یا خیر؟تبیعت از اصول وشیوه های مناسب نظام مزبور باعث افزایش اعتماد سرمایه گذاران می‌شود وهزینه های سرمایه را کاهش و موجب تقویت بازارهای مالی می گردد.نظام راهبری شرکتی برعملکرد رقابتی شرکت‌ها نیز تأثیر گذاشته و شرکت‌ها را وادار می نماید تا درجهت کارایی بیشتر در محیط های رقابتی وارد و از این طریق سودی قابل توجه را نصیب خود نمایند (Claessens,2002,p.57). ازبعد داخلی نیز امروزه پراکندگی سهام، افزایش تعداد سهامدارن و بعضأ تمرکز سهام در دست گروه های خاص و نیز وجود تعارض منافع بین مدیران و سهامداران، اهمیت یک نظام شرکتی موثر و کارآ را در نظارت و هدایت شرکت‌های سهامی‌به اثبات رسانده است. حاکمیت شرکتی روشی برای اعمال بر شرکت‌ها و سازمان هاست، فرآیندی که براساس آن شرکت‌های عام اداره و کنترل می‌شوند.هدف اصلی نظام راهبری شرکتی پاسخگویی مدیران در مقابل سهامداران و سایر ذی نفعان اعم از طلبکاران، کارگران، مصرف کنندگان است.در این نظام سعی می‌شود روشی برای به حداکثر رساندن ثروت شرکت در دراز مدت یافت شود که طی آن هزینه هایی نامتناسب بر اشخاص ثالث یا جامعه تحمیل نشود.(مجله بورس، 1385). این نظام، به اصلاح ساختار درونی شرکت‌ها در جهت بهره وری بیشتر و نیز حمایت از حقوق سهامداران بویژه سهامداران اقلیت می پردازد.این نظام به مالکان واقعی شرکت یعنی سهامداران امکان می دهد که به طور منظم وسیستماتیک فعالیت های شرکت خصوصأ عملکرد مدیران را تحت کنترل و نظر قرار دهند.هدف نظام راهبری شرکتی این است که با تدوین اصول وضوابط ومقررات، ضمن ارائه رهنمود های استراتژیک برای شرکت، نظارت موثر بر هیأت مدیره و پاسخگویی آنان نسبت به شرکت و سهامداران را نهادینه نماید.وجود یک نظام راهبری شرکتی مناسب، عملیات بیرونی شرکت‌ها را بهبود بخشیده و باعث تخصیص بهینه منابع در شرکت می گردد که این امر در دراز مدت موجب افزایش ثروت سهامداران می‌شود.حاکمیت شرکتی میزان دسترسی به منابع مالی را تسهیل و باعث کاهش هزینه های سرمایه در شرکت‌ها گردیده که نتیجه آن باعث افزایش دارایی های شرکت می گردد.

همچنین در نظام راهبری شرکتی، فرهنگ پاسخگویی، امانتداری در شرکت‌ها تقویت ومدیران خود را در مقابل سهامداران ملتزم ومسئول می‌بیند. در این سیستم تقسیم سود به عنوان یک منفعت موهوم منتفی بوده وبا توجه به پراکندگی سهام و تعداد بی شمار سهامداران از تمامی صاحبان سهام بطور یکسان و بدون هر گونه تبعیض حمایت گردیده و شفافیت[[8]](#footnote-8) وافشا [[9]](#footnote-9) درست وبموقع اطلاعات خصوصأ اطلاعات مربوط به معاملات مهم و صورتهای مالی حسابرسی شده اعم از ترازنامه، حساب سودوزیان وعملکرد سالیانه مدیران و دیگر موارد مهم بایستی برای سهامداران بدرستی افشاء و شفاف سازی شود تا جلوی سفته بازی، دستکاری در سود و نهایتأ عواملی که ممکن است موجد فساد اداری شود گرفته شود (www.bitpipe.com/tlist/corporate governance).

درنهایت نظام راهبری شرکتی با اهداف مزبور به دنبال سازماندهی و بازسازی داخلی شرکت‌ها و نیز اصلاح و تعدیل ساختار قدرت در شرکت‌ها و نیز اصلاح و تعدیل ساختار قدرت در شرکت‌ها بوده و به مسائلی از قبیل ساختار مالکیت شرکت و روابط متقابل میان مدیران، سهامداران وسایر ذینفعان توجه دارد (Hopt,1998,p.38).

# 2-4- مبانی نظری حاکمیت شرکتی

حاكميت شركتي مجموعه مكانيزم هاي هدايت و كنترل شركت هاست. نظام حاكميت شركتي توزيع حقوق و مسئوليت هاي ذينفعان مختلف شركت ها اعم از مديران، كاركنان، سهامداران و ساير شخصيتهاي حقيقي و حقوقي كه از فعاليت هاي شركت تأثير پذيرفته و بر آن اثر مي گذارند، مشخص می كند. اين نظام كه قوانين و رويه هايي جهت تعيين فرآيندهاي تصميم گيري در شركت اعم از هدفگذاري، تعيين ابزارهاي رسيدن به اهداف و طراحي سيستم هاي كنترلي را معين مي كند، با راه هايي كه تأمين كنندگان منابع مالي جهت اطمينان از بازگشت سرمايه شان به كار مي بندند، ارتباط تنگاتنگي دارد. نظام حاكميت شركتي مجموعه دستورالعمل ها، ساختارها، فرآيندها و هنجارهاي فرهنگي است كه شركت ها با رعايت آنها به اهداف شفافيت در فرآيندهاي كاري، پاسخگويي در مقابل ذينفعان و رعايت حقوق ايشان دست خواهند يافت . مكانيسم هاي حاكميت شركتي باعث كم شدن مشكلات نمايندگي در شركت ها مي شود.كيفيت اين مكانيسم ها امري نسبي بوده و از شركتي به شركت ديگر متفاوت است. كيفيت حاكميت شركتي فرض مي شود كه در تمام مراحل ايجاد ارزش در شرکت وجود داشته است (Charles,2007 ). سازوكارهاي حاكميت شركتي براطلاعات افشا شده توسط شركت براي سهامداران آن اثرمي گذارند واحتمال عدم افشاي كامل و مطلوب اطلاعات و افشاي اطلاعات كم اعتبار را كاهش می‌دهند(Kanagaretnam Kiridaran-2007). پژوهشها نشان ميدهد در صورت وجود نظارت مؤثرتر هيئت مديره برمديريت، كيفيت وكفايت اطلاعات منتشر شده توسط مديريت افزايش مي‌يابد(Karamanou Irene,2005).

# 2-4-1- نظریه نمایندگی

با جدایی مالکیت از مدیریت شرکت‌ها،این امکان به وجود می آید که مدیران تصمیم هایی اتخاذ نمایند که در راستای منافع خود ومغایر با منافع سهام داران باشد.(جنسن ومک لینگ1976)تضاد منافع که از آن به عنوان"مساله نمایندگی" تعبیر می‌شود، ناشی از دو علت عمده است: اول اینکه هر یک از صاحب نفع های شرکت‌های سهامی عام ترجیهات متفاوتی دارندودیگر این که هیچ کدام اطلاعات کاملی در مورد، اقدام ها،دانش و ترجیحات دیگری ندارند.(برل ومینز،1932)

تئوري نمايندگي به اين موضوع اشاره دارد كه بخشي از عمليات شركت ها به روابط نمايندگي بين سهامداران و مديران مربوط مي شود . در واقع جدايي مالكيت سهام و كنترل مديريت بر عمليات شركت مي تواند به تضاد منافع منجر شود و هزينه هاي نمايندگي ناشي از اين تضاد منافع بين مديران و سهامداران بوجود آيد بدون اين مسئله نمايندگي ، كيفيت گزارشگري هيچ مسئله خاصي نخوا هد داشت چون مديران هيچگونه انگيزه اي براي تحريف گزارشات مالي يا مخفي نگه داشتن اطلاعات ندارند. حاكميت شركتي يكي از ساز و كارهاي كاهش مسئله نمايندگي است . مكانيزم هاي حاكميت شركتي مي تواند فرصتهاي مديريت سود را كاهش و در نتيجه كيفيت سود را افزايش دهد.

رابطه نمايندگي عبارت است از نوعي قرار داد كه طبق آن يك يا چند نفر (مالك يا مالكين) شخص ديگري )نماينده يا مدير) را مامور به اجراي عملياتي ميكنند و در اين راستا اختيار اتخاذ برخي تصميمات را نيز به وي تفويض مينمايد (1986،Jensen) . با برقراري رابطه نمايندگي هر يك از طرفين رابطه به دنبال حداكثر كردن منافع شخصي خويش مي‌باشند. از آنجا كه تابع مطلوبيت مديران با مالكان يكسان نيست، بين آنها تضاد منافع وجود دارد. به دليل وجود تضاد منافع، مديران لزوماً در پي كسب حداكثر منافع براي مالك (مالكان) خواهند بود. مشكل نمايندگي عبارت است، از ترغيب نماينده به اتخاذ تصميماتي كه موجب حداكثر شدن رفاه مالك (مالكان) گردد (نوروش و همكاران، 1388).

با شكل گيري رابطه نمايندگي، به واسطه تضاد منافع بين طرفين، هزينه هاي نمايندگي ايجاد ميگردد. هزينه هاي نمايندگي اثر معكوسي بر ارزش شركت دارد، يعني اگر بازار انتظار وقوع چنين هزينه هايي را داشته باشد، ارزش شركت كاهش خواهد يافت.

جنسن و مك لينگ (1976) ، اين هزينه ها را به صورت مجموع موارد زير برشمرده اند:

1- هزينه هاي نظارت (كنترل) مدير توسط مالك

اين هزينه‌ها شامل تلاش‌هايي است، كه از سوي مالكان در راستاي كنترل رفتار نماينده و از طريق محدوديت در بودجه، طرح هاي پاداش، استفاده از خدمات حسابرس مستقل، برنامه هاي اختيار خريد سهام، هزينه اخراج مديران و ... انجام مي گيرد.

2- هزينه‌هاي التزام

هزينه هاي مربوط به ساختار سازماني به گونه اي كه بتوان رفتار نامطلوب مديريت را محدود كرد.

3- زيان باقيمانده

زيان باقيمانده تفاوت بين عمليات واقعي مدير و عمليات مورد انتظار وي مي باشد، كه مربوط به دنبال كردن منافع شخصي است.

# 2-4-2- نظریه نمایندگی در نظام راهبری شرکتی

از مهم ترین مباحث مربوط به مبانی تئوریک در ارتباط با نظام راهبری شرکتی نظریه نمایندگی است، گستردگی این نظریه منحصر به علم حقوق نمی گردد بلکه، در علوم اقتصادی، مدیریت، حسابداری و بازاریابی مورد توجه واستفاده پژوهشگران قرار گرفته است. قبل از توسعه بازارهای سرمایه،شرکت‌های تجاری به صورت سنتی اداره می‌شدند،این شرکت‌ها از طریق ثروت افراد و خویشاوندان کارآفرین ، وجوه موردنیاز خود را تامین می کردند و دیدگاه موسسین مبتنی بر مشارکت بود نه سرمایه گذاری . در قرون وسطی اغلب شرکت‌ها به صورت نسبی وتضامنی تشکیل می‌شدند،عامل نا محدود بودن مسئولیت مانعی در مشارکت اشخاص در سرمایه گذاری ها بود.از طرفی دولت ها نیز جهت تشویق مردم به سرمایه گذاری در توسعه زیر ساختارها و به منظور رشد اقتصادی ، زمینه های ایجاد شرکت‌های سهامی‌بزرگ را فراهم کردند.در انگلستان به منظور تشویق مردم به سرمایه گذاری در خرید سهام شرکت وتأمین منابع مالی شرکت‌ها از طریق پذیره نویسی،با توجه به اصل محدود بودن مسئولیت سهامداران، از سال 1855شرکت‌های سهامی‌بوجود آمدند.تشکیل این گونه شرکت‌ها زمینه اصلی کسب وکار را در بریتانیا ایجاد کرد و بتدریج بر تعداد شرکت‌های سهامی عام وتعداد سهامداران افزوده شد.(Gowers,1997,p.11 ) بنحوی که کنترل شرکت‌های سهامی از دست سهامداران خارج وبه جدایی مالکیت از مدیریت منجر گردید.

برل ومنیز نشان دادند که چگونه تفکیک مالکیت از کنترل منجر به واگرایی منافع می‌شود.( Eilis, Ferran,1999,p.117) بطوری که سهامداران سعی در تعقیب منافع خود کرده ومدیران نیز ضمن تلاش در جهت ابقاء خود در سمت مدیریت بدنبال منافع شخصی خودشان هستند. این تضادمنافع بین مدیر وسهامدار موجب گردیده است که هدف اولیه شرکت‌ها که افزایش ثروت سهامداران می‌باشد مورد سئوال قرار گیرد.مدیران در شرکت‌هایی که دارای تعداد بی شماری سهامدار می‌باشد. در جهت کسب منافع خود عمل می نمایند چرا که مدیران آورده و سرمایه ای در شرکت نداشته بلکه سرمایه اصلی متعلق به صاحبان سهام است(Fama,1983, p.64-75). به عبارتی، دارائی شرکت از مجموع آورده ها و سرمایه های نقدی و غیر نقدی تشکیل شده است که مدیران اداره کننده این مجموعه سرمایه می‌باشند.بنابراین، چون سرمایه متعلق به آنان نیست لذا در سرمایه گذاری های بعمل آمده دلسوزی لازم را نداشته و به راحتی در اداره شرکت دچار زیاده خواهی و فرصت طلبی می‌شوند.این تضاد منافع باعث می گردد که مدیریت شرکت بجای سرمایه گذاری در طرح های بلند مدت،سرمایه گذاری روی طرح های زود بازده را تعقیب نمایند به خصوص در مواردی که مدیران در پایان سال مالی،با ارائه ترازنامه و دستکاری در سود شرکت، درصدد اخذ حقوق ، مزایا و پاداش سالیانه می‌باشند.مدیران، موقعیت، شهرت و اعتبار وآسایش خود را به هزینه شرکت بالا می‌برند آنان به جای حداکثر کردن سرمایه شرکت بدنبال کسب قدرت واعمال کنترل بیشتر بر شرکت هستند وسعی می کنند از مزایای جنبی و از موقعیت شغلی خود در شرکت حداکثر استفاده را ببرند.

فرآیند جدائی مالکیت از کنترل ، چنین توصیف می‌شود که با بزرگ تر شدن شرکت، پراکندگی مالکیت سهم بوجود می آید که نتیجه آن به کاهش قدرت سهامدارن وافزایش تدریجی اختیارات مدیران می انجامد.جدائی مالکیت از کنترل مشکل پاسخگو بودن مدیر به عنوان نماینده مالکین را پدید آورد و باعث گردید که سهامدار بر رکن مدیریتی شرکت تسلط و نفوذی نداشته باشند.همین عامل زیمنه ایجاد تئوری نمایندگی را ایجاد کرد.در دهه 1960 و اوائل دهه 1970 اقتصاددانانی همچون (Wilsen,1986) و (Arrow,1971) به خطرات ناشی از سرمایه گذاری در شرکت‌های سهامی پی بردند (Kathleen,1989, p.80). آدام اسمیت نیز بحران نمایندگی در شرکت‌های سهامی را به دست اندرکاران حوزه های حقوق واقتصاد گوشزد و بیان کرد جدائی مالکیت از مدیریت باعث می‌شود که در مدیران در امور شرکت دچار افراط و تفریط شوند و مشکلاتی را به عنوان برای سهامداران ایجاد نمایند (Alan Dignam,2006, p.352). تفکیک مالکیت از مدیریت باعث می‌شود که مدیران انگیزه ای در جهت بهره وری شرکت نداشته باشند چرا که بدون مشارکت در مالکیت، مدیران در منافع ناشی از افزایش کارآیی سهیم نیستند و همین عامل دست مدیران را در راستای دستیابی به هدف های مغایر با منافع سهامداران باز می گذارد.رشد ابعاد سازمانی و پیچیدگی این گونه شرکت‌ها به همراه افزایش سهامدارن، مالکین شرکت را با این چالش روبرو ساخته است که چگونه می توانند ساختار درونی یک شرکت سهامی را بازسازی کنند، آیا سهامداران در مقابل اعمال و رفتار مدیران احساس امنیت می نمایند؟ تضاد منافع بین مدیران و سهامداران باعث گردیده است که یکی از اهداف اولیه شرکت که افزایش ثروت سهامداران می‌باشدمورد سوال قرار گیرد. برل ومینز ادعا کردند که در شرکت‌های سهامی عام مدیران با تکیه بر منافع شخصی خود به دلیل عدم مشارکت در مالکیت شرکت، انگیزه ای در جهت بهره وری نخواهند داشت چرا که بدون مشارکت در مالکیت ، مدیران در منافع ناشی از افزایش کارآیی سهیم نیستند و تفکیک مالکیت از کنترل دست مدیران در راستای دستیابی به هدف های مغایر با منافع سهامداران باز می گذارد (Berle&Means,p.119). برای مقابله با مشکلات حاصل از این جدایی به این دلیل که هیچ یک ازسهامدارن در موقعیتی نیستند که از طریق تنوع بخشیدن به مجموعه سهام خود،خویش را در برابر ریسک های خاص حمایت نمایند و اگر سهامداران از عملکرد مدیریت ناراضی باشند بازارهای بور س زمینه خروج سهامدار از شرکت رافراهم می نمایند زیرا سهامدار براحتی می تواند سهام خود را فروخته و در جای دیگرسرمایه گذاری نماید (Eilis, Ferran, 2006, pp.116-117).

# 2-4-3- مالکیت پراکنده وحاکمیت شرکتی

مالکیت پراکنده منشأ مهمی از مسائل مطرح در مورد حاکمیت شرکتی است، به همین دلیل ابتدا به پاسخ این پرسش می پردازیم که چه عواملی باعث پراکندگی مالکیت می‌شوند؟ حداقل سه دلیل برای به وجود آمدن پراکندگی مالکیت مطرح است. اولین و شاید مهم ترین دلیل این است که ثروت سرمایه گذاران انفرادی ممکن است به میزان کمتری به اندازه برخی سرمایه گذاریها بستگی داشته باشد. دوم اینکه حتی اگر یک سهامدار بتواند سهم بزرگی از شرکت را در اختیار بگیرد به دلیل تمایل به تنوع بخشی ریسک، ممکن است سرمایه گذاری کمتری در شرکت انجام دهد. دلیل سوم، نگرانی سرمایه گذاران در مورد نقدینگی است. هرچه تعداد سهام در دست یک سهامدار خاص بیشتر باشد نگرانی او برای نقد کردن آنها در بازار ثانویه بیشتر خواهد بود. مالکیت پراکنده ممکن است باعث شود که منافع تمامی اشخاص پوشش داده نشود(Betch et al 2005).

در شرکتهای سهامی‌بزرگ که سهام آنها در اختیار افراد متعددی است، به علت تضاد منافع بالقوه بین مالکان و مدیران، اهداف مدیریت سازمان از اهداف سهامداران جداست، در نتیجه سهامداران کنترل ناچیزی بر مدیریت شرکت دارند. در این صورت زمینه ای فراهم می آید تا مدیران رأساً به نحوی عمل نمایند که از نظر آنها بهترین است. هر چه شرکت وسیع تر و تعداد سهامداران بیشتر باشد، قدرت نفوذ و دسترسی به منابع اطلاعاتی شرکت کمتر است. سهامداران به عنوان مالک نیاز دارند از عملکرد نمایندگان خود مطلع باشند تا به مقایسه پرداخته و در زمینه تداوم یا قطع سرمایه گذاری در آن واحد تصمیم گیری کنند.

مدیران برای ارائه عملکرد خود، گزارشهای مالی دوره ای ارائه می کنند. سهامداران می توانند با اطلاعاتی که از این طریق در اختیارشان قرار میگیرد به ارزیابی سرمایه گذاریهایشان بپردازند. معیارهایی که در این ارزیابی مورد توجه قرار میگیرد از دید سرمایه گذاران و مدیران حائز اهمیت است. سرمایه گذاران همواره ارزیابی عملکرد شرکتها را به منظور شناسایی فرصتهای مطلوب سرمایه گذاری مدنظر قرار می دهند. آنچه سهامداران را به سرمایه گذاری پس اندازهایشان در فعالیت خاصی سوق میدهد، عملکرد مطلوب آن صنعت است که در نتیجه افزایش ارزش شرکت و درنهایت افزایش ثروت سهامداران را دربر خواهد داشت. مدیران به ساز وکار هایی که از طریق آنها عملکردشان مورد قضاوت قرار میگیرد، توجه دارند. آنها به دنبال اطلاعاتی درباره حساسیت مستقیم پاداش نسبت به عملکرد هستند. وقتی که نظام پاداش نسبت به عملکرد حساس نباشد، این شرکت، مدیران خود را از دست خواهد داد و آنان شرکت را ترک خواهند کرد. بازار نیروی کار مدیریتی نیز فشارهای مستقیم زیادی به شرکت وارد میکند تا مدیران را براساس عملکردشان طبقه بندی کرده و پاداش آنها را تعیین کند. اعمال این فشارها حاصل از این حقیقت انکارناپذیر است که شرکت در حال فعالیت، همواره در بازار رقابتی کار به دنبال مدیران جدید است. مدیران هم این امر را تشخیص می دهند که در بازار کار مدیریتی برای تعیین دستمزد، عملکرد آنها مورد بررسی قرار میگیرد و اینکه مدیران تا چه حدی توانسته اند در افزایش ثروت سهامداران نقش داشته باشند. از طرفی ممکن است مدیریت برای تثبیت هر چه بیشتر شرایط حاضر و نجات خود، در حدی تلاش کند تا آن را به صورت مطلوب حفظ کند. با این حال چنین تلاشی الزاماً در راستای دستیابی به بهترین حالت ممکن نیست. در این راه ممکن است حتی از تحمل ریسکهای قابل قبول اجتناب ورزد و در راستای حداکثر کردن منافع سهامداران حرکت نکند(Indjejikian Raffij, 1999, p.142).

از سوی دیگر مالکیت با تمرکز بالا نیز مشکلات خاص خود را به همراه دارد و باعث ایجادضعف در ساز وکارهای حاکمیت شرکتی می‌شود. چنانچه مالکیت فقط در دست افراد خاصی باشدو آنها مطابق با اهداف خود، شرکت را کنترل کنند، آنگاه منافع سهامداران اقلیت و دیگر افراد بیرونی در نظر گرفته نخواهد شد.

کلاسنس و دیگران در سال2002نشان دادند که تمرکز بالای مالکیت افراد داخلی می تواند به تصمیمات مالی و سرمایه گذاری ضعیف منتهی شود. بنابراین به نظر می رسد مالکیت افراد داخلی عامل مهمی است که می تواند تأثیر با اهمیتی بر تصمیمات مالی شرکت داشته باشد. آنها نشان دادند که ساختار مالکیت بسیاری از شرکتهای آسیای شرقی مانند بسیاری از شرکتهای تایلندی از تمرکزبالایی برخوردار است. بسیاری از این شرکتها نیز شرکتهایی هستند که کنترل خانوادگی بر آنهااعمال می‌شود. آنها به این نکته اشاره می کنند که استفاده از ساختارهای مالکیت هرمی در آسیای شرقی بسیار متداول است. به علاوه گروه مدیریت به همراه اعضای خانواده در رأس مالکیت هرمی عموماً بزرگترین دارنده بلوک سهام هستند. همچنین شواهد پشتیبانی برای این موضوع فراهم آوردند که خانواده هایی که مدیریت شرکت در دست آنهاست به جای دادوستد سهام، سهام خود را نگه می دارند.آنها نشان دادند که با وجود اینکه تجزیه سهام، تعداد سهام موجود برای سرمایه گذاران خرده فروش یا افراد بیرونی را افزایش میدهد، نسبت بالای سهام نگهداری شده توسط افراد داخلی مانع از اثر مثبت تجزیه سهام بر نقدینگی سهام می‌شود. بنابراین نقدینگی سهام باید بعد از تجزیه سهام برای شرکتهایی که مالکیت افراد داخلی در آنها بالاست، بدون تغییر باقی بماند. سهامی که توسط افراد داخلی و مالکان خانوادگی نگهداری میشود معمولاً به طور فعال داد وستد نمی‌شود. اگر درصد سهامی که توسط افراد داخلی نگهداری می‌شود بالا باشد، در پی آن تعداد سهام باقیمانده برای داد وستد در بازار پایین خواهد ماند. بنابراین افزایش نقدینگی سهام برای سهم هایی که تمرکز مالکیت افراد داخلی درآنها بالاست، باید پایین باشد زیرا این گونه سهم ها دیگر برای سرمایه گذاران بیرونی جذاب نخواهند بود

(M. Gorkittisunthorn and S. Jumreornvong, (2006).).

لمون و لینس در سال 2003 رابطه بین ساختار مالکیت، حاکمیت شرکت و ارزش شرکت را در کشورهای آسیای شرقی بررسی کرده و میگویند برعکس اقتصاد آمریکا و دیگر اقتصادهای پیشرفته، استفاده وسیع از ساختارهای مالکیت هرمی در اقتصادهای آسیای شرقی به افراد داخلی شرکتها این امکان را میدهد که کنترل مؤثری را بر شرکت اعمال کنند. علاوه بر این نبود مراقبتهای قانونی قوی و دیگر ساز وکار های حاکم بیرونی در بسیاری از اقتصادهای نوظهور مشکل بین افراد داخلی کنترل کننده و سرمایه گذاران خارجی را تشدید می کند. (M. L. Lemmon and K. V. Lins, 2003, p. 1446.).

جلوگیری از تمرکز مالکیت شدید و در عین حال جایگزینی تمرکز جزئی مالکیت و ارزیابی صحیح عملکرد مدیران توسط مالکان می تواند سبب تقویت ساز وکارهای حاکمیت شرکتی شود. در این صورت سهامداران میتوانند مطمئن باشند که نمایندگان )مدیران) در صورتی که محرک های لازم به آنها داده شود و کنترل شوند، تصمیمات مطلوب و در راستای حداکثر کردن ثروت سهامداران اتخاذ خواهند کرد. اما در نهایت توجه به این نکته ضروری است که سهامداران با انتخاب معیار مناسب ارزیابی عملکرد که در نهایت، مبنای تعیین پاداش مدیران قرار می گیرد، علاوه بر اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری بهتر، می توانند با جهت بخشی به منافع مدیران در راستای منافع خود، بهتر و سریع تر به اهدافشان دست یابند. امروزه یکی از مهم ترین مسائل شرکتها، اندازه گیری عملکرد آنهاست. اینکه شرکتها تا چه اندازه در بالا بردن منافع سهامداران خود کوشیده اند، بانکها و مؤسسه های اعتباری در اعطای تسهیلات به شرکتها چه شاخصهایی را در نظر میگیرند، مالکان شرکتها در پرداخت پاداش به مدیران چه ابعادی را در نظر میگیرند و در نهایت اینکه مراجع دولتی با توجه به الزامات قانونی در ارتباط با شرکتها به چه نکاتی توجه می کنند می توان با روشهای ارزیابی عملکرد شرکتها، به صورتی مناسب پاسخ داد(Bacidore and et al (1997). در این راستا ساز وکارهای حاکمیت شرکتی از اهمیت خاصی برخوردار می‌شود. این ساز وکارها باید به گونه ای طراحی شود که تا حد امکان مشکل تمامی سهامداران شرکتهای بزرگ را برطرف کند.

# 2-4-4- ساز و کارهای مختلف برای رفع مشکل مشترک بین سرمایه‌گذاران

مسئله حاکمیت شرکتی در ابتدایی ترین سطح، هنگامی که یک سرمایه گذار بیرونی قصد اعمال کنترل بر شرکت را به گونه ای متفاوت با مدیر شرکت داشته باشد، پدیدار می‌شود. مالکیت پراکنده این مشکل را به واسطه افزایش تضاد منافع بین اشخاص مختلفی که نسبت به شرکت ادعایی دارند، همچنین به دلیل ایجاد مشکل حقوقی مشترک بین سرمایه گذاران تشدید می کند. پنج ساز وکار مختلف به شرح زیر ممکن است از شدت این مشکل حقوقی مشترک بین سرمایه گذاران بکاهد:

تمرکز جزئی مالکیت و کنترل مسئولیت یک یا تعدادی از سرمایه گذاران بزرگ.

کنترل بیرونی و گفتگو با نماینده سهامداران در مجمع عمومی عادی صاحبان سهام در مورداینکه چه عواملی موجب تمرکز مالکیت می‌شود و در صورت لزوم رأی گیری از سهامداران.

اعزام نماینده و تمرکز کنترل در هیئت مدیره.

تنظیم پاداشهای مدیریتی توسط سرمایه گذاران از طریق قراردادهای پاداش اجرایی.

تعریف روشن وظایف هیئت مدیره با مراجع قانونی که مانع از اتخاذ تصمیمات شرکتی علیه سرمایه گذاران می‌شود یا برای کارهای قبلی که به منافع سهامداران زیان رسانده است، ادعای غرامت می کنند.

به نظر می رسد در بیشتر کشورها، تمرکز جزئی مالکیت و کنترل سهامداران بزرگ، ساز وکار مطلوبی باشد. این شکل از حاکمیت دو هزینه مهم دربر دارد: اول، امکان بالقوه تبانی سهامداران بزرگ با مدیریت علیه سرمایه گذاران کوچک. دوم، کاهش نقدینگی بازارهای ثانویه. قوانین شرکتی برخی از کشورها به منظور افزایش نقدینگی بازار سهام و کاهش سوء استفاده بالقوه از سهامداران اقلیت، نفوذ سهامداران بزرگ را تحت کنترل در می آورند. کشورها بر هیئت مدیره به عنوان ساز وکار اصلی تعدیل اقدامات سهامداران تکیه می کنند اما در بسیاری از موارد، هیئت مدیره ها مؤثر نیستند. بنابراین در صورتی سهامداران اقلیت در این کشورها از حمایت بیشتری برخوردار خواهند شد که مدیران قدرت رأی بیشتری داشته باشند. به طور خلاصه به نظر می رسد امروزه موضوع اصلی حاکمیت شرکتی توسط سهامداران این باشد که چگونه سهامداران بزرگ یا فعال را کنترل کنند و در عین حال موازنه صحیحی بین نفوذ مدیریت و حمایت از سهامداران کوچک داشته باشند(Betch and et al 2005).

با توجه به مطالب یاد شده، مهم ترین مدلهای حاکمیت شرکتی که بیشتر مورد استفاده قرارمی گیرند به شرح زیر است:

مدلهای اعمال کنترل بیرونی: یکی از ساز وکارهای اصلی برای تأدیب و جایگزینی مدیران،اعمال کنترل بیرونی است. این ساز وکار بسیار پرهزینه و منسوخ شده است اما در آمریکا و انگلستان، هنوز مورد استفاده قرار می گیرد. در بسیاری دیگر از کشورها نیز با اینکه عملاً وجودندارد، موضوعی برای تحقیقات دانشگاهی محسوب می‌شود. در اعمال کنترل بیرونی، شخص بیرونی پیشنهادی برای خرید تمامی‌یا بخشی از سهام منتشر شده به قیمت اظهار شده، ارائه می دهد. اعمال کنترل در صورتی موفقیت آمیز خواهد بود که شخص بیرونی بیش از 50 درصد سهام با حق رأی شرکت را در اختیار گیرد و از این طریق، کنترل مؤثری بر شرکت پیدا کند.

مدلهای دارندگان بلوکهای سهام: یک رویکرد متفاوت برای کاهش مشکل مشترک سهامداران، داشتن ساختار مالکیت نیمه متمرکز با حداقل یک سهامدار عمده است که حق نظارت بر مدیریت و قدرت انجام تغییرات در مدیریت را داشته باشد. با این حال این راه حل در برخی کشورها نظیر آمریکا و انگلستان، کمتر معمول است. دلیل آن نیز محدودیتهای قانونی حاکم بر اعمال دارندگان بلوکهای سهام است. برخی اشکال متداول برقراری حاکمیت شرکتی در کشورهای اروپایی و کشورهای عضو سازمان همکاری و توسعه اقتصادی تمرکز مالکیت با کنترل است.

مدلهای هیئت مدیره: راه حل سوم برای حل مشکل مشترک موجود بین سهامداران پراکنده، نظارت یک هیئت مدیره بر مدیرعامل است. بسیاری از چارتهای سازمانی، سهامداران را ملزم به انتخاب یک هیئت مدیره می کند که مأموریت آن، انتخاب مدیرعامل، نظارت بر مدیریت و اظهارنظر در تصمیمات بااهمیتی نظیر ادغام ها، تحصیل ها و تغییر در پاداش مدیرعامل و تغییر در ساختار سرمایه شرکت نظیر بازخرید سهام یا انتشار اوراق قرضه جدید است. در اصل بسیاری ازچارتهای سازمانی به مثابه دموکراسی سهامداران است که مدیرعامل، شاخه حاکمیتی اجرایی آن وهیئت مدیره شاخه قانونگذاری آن محسوب می‌شود.

مدلهای پاداش مدیران اجرایی: در کنار نظارت بر مدیرعامل، روش دیگری که سهامداران را بیشتر مورد حمایت قرار می دهد، پاداش دهی به مدیرعامل بر اساس میزان هماهنگی اهدافش با اهداف سهامداران است(Shan Turnbull 2000 ).

# 2-5- تاریخچه حاکمیت شرکتی در ایران

در ایران، قانون تجارت مصوب 13 اردیبهشت ماه 1311 اساس و چارچوب قانون تجارت موجود را تشکیل می‌دهد. نظر به قدمت منابع آن که دارای نواقص فراوانی بود، قانون اصلا‌ح قسمتی از قانون تجارت مشتمل بر 300 ماده پس از تصویب در تاریخ 24 اسفندماه 1347 جانشین مواد 21 تا 94 قانون تجارت مصوب 1311 شد. به نظر می‌رسد که اصلا‌حیه مذکور نیز تغییر بااهمیتی در چارچوب اولیه قانون تجارت ایجاد نکرده است. هرچند از اوایل دهه 1340 بورس اوراق بهادار تاسیس شد و در قانون تجارت و به ویژه در لا‌یحه اصلا‌حی اسفندماه 1347 در موارد مرتبط با نحوه تاسیس و اداره شرکت‌ها تا حدودی مطرح شده بود، ولی موضوع حاکمیت شرکتی با مفهوم کنونی آن، در چند سال اخیر مطرح شده است. موضوع حاکمیت شرکتی نخستین بار در کنفرانس ملیِ «بازار سرمایه، موتور محرک توسعه اقتصادی ایران»، که دانشگاه علا‌مه طباطبایی در 7 و 8 آذرماه 1383 در مرکز همایش‌های رازی برگزار کننده آن بود، مطرح شد. سپس، این موضوع در دو سمینار «گزارشگری مالی و تحولا‌ت پیش‌رو» و « نظام حاکمیت شرکتی و حسابرسی داخلی» به ترتیب در 8 و 9 دی ماه 1383 و 30 آبان و اول آذرماه 1384 در مرکز همایش‌های رازی به همت انجمن حسابداران خبره ایران ارائه شد. در پی آن، در اواخر سال 1383 مرکز تحقیقات و توسعه بازار سرمایه سازمان بورس اوراق بهادار دست به انتشار ویرایش اول آیین‌نامه حاکمیت شرکتی زد که در پایگاه اطلاع رسانی بورس اوراق بهادار در دسترس است. این آیین‌نامه در 22 ماده و دو تبصره تنظیم شده و شامل تعریف‌ها، وظایف هیئت مدیره، سهامداران، افشای اطلا‌عات و پاسخگویی و حسابرسی است. این آیین‌نامه با توجه به ساختار مالکیت و وضعیت بازار سرمایه و با نگرش به قانون تجارت حاضر تنظیم شده و با سیستم درون‌سازمانی (رابطه‌ای) حاکمیت شرکتی سازگار است. سرانجام، بورس اوراق بهادار تهران در راستاي حفظ منافع كليه ذينفعان در سال 1386 اقدام به تدوين و تصويب آيين نامه نظام راهبري شركتي نمود.

# 2-5-1- حاکمیت شرکتی در قوانین ایران

مواد 107 تا 143 قانون تجارت به تفصیل مقوله هیئت مدیره شرکت­ها را تشریح کرده است. طبق این مواد:

1- مدیران شرکت توسط مجمع عمومی مؤسس و مجمع عمومی عادی انتخاب می‌شوند (قانون تجارت، ماده 108). مدت مدیریت مدیران در اساسنامه معین می­شود لیکن این مدت از دو سال تجاوز نخواهد کرد (همان، ماده 109).

2- ساختار هیئت مدیره در ایران می­باید دارای رئیس هیئت مدیره به عنوان بالاترین مرجع شرکت باشد. این رئیس توسط هیأت مدیره منصوب گشته و در هر زمان با رأی هیئت مدیره قابل عزل است (همان، ماده 119).

3- هیئت مدیره می­بایست اقلاً یک نفر شخص حقیقی را به عنوان مدیر عامل منصوب کند. مدیر عامل می­تواند عضو هیئت مدیره باشد یا نباشد، و تعیین حدود اختیارات و مدت تصدی و دستمزد وی بر عهده هیئت مدیره بوده، و عزل وی نیز در هر زمان توسط هیئت مدیره امکان‌پذیر است. متأسفانه در قانون تجارت ایران مدیر عامل با تصویب سه چهارم آرای مجمع عمومی می­تواند همزمان رئیس هیئت مدیره هم باشد (همان، برگرفته از ماده 124)؛ که این امر تا حد زیادی مسأله حاکمیت شرکتی صحیح را خدشه­پذیر می­کند.

4- قانون تجارت در مواد 129 و 134 در مورد معاملات و نحوه رابطه کاری اعضای هیئت مدیره و تیم مدیریت بحث کرده است. از جمله موارد تهدید معامله اعضای هیئت مدیره و مدیر عامل (ماده 129) و ممنوعیت اخذ وام یا اعتبار از شرکت برای مدیر عامل و اعضای هیئت مدیره است. با وجود این، در ماده 132 این قانون اخذ وام یا اعتبار را برای اعضای هیئت مدیره و مدیر عامل بانک­ها و مؤسسات اعتباری چنانچه تحت قیود و شرایط عادی و جاری انجام گیرد مجاز دانسته است.

5- در مورد اعضای غیرموظف (مستقل) هیئت مدیره، قانون تجارت عنوان می­دارد که دستمزد آن‌ها می­باید تنها به صورت مقطوع و تحت عنوان حق حضور پرداخت شود. اعضای غیرموظف به جز این مورد و پاداش هیئت مدیره­ای که مجمع عمومی‌به تصویب می­رساند حق ندارد در قبال سمت مدیریت خود وجهی از شرکت دریافت نمایند (همان، ماده 134).

6- قانون تجارت ایران در مورد ترکیب موظف و غیرموظف اعضای هیئت مدیره سکوت کرده است.

# 2-5-2- مالکیت نهادی و حاکمیت شرکتی

با تغییر محیط شرکت‌ها ، فعالیت های حاکمیت شرکتی نیز تغییر یافته اند . هر چند این تغییر در کشورهای مختلف متفاوت بوده است ، لیکن در اقتصادهایی که بانکداری ، بازار سرمایه و سیستم های حقوقی تغییرات چشم گیری داشته اند ، این تغییرات معمول بوده است .

يكي از مكانيسم‌هاي كنترلي بيروني مؤثر بر حاكميت شركتي كه به طور جهان شمول داراي اهميت فزاينده‌اي مي‌باشد، ظهورسرمايه‌گذاران نهادي به عنوان مالكين سرمايه مي‌باشد. سهامداران نهادي داراي توان بالقوه تأثيرگذاري بر فعاليت‌هاي مديران به طور مستقيم از طريق مالكيت و به طور غيرمستقيم از طريق مبادله‌ي سهام خود مي‌باشند. تأثيرغيرمستقيم سهامداران نهادي مي‌تواند خيلي قوي باشد. براي مثال سهامداران نهادي ممكن است در قالب يك گروه از سرمايه‌گذاري در يك شركت خاص خودداري نمايند و از اين طريق موجب افزايش هزينه‌ي سرمايه‌ي شركت شوند زيرا جذب سرمايه براي شركت‌هاي مزبور سخت‌تر و در نتيجه گران‌تر خواهد بود(ابراهيمي كُردلر،1386،21).

طبق نظر گیلان و استارکس (2003) سهامداران نهادی و به ویژه سهامداران نهادی خارجی ، نقش اصلی را در در شکل گیری تغییرات در بسیاری از سیستم های حاکمیت شرکتی داشته اند (مهرانی و یگران1389،25). از دیدگاه نظری ، جایگاه سرمایه گذاران نهادی در حاکمیت شرکتی بسیار پیچیده است . از یک دیدگاه ، سرمایه گذاران نهادی یکی دیگر از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی نیرومند را بازنمایی می کنند که می توانند بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند . زیرا آن ها هم می توانند بر مدیریت شرکت نفوذی چشم گیر داشته باشند و هم می توانند منافع گروه سهامداران را همسو کنند . راه هایی که بدان وسیله سهامداران می توانند بر مدیریت نظارت کنند عموماً در چارچوب نظریه نمایندگی معرفی می‌شود . هر روز بر اهمیت نقش نظارتی سرمایه گذاران نهادی افزوده می‌شود زیرا آنها بسیار بزرگ و با نفوذ شده اند ، و در عین حال تمرکز مالکیت به عنوان ساز و کاری مهم یاد می‌شود که مشکلات نمایندگی را کنترل می کند و حمایت از منافع سرمایه گذاران را بهبود می‌بخشد. با این وجود ، چنین تمرکزی می تواند اثرات منفی هم داشته باشد ، مانند دسترسی به اطلاعات محرمانه ، که عدم تقارن اطلاعاتی را بین آن ها و سهامداران کوچکتر ایجاد می کند . سرمایه گذاران نهادی همچنین می توانند تضادهای نمایندگی را به واسطه وجودشان در مقام کارگمار ( یا اصیل ) عمده ، وخیم تر کنند . اگرچه با رشد تمرکز مالکیت این مشکل هم بر طرف می‌شود (برجی،1391،45).

گروه‌هاي پرشماري در حاكميت شركتي نفوذ دارند، در اين ميان سهامداران، به ويژه سهامداران نهادي نقشي مهمی ايفا مي‌كنند. در بريتانيا چهار نوع اصلي از سرمايه‌گذاران نهادي عبارتند ازصندوق‌هاي بازنشستگي1 شركت‌هاي بيمه‌ي عمر، صندوق‌هاي سرمايه‌گذاران مشترك[[10]](#footnote-10)

واحدهاي اوراق بهادار و صندوق‌هاي مشترك سرمايه‌گذاري[[11]](#footnote-11). از ديدگاه نظري، جايگاه سرمايه‌گذاران نهادي در حاكميت شركتي بسيار پيچيده است. از يك ديدگاه، سرمايه‌گذاران نهادي يكي ديگر از ساز و كارهاي حاكميت شركتي نيرومند را بازنمايي مي‌كنند كه مي‌توانند بر مديريت شركتي نظارت داشته باشند. زيرا آنان هم مي‌توانند بر مديريت شركت نفوذي چشم‌گير داشته باشند و هم مي‌توانند منافع گروه‌هاي سهامداران را همسو كنند. راه‌هايي كه بدان وسيله سهامداران مي‌توانند بر مديريت نظارت كنند عموماً در چارچوب نظريه‌ي نمايندگي معرفي مي‌شود. هر روز بر اهميت نقش نظارتي سرمايه‌گذاران نهادي افزوده مي‌شود زيرا آنان بسيار بزرگ و با نفوذ شده‌اند، و در عين حال تمركز مالكيت[[12]](#footnote-12) قابل ملاحظه‌اي را به دست آورده‌اند. البته، در نوشته‌هاي حاكميت شركتي از تمركز مالكيت به عنوان ساز و كاري مهم ياد مي‌شود كه مشكلات نمايندگي را كنترل مي‌كند و حمايت از منافع سرمايه‌گذاران را بهبود مي‌بخشد. با وجود اين، چنين تمركزي مي‌تواند اثرات منفي هم داشته باشد، مانند دسترسي به اطلاعات محرمانه، كه عدم تقارن اطلاعاتي[[13]](#footnote-13) را بين آنان و سهامداران كوچك‌تر ايجاد مي‌كند. سرمايه‌گذاران نهادي هم چنين مي‌توانند تضادهاي نمايندگي را به واسطه‌ي وجودشان در مقام كارگمار (يا مالكي) عمده، كه مشكلات برخاسته از جدايي مالكيت و كنترل را كاهش مي‌دهد، وخيم‌تر كنند. اگرچه با رشد تمركز مالكيت اين مشكل هم برطرف مي‌شود (حساس يگانه وپوريانسب،4،1384).

سرمايه‌گذاران نهادي، مي‌توانند مشكلات كارگزاري را به دليل توانايي،نفوذو تنوع بخشي حل و فصل نمايند. لذا به نظر مي‌رسد كه سرمايه‌گذاران نهادي، در مقام سهامداران شركت‌ها، هم علت و هم چاره يا راه‌حل مشكل نمايندگي را بازنمايي مي‌كنند.

دو مكتب فكري در مورد نقش سرمايه‌گذاران نهادي در شركت وجود دارد يك مكتب فكري مثل بوش(1998)وپورتر[[14]](#footnote-14)(1992) بيان مي‌كند كه سهامداران نهادي ذاتاً كوتاه مدت‌گرا هستند. اين سرمايه‌گذاران نهادي، سرمايه‌گذاران موقتي هستند كه عمدتاً در تعيين قيمت سهام به سود جاري توجه دارند نه سودهاي بلندمدت. ارزيابي منظم عملكرد و رتبه‌بندي عملكرد سرمايه‌گذاران نهادي، انگيزه‌هايي را در آن‌ها براي اتخاذ افق سرمايه‌گذاري كوتاه مدت ايجاد مي‌كند. اين افق كوتاه مدت، سرمايه‌گذاران نهادي را از انجام هزينه‌هاي نظارت باز مي‌دارد زيرا بعيد است كه منافع اين نظارت در كوتاه مدت نصيب آن‌ها شود. به علاوه به دليل نياز به تغيير در پرتفوي براي بهبود عملكرد، زمان و منابع كافي در اختيار سرمايه‌گذاران نهادي قرار ندارد تا خود را درگير نظارت شركت‌هاي موجود در پرتفوي نمايند. به علاوه قراردادهاي پاداش مديران عمدتاً به سودهاي جاري و قيمت سهام شركت وابسته است. بازار نيروي كار مديريتي نيز قيمت مديران را براساس عملكرد شركت تعيين مي‌كنند و تعويض مدير عامل براساس عملكرد سودهاي جاري انجام مي‌شود. معاملات سرمايه‌گذاران نهادي به اخبار سودهاي جاري حساس است. لذا مديران انگيزه‌هاي فراواني براي جلوگيري از كاهش سود دارند. اما مكتب فكري ديگرمثل بلک[[15]](#footnote-15) (1994) بيان مي‌كند كه هنگامي كه مالكيت سهام شركت در بين عده‌ي كمي سرمايه‌گذار (به ويژه سرمايه‌گذاران نهادي) متمركز باشد، مشكلات جدايي مالكيت و كنترل كاهش مي‌يابد. هنگامي كه سهامي كه نهادها مالك آن هستند افزايش يابد، خروج از شركت هزينه‌ي بيشتري دارد، زيرا فروش‌هاي عمده‌ي سهام معمولاً مستلزم تخفيفات عمده است. هم چنين چون اين سهام‌هاي عمده، ارزش پولي زيادي دارند، در صورت غيرفعال ماندن سرمايه‌گذار نهادي و يا آگاه نبودن از عملكرد ضعيف شركت‌هاي موجود در پرتفوي، وي در معرض زيان بيشتري نسبت به سرمايه‌گذاران كه منافع كمتري در شركت دارد قرار مي‌گيرد(مرادی23,1386,).

# 2-5-3- دلائل حضور سهامداران نهادي در حاكميت شركتي

در نيمه‌ي دوم قرن بيستم در بسياري از شركت‌ها سرمايه‌گذاران نهادي يكي از مهم‌ترين اجزاي بازار سرمايه شدند. براي مثال در آمريكا سهامداران نهادي از 1/6% از كل مالكيت شركت‌ها در سال 1950 به بيش از 50% در سال 2002 رسيد. دارايي‌هايي كه در اختيار سرمايه‌گذاران نهادي در ساير بازارها قرار دارند نيز رشد يافته است. براي مثال كل دارايي‌هاي مالي در اختيار سازمان‌هاي اتحاديه‌ي اروپا بيش از 150% در بين سال‌هاي 92 تا 99 رشد داشته است هر چند در كشورهاي با بازارهاي سرمايه‌ي نوظهور نقش سرمايه‌گذاران نهادي خيلي برجسته نمي‌باشد ليكن خصوصي‌سازي براي تأثيرگذاري بر دارايي‌هاي مالي نهادها شروع شده است و لذا بر بازار سرمايه‌ي اين اقتصادها نيز تأثير خواهد گذاشت. با توجه به تفاوت‌هاي موجود در مالكيت نهادي بين بازارها، نقش نظارتي سهامداران نهادي، در اقتصادهاي مالكيت غيرمتمركز، در مقايسه با اقتصادهايي با حضور سهامداران كنترل كننده (عمده)، متفاوت مي‌باشد. نقش مناسب سهامداران نهادي در هر اقتصادي يك موضوع بحث‌برانگيز است. سهامداران به عنوان مالكين شركت‌ها داراي حقوق مشخص همانند انتخاب هيأت مديره هستند. كه آن‌ها نيز به عنوان نماينده‌ي سهامداران مسئوليت نظارت بر مديران شركت و عملكرد آن‌ها را دارند. اگر سهامداران همانند سرمايه‌گذاران نهادي از عملكرد هيأت مديره (و احتمالاً عملكرد شركت) راضي نباشند آن‌ها سه انگيزه دارند : سهام خود را بفروشند، سهام خود را نگه دارند، ليكن نارضايتي خود را اعلام كنند و يا سهام خود را نگه دارند ولي هيچ اقدامي نكنند. سؤالي كه مطرح است اين است كه تحت چه شرايطي سهامداران گزينه‌ي دوم را انتخاب نموده و در نظارت وارد مي‌شوند(ابراهيمي كُردلر،1386،21)،(ابراهيمي كُردلر،30،1384).

يكي از پيامدهاي همگرايي حاكميت شركتي افزايش سرمايه‌گذاران نهادي مي‌باشد. از سهام 1000 شركت بزرگ مرتب شده‌ي آمريكا در سال 1985 بر اساس ارزش بازار، 75 درصد مالكيت آن‌ها متعلق به اشخاص مي‌باشد. در حال حاضر حدود 60 درصد آن‌ها توسط مؤسسات مديريت مي‌شود. در انگلستان هم اين امر رشد كرده است. در اغلب كشورها سهامداران شخصي رو به كاهش است. در نتيجه‌ي اين تغييرات، مديران شركت‌ها در هر جايي با ميليون‌ها سهامدار روبه‌رو نيستند، بلكه تنها با چندين هزار مدير(سهامدار)حرفه‌اي شناخته شده مواجه هستند كه به دنبال قدرت رقابت هستند(سليمي وحساس‌يگانه،77،1386).

# 2-5-4- نقش نظارتی سرمایه گذاران نهادی

با جدا شدن مالکیت و مدیریت، مدیران به عنوان نماینده مالکان (سهامداران)، شرکت را اداره می کنند با شکل گیري رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ایجاد می گردد. بدان معنا که ممکن است مدیران دست به رفتارهاي فرصت طلبانه زده ، تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در جهت منافع آنها وعکس منافع سهامداران باشد سرمایه گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش درخور توجهی از سهام شرکت‌ها از نفوذ قابل ملاحظه اي در این شرکت‌ها برخوردار بوده ، می توانند رویه هاي آنها (شامل رویه هاي حسابداري و گزارشگري مالی ) راتحت تأثیر قرار دهند. همچنین، از آنجا که مالکان نهادي بزرگترین گروه از سهامداران را تشکیل می دهند، نقش آنها در نظارت بر رویه هاي اتخاذ شده از سوي مدیران از اهمیت بالایی برخوردار است و انتظار می رود حضور این مالکان در ترکیب سهامداران بر رویه هاي شرکت مؤثر باشد (مهرانی،1389،13).

تحت فرضيه نظارت فعالبه دليل حجم ثروت سرمايه گذاري شده، نهادها احتمالاً سرمايه گذاري خود را به طور فعال مديريت م يكنند. بر اساس اين نگرش، سرمايه گذاران نهادي، سهامداراني متبحر و داراي مزيت نسبي در جمع آوري و پردازش اطلاعات هستند. عموماً تحقيقات صورت گرفته اين فرضيه را تأييد مي كند (برادران ودیگران،1390،8)

بسياري از نويسندگان از جمله شاليفر و ويشني (1986) و نو (2002) اعتقاد دارند كه شمول سهامداران عمده در فعاليت‌هاي كنترل و نظارتي به طور بالقوه موجب محدود نمودن مسأله‌ي نمايندگي مي‌شود. اين نويسندگان هم چنين بيان داشتند چون تمامي سهامداران از منافع فعاليت‌هاي نظارتي سهامدار نظارت كننده، بدون هزينه بهره‌مند مي‌شوند، لذا تنها سهامداران عمده، انگيزه‌ي لازم براي نظارت را دارند. شواهد تجربي در مورد نقش نظارتي سهامداران عمده ازاين تئوري پشتيباني مي‌نمايند. براي مثال بتل[[16]](#footnote-16) (1998)گزارش نمودكه عملكرد شركت‌ها پس از خريد بخشي از سهام آن توسط يك سهامدار فعال بهبود مي‌يابد. همچنین كاپلان و مينتون[[17]](#footnote-17) (1994) دريافتند كه حضور سهامداران بزرگ با جابجايي زياد مديريت ارتباط داردكه نشانگر انجام وظيفه‌ي نظارتي توسط سهامداران مزبورمي‌باشد(مرادي،1386،26).

# 2-5-5- سرمايه‌گذاران نهادي و افشاي اطلاعات

سرمايه‌گذاران نهادي ميل و تقاضاي بيشتري براي افشا دارند. افشا به ويژه پيش‌بيني سود توسط حاضران در بازار به طور دقيق بررسي مي‌شود. نهادها به طور مستمر شركت را براي ارائه اطلاعات دقيق، غيرجانبدارانه و صريح در مورد سود آتي مورد كنكاش قرار می‌دهند. شركت‌هاي كارگزاري دائماً جلساتي را برگزار مي‌كنند و در اين جلسات شركت‌ها اطلاعاتي را در مورد چشم‌اندازهاي شركت به سهامداران نهادي ارائه مي‌كنند. هيلي و همكاران (1999) بيان كرده‌اند كه نهادها ترجيح می‌دهند سهام شركت‌هايي را خريداري نمايند كه به دنبال بهبود مستمر در افشا هستند. يكي از احكام كليدي شبكه بين‌المللي حاكميت شركتي[[18]](#footnote-18) (گروهي است كه نظرات و علايق سرمايه‌گذاران نهادي عمده، شركت‌ها و واسطه‌هاي مالي را بيان مي‌كند)، مربوط به ارتباطات وگزارشگري است و بيان مي‌كند «شركت‌ها بايد اطلاعات صحيح، كافي و به موقع منتشر نمايند ... به گونه‌اي كه سرمايه‌گذاران بتوانند تصميمات آگاهانه در مورد تحصيل، حقوق و تعهدات مالكيت و فروش سهم بگيرند». بنابراين اگرچه نهادها ممكن است مستقيماً قادر به نظارت بر فعاليت‌هاي مديران نباشند (با فرض اين كه خارج از شركت هستند) اما با تقاضاي اطلاعات بيشتر از شركت‌ مي‌توانند شفافيت بيشتري ايجاد نمايند.با توجه نهادها به افشا و بررسي مستمر آن‌ها از شركت‌ براي پيش‌بيني سود آتي، انتظار مي‌رود كه رابطه‌اي مستقيم بين آنان و تمايل شركت‌ به ارائه پيش‌بيني، دقت و صراحت پيش‌بيني وجود داشته باشد و از خوش‌بيني مديريت در پيش‌بيني‌هاي ارائه شده بكاهد (مرادي ، 27،1386) ، (مرفوع، 42،1385) .

2-2-4) سرمایه گذاران نهادی و عدم تقارن اطلاعات

در این زمینه تحقیقات مختلفی انجام شده است که از آن جمله می توان به تحقیقات انجام شده توسط جاکوبسون و آکر (1993) و همچنین جیانگ و کیم (2000) اشاره نمود .

تحقیق اول به بررسی مقایسه ای عدم تقارن اطلاعات بین بازار سرمایه ژاپن و امریکا پرداخته است . نتایج آن ها نشان داد که بازار سرمایه ژاپن اطلاعات مربوط به سودآوری آتی را زودتر از بازار سهام امریکا در قیمت سهام منعکس می سازد . چرا که به دلیل ساختار مالکیتی شرکتها ، سهامداران ژاپنی در مقایسه با امریکایی ها از چشم اندازهای آتی شرکت‌ها بهتر آگاهند .

هر چند تحقیق دوم نیز بر اثرات عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سهامداران در رابطه با سودآوری از نظر زمان و مقدار می پردازد ولی تحقیق مزبور تفاوت با اهمیتی با تحقیق جاکوبسون دارد . تحقیق آن ها بر تفاوت های عدم تقارن اطلاعات بین شرکتهای ژاپنی بسته به سطح مالکیت آن ها توسط شرکتهای دیگر پرداخته است . طبق نتایج اخیر هر میزان سطح مالکیت نهادی در شرکتهای ژاپنی افزایش می‌یابد ، عدم تقارن اطلاعات کمتری بین مدیران شرکت و سایر اشخاص ذینفع در بازار وجود خواهد داشت . بنابراین در شرکتهایی که میزان مالکیت نهادی در آن ها بیشتر است ، قیمت سهام اطلاعات مرتبط با سودهای آتی را سریع تر از شرکتهایی که مالکیت نهادی کمتری دارند ، منعکس می کند(برجی، 1391،50).

# 2-5-6- مالکیت نهادی و انواع آن

در سال هاي اخير، مالكيت نهادي در بازارهاي اوراق بهادار اروپا و امريكا رشد چشمگيري را نشان مي دهد . در ايران نيز، شاهد حضور سازمان ها و مؤسساتي با عنوان سرمايه گذاران نهادي هستيم. منظور از سرمايه گذاران نهادي، شركتهاي بيمه، صندوقهاي سرمايه گذاري، موسسات مالي، بانكها و شركتهاي سهامي است كه در ساير شركتهاي سهامي عام سرمايه گذاري ميكنند. از این رو سرمايه گذاران نهادي بزرگترين گروه سهامداران شركتهاي سهامي عام شده اند.

سرمایه گذاران نهادی گروه های متجانسی نیستند.و ممکن است اهداف متفاوتی داشته باشند و به تبع اهدافشان مدت زمان سرمایه گذاری شان در یک شر­کت خاص می­تواند متفاوت از سایر نهادهای سرمایه گذار باشد. در ادبیات تحقیق در یک طبقه بندی سرمایه گذاران نهادی را به سر مایه گذاران بلند مدت و کوتاه مدت تقسیم بندی کرده اند در طبقه بندی دیگری در این رابطه ، نهاد های سرمایه گذار به سرمایه گذاران حساس به فشار وغیر حساس به فشار تقسیم بندی شده است .

در مورد سرمایه گذاران حساس به فشار عنوان می‌شود که این سر مایه گذاران در قبال اطلاعات جدید واکنش نشان می دهند و ممکن است با بروز و انتشار کوچکترین اطلاعات اقدام به خرید یا فروش سهام نمایند. همچنین برای تشریح نوع سرمایه گذارن نهادی و در نظر گرفتن مدت زمان حضور آنها در جمع سهامداران از مفهوم سرمایه گذاران پایا و ناپایا نیز استفاده شده است.

مفاهیم بلند مدت، پایا و غیر حساس به فشار در ارتباط با سر مایه گذاران نهادی مفهومی مترادف هستند که در ارتباط با سرمایه گذارانی به که کار می رود که اهداف بلند مدتی را از سرمایه گذاریشان در سهام شرکت‌ها دنبال می کند. براین اساس این نوع از مالکان نهادی در صدد نفوذ در مدیریت شرکت‌های سرمایه پذیر می‌باشند. حضور نماینده های مالکان نهادی در هیئت مدیره شرکت و نظارت بر مدیریت این شرکتها بر شکل گیری مباحثی در ارتباط با ارتقای حاکمیت شر کتی و بالا بردن ارزش وعملکرد انها منجر شده است. سرمایه گذاران نهادی منفعل دارای گردش پرتفوی بالایی بوده و اشتراتژِ معاملاتی لحظه ای دارند برای مثال بایک خبر خوب سهام می خرند و وبا یک خبر بد سهام را می فروشند. برای این مالکان قیمت جاری سهام بسیار مهم بوده و دارای دیدگاه کوتاه مدت و گذرا هستند و عملکرد جاری را به عملکرد بلند مدت شرکت ترجیح می دهند. بنا براین انگیزه زیادی برای نظارت بر مدیریت و داشتن نماینده ای د هیت مدیره شرکت‌ها سرمایه پذیر ندارند. زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه مدت نصیب انها شود .

در طرف مقابل برخی از جمله برکلی لیز ،اسمیت اعتقاد دارند که سرمایه گذاران نهادی فعال مدیران شرکت‌ها را منظبط و متعهد می کنند . آنها اذعان می دارند که عملکرد شرکت‌ها پس از خرید بخشی از سهام آنها توسط سهامداران فعال بهبود می‌یابد (کردلر ، و دیگران ،1389)

اما نباید این نکته نادیده گرفته شود که حضور این سرمایه گذاران در هیئت مدیره شرکت‌ها موجب دستیابی آنها به اطلاعاتی خواهد شد که سایر سر مایه گذاران از آن محرومند یا دستیابی انها به لحاظ زمانی با تقدم و تاخر همراه خواهد بود.از این موضوع در ادبیات رشته با عنوان عدم تقارن اطلاعات یاد می‌شود.

معمولا زماني كه اطلاعات تازه اي از وضعيت شركت ها در بازار منتشر مي شود، اين اطلاعات توسط تحليل گران، سرمایه گذاران و ساير استفاده كنندگان مورد تجزيه و تحليل قرار گرفته و بر مبناي آن، تصميم گيري نسبت به خريد و يا فروش سهام صورت مي پذيرد اين اطلاعات و نحوه واكنش به آن ها بر رفتار استفاده كنندگان، به ويژه سهامداران بالفعل و بالقوه تاثير گذاشته و باعث افزايش و يا كاهش قيمت و حجم مبادلات سهام مي شود، زيرا نحوه برخورد افراد با اين اطلاعات جديد نوسانات قيمت ها را شکل می دهد بنابراین در صورت انتشار محرمانه و ناهمگون اطلاعات، واكنش هاي متفاوتي را از سوي سرمايه گذاران به واسطه وجود عدم تقارن اطلاعاتي در بازار سرمايه شاهد مي باشيم كه اين امر تحليل هاي نادرست و گمراه كننده اي را از وضعيت جاري بازار به همراه خواهد داشت

# 2-6- درماندگی و مفاهیم مرتبط با آن

در فرهنگ لغات آكسفورد، واژه «Distress» به معني درد، اندوه، فقدان منابع پولي و تنگدستي آورده شده است . در ادبيات مالي نيز تعاريف مختلف ي از درماندگي مالي ارائه گرديده است. گوردن در يكي از اولين مطالعات آكادميك بر روي تئوري درماندگي مالي، آن را به عنوان كاهش قدرت سودآوري شركت تعريف مي كند كه احتمال عدم توانايي بازپرداخت بهره و اصل بدهي را افزايش می دهد(گوردن[[19]](#footnote-19) ،1971،11).

ويتاكر درماندگي مالي را وضعيتي در نظر مي گيرد كه در آن جريان هاي نقدي شركت از مجموع هزينه هاي بهره مربوط به بدهي بلند مدت كمتر است(وستون[[20]](#footnote-20) 1992، 20).

از نقطه نظر اقتصادي، درماندگي مالي را مي توان به زيان ده بودن شركت تعبير كرد كه در اين حالت شركت دچار عدم موفقيت شده است. در واقع در اين حالت نرخ بازد هي شركت كمتر از نرخ هزينه سرمايه مي باشد. حالت ديگري از درماندگي مالي زماني رخ مي دهد كه شركت موفق به رعايت كردن يك يا تعداد بيشتري از بندهاي مربوط به قرارداد بدهي، مانند نگاهداشتن نسبت جاري يا نسبت ارزش ويژه به كل داراييها طبق قرارداد نمي شود. به اين حالت نكول تكنيكي گفته مي شود. حالات ديگري از درماندگي مالي عبارتند از زماني كه جريانات نقدي شركت براي بازپرداخت اصل و فرع بدهي ناكافي باشد و همچنين زماني كه ارزش ويژه شركت عددي منفي شود( ریچارد[[21]](#footnote-21) ،1999 ، 12).

در اد بيات مالي نيز تعار يفي مختلف از درماندگي مالي ارائه شده است . دان و براداستر يت د ليل اصلي ورشكستگي را مشكلات مالي و اقتصاد ي مي دانند. در حالي كه گيتمن اعتقاد دارد نخستين و مهم ترين دليل ورشكستگي سازمان ها، سوء مد يريت آنها است .با ا ينكه عوامل ورشكستگي از يك شركت به شركت د يگر متفاوت است اما مي توان چند ين عامل مشترك را به عنوان عوامل ورشكستگي بين همه شركت هاي ورشكسته شناسايي نمو د. عدم صلاحيت مديريت، هز ينه زياد توليد، فعاليت مالي ضعيف، هيئت مديره غيرفعال از جمله اين عوامل هستند(سعيدي و اقایی ،1388 ، 60).

# 2-6-1- تعريف ورشكستگي (درماندگی)

ماده ۴۱۲ قانون تجارت درباره ورشکستگى چنين تصريح دارد ورشکستگى تاجر يا شرکت تجارتى در نتيجه توقف از تأديه وجوهى که بر عهده او است حاصل شود. حکم ورشکستگى تاجرى را که حين‌الفوت در حال توقف بوده تا يک‌سال بعد از مرگ او نيز مى‌توان صادر نمود

با استفاده از ماده مزبور مى‌توان گفت هرگاه تاجر يا شرکت تجارتى قادر به پرداخت بدهى خود نباشد دچار توقف مى‌گردد و ورشکسته مى‌باشد و به بيان ديگر وقتى کليه اموال و دارائى تاجر يا شرکت تجارتى اعم از منقول يا غيرمنقول و ... کافى براى پرداخت قروض و بدهى وى نباشد او را ورشکسته مى‌نامند

واژه "Failure" در فرهنگ لغات وبستر به‌عنوان وضعي يا حالت كسري داشتن و يا ناكافي بودن «قصور كردن» تعريف شده است. در حالي كه در تمامي فعاليت‌هاي تجاري، برنامه‌ريزي‌ها در جهت نيل به موفقيت صورت مي‌گيرد، اما همه آنها به اهداف خود دست نمي‌يابند.

اين واقعيت كه بسياري از شرکت‌ها از دستيابي به موفقيت باز مي‌مانند، تا حدي از آمار شرکت‌هاي رو به تزايدي كه هر ساله دست از ادامه فعاليت مي‌كشند مشهود مي‌باشد. همه موارد توقف فعاليت را نمي‌توان به عنوان شكست و ناكامي تعريف كرد. ترديدي نيست كه برخي از فعاليت‌ها متوقف مي‌شوند چرا كه در دستيابي به اهداف خود موفق بوده‌اند و لزومي براي ادامه فعالیت نبوده است.

كتاب دان و براداستریت اصطلاح ناكامي و يا شكست را براي اشاره به آن دسته از شرکت‌ها برگزيده‌اند كه به دليل واگذاري و يا ورشكستگي دست از كار مي‌كشيدند، و يا فعاليت‌هاي زيان‌ده تجاري را كنار مي‌گذاشتند و يا اينكه مشمول تغيير وضعيت حقوقي به موجب قانون مي‌شوند.

به هر حال، براي هر يك از سال هاي 1940 تا 1962 تعداد ناكامي‌ها (توقف‌ فعاليت تجاري) گزارش شده توسط دان و براداستریت درج شده است. آن دسته از فعاليت‌هاي تجاري كه در این كتاب نيامده عبارتند از بنگاه‌هاي مالي، موسسات بيمه، بنگاه‌هاي معاملات ملكي، راه آهن، ترمينال‌ها، فعاليت‌هاي سرگرم كننده، فعاليت هاي حرفه‌اي كشاورزي و بسياري از امور خدماتي انفرادي است. هرگاه يك شركت فعال تجاري نتواند تقاضاهاي (مطالبات) قانوني بستانكاران خود را برآورده سازد، به عنوان شركت ناموفق تلقي مي‌گردد و چنانچه طرف بدهكار نتواند با طلبكار خود به نوعي به توافق برسد بهتر است براساس مفاد مجموعه قوانين ورشكستگي دادخواست ارائه نمايد. در صورتي كه ميزان معيني از عدم موفقيت وجود داشته باشد و اين عدم موفقيت رسماً تاييد گردد، شكست قانوني حادث شده است. اصطلاح : ورشكستگي رايج‌ترين واژه‌اي است كه در رابطه با شكست قانوني مورد استفاده قرار مي‌‌گيرد.

همچنين آمار ثبت شده در كتاب فوق ، شرکت‌هايي كه با شكست و ناكامي مواجه شدند را با تقاضاهاي اسامي بسياري از شرکت‌هايي كه تقاضاي اعلام ورشكستگي به دادگاه در آمريكا داده اند در آمارهاي دان و براداستریت نيامده، شمار تقاضاهاي رسمي ورشكستگي ثبت شده بيشتر از تعداد ناكامي‌ها مي‌باشد. تعداد تقاضاهاي رسمي ثبت شده در سال 1983 تا 23% افزايش يافته و به 95439 مورد مي‌رسد حال آنكه آمار ناكامي‌ها با 24% افزايش به 31334 مورد رسيد.(رهنمای روپشتی،نیکومرام،شاهور دیانی ، 1385: 480)

در ادبیات مالی واژه‌های غیرمتمایزی برای ورشکستگی وجود دارد. برخی از این واژه‌ها عبارتند از:

وضع نامطلوب مالی[[22]](#footnote-22)، شکست[[23]](#footnote-23)، عدم موفقیت واحدتجاری، وخامت ، ورشکستگی[[24]](#footnote-24) عدم قدرت پرداخت دیون[[25]](#footnote-25) و غیره. البته تعاریف متعددی درباره ورشکستگی وجود دارد که در اینجا به ذکر چند نمونه آن اشاره می کنیم.

در فرهنگ وبستر« شکست» چنین تعریف شده است: "توصیف یا حقیقت نداشتن یا عدم کفایت وجوه در کوتاه مدت". دان و براداستریت اصطلا‌ح شرکت‌های ورشکسته را این چنین تعریف می‌کنند:

"واحدهای تجاری که عملیات خود را به علت واگذاری یا ورشکستگی یا توقف انجام عملیا ت جاری با زیان توسط بستانکاران، متوقف نمایند".(Newton, 1998)

در قانون مجازات اسلامی (تعزیرات) ، ورشکستگی را بدین شکل تعریف میکند:

ورشکستگی حالت یک بازرگان یا شرکتی تجاری است که از پرداخت بدهی‌های خود ناتوان شود و نتواند پیمان‌های بازرگانی خود را عملی کند". ورشکستگی و مقررات آن تنها دربرگیرندهٔ بازرگانان می‌شود و چنانچه اشخاص عادی قادر به پرداخت بدهی خود نباشند اصطلاحاً به آنان «معسر» گفته می‌شود.(صقری،1376 :۴۴)

تعاریف دیگر ورشکستگی به شرح زیر است :

‌گیتمن[[26]](#footnote-26) معتقد است ورشکستگي‌ هنگامي‌ رخ‌ مي‌دهد که‌ بدهی های‌ يک‌ شرکت‌ از ارزش‌ دارائي هاي‌ موجود در شرکت‌ تجاوز کند(صقری،1376 :۴۵)

‌ ازنظر حقوقي، ورشکستگي‌ عبارت‌ است‌ از اين‌ که‌ بدهکار از کل‌ دارايي‌ خود به‌ نفع‌ طلبکار صرف‌نظر کند. ولي‌ هرگاه‌ از ورشکستگي‌ برائت‌ حاصل‌ کند، مي‌تواند مجدداً‌ کار خود را آغاز کند. (قائم‌مقام‌ فراهاني، 14:1368)

منوچهر فرهنگ ورشکستگي را، اقدامي‌ قانوني می داند که‌ به‌ موجب‌ آن‌ به ‌طورکلي دارایی های‌ يک‌ بدهکار عاجز از پرداخت‌ بدهي‌ خود به‌ سود طلبکاران‌ ضبط‌ ‌شود. (قائم‌مقام‌ فراهاني، 15:1368)

# 2-3-2- مباحث حقوقی مرتبط با ورشکستگی

# 2-3-2-1- منشأء تاريخي قانون ورشكستگي

در زمان های قديم ضرب المثلي وجود داشت، كسي كه نتواند از جيبش خرج كند بايستي از جانش مايه بگذارد. اين ضرب‌المثل، كاربردي بيرحمانه كلامي داشت. قانون رم باستان (سال 450 قبل از ميلاد) اعلام كرد كه طرف استقراض كننده در گرو بستانكار خود مي‌باشد بدين معني كه وثيقه بازپرداخت بدهي، خود شخص مقروض مي‌باشد و در صورتي كه فرد بدهكار موفق به بازپرداخت نمي‌شد، طلبكار مي‌توانست او را جلب نمايد. سپس طلبكار در انظار عمومي درخواست مي‌كرد كه كسي براي پرداخت طلب او داوطلب شود و اگر كسي داوطلب نمي‌شد، بستانكار فرد بدهكار را مي‌كشت و يا مي‌فروخت. در كتاب مقدس[12] اشاراتي وجود دارد كه در آن آمده: .... يكي از زنان پسر يكي از پيامبران، خطاب به اليشع نبي (پيامبر بني‌اسرائيل) فرياد زد: خادم شما و شوهر من مرده است و شما مي‌دانيد كه خادم شما خدا ترس بود، و طلبكار آمده است كه دو كودك مرا به بردگي خودش ببرد. اليشع نبي گفت: برو از همه همسايگان خود ظرفي قرض كن و از يك كوزه روغن تمامي ظروف را پر كن و سپس روغن ها را بفروش و بدهي خود را بپرداز. در آن صورت خود و فرزندانت مي‌توانيد به زندگي ادامه دهيد. در يونان باستان تحت قانوني جنايي در اكو (623 سال قبل از ميلاد)، بدهكاري، در رديف جنايت، توهين به مقدسات و ساير جرم هاي بزرگ طبقه‌بندي مي‌شد.

(سولون[[27]](#footnote-27) مقنن يوناني)، در دوران حكومت خود مقرر نمود كه ديوني كه پس از يك بار مطالبه پرداخت نشوند بايستي بخشيده شوند اما بدهكار و ورث او نفي بلد مي‌شوند.(نیوتن[[28]](#footnote-28) ;1998:.51)

هدف از طراحی قوانین اولیه ورشکستگی در انگلستان، کمک به طلبکارها برای گرفتن دارایی‌های بدهکار بود و نه حمایت از بدهکار یا بخشش بدهی‌های وی. «بند ورشکستگی» در قانون اساسی آمریکا نیز همین هدف حمایت از طلبکار را در قوانین اولیه ورشکستگی منعکس می‌سازد.

طبق «اصول کنفدراسیون» (اولین قانون اساسی آمریکا.م)، ایالت‌ها به تنهایی روابط میان طلبکارها و بدهکارها را کنترل می‌کردند و این وضعیت، به قوانین ایالتی گوناگون و متناقضی منجر شد که بسیاری از آنها، در حمایت از بدهکارها بودند و در راستای جانبداری از کشاورزها طراحی گردیده بودند. تا این که تعیین قدرت ورشکستگی در ماده ۱، بخش ۸، همانند دیگر مواد قانون اساسی، جهت ترغیب، تشکیل و توسعه یک جمهوری تجاری و تعدیل زیاده‌روی‌های قوانین ایالتی که از بدهکاران حمایت می‌کردند، طراحی شد.

شایان ذکر است که تحت‌اصول کنفدراسیون، تعداد بدهکاران به شدت افزایش یافته بود. همان طور که جیمز مدیسون در نشریه «فدرالیست» شماره ۴۲، آورده است: «ایجاد قوانین یکنواخت در زمینه ورشکستگی با کنترل تجارت ارتباط بسیار عمیقی دارد و از کلاهبرداری‌های بسیاری پیشگیری خواهد نمود (مانند مواردی که طرفین تجارت یا اموال آنها در دیگر ایالات واقع شده باشند یا به ایالت‌های دیگری که مصالح آنها در آن تهدید نمی‌شود منتقل شوند)».

همان طور که گفته شد هدف اصلی بند مربوط به ورشکستگی، حمایت از طلبکارها و نه بدهکارها بود و در واقع، زندانی شدن بدهکارها در بسیاری از ایالت‌ها تا قرن هجدهم ادامه داشت. در قرن ۱۹، دولت فدرال در موارد مربوط به ورشکستگی تنها به صورت پراکنده و در واکنش به رکودهای مهم اقتصادی از قدرت خود استفاده می‌کرد. اولین قانون ورشکستگی، از ۱۸۰۰ تا ۱۸۰۳ دوام یافت، دومین مورد آن از ۱۸۴۱ تا ۱۸۴۳ و سومین قانون از ۱۸۶۷ تا ۱۸۷۸ اعمال گردیدند. در دوره‌هایی که هیچ قانون ورشکستگی فدرالی وجود نداشت، تنها ایالت‌ها بودند که به روابط میان بدهکارها و طلبکارها نظارت می‌کردند. اولین قانون ورشکستگی فدرال پایدار در سال ۱۸۹۸ اعمال گردید.

این قانون با در نظر گرفتن متمم آن، تا سال ۱۹۸۷ برقرار بود تا اینکه با یک قانون جامع جدید که ساختار آن تا به امروز پابرجا است، جایگزین شد. از آنجا که قانون ورشکستگی تنها زمانی اعمال می‌گردد که بدهکار از پس پرداخت دیون خود برنیاید، لذا قوانین ایالتی و نامربوط به ورشکستگی بر بسیاری از مسائل مرتبط با روابط استاندارد میان طلبکارها و بدهکارها، از قبیل قراردادها، وام‌های ملکی، وثیقه‌ها و اجرای احکام نظارت دارند. از این رو می‌توان گفت که قانون فدرال ورشکستگی سیستمی‌شامل قوانین فدرال است که روی زیربنای قوانین ایالتی قرار گرفته است و منجر به ایجاد تنوع و گوناگونی در موارد مربوط به طلبکار- بدهکار می‌گردد. قانون ورشکستگی در اصل تلاش می‌کند تا از حقوق اساسی غیر ورشکستگی محافظت به عمل آورد. به عنوان مثال طلبکار باید مدارک معتبری برای اثبات این که بدهکار در حال ورشکستگی است، ارائه دهد.

# 2-6-1-1- ورشکستگی و قوانین مرتبط با آن در ایران

را می‌توان در حالت به عادی به تقصیر و به تقلب تقسیم نمود.

الف - ورشکستگی عادی

برابر مواد ۴۱۲ و ۴۱۳ ق.ت. کسی ورشکسته عادی محسوب می‌شود که تاجر یا شرکت تجارتی بوده و از پرداخت وجوهی که برعهده دارد متوقف گردد و ظرف ۳ روز از تاریخ وقفه که در ادای قروض یاسایر تعهدات نقدی او حاصل شده باشد توقف خود را به دفتر دادگاه عمومی محل اقامت خود اظهار نموده و صورت حساب دارائی و کلیه دفاتر تجارتی خود را به دفتر دادگاه مزبور تسلیم نماید.صورت حساب موصوف باید مورخ بوده و به امضا تاجر رسیده و تعداد و تقویم کلیه اموال منقول و غیر منقول تاجر متوقف بطور مشروح صورت کلیه قروض و مطالبات و نیز صورت نفع و ضرر و صورت مخارج شخصی در آن مندرج گردد. بنابراین اگر تاجر یا شرکت تجارتی بدهکار ظرف مهلت مقرر توقف از تادیه دیون خود را به دادگاه صلاحیتدار به انضمام مدارک موردنظر اعلام کرد ورشکستگی عادی محسوب می‌شود.

ب - ورشکستگی به تقصیر

اول - موارد چهارگانه الزامی صدور حکم ورشستگی به تقصیر (ماده ۵۴۱ ق.ت). 1- مخارج شخصی یامخارج افراد تحت تکفل تاجر در ایام عادی به نسبت عایدی او فوق العاده شود. 2- تاجر مبالغ زیادی از سرمایه خود را صرف معاملاتی کند که در عرف تجارتی موهوم بوده و یا سودآوری معاملات مذکور منوط به اتفاق محض باشد. ۳- تاجر به منظور به تاخیر انداختن ورشکستگی خود خریدی گران‌تر یا فروشی ارزان‌تر از قیمت روز کند و برای بدست آوردن وجه نقد به روش دور از صرفه متوسل شود مثل استقراض یا صدور برات سازشی وغیره. ۴- تاجر پس از تاریخ توقف از ادای دیون و قروضی که بر عهده دارد یکی از طلبکاران خود را بر سایرین ترجیح داده و طلب او را بپردازد. دوم -موارد سه گانه اختیاری صدورحکم ورشکستگی به تقصیر (ماده ۵۴۲ ق.ت.( ۱- تاجر به حساب دیگری و بدون آنکه عوضی دریافت نماید تعهداتی کرده باشد که نظر به وضعیت مالی او انجام تعهدات مزبور فوق العاده باشد. ۲- عملیات تجارتی او متوقف شده و مطابق ماده ۴۱۳ قانون تجارت رفتار نکرده باشد. ۳- تاجر دفاتر نداشته یا دفاتر او ناقص یا بی ترتیب بوده یا در صورت دارائی وضعیت واقعی خود را اعم از قروض و مطالبات بطور صریح معین نکند مشروط بر آنکه مورد اخیر الذکر تقلبی نکرده باشد. سوم - تعقیب جزائی و مجازات تاجر ورشکسته به تقصیر تعقیب تاجر ورشکسته به تقصیر بنا به تقاضای هر یک از طلبکاران یا دادستان و یا مدیر تصفیه پس از تصویب اکثریت بستانکاران به عمل می‌آید (مواد ۵۴۴ و ۵۴۷ ق.ت.( **اگر تعقیب تاجر ورشکسته به تقصیر از طرف دادستان به عمل آمده باشد هزینه دادرسی آن به هیچ وجه به عهده هیئت طلبکاران نمی‌باشد. اگر مدیر تصفیه ورشکسته به تقصیر را به نام بستانکاران تعقیب نماید در صورت برائت ورشکسته موصوف هزینه تعقیب به عهده بستانکاران می‌باشد و چنانچه تعقیب از طرف یکی از طلبکاران به عمل آمده باشد و ورشکسته برائت حاصل نماید هزینه دادرسی به عهده طلبکار است اما درصورت محکومیت ورشکسته مزبور هزینه دادرسی به عهده دولت خواهد بود.**

مجازات تاجر ورشکسته به تقصیر از ۶ ماه تا ۲ سال حبس می‌باشد (ماده ۶۷۱ قانون مجازات اسلامی تعزیرات).

ج - ورشکستگی به تقلب

مطابق ماده ۵۴۹ ق.ت. اگر تاجر دفاتر تجارتی خود را از روی عمد و سونیت مفقود نماید یا قسمتی از دارائی خود را مخفی کند و یا به طریق مواضعه و معاملات صوری آن را از بین ببرد و بالاخره اگر به وسیله اسناد یا به وسیله صورت دارائی و قروض به طور تقلب به میزانی که در واقع مدیون نمی‌باشد خود را مدیون قلمداد نماید ورشکسته به تقلب محسوب می‌شود. تعقیب جزائی و مجازات تاجر ورشکسته به تقلب همانند تعقب جزائی ورشکسته به تقصیر می‌باشد و مجازات کسانی که به عنوان ورشکسته به تقلب محکوم می‌شوند از ۱ تا ۵ سال حبس می‌باشد (ماده ۶۷۰ قانون مجازات اسلامی (تعزیرات)

تا قبل از تصويب قوانين تجاري مصوب 1303، 1304 و 1311 در ايران، قانونگذار ما مقرراتي را براي ورشكستگي وضع نكرده بود و مقررات راجع به افلاس، هم در مورد تجار و هم در مورد غير تجار اعمال و اجرا مي‌شد. به موجب اين مقررات، به بدهكاري كه از پرداخت ديون خود عاجز بود، مفلس تلقي شده، اموالش از تصرفش خارج و با نظارت حاكم ميان طلبكاران تقسيم مي‌شد. هرگاه بدهكار از بد حادثه مفلس مي‌شد به مصداق اصطلاح «المفلس في امان ا...» تحت حاكميت حاكم قرار مي‌گرفت تا مورد اذيت و آزار طلبكاران واقع نشود و هرگاه مرتكب سو استفاده مي‌شد مجازات مي‌گرديد.

از آنجا كه مقررات اعسار، كه اصولاً نسبت به بدهكار سختگيري چنداني نداشت، با تحول و توسعه روابط اقتصادي و بازرگاني و نيز تفاوت ميان معاملات اشخاص عادي، با معاملات تجاري، جوابگوي ضرورت هاي امر تسويه و تقسيم دارايي تاجر ميان طلبكاران نبود و لذا، قانونگذار ايران با استفاده از مقررات حقوقي اروپايي موضوع ورشكستگي را با تصويب قوانين تجاري، وارد حقوق ايران كرد.)ستوده تهرانی،ج4،1381: 100 )

در این بخش به بررسی مفاد قانون تجارت مصوب سال 1311 و اصطلا‌حات بعدی آن پرداخته می‌شود و در این زمینه لا‌یحه اصلا‌ح قانون تجارت که اخیراً به مجلس شورای اسلا‌می جهت تصویب ارائه شده و مراحل نهایی تصویب را می‌گذراند مورد بررسی و مقایسه با قانون فعلی قرار می‌گیرد. با توجه به اینکه قانون یادشده هنوز مصوب نشده است رئوس موارد ذکر می‌شود.

طبق ماده 141 لا‌یحه اصلا‌حیه قسمتی از قانون تجارت مصوب سال 1347 وظایف شرکت در صورت ورشکستگی به شرح زیر بیان شده است:

اگر براثر زیان های وارده حداقل نصف سرمایه شرکت از میان برود، هیئت مدیره مکلف است بلا‌فاصله مجمع عمومی فوق‌العاده صاحبان سهام را دعوت نماید تا موضوع انحلا‌ل یا بقای شرکت مورد شور و رای واقع شود. هرگاه مجمع مزبور رای به انحلا‌ل شرکت ندهد باید در همان جلسه و با رعایت مقررات ماده 6 این قانون، سرمایه شرکت را به مبلغ سرمایه موجود کاهش دهد. در صورتی که هیئت مدیره برخلا‌ف این ماده به دعوت مجمع عمومی فوق‌العاده مبادرت نکند و یا مجمعی که دعوت می‌شود نتواند مطابق مقررات قانونی منعقد گردد هر ذینفع می‌تواند انحلا‌ل شرکت را از دادگاه صلا‌حیتدار درخواست کند.

گرچه در این ماده قانونی امر ورشکستگی به صراحت مشخص نشده است اما در ماده 143 همین قانون که در ادامه خواهد آمد ورشکستگی تصریح گردیده است.

همان‌طور که می‌بینیم طبق قانون تجارت، شرکت ورشکسته شرکتی است که دارای زیان انباشته حداقل به میزان نصف کل سرمایه شرکت باشد. در این صورت می‌باید مجمع عمومی فوق‌العاده تشکیل و در مورد انحلا‌ل یا ادامه فعالیت شرکت تصمیم گیری شود. بنابراین قانون ، حمایت اندکی از ذینفعان و بخصوص اعتباردهندگان می‌کند و شرکت را در مورد بقا یا انحلا‌ل مخیر می‌داند، در حالی‌که ممکن است کل سرمایه آنها براثر این تصمیم گیری از دست برود. از طرف دیگر حتی تعریف ورشکستگی شرکت هم مبتنی بر منافع سهامداران بوده و معیار را زیان انباشته و سرمایه اسمی می‌داند. قدرت پرداخت دیون شرکت به عنوان معیاری که برای تعیین وضع مالی شرکت و تداوم فعالیت آن نقش کلیدی را داراست، در قانون درنظر گرفته نشده است. )منصور،1379 ،39)

با این حال، ماده 143 تا حدودی بر منافع اعتباردهندگان (یا صاحبان دین) تکیه کرده است. در این ماده از قانون تصریح می‌گردد:

در صورتی که شرکت ورشکسته شود یا هنگام انحلا‌ل معلوم شود که دارایی شرکت برای تادیه دیون آن کافی نیست دادگاه صلا‌حیتدار می‌تواند به تقاضای هر ذینفع ،هر یک از مدیران و یا مدیرعاملی را که ورشکستگی شرکت یا کافی نبودن دارایی شرکت به نحوی از انحا، معلول تخلفات او بوده منفرداً یا متضامناٌ به تادیه آن قسمت از دیونی که پرداخت آن از دارایی شرکت ممکن نیست، محکوم کند .طبق این ماده، شکایت از مسئولا‌ن ورشکستگی شرکت منوط به‌عدم قدرت پرداخت دیون است و به‌طورضمنی این معیار درنظر گرفته شده است. علا‌وه بر این در ماده 412 قانون فعلی نیز اشاره مختصری به تادیه دیون شده است. در زیر قسمتی از ماده فوق آمده است:

ورشکستگی تاجر یا شرکت تجارتی در نتیجه توقف از تادیه وجوهی که برعهده اوست حاصل می‌شود.

در پیش‌نویس لا‌یحه اصلا‌ح قانون تجارت که در جریان تصویب است، طبق ماده 835 تشخیص سازمانی به نام سازمان بازسازی، ملا‌ک ادامه فعالیت طبق ضوابط بازسازی قرار گرفته است. در حالی‌که در قانون فعلی ناتوانی از پرداخت دیون ملا‌ک ورشکستگی شناخته شده است.

ماده 835 به شرح زیراست:

تاجری که توانایی پرداخت دیون خود را ندارد ولی، به تشخیص سازمان بازسازی قادر به ادامه فعالیت تجارتی است، مشمول بازسازی قرار می‌گیرد. مشمولا‌ن این ماده مکلفند ظرف مدت سی روز از تاریخ شروع توقف در پرداخت دیون، درخواست رسیدگی به سازمان بازسازی تسلیم نمایند.(همان منبع،40:1379،)یکی از تسهیلا‌ت قانون جدید برای اشخاص حقیقی و حقوقی در شرف ورشکستگی، ایجاد یک مرحله میانی به نام بازسازی به منظور تامین حقوق طلبکاران ضمن نظارت در ادامه فعالیت اجرایی و مالی شرکت یا تاجر جهت مساعدت و جلوگیری از ورشکستگی قطعی است، که نکته حائز اهمیتی است که در قانون جدید مورد توجه قرار گرفته و آثار مثبت اقتصادی خواهد داشت.

به هرحال اعلا‌ن یا درخواست ورشکستگی به عهده خود شرکت یا بستانکاران است. ماده 415 قانون تجارت فعلی نیز به همین مسئله اشاره دارد:

ورشکستگی تاجر به حکم محکمه بدایت در موارد زیر اعلا‌م می‌شود:

الف- برحسب اظهار خود تاجر،

ب- به موجب تقاضای یک یا چند نفر از طلبکارها،

ج- برحسب تقاضای مدعی‌العموم بدایت

در لا‌یحه اصلا‌ح قانون تجارت (ماده 837) نیز به درخواست گروه ها و اشخاص مندرج در قانون فعلی، هیئت تشخیص درخصوص ناتوانی تاجر از پرداخت دیون، توقف و تاریخ آن و همچنین شمول بازسازی یا ورشکستگی تصمیم گیری می‌کند. علا‌وه بر این که تبصره 1 ماده مذکور در مورد بند«ب» ، مواردی شامل مطالبات کارگری، تامین‌اجتماعی، استیجاری و مالیاتی ناشی از فعالیت تجارتی نیز می‌شود که در قانون فعلی این مورد مسکوت بوده است. ‌همچنین در تبصره 2 ماده مذکور معیارهای احراز ناتوانی تاجر در پرداخت دیون، توقف و تاریخ آن و... منوط به تصویب آیین‌نامه اجرایی این قانون از طرف هیئت وزیران بوده است. تدوین آیین‌نامه اجرایی در این مورد در جهت شفاف‌سازی و مشخص شدن معیارهای ورشکستگی که قبلا‌ً قانون به صورت کلی به آن اشاره کرده بود، موثر است.

تا به امروز ، با وجود طرح هایی که بخصوص در اداره کل تصفیه تهیه شده ، هیچ گونه تحول در ارتقای سطح کیفی مقررات ورشکستگی حاصل نگردیده است. اما این بدان معنی نیست که قوانین موصوف موضوعیت خود را از دست داده ، و می توان از استناد به آن صرف نظر نمود.

همان گونه که در ذیل بیان شده ، ویژگی های قوانین یاد شده به طور خلاصه بدین شرح است :

1- وجود صرفاً یک آیین به نام ورشکستگی یا توقف که عبارت است از بازسازی اموال، فروش و تقسیم آن میان بستانکاران . مع ذلک ، احتمال دارد امر ورشکستگی با انعقاد قرارداد ارفاقی خاتمه یابد.

2- مهلت سه روزه جهت اعلام توقف پرداخت ها از جانب بدهکار

3- قابلیت بطلان اهم عملیات دوران توقف یا مشکوک .

4- شروع تقریبی ورشکستگی از تاریخ آغاز توقف.

5- پیش بینی تنبیهات مهم علیه ورشکسته.

6- درنظر گرفتن یک اجرای احکام اختصاصی به نام اداره تصفیه امور ورشکستگی برای شهرهای بزرگ . در سایر نقاط ، طبق قاعده کلی، مدیر تصفیه و عضو ناظر اقدام می نمایند.

همان‌طور که ملا‌حظه شد ورشکستگی تجاری ممکن است دلا‌یل متعددی داشته باشد. در کشورهای توسعه یافته این مقوله از طریق سیستم های قانونی مورد توجه و نظارت قرار می‌گیرد اما در کشورهایی که ثبات تجاری و اقتصادی کمتر است، احتمال ورشکستگی بیشتر می‌شود، خصوصاً اگر قانون نیز حمایت اندکی از ذینفعان ورشکستگی انجام دهد. بنابراین لا‌زم است روشی برگزیده شود که وضعیت مالی شرکت را ارزیابی کند، ولی از آنجا که هیچ یک از روش های ارزیابی عملکرد در دنیا مدل کاملی ارائه نمی‌دهد و همواره در کنار یک مدل پیش‌بینی، نیاز به قضاوت حرفه‌ای تصمیم گیرنده نیز می‌باشد، اتکا به یک مدل پیش‌بینی ورشکستگی همیشه منتهی به تصمیم صحیح از طرف گروههای ذینفع نمی‌شود .)صقری ،1376: 23)

مبحث ورشكستگي و تسويه امور ورشكسته در حقوق تجارت ايران از مباحثي است كه به آن توجه چنداني نشده است، اين بي‌مهري ظاهراً از اين فكر ناشي مي‌شود كه گويا بحث ورشكستگي فاقد آن كاربرد عملي است كه درمورد اسناد يا شركت هاي تجاري صدق مي‌كند. در واقع عدم توجه به مقررات ورشكستگي و عدم موفقيت مقررات راجع به آن ، با وجود تغيير مقررات تسويه در سال 1318، به دليل بي اعتمادي مراجعان به نحوه قضاوت و رسيدگي به اين امر در دادگاه و نيز از طريق تسويه امور ورشكسته است. تجربه نشان داده است كه طلبكاران هم بايد دقت زيادي را صرف رسيدگي قضايي كنند و هم هزينه‌هايي را كه امر تسويه لازم دارد متحمل شوند. از طرف ديگر گاه حكمي كه دادگاه با رسيدگي عجولانه صادر كرده است، پس از گذشت سال ها در ديوان كشور نقض مي‌شود، در حالي كه اموال ورشكسته با توجه به ماده 418 قانون تجارت كه اجراي موقت حكم ورشكستگي را مقرر كرده است، به فروش رسيده است. در ضمن كاركنان تاجر يا موسسه تجاري در طرف ديگر قضيه قرار دارند كه اگر با در نظر گرفتن نفع طلبكاران، حكم ورشكستگي تاجر يا موسسه تجاري صادر شوند، از نظر كار و حقوق اجتماعي زيان خواهند ديد و لازم است به وضع آنان توجه شود.

ورشکستگی در قانون تجارت ايران از قانون 18-7م. فرانسه اقتباس شده و در اغلب شهرهاي ايران لازم الاجرا است به اين معضلات توجه چنداني نشده است و با اينكه حقوق راجع به ورشكستگي در كشورهاي پيشرفته دنيا تحولات بسياري يافته است، حقوق تجارت ما در اين زمينه، چون زمينه‌هاي ديگر اين رشته از حقوق، تحولی پيدا نكرده است. (اسکینی ، 1380:13 )

# 2-3-2-3- بررسي قانون ورشكستگي در برخي كشورها

تحقيق در مورد علل ورشكستگي در بسياري از كشورهاي سراسر جهان انجام شده است . نتايج بدست آمده متفاوت است ، از آن جمله لاپورتا ، لوپز ، دي – سيلاتر ، اشليفر و ويشني (1999) اختلافات بين كشورها در نوع قوانين ، مقررات و اجراي آن در مورد روش هاي ورشكستگي را بررسي كردند . نتيجه يافته هاي آنها اين بود كه كشورهاي داراي سيستم قضايي قوي تر و حفاظت از سرمايه گذار ، بازارهاي اعتبار را تشويق مي كنند . كلاسنس ، جانكو و كلاپر (2002) دريافتند كه در يك نمونه از كشورهاي آسياي شرقي ، بستانكاران بيشتر در معرض تحمل هزينه هاي ورشكستگي هستند .

كلاپر (2001) طي پژوهشي براي بانك جهاني ، روي كشورهاي مختلف در دنيا و قوانين ورشكستگي آنها مطالعه كرده است . كشورهاي مورد مطالعه وي همگي قوانين ورشكستگي داشتند كه نقدينگي و تجديد ساختار شركت هاي ورشكسته را مجاز مي كرد او در مورد اينكه چرا نتيجه استفاده از قوانين يكسان در كشورهاي مختلف تغيير مي كند ، مطالعه كرد. وي انتظار داشت كه اين مسئله به تفاوتهاي موجود در سيستم هاي قضايي مربوط باشد . ضمنا" تاثير توسعه بازارهاي سرمايه ، مقياس بخش بانكداري و درجه ثبات و رشد اقتصادي كلان بر استفاده از قانون ورشكستگي نيز مورد انتظار بود .

كلاپر (2001) 37 كشور وداده هاي قانوني ، مالي و ساير مشخصه هاي آنها را كه بر ورشكستگي قانوني شركتها تاثير مي گذارد ، بررسي كرد. او دريافت كه اگر كارايي سيستم قضايي بالا باشد ، حقوق بستانكاران در كشور ، قوي ، سيستم مالي بازارگرا و روابط بانكي ضعيف تر باشد ، ورشكستگي هاي قانوني شركتها بيشتر خواهد بود.

مطالعات بانك جهاني نشان مي دهد كه كشورهايي كه مبناي قانون عرضي ( انگليس مدار ) دارند ، بيشترين حفاظت از سرمايه گذار را فراهم مي سازند در حالي كه آنهايي كه مبدا قانون مدني دارند

( فرانسه ، آلمان و اسكانديناوي ) حداقل حفاظت از حقوق سرمايه گذار را ارائه مي دهند. به علاوه يافته ها نشان داد كه ارتباط سهمي بين مبدأهاي قانوني و اداره شركت ( موضوعاتي مثل پرداخت سود و مالكيت شركت ) و در سراسر دنيا وجود دارد.

# 2-6-1-2- سیاست‌های قانون ورشکستگی

برای تعیین سیاست های قانون ورشکستگی ، در این بخش قانون ورشکستگی آمریکا را مورد بررسی و تحلیل قرار می دهیم.قانون ورشکستگی آمریکا در خدمت سه هدف عمده است:

۱) حل مشکلاتی که بین طلبکارها در ارتباط با یک بدهکار ورشکسته به وجود می‌آید.

۲) ارائه «فرصتی دوباره» به افراد بدهکاری که به شدت به خاطر بدهی‌های خود تحت‌فشار قرار دارند.

۳) نجات و حفظ ارزش شرکت‌های تحت‌فشار با استفاده از سازمان‌دهی مجدد و جلوگیری از انحلال شرکت‌ها.( زیمسکی ،2005 ، 114)[[29]](#footnote-29)

اولا قانون ورشکستگی مشکل مربوط به وجود طلبکارهای متعدد را حل می‌کند. قانون پرداخت بدهی در موارد غیرورشکستگی، فرآیندی فردی شده‌ است و به مبادلات دوجانبه میان طلبکارها و بدهکارها بستگی دارد. در مواردی غیر از ورشکستگی، وصول بدهی‌ها در اصل مسابقه‌ای است که به تلاش و کوشش فراوان نیاز دارد. طلبکارهایی که بتوانند مطالبه خود علیه بدهکار را به ادعا علیه اموال وی تبدیل کنند، تحت‌قوانین ایالتی مجاز و محق به انجام چنین کاری هستند، اما طلبکاران نمی‌توانند برخی از اموال فرد بدهکار (مثلا خانه وی) را طلب کنند. با این وجود، در صورتی که یک فرد بدهکار ورشکست شده و دارایی‌های کافی برای راضی ساختن همه طلبکارها وجود نداشته باشد، مشکلی عمومی و مشترک به وجود می‌آید. هر یک از طلبکارها، از این انگیزه برخوردار هستند که تلاش کنند تا دارایی‌های بدهکار را به تصرف خود درآورند حتی در صورتی که این امر سبب شود که دارایی‌های مشترک و عمومی طلبکارها، در کل، زودتر از موعد به پایان رسند. اگرچه با همکاری طلبکارها در توزیع دارایی‌های فرد بدهکار به گونه‌ای قاعده‌مند، وضعیت آنها به عنوان یک گروه بهتر خواهد شد، اما هر یک از این افراد طلبکار انگیزه‌ دارند که جهت قاپیدن سهم خود به رقابت برخیزند. اگر یکی از طلبکارها منتظر بماند، اما دیگران این کار را نکنند آنگاه دارایی‌های کافی برای برآورده شدن مطالبات وی موجود نخواهد بود. ورشکستگی، این رقابت را به نفع توزیعی قاعده‌مند از دارایی‌های فرد بدهکار متوقف می‌سازد. این امر، از طریق اقامه دعوی جمعی رخ می‌دهد و همه افرادی که علیه فرد بدهکار اقامه دعوی کرده‌اند را به طور مشترک در بر می‌گیرد. به محض اینکه فرد بدهکار، اعلام ورشکستگی کند، همه اقدامات جمعی طلبکارها، به صورت خودکار متوقف شده و از انجام فعالیت‌های بیشتر در راستای وصول بدهی بدون اجازه دادگاه ورشکستگی ممانعت به عمل می‌آید. علاوه‌بر آن، هر گونه وصول بدهی از بدهکار ورشکست شده از سوی طلبکارها در دوره پیش از تشکیل پرونده ورشکستگی فرد بدهکار، می‌تواند مورد ممانعت قرار گیرد.

یک گزینه سیاستی جالب که در‌حال ‌حاضر قانونی نیست، این است که طرفین مجاز باشند که مشکل دسترسی مشترک را از طریق قرارداد و قوانین شرکتی حل کرده و لذا نیازی به اعلام ورشکستگی نباشد.

دومین هدفی که قانون ورشکستگی آنرا دنبال می‌کند، فراهم آوردن امکان «آغاز مجدد» برای فرد بدهکار از طریق لغو بدهی‌های وی هنگام ورشکستگی است، اگر چه موارد بسیاری برای توجیه آغاز مجدد ارائه شده‌اند، اما هیچ یک از آنها کاملا راضی‌کننده نبوده و مبنایی قاطع برای قانون فعلی درآمریکا فراهم نمی‌آورند. بر مبنای قانون فعلی، بدهی فرد بدهکار لغو می‌شود و این حق برای بدهکار، اجباری و غیرقابل چشم‌پوشی است. این امر باعث می‌شود که ریسک وام‌دهی به فرد بدهکار افزایش یافته، هزینه اعطای اعتبار به همه بدهکارها بالا رفته و به سهمیه‌بندی و کاهش اعطای اعتبار به قرض‌گیرنده‌های پرریسک منجر ‌شود. این در حالی است که بدهکار‌ها بتوانند از حق لغو بدهی خود در برخی شرایط یا در تمامی موقعیت‌ها چشم‌پوشی کرده یا از این حق به طور کامل استفاده نکنند، ممکن است کارآتر باشد و وضعیت بهتری را برای آنها به وجود آورد، زیرا در این صورت بدهکاران می‌توانند با صرف‌نظر کردن از حق لغو بدهی‌های خود، از نرخ‌های بهره پایین‌تر یا دیگر شرایط اعتبارگیری مناسب‌ برخوردار شوند. در واقع، سیستم قانونی آمریکا در فراهم کردن یک سیاست آغاز مجدد اجباری، منحصر به فرد است.

نرخ اعلام ورشکستگی شخصی در بیست و پنج سال گذشته به طرز چشمگیری افزایش یافته و از کمتر از ۲۰۰هزار مورد در سال ۱۹۷۹ به بیش از ۶/۱میلیون مورد در ۲۰۰۴رسیده است.این نرخ‌های اعلام ورشکستگی شخصی به طور معمول، به واسطه عواملی چون میزان بالای بدهی‌های شخصی، طلاق و بیکاری ایجاد می‌شدند. اما با توجه به رفاه بی‌سابقه در طی بیست و پنج سال اخیر که دوره‌ای است که در آن به طور کلی نرخ بیکاری پایین، نرخ طلاق رو به کاهش، نرخ‌های بهره پایین و انباشت سریع ثروت خانواده‌ها در اثر رونق شدید بازار بورس و املاک مسکونی را شاهد بوده‌ایم، این مدل سنتی از دلایل اعلام ورشکستگی مصرف‌کننده‌ها غیرقابل دفاع شده است. برخی معتقدند که کاهش بدنامی‌های مرتبط با ورشکستگی، تغییر در هزینه‌ها و فواید نسبی اقتصادی اعلام ورشکستگی ( به ویژه آسان‌گیری قوانین ورشکستگی در «آیین‌نامه ورشکستگی» مصوب ۱۹۷۸) و تغییر در خود سیستم اعتبار مصرف‌کننده‌ها سبب شده است که افراد، نسبت به گذشته تمایل بیشتری برای اعلام ورشکستگی داشته باشند . کنگره در واکنش به این افزایش بی‌سابقه در ورشکستگی های شخصی و دلایل مربوط به آن، اصلاحاتی را در راستای کاهش سوء‌استفاده از سیستم فعلی و فریب‌کاری در آن پیشنهاد کرده است. یکی از تغییرات پیشنهاد شده این است که افراد پر‌درآمدی که اعلام ورشکستگی می‌کنند، ملزم باشند که بخشی از بدهی‌های خود را از محل درآمدهای آتی خود بپردازند.( زيويكي،1383 ،12 )

سومین سیاست ورشکستگی، تشویق به سازمان‌دهی مجدد شرکت‌هایی است که تحت‌فشار مالی قرار دارند. شاید اگر شرکتی که در معرض مشکلاتی مالی قرار دارد بتواند به فعالیت ادامه دهد، نسبت به زمانی که تعطیل شده و برای برآورده ساختن مطالبات طلبکارها به تدریج فروخته می‌شود، پرارزش‌تر باشد. ارزش دارایی‌های یک شرکت در صورتی که تحت‌مالکیت همان شرکت باشند، بیشتر از حالتی است که شرکت منحل شده و به طرف سوم فروخته شود. این قبیل دارایی‌ها می‌توانند شامل دارایی‌های فیزیکی (مثل دستگاه‌های سفارشی)، دارایی‌های سرمایه انسانی (مثل مدیران یا نیروی کار با مهارت ویژه) یا روابطی خاص میان دارایی‌های مختلف شرکت (از قبیل دانش مربوط به بهترین حالت استفاده از مالکیت فکری) باشند. از این‌رو، حفظ ترکیب فعلی دارایی‌ها می‌تواند در مقایسه با انحلال شرکت طلبکارها را در وضعیت بهتری قرار دهد. راه‌آهن در آغاز قرن گذشته، مثالی برای این اصل به شمار می‌رود. به جای انحلال و فروش جداگانه اجزای مختلف شبکه ریلی(مثل جداسازی ریل‌ها و فروش آنها به صورت قطعات فولادی)، بازسازی شبکه ریلی در دستور کار قرار گرفت و این امر سبب شد که این شبکه پابرجا مانده و قطارها به حرکت خود ادامه دهند و از محل درآمدهای عملیاتی شرکت، مبالغی به طلبکارها پرداخت گردد.

با این حال ممکن است که شرکت‌ها تنها تحت‌فشار مالی نباشند. برخی از آن شرکت‌ها از لحاظ اقتصادی با ناکامی روبه‌رو شده و ارزشی که تولید می‌کنند، کمتر از هزینه فرصت دارایی‌هایشان است. کارایی اقتصادی و نگرانی نسبت به طلبکارها، چنین شرکت‌هایی را مجبور به انحلال خواهد ساخت و موجب خواهد شد که دارایی‌های آنها در مواردی به کار برده شوند که ارزش بیشتری تولید کنند. به عنوان نمونه، با در نظر گرفتن حضور فراگیر کامپیوتر‌ها، مشخص بود که انحلال شرکت تولید دستگاه‌های تایپ اسمیت کرونا و فراهم آوردن امکان آموزش مجدد کارگران و به کارگیری دوباره دارایی‌های فیزیکی آن در جای دیگر، کاملا اقتصادی بود. مشکل است که بتوان شرکتی که تحت‌فشار مالی است را از شرکتی که از لحاظ اقتصادی شکست خورده، تمیز دهیم و مطمئن نیستیم که سیستم سازمان‌دهی مجدد فعلی در ایجاد این تمایز کاملا دقیق عمل کند. اولا تصمیم درباره سازمان‌دهی دوباره توسط یک قاضی ورشکستگی و نه توسط بازار اتخاذ می‌شود. بنابراین تصمیم به سازمان‌دهی مجدد، لزوما مشمول نوعی برنامه‌ریزی متمرکز حداقلی است که در آن قاضی‌ ورشکستگی تصمیم می‌گیرد که آیا اجازه ادامه فعالیت به شرکت داده شود یا اینکه شرکت منحل گردد. به عبارت دیگر، این تصمیم در معرض مشکلاتی است که برنامه‌ریزی متمرکز به طور کلی به وجود می‌آورد. ثانیا تصمیم به اعلام ورشکستگی و انتخاب دادگاهی که این کار در آن صورت می‌گیرد، توسط خود بدهکار و مدیران شرکت بدهکار اتخاذ می‌شود. بدهکاران در دادگاه‌های مشخص که با احتمال بیشتری به سازمان‌دهی مجدد رای می‌دهند، پرونده باز می‌کنند تا از این طریق بتوانند مشاغل خود را حفظ کنند. ثالثا افرادی که از حکم سازمان‌دهی مجدد منتفع می‌شوند (مدیران، کارگران، عرضه‌کننده‌های مواد اولیه و...) انگیزه‌های زیادی دارند تا در پرونده ورشکستگی وارد شده و قاضی را از منافع خود آگاه سازند. به‌علاوه طلبکارانی که ضمانت‌های قوی در دست دارند تنها در صورتی سازمان‌دهی مجدد را خواهند پذیرفت که ادامه فعالیت شرکت از انحلال آن برایشان با ارزش‌تر باشد، اما طلبکارانی که در صورت منحل شدن شرکت هیچ امیدی برای بازگشت سرمایه‌گذاری خود ندارند، از این انگیزه برخوردارند که حتی در صورتی که تنها احتمال بسیار کمی‌برای موثر بودن سازمان‌دهی مجدد شرکت وجود داشته باشد، از این امر حمایت کنند، چرا که احتمال بسیار پایین وقوع امری مثبت بهتر از آن است که مطمئن باشیم هیچ نتیجه‌ای نخواهیم گرفت. برخی از کارشناسان با توجه به خطاها و ناکارآمدی‌های موجود در سیستم فعلی پیشنهاد داده‌اند که سیستم متمرکز و قضایی فعلی جایگزین گردد یا حداقل به وسیله مکانیسم‌های مختلف بازار تکمیل گردد. یکی از این قبیل مکانیسم‌ها، این است که دارایی‌های شرکت به مزایده گذاشته شود. مکانیسم دیگر، قراردادهایی (مثلا به شکل منشور شرکت) است که در صورت ورشکستگی شرکت اعمال شوند. چنین سیستمی طلبکاری‌ها را از خطرات مربوط به معامله با یک شرکت خاص آگاه خواهد ساخت. این امر سبب می‌گردد که نرخ‌های بهره و دیگر شرایط اعتباردهی بسته به شرایط شرکت تعیین شوند.

اما باید در نظر گرفته شود که هزینه‌های اقتصادی سازمان‌دهی‌های مجدد غیرکارآمد، می‌توانند چشمگیر و قابل ملاحظه باشند. اولا در موارد بزرگ، هزینه‌های مستقیم سازمان‌دهی مجدد ناشی از ورشکستگی، معمولا از چند صد میلیون دلار فراتر می‌روند. ثانیا حفظ تخصیص فعلی دارایی‌ها حتی در صورت موقتی بودن، هزینه فرصت بالایی دارد. مثلا شرکتی که با ناکامی روبه‌رو شده، اما کماکان به فعالیت ادامه می‌دهد و کارگران و دارایی‌هایش را همچنان حفظ می‌کند نه تنها موجب می‌شود که تخصیص مجدد این دارایی‌ها در کاربردهای با ارزش‌تری در دیگر شرکت‌ها و صنایع کند شود، بلکه به مصرف‌کننده، عرضه کننده‌های مواد اولیه و دیگران نیز ضرر می‌رساند.(زيويكي،1383 )

# 2-6-1-3- تئوري های ‌ ورشكستگي

ورشكستگي شركت‌ها زيان هنگفتي را براي سرمايه‌گذاران، طلبكاران، مديران، كارگران، عرضه كنندگان و مشتريان ايجاد مي‌كند. اگر كسي علت اضمحلال شركت‌ها را متوجه شود، با برنامه‌ريزي لازم شركت را از مرگ حتمي نجات مي‌دهد. بنابراين پيش‌بيني ورشكستگي شركت‌ها پيش‌ نياز جلوگيري ورشكستي است. در چنين حالتي محققين اطلاعات زيادي را در پيش‌بيني بالقوه ورشكستگي مورد بررسي قرار می‌دهند. مثلاً انتخاب نسبت ها و تجزيه و تحليل آنها مي‌تواند نقطه‌هاي انحراف براي پيش‌بيني ورشكستگي شركت ها نشان دهند. اگرچه بين نسبت های مرتبط در ميان محققين اختلاف نظر وجود دارد، شايد دليل اين اختلاف فقدان تعريف تئوريكي ورشكستگي به طور عملي از ارائه اختلاف فقدان تعريف تئوريكي ورشكستگي باشد. ادبيات ورشكستگي به طور عملي از ارائه يك تئوري كامل براي توضيح اين موضوع كه چرا شركت ها به طرف ورشكستگي مي‌روند عاجز مي‌باشند.

عدم صلاحيت مديريت، كاهش سودآوري، تحميل بدهي سنگين مي‌تواند تفسير روشن از احتمال ورشكستگي بر مبناي يك تئوري باشد. به هر حال اگر شخصي جهت جلوگيري از ورشكستگي و اضمحلال شركت‌ها كوشش كند، ضروري است دلايل اساسي اضمحلال شركت ها را شناسايي كند.

بررسي ادبيات ورشكستگي شركت ها سه موضوع را روشن كرده است:

اول- فقدان يك تئوري اساسي

دوم- فقدان مباني در انتخاب نسبت ها – در اين بخش دو موضوع وجود دارد:

الف- مباني نسبت های پيش‌بیني مشكل است

ب- در نسبت های حسابداري انتخابي اختلاف نظر وجود دارد و اين اختلاف نظر باعث جلوگيري از فهم دلايل ورشكستگي است.

سوم- در نهايت متالوژي مورد استفاده در پيدا كردن مدل پيش‌بيني ورشكستگي در ادبيات ورشكستگي با مشكل مواجه بوده و انتقاد‌آميز است.

بسياري از مطالعات در خصوص ورشكستگي شركت‌ها به صورت سخنران توسط محققين عمدتاً درباره علت آن بوده است.

به هر حال دو نوع از ادبيات ورشكستگي به طور جداگانه توسط آقای جانگ یونگ مطرح است.

1- ادبيات ورشكستگي كه توسط *عملگرايان* ارائه شده كه انواع مدل‌هاي پيش‌بيني (اغلب كاملاً موفق بوده) به دليل نداشتن پايه تئوريكي قابل انتقاد است. ضمناً آن دسته از افرادي كه دلايل ورشكستگي را جمع‌آوري مي‌كنند، بيشتر تشريحي است تا اينكه اطلاعات مقاير و كمي باشد و كوشش آنها به استنتاج ضعف ذاتي كه منجر به ورشكستگي شده است متمركز مي‌باشد. بنابراين در حال حاضر تئوري تشريحي و پيش‌بيني به موجب تجزيه و تحليل داده‌ها به طور جداگانه مورد بحث قرار مي‌گيرد كه اين جداسازي خود مي‌تواند نارضايتي را در ادبيات ورشكستگي ظاهر سازد. اگرچه تجزيه و تحليل نسبت های حسابداري مي‌تواند براي محقق يك انتخاب باشد اما اين انتخاب نسبت ها براي همه محققين مشترك نيست و به همين دليل اختلاف نسبت ها، نتايج داده‌ها و جمع‌آوري اطلاعات و نتايج آن را با مشكل مواجه مي‌سازد.

2- مباني تئوري تجزيه و تحليل ورشكستگي به طور *سطحي* در ادبيات ورشكستگي مورد بحث قرار گرفته است، اينجا اين سئوال وجود دارد كه چه مشكلاتي شركت‌ها را به طرف ورشكستگي سوق خواهند داد. البته مشكلات و نقص‌هايي كه به پروسه ورشكستگي كمك خواهند كرد (مثل نقدينگي و تجديد سازماندهي يا ادغام). آيا انتخاب يك تئوري مي‌تواند به مديران براي جلوگيري از اضمحلال و ورشكستگي شركت كمك كند؟ آيا جهت‌گيري به سمت يك تئوري ورشكستگي مفيد است؟ .(رهنمای روپشتی،نیکومرام،شاهور دیانی،1385 : ۴۸۴).

# 2-6-1-4- تئوري جديد ورشكستگي

تئوري ورشكستگي يعني شكستي در شركت اتفاق افتاده كه به دليل نبودن كنترل توسط يك و يا گروهي از سهامداران بوده است. ورشكستگي نه به صورت اطلاعات و انعكاس حسابداري در شركت، بلكه به دليل وجود ارزش خالص منفي شركت مي‌باشد. به‌عنوان يك احساس منطقي معمولاً مديران سعي در جلب حمايت سهامداران درمقابل مخالفان را دارند. تاريخ شركت ها نشان می ‌دهد كه مشكلات و مسائل وقتي به وجود مي‌آيد كه يك و يا چند نفر از سهامداران روي تجزيه و تحليل اطلاعات حسابداري متمركز مي‌گردند. بسياري از شركت ها كه ورشكسته شدند، از طريق اطلاعات حسابداري نتوانستند حمايت سهامداران را جلب كنند، زيرا مديران قادر به جلب رضايت انواع سهامداران نيستند و برنامه حمايتي اجرا نمي‌كنند. بيشتر شركت‌هايي كه ورشكسته نيستند بايد برنامه‌هايي از نظر اطلاعات حسابداري براي جلب حمايت سهامداران اجرا كنند. زيرا مديريت با تكنيك‌هاي عدم توانايي روبرو است، مثلاً فقدان دارايي نقدي كافي براي رضايت سهامداران كه در صورت طلب آنها بايستي پرداخت شود. صاحبان سهام، طلبكاران، مديران، كاركنان، مشتريان، فروشندگان و نمايندگان دولت، از جمله عوامل ورشكستگي تلقي مي‌شوند. نبودن كنترل در شركت، مدركي عليه شركت است كه احتمالاً هر فردي مي‌تواند مدعي آن باشد.

جانگ یونگ معتقد است به طور سنتي ورشكستگي و درماندگي روي اقلام بدهي متمركز شده كه در صورت مراجعه، امكان پرداخت وجود نداشته باشد. در حقيقت در تعدادي از قراردادها نحوه پرداخت مطالبات در زمان درماندگي و قصور درج و شرط گذاشته شده است و براي حفظ نقدينگي و پرداخت طبق قرارداد آنها مفادي در قرارداد به‌عنوان وظيفه نظارتي براي مديران مالي مي‌گنجانند.

از زمان آقاي کینز اين تئوري اقتصادي شناخته شده بود كه مديريت از مالكيت جدا است. در سال 1963 آقاي سولومون به‌عنوان يك اقتصاددان قديمي اعلام كرد كه مديران شركت‌ها بايستي مورد مراقبت قرار گيرند. او توضيح مي دهد كه تئوري اقتصادي كلاسيك از زمان آقاي آدام اسميت هدف اوليه ايجاد ثروت ملي با حداكثر كردن سود است و زماني كه مالكيت انحصاري جايگزين مديريت حاضر شود، با اين هدف انتخابي دارايي ،حجم و ساختار مالي شركت مهم به نظر مي‌رسد. سولومون توضيح مي‌دهد وقتي كه حداكثر كردن سود هدف نباشد، مديريت به صورت شخص امين خدمت مي‌كند اما نه فقط براي مالكان، بلكه براي همه افراد و همه بخش‌هايي كه با شركت سرو كار دارند شامل كاركنان، مشتريان، فروشندگان، اعتبار دهندگان، دولت مردان، مردم عادي و حتي براي خودشان. در اين وضعيت ايدئولوژي حداكثر كردن سود، غير واقعي است، در اين حالت مجموعه‌اي از اهداف شامل ارائه خدمات بهتر، زندگي طولاني‌تر، رضايت شخصي و سود منطقي وجود خواهد داشت. البته اين به آن معني نيست كه سود حداكثر نخواهد شد بلكه در دراز مدت سود در بخش‌هاي مختلف به صورت رضايتمندانه حداكثر مي‌شود. اين نظريه اشاره دارد كه در يك مجموعه‌ي شركت ها، مديريت مي‌تواند به اهداف ديگر به‌عنوان مقدمه زندگي طولاني‌تر براي شركت بيانديشد.( کامورنون[[30]](#footnote-30) ، 1990 ، 58)

البته قبل از به وجود آمدن شركت هاي بزرگ، مدير – مالك مجبور بود توجه بيشتري به كاركنان، مشتريان و فروشندگان داشته باشد اما زماني كه مدير از مالك جدا شد توجه كمتري مورد نياز است. در نظريه ايده‌آل جهاني آدام اسميت كه مالك جانشين كارگران مي‌شوند (اتحاديه‌ها ديگر قدرتي نيستند) مشتريان ديگر با حجم وسيعي از انتخاب ها براي خريدهاي مورد نياز خويش مواجه نيستند و كانال‌هاي تلويزيوني با تبليغات مد روز در هر زمان انتخاب را پيچيده‌تر نمي‌كنند، بلكه در آن حالت مردم عادي روي اصول عمل مي‌كنند و عبارت «اجازه دهيد خريدار بررسي كند» حاكم مي‌شود.

با ايجاد شركت‌هاي جديد تجاري هم مديريت و هم اهداف آن شركت ها به وسيله مديران امين رقم خورده مي‌شود. طولاني شدن عمر شركت به توانايي مديريت شركت و رضايت يك طيف وسيع از بخش‌ شركت مرتبط مي‌باشد. در ميان اين گروه صاحبان سهام محدود نبوده بلكه طيف وسيعي از مديران و كاركنان شركت به‌عنوان مالكان جديد شركت شناخته مي‌شوند.

كارشناسان مالي اين تئوري را مطرح كردند كه حداكثر كردن ثروت اين گروه منحصراً وابسته به مديران مالي است، حتي اعتبار دهندگان به مالكان وابسته هستند و اهميت زيادي براي اقلام بدهي به‌عنوان يك موضوع مهم در تجارت قائل هستند و در قرار دادهاي مالي با چشم و گوش باز عمل خواهند كرد. همچنين براي طولاني كردن عمر شركت مديران بايستي رضايت كاركنان، مشتريان و فروشندگان را جلب نمايند. مزيت اتحاديه‌هاي كارگري اين است كه مديران را در ابتدا مجبور به توجه بيشتر به كارگران مي‌كند و و با گذشت زمان سرمايه‌گذاران نياز به افزايش و رشد توليد در شركت دارند. در جايي كه اتحاديه‌هاي كارگري قوي هستند انعطاف‌پذيري در مورد دستمزدها كاهش پيدا مي کند و توان مديريت به كنترل اين پيچيدگي‌ها سنجيده مي‌شود.

عمليات شبيه جرم به انجام كارهاي ناصحيح به اين پيچيدگي‌ها مي‌افزايد. در اين وضعيت رقابت‌ها افزايش مي‌يابد ، برنامه‌هاي بازاريابي پيشرفت مي‌كند و تغييرات مارك‌هاي تجاري و اطلاعات تكنولوژي دائماً ايجاد مي‌شود. با يك نسل ديد از مصرف كننده مواجه خواهيم بود و اشخاص سريعتر شكل مي‌گيرند و بي‌ثبات مي‌شوند و جلب رضايت اين گروه براي مديران مشكلات بيشتري دارد.در نهايت وابستگي به عرضه كننده بيشتر مي‌شود. در وضعيت رقابتي شركت‌هاي بزرگ به دقت جلوي عرضه‌هاي كوتاه‌مدت به دليل هزينه زمان توقف توليد را مي‌گيرند.

بخش ديگري كه مديريت بايد توجه كند اينكه دولت به طور همزمان مشكلاتي را براي مديريت ايجاد مي‌كند در زمان طولاني عمر شركت، مديريت بايد به ماليات زياد، انجمن‌هاي مسئله‌آفرين و بدهی های احتمالي توجه بيشتري داشته باشد. البته دولت نسبت به سهامداران وارد عمل مي‌شود، به هر حال از اين نظر قدرت دولت دو برابر مي‌شود و عمليات تحت عنوان قانون، فشار را روي مديريت و قدرت كنترل عمليات شركت وارد مي‌كند و دولت به عنوان مالك درصد بالايي از سود را انتظار دارد. اثبات قدرت دولت شامل اعمال قانون مالياتي، تحميل نقش كنترلي و عمليات غير انحصارگرايانه است. در نهايت عدم كنترل مديريت مي‌تواند شركت را به طرف ورشكستگي هدايت كند.(رهنمای روپشتی،و همکاران ،1385 : 485)

# 2-6-1-5- دلايل ورشكستگي

تعيين دليل يا دلايل دقيق ورشكستگي و مشكلات مالي در هر مورد خاص كار آساني نيست . در اغلب موارد دلايل متعددي با هم منجر به پديده ورشكستگي مي شوند.اما طبق تحقيقات دان و براد استريت دلايل اصلي ورشكستگي مشكلات مالي و اقتصادي است .

در برخي موارد دلايل ورشكستگي با آزمون صورتهاي مالي وثبتهامشخص مي شود. حسابداراني كه در تجزيه و تحليل وضع مالي شركت هاي رو به زوال تجربه دارند مي توانند به راحتي دلايل ورشكستگي را شناسايي و تعيين كنند. اما گاهي ، بعضي مسائل از گردش مناسب در يك واحد تجاري در يك دوره نسبتا" كوتاه مدت حمايت مي كند و ورشكستگي را از چشم حسابداران پنهان مي سازد .

# 2-6-1-5-1- دلایل ورشکستگی از دیدگاه نیوتن

نيوتن (1998) دلايل ورشكستگي را بطور كلي به دو دسته تقسيم كرده است.

الف- دلایل برون سازماني

ب- دلایل درون سازماني

الف- دلایل برون سازمانی

1- ويژگيهاي سيستم اقتصادي :

مديريت شركت بايد تغييراتي را كه در ساختار اقتصادي رخ مي دهد بپذيرد. ولي نميتواند تغييري در آنها ايجاد كند . بلكه بايد تعديلات لازم را درعمليات شركت در جهت اين سيستم پياده سازد . شركتهاي بزرگ داراي سازمان هستند اما شركتهاي كوچكتر بيشتر در معرض خطر ورشكستگي قرار دارند ، چون شركتهاي بزرگ بهتر مي توانند در شرايط نبود ثبات بازار مقاومت نمايند.

2- رقابت :

يكي از دلايل دیگر ورشكستگي، رقابت است ، اما مديريت كارا نقطه مقابل اين دليل است .

3- تغييرات در تجارت و بهبودها و انتقالات در تقاضاي عمومي :

اگر شركتها از بكارگيري روش هاي مدرن و شناخت وسيع و بموقع خواسته هاي مصرف كننده جديد ، ناتوان باشند شكست مي خورند.

4- نوسانات تجاري :

مطالعات نشان داده است كه ناسازگاري بين توليد و مصرف ، عدم استخدام ، كاهش در ميزان فروش ، سقوط قيمت ها و ... باعث افزايش تعداد شركت هاي ورشكسته شده است . به هر حال نبود آرامش موقت عامل زير بنايي ورشكستگي شناخته نشده است .

5- تامين مالي :

پروفسور ناماكي[[31]](#footnote-31) با استفاده از داده هاي بانك جهاني براي دوره 1980-1990 عنوان كرد كه مشكلات مرتبط با تامين مالي بيشتر از شرايط اقتصادي ، باعث ورشكستگي شركت هاي كوچك مي شود .

6- تصادفات :

برخي از عوامل ، بسيار فراتر از كنترل شركت هستند مانند رويدادهاي طبيعي . برخي از آنها به نام اعمال خداوند معروفند . اين گروه در همه جوامع صرف نظر از سيستم خاص اقتصادي ، ديده مي شود.

نيوتن (1998) عوامل درون سازماني ورشكستگي واحدهاي تجاري را عواملي مي داند كه مي توان با برخي اقدامات واحد تجاري از آنها جلوگيري كرد . اغلب اين عوامل ناشي از تصميم گيري غلط است و مسئوليت آنها را بايد مستقيما" متوجه خود واحدهاي تجاري دانست .

ب- دلایل درون سازماني

1- ايجاد و توسعه بيش از اندازه اعتبار :

اگر شركت ، اعطاي اعتبار به مشتريان را بيش از اندازه توسعه بخشد در دريافت ديون از بدهكاران دچار مشكل می گردد . توزيع كننده ها در صورت فروش كالا به مصرف كننده قادر به پرداخت بدهيهايشان هستند ، پس اعتبار اعطا شده از توليد كننده به توزيع كننده و نهايتا" به مصرف كننده توسعه داده مي شود. در اين حالت يك زنجيره اعتبار ايجاد مي شود و اگر يك حلقه در اين زنجيره ورشكست شود خطر سقوط همه زنجيره وجود دارد . راه حل مناسب افزايش بررسي هاي اعتباري و محدود كردن حتي الامكان فروش هاي نسيه است . گرچه ممكن است برخي شرکت‌ها فکر کنند که از دست دادن حجم فروش های نسیه ، زیان بیشتری از سوخت شدن برخی مطالباتشان براي آنها به همراه دارد. اما تصميم غلط درباره اعطاي اعتبار ممكن است باعث ايجاد ريسك در فعاليت مالي خود شركت گرددو اين زيانهاي اعتباري غير معمول، ممكن است ساختار مالي شركت را براي ادامه فعاليت تضعيف نمايد.

2- مديريت ناكارا:

فقدان آموزش ،تجربه ، توانايي و ابتكار مديريت ،عدم همکاری و ارتباط موثرمدیریت با افراد حرفه ای ، واحد تجاري را در باقي ماندن در عرصه رقابت و تكنولوژي دچار مشكل مي سازد . بيشترين تعداد ورشكستگيها به اين دلايل بوده اند . عدم همكاري و ارتباط موثر مديريت با افراد حرفه اي هم در اين طبقه قرار مي گيرد .

ادامه پژوهش تجاري دانشگاه پيترزبرگ مطالعه اي روي 10 كارخانه توليدي ناموفق طي سالهاي 1954 و 1956 انجام داد. شركت هاي ورشكسته با 10 شركت موفق مخالف يكديگر بودند و اختلافات آنها به شرح ذيل بود.

شركتهاي ناموفق سوابق ضعيف و رويه هاي نگهداري سوابق ضعيف داشتند ، شركتهاي موفق منابع زماني و مالي بيشتري براي توسعه محصول صرف مي كردند ، شركتهاي ناموفق فراتر از عمق تكنولوژي در دسترس خود رفته بودند ، مديران آنها از تحليل بازار و فروش غفلت مي ورزيدند . نتيجه نهايي اين تحقيق نشان داد كه ورشكستگيهاي مورد بررسي بخاطر كوچك بودن اين شركتها نبود بلكه بخاطر مديريت بد (سوء مديريت) بود . برخي از اين مديريت هاي ناكارا بخاطر تحميل زياد وظايف بيش از زمان در دسترس ، به يك مدير بود . آنها مسئوليت هاي مختلفي داشتند كه فرصت رسيدگي به همه آنها را نداشتند . شايد ورشكستگي يك فرصت مناسب براي رهايي مدير بود كه مي شد از آن اجتناب ورزيد.

جامعه متخصصان ورشكستگي (انگليس ) ، هزار و هفتصد شركت را كه طي سال 1992 ورشكست شده بودند بررسي كرد و دريافت كه مديريت شركت بزرگترين دليل سقوط شركتها بوده است . بعد از آن به ترتيب بازار ، فقدان سرمايه گذاري اضافي لازم و تامين مالي بلند مدت عوامل ورشكستگي شناخته شدند.

نيوتن (1998) عنوان كرد كه مديريت ناكارا نمي تواند از عواملي چون فروش هاي ناكافي (كه منجربه ناكافي بودن باقي ماندن شركت درعرصه تجارت مي گردد)،قيمت گذاري نامناسب (كه موجب پذيرش زيان روي يك قلم يا سود بسيار اندك ميشود)، استفاده نادرست ازدريافتني ها و پرداختني ها ( عدم موفقيت در گرفتن تخفيفات عمده و عدم پرداخت بدهكاراني كه داراي وضع وخيم هستند )، هزينه هاي سربار و عملياتي بيش از اندازه و مخارج بهره بدهي هاي درازمدت بيش از اندازه (كه همه هزينه هاي ثابت هستند كه در مقابل درآمد قرار دارند و باعث بالا رفتن نقطه سر به سر مي شوند ، سرمايه گذاريهاي بيش از اندازه در دارائي هاي ثابت و موجوديها ( كه باعث محدوديت وجوه و در دسترس نبودن آن براي ايفاي ساير تعهدات مي گردد)، سرمايه در گردش ناكافي و نقدينگي ضعيف ( به خاطر بدهي جاري بيش از حد در نتيجه تحصيل دارائي هاي ثابت با استفاده از اعتبار كوتاه مدت )، ساختار سرمايه غير موزون ( نسبت نامطلوب بدهي به سرمايه ) ، پوشش بيمه اي نامناسب ( در مقابل زيانهاي ناشي از آتش سوزي ،‌سرقت و ... ) ، روش هاي ثبت نامناسب حسابداري (كه باعث دسترسي نداشتن مديريت به اطلاعات مورد نياز براي شناسايي مشكل و پيش گيري از آن مي گردد.) رشد بيش از اندازه (رشد سريع باعث نياز به وجه نقد بالا مي گردد . كه ممكن است شركت در كوتاه مدت قادر به ايفاي آن نباشد و براي دستيابي به آن متحمل هزينه بهره گردد.) و محدوديت ريسك ( شركت هايي كه مصرف كنندگان متنوعي ندارند در صورت سوخت شدن يك فروش نسيه يا ورشكستگي يك مصرف كننده به سرعت ورشكست مي شوند ) جلوگيري كند و هر يك از آنها ممكن است منجر به سقوط شركت گردد.

3- سرمايه ناكافي :

در صورتي كه سرمايه كافي نباشد ، شركت ممكن است قادر به پرداخت هزينه هاي عملياتي و تعهدات اعتباري در سر رسيد نگردد. با اين حال دليل اصلي مشكل ، معمولا" سرمايه ناكافي نيست و ناتواني در مديريت اثر بخش سرمايه ، مسئله اصلي است .

4 - خيانت و تقلب :

تعداد اندكي از ورشكستگيها با برنامه ريزي ، ساختگي و بر اثر تقلب می‌باشد

# 2-6-1-5-2- دلایل ورشکستگی از دیدگاه جونا آيابئي

جونا آيابئي نيز شاخص هاي نشان دهنده ورشكستگي ( وضع وخيم مالي )شركت را بصورت زير تقسيم كرده است :

1- كاهش سود نقدي :

اگر در طي زمان سود نقدي شركت رو به كاهش مستمر باشد اين امر را مي توان نشانهاي براي ورشكستگي تلقي كرد .

2- بستن كارخانه ها يا شعبه هاي شركت

3- زيانها :

زيانهاي عملياتي منجر به ناتواني از پرداخت سودهاي نقدي يا افزايش سرمايه گذاري مي شود که اين نیز شركت را بسوي ورشكستگي سوق ميدهد.

4- زياد بودن فصول كم كاري و توقف عمليات

5- استعفاي مديران ارشد :

مديران ارشد يك سازمان در جايگاهي هستند كه مي توانند عملكرد بعدي سازمان را ببينند . بنابراين آنها مي توانند زودتر استعفا دهند و به شركتهايي كه پتانسيل بهتري براي مقاومت در برابر ناملايمات اقتصادي دارند ملحق بشوند ، اين استعفا مي تواند يك نشانه عملكرد ضعيف باشد.

6- افت قيمت سهام :

قيمت هاي سهام نشان دهنده ارزشي هستند كه بازارها براي شركت قائل است . بي ثباتي و كاهش قيمت سهام ممكن است منجر به ترك شركت از سوي سهامداران با فروش سهام گرددو اعتبار دهندگان نيز عملكرد شركت را با قيمت سهام آن ارزيابي مي كنند .

2-3-4) انواع مدلهاي پيش بيني ورشكستگي :

اولين‌ تحقيق‌ در زمينه‌ پيش‌بيني‌ ورشکستگي‌ در سال‌ 1900 توسط‌ توماس‌ وودلاک‌ انجام‌ شد. وي‌ يک‌ تجزيه‌وتحليل‌ کلاسيک‌ در صنعت‌ راه‌آهن‌ انجام‌ داد و نتايج‌ تحقيق‌ خود را در مقاله‌ تحت‌ عنوان‌ "درصد هزينه‌هاي‌ عملياتي‌ به‌ سود انباشته‌ ناخالص" ارائه‌ کرد. در سال‌ 1911، لارس‌ جامبرلاين‌ در مقاله‌اي‌ تحت‌ عنوان‌ "اصول‌ سرمايه‌گذاري‌ اوراق‌ قرضه" از نسبت های‌ به‌دست‌ آمده‌ به‌وسيله‌ وودلاک، نسبت های‌ عملکرد را به‌وجود آورد. در سال‌ 1930 تا 1935، آرتور ونيکور و ريموند اسميت‌ در مطالعات‌ خود تحت‌عنوان‌ "روش های‌ تحليل‌ در نسبت های‌ مالي‌ شرکت‌هاي‌ ورشکسته" دريافتند که‌ صحيح‌ترين‌ نسبت‌ براي‌ تعيين‌ وضعيت‌ ورشکستگي، نسبت‌ سرمايه‌ در گردش‌ به‌ کل‌ دارايي‌ است. اولين‌ تحقيقاتي‌ که‌ باعث‌ ايجاد مدلي‌ براي‌ پيش‌بيني‌ ورشکستگي‌ شد، تحقيقات‌ ويليام‌ بيور در سال‌ 1966 بود. بيور يک‌ مجموعه‌ شامل‌ 30 نسبت‌ مالي‌ که‌ به‌نظر وي، بهترين‌ نسبت های براي‌ ارزيابي‌ سلامتي‌ يک‌ شرکت‌ بودند را انتخاب‌ کرد. سپس‌ نسبت ها را براساس‌ چگونگي‌ ارزيابي‌ شرکت‌ها، در شش‌ گروه‌ طبقه‌بندي‌ کرد. وي‌ طي‌ تحقيقات‌ خود به‌ اين‌ نتيجه‌ رسيد که‌ ارزش‌ هر نسبت، در ميزان‌ اعتبار طبقه‌بندي‌ شرکت‌ها در گروه هاي‌ شرکت‌هاي‌ ورشکسته‌ و غيرورشکسته‌ است، و ميزان‌ خطاي‌ طبقه‌بندي‌ کمتر، نشان‌دهنده‌ ارزش‌ بالاي‌ هر نسبت‌ است. طبق‌ اين‌ اصل، بيور نسبت‌ را که‌ داراي‌ کمترين‌ نرخ‌ خطاي‌ طبقه‌بندي‌ بود را به‌ ترتيب‌ اهميت‌ به‌ شرح‌ زير معرفي‌ کرد: جريان‌ نقد به‌ کل‌ دارايي، درآمد خالص‌ به‌ کل‌ دارايي، کل‌ بدهي‌ به‌ کل‌ دارايي، سرمايه‌ در گردش‌ به‌ کل‌ دارايي، نسبت‌ جاري‌ و نسبت‌ فاصله‌ عدم‌ اطمينان. در ادامه سیر تکوینی مدل های پیش بینی ور شکستگی را به ترتیب ظهورشان بررسی می کنیم.(رهنمای روپشتی،نیکومرام،شاهور دیانی ،1385: 512 (

2-3-4-1)مدل ويليام بيور

تحقيقات بيور منجر به ايجاد مدلي كه به مدل تك متغيره معروف است شد. بيور در سال 1966 يك مجموعه شامل 30 نسبت مالي كه به نظر او بهترين نسبتها براي ارزيابي سلامت يك شركت مي باشد را انتخاب كرد. اين گروه شش گانه عبارتند از :

1. نسبتهاي جريان نقد 2- نسبتهاي درآمد خالص

3- نسبتهاي بدهي به درآمد كل 4- نسبتهاي درآمدهاي كل

5- نسبتهاي درآمد نقد به بدهي موجود 6- نسبتهاي بازده حاصل از فروش .

بيور مدل خود را بر اساس چهار اصل تنظيم كرد ; اولاً درآمد نقد خالص يك شركت احتمال ورشكستگي را كاهش مي دهد . دوماً جريان نقد خالص بالا كه ناشي از فعاليت شركت در بازار مي باشد نيز احتمال ورشكستگي را پايين مي آورد . سوماً ميزان بدهي بالا براي هر شركت احتمال ورشكستگي آنها را بالا مي برد . چهارما" اينكه نرخ بالاي درآمد نقد مورد نياز به هزينه هاي عملياتي سرمايه احتمال ورشكستگي را بالا خواهد برد . او از اين اصول براي سنجش توانايي نسبت ها به پيش بيني ورشكستگي ، استفاده كرد . بيور براي اين كار 79 شركت ورشكسته و 79 شركت غير ورشكسته را انتخاب كرد ، سپس هر يك از 30 نسبت را در اين شركت ها مورد سنجش قرار داد. او در اين تحقيقات به اين نتيجه رسيد كه ميزان اعتبار پيش بيني هر يك از نسبتها متفاوت است .

همچنين شركت هاي ورشكسته نه فقط جريانهاي نقد كمتري از شركت هاي غير ورشكسته دارند بلكه مقدار ذخيره درآمدي نقد كمتري را نيز دارا مي باشند . در ضمن او پي برد كه اگر چه شركت هاي ورشكسته سرمايه كمتري براي پوشش تعهدات خود دارند ولي تمايل به گرفتن وام بيشتري را نسبت به شركت هاي غير ورشكسته دارند. بيور در انتهاي تحقيقات خود به اين نتيجه رسيد كه ارزش هر نسبت ، در ميزان اعتبار طبقه بندي شركتها در گروههاي ورشكسته مي باشد و ميزان خطاي طبقه بندي كمتر ، نشان دهنده ارزش بالاي هر نسبت مي باشد .

2-3-4-2) مدل آلتمن

آلتمن در سال 1968 از طريق تجزيه و تحليل چند مميزي[[32]](#footnote-32) و از ميان 22 نسبت مالي كه به نظر او بهترين پيش بيني كننده ها براي پيش بيني ورشكستگي بودند ، 5 نسبت مالي را بصورت تركيبي به عنوان بهترين پيش بيني كننده ورشكستگي انتخاب كرد.آلتمن درجه اهميت هريك از نسبت ها را مشخص نموده و به هر يك ضريبي متناسب با درجه تاثير آن تخصيص داده است ، كه مقياسي از لحاظ سنجش عددي بدست مي دهد . او ضريب مورد بحث را در نتيجه پژوهش موارد مختلف تعيين نموده است . اين ضرايب به شرح زير مي باشد :

جدول 2-2- ضرايب شاخص Z آلتمن

|  |  |
| --- | --- |
| نسبت | ضرايب |
| بازده دارايي X1 | 3/3 |
| نسبت فروش به دارايي X2 | 99/0 |
| نسبت ارزش روز سهام به بدهي X3 | 6/0 |
| نسبت سرمايه در گردش به دارايي X4 | 2/1 |
| نسبت سود انباشته به دارايي X5 | 4/1 |

ضرايب فوق را در نسبتهايي كه براي واحد مورد رسيدگي محاسبه مي شود ضرب مي كنند و حاصل جمع آنها را اصطلاحاً بنام شاخص z مي نامند .

X5 4/1 + X42/1 + X3 6/0+X2 99/0 +X1 3/3 = شاخص Z

در اين مدل اگر z آن بزرگتر از 99/2 باشد ، احتمال ورشكستگي آن خيلي كم است .

# 2-6-1-5-3- مدل دي كين

بعد از آلتمن تحقيقات ديگري براي پيش بيني ورشكستگي با استفاده از نسبت های مالي انجام شده كه هر چند در اين تحقيقات به واسطه بهبود در جمع آوري داده ها و روش های آماري ، روش ها اصلاح شد ولي نتايج به دست آمده توسط محققان به صورت قابل ملاحظه اي تغيير نيافت. به عنوان نمونه دي كين در سال 1972 به نسبت های اوليه آزمايش شده توسط بيور مراجعه كرد و از تصادف به جاي تطابق براي انتخاب نمونه شرکت‌هاي موفق استفاده كرد. معادله مميز به دست آمده دقت طبقه بندي مدل آلتمن را داشت و از توانايي تمايز تا سه سال قبل از ورشكستگي به صورت كار آمد برخوردار بود. اما وقتي با نمونه معتبر مطابقت داده شد، در نتايج حاصله عدم يكنواختي مشاهده شد. يعني تزلزل قابل ملاحظه اي در مدل برآوردي وجود داشت. ( علی خانی ،1385 )

# 2-6-1-5-4- مدل اسپرينگيت

اين مدل بر مبناي مطالعات آلتمن در سال 1978 بوسيله اسپرينگيت ايجاد شد. اسپرينگيت همانند آلتمن از تجزيه و تحليل چند مميزي براي انتخاب چهار نسبت مالي مناسب از ميان 19 نسبت كه بهترين نسبت ها براي تشخيص شركت هاي سالم و ورشكسته بود ، استفاده كرد.

جدول 2-3- ضرايب شاخص اسپرينگيت

|  |  |
| --- | --- |
| نسبت | ضريب |
| سرمايه در گردش به كل دارايي | 03/1 |
| سود ويژه قبل از بهره و ماليات به كل دارايي ها | 07/3 |
| سود ويژه قبل از ماليات به بدهي جاري | 66/0 |
| فروش به كل دارايي | 4/0 |

X44/0+X366/0+X207/3+X103/1 = شاخص Z

بر اساس مطالعات انجام شده توسط اسپرينگيت اگر شاخص محاسبه شده كمتر862/0 باشد شركت در يكي از دو سال آينده ورشكسته خواهد شد.

اسپرينگيت در سال 1979 اين مدل را روي 50 شركت امتحان كرد . كه نرخ دقتي حدود 88% براي دو سال قبل از ورشكستگي بدست آمد.

ساندسن در سال 1980 مدل اسپرينگيت را روي 24 شركت امتحان كرد و نرخ دقت 3/83 % را بدست آورد.

# 2-6-1-5-5- مدل اوهلسون

اوهلسون از نسبتهاي مالي و تجزيه و تحليل لوجستيك براي ايجاد مدل خود استفاده كرد مدل اوهلسون از 9 متغير تشكيل شده است .

9x 5/0-8x7/1-7x3/0+6x8/1-5x1/0+4x04/1-3x6+2x4/1-1x3/1- =Y

(شاخص سطح – GMP/ دارائي ها) log=1x

دارائي ها / بدهي ها = 2x

دارائي ها / سرمايه در گردش = 3x

دارائي جاري / بدهي جاري = 4x

عدد 1 اگر بدهيها بيشتر از دارائيها شده و گرنه عدد صفر = 5x

كل دارائيها / درآمد خالص = 6x

كل بدهي / وجوه حاصل از فعاليت = 7x

عدد 1 اگر درآمد خالص منفي براي دو سال گذشته باشد وگرنه عدد صفر = 8x

ميزان تغيير درآمد خالص = 9x

مطابق نظر اوهلسون اگر <y0 شود شركت ها ورشكسته خواهند شد . او اين مدل را روي يك نمونه 105 شركت ورشكسته و 205 شركت غير ورشكسته امتحان كرد كه نرخ دقتي حدود 85% براي يك سال قبل از ورشكستگي بدست آمد .

# 2-6-1-5-6- مدل تافلر

تافلر در سال 1983 در انگلستان تحقيقاتي در ارتباط با پيش‌بيني ورشكستگي انجام داد. وي اطلاعات 46 شركت ورشكسته در بين سال هاي 1976 – 1969 را جمع‌آوري كرد و با اطلاعات شرکت‌هاي موفق مطابقت داد و مدلي براي پيش‌بيني ارائه نمود كه به صورت زير است:

R :نرخ بازده سرمايه‌گذاري ها

W :سرمايه در گردش

FR :ريسك مالي، نسبت بدهي به حقوق صاحبان سهام

L :نقدينگي

تافلر سهم هر يك از متغيرها در مدل را به ترتيب 53، 13، 18، 16 درصد ارزيابي كرد. پس از ارائه اين مدل وي نمونه‌اي از شرکت‌هاي ريسك‌دار را انتخاب كرد و با استفاده از مدل فوق، آنها را ارزيابي نمود. مدل، 115 شركت از 825 شركت صنعتي موجود در بانك اطلاعاتي را در حد خطرناك طبقه‌بندي كرد. در طي 2 سال بعد 35% از شركت ها يا ورشكست شدند يا به لحاظ اقتصادي تقريباً با عدم توانايي در بازپرداخت بدهي ها روبرو شدند و بيش از 27% از شرکت‌ها هنوز هم در حد خطرناك باقي ماندند. واضح است كه مدل بعضي قابليت هاي پيش‌بيني را نشان مي‌دهد. اما اينكه مدل فوق ارزشمند است يا خير هنوز چندان روشن نيست زيرا علاوه بر اينكه 44 شركت از 115 شركت در حد خطرناك تا چهار سال بعد هنوز به فعاليت خود ادامه مي دادند. يكي از شرکت‌ها با وضعيت غيرخطرناك ورشكست شد. اين مدل مشكلات عملي را براي موسسات اعتباري به وجود آورد. زيرا بين 11 تا 21 درصد از وضعيت مشتريان بالقوه آنها را طي سال هاي 1980 – 1973 در حد خطرناك طبقه‌بندي كرده بود.( روپشتی ودیگران ،1385 :519).

# 2-6-1-5-7- مدل زميجوسكي

زميجوسكي از نسبت هاي مالي براي ايجاد مدل خود استفاده كرد كه فقط بر اساس ديدگاه نظري انتخاب نشده بودند بلكه آنها بر مبناي مطالعات پيشين زميجوسكي روي نسبتهاي مالي انتخاب شده بودند.

3x004/0-2x7/5+1x5/4-3/4- =Z

كل دارايي / سود خالص = X1

كل دارايي / كل بدهي = X2

بدهي جاري / دارايي جاري = X3

مطابق اين مدل اگر 0/5 > Z باشد ، شركت ورشكسته خواهد شد. او اين مدل را روي 40 شركت ورشكسته 800 شركت غيرورشكسته آزمون كرد كه نرخ دقتي حدود 78% براي يكسال قبل از ورشكستگي بدست آورد. در این تحقیق از این مدل برای تعیین وضعیت شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده می گردد.

# 2-6-1-5-8- مدل فالمر

فولمر از تجزيه و تحليل چند متغيره براي ارزيابي كاربرد 40 نسبت مالي براي يك نمونه 60تايي شامل 30 شركت ورشكسته و 30 شركت غير ورشكسته استفاده كرد.

9x 98/0-8x08/1-7x57/0+6x33/2-52x1/0+ 4x2/1-3x07/0+2x21/0-1x5/5 =F

كل دارايي / سود تقسيمي = x1

كل دارايي / فروش =x2

دارايي خالص / سود قبل از ماليات = x3

كل بدهي / جريان نقد = x4

كل دارايي / کل بدهي = x5

كل دارايي / بدهي جاري = x6

لگاريتم كل دارائي هاي محسوس = x7

كل بدهي / سرمايه در گردش = x8

بهره / لگاريتم سود قبل از بهره و ماليات = x9

مطابق اين مدل اگر < F 0باشد شركت ورشكسته خواهد شد .

تحقيقات اين دانشگاه نشان مي دهد كه دقت اين مدل 98% براي يكسال قبل از ورشكستگي و 81% براي بيش از يك سال قبل از ورشكستگي بوده است.

# 2-6-1-5-9- مدل سی اسکوار

اين مدل توسط عده اي از دانشمندان كانادايي ايجاد شد . آنها اين مدل را بر اساس تجزيه و تحليل چند متغيره طراحي كردند. آنها در تحقيق خود از 30 نسبت مالي همراه با يك نمونه 173 تايي از كارخانجات تجاري كوبس استفاده كردند.

76/2-3x393/0+2x508/4+1x509/4 =CA-Score

كل دارايي / سرمايه صاحبان سهام = x1

كل دارايي / مخارج مالي + درآمد قبل از ماليات =x2

كل دارائي / فروش = x3

مطابق مدل اگر-0.3 < CA-Score باشد، شركت ورشكسته خواهد شد.

# 2-6-1-5-10- مدل گرايس

گرايس مجموعه‌اي از مدل هاي پيش‌بيني ورشكستگي را براي ارزيابي حساسيت ساختار آنها نسبت به تركيبات متعدد نسبت های مالي، مورد مطالعه قرار داد. او مخصوصاً به مدل ها و ضرايب مورد استفاده كه شامل تركيبات متعدد نسبت های مالي بودند، توجه خاصي داشت.

مدل پيش‌بيني ورشكستگي كه توسط گرايس ارائه گرديد براساس مدل احتمالي شرط لوجيت مي‌باشد.

در مدل هاي لوجيت، نسبت هایي مالي شرکت‌ها در ضرايب مدل ضريب شده تا يك شاخص لوجيت (LCI) ايجاد شود.

مجموعه جواب هاي اين فرمول در حدود صفر تا يك مي‌باشد. احتمال ميان برد دقت پيش‌بيني اين فرمول عدد 5/0 مي‌باشد. انتخاب ميان برد، براساس نقطه بي‌تفاوتي بين خطاهاي نوع اول و دوم مي‌باشد. وزن هاي خطاهاي نوع اول و دوم به خاطر اين توسط گرايس مساوي در نظر گرفته شده بود كه غير قابل اجتناب بودن هر دو نوع خطا را پذيرفته است. بنابراين شرکت‌هايي كه احتمال ورشكستگي بزرگتر از 5/0 دارند به‌عنوان ورشكسته و شرکت‌هايي كه احتمال كوچكتر از 5/0 دارند به‌عنوان شرکت‌هاي غير ورشكسته طبقه‌بندي مي‌شوند.

گرايس براي اندازه‌گيري دقت پيش‌بيني مدل خود نمونه‌اي شامل شرکت‌هايي كه در يك گروه 5 ساله از سال 1988 تا 1993 تقاضاي ورشكستگي كرده‌اند و همچنين تعدادي شركت فعال در همان دوره استفاده كرد. اين حجم نمونه از 24 شركت ورشكسته و 24 شركت غير ورشكسته تشكيل شده بود. در اين آزمايش كه از نسبت های درآمد خالص به كل دارايي و كل بدهي به كل دارايي استفاده مي‌كرد، دقت پيش‌بيني حدود 79% براي سال قبل از ورشكستگي و 7% براي دو سال قبل از ورشكستگي به دست آمد.

اغلب مدل هاي پيش‌بيني ورشكستگي، نسبت هايي كه نشان دهنده نسبت هایي نقد، عملكرد و اهرم مالي شرکت‌ها است را براي ارزيابي خود به كار مي‌برند. مدل گرايس و تمام مدل هاي استفاده كننده از تركيبات مناسب نسبت های، از نسبت هایي درآمد خالص به كل دارايي، سرمايه در گردش به كل دارايي، كل بدهي به كل دارايي و تفاوت درآمد خالص و جريان نقدي عملياتي به كل دارايي به‌عنوان شاخص لوجيت استفاده مي‌كند. (صفری، 1381)

# 2-6-1-5-11- مدل زاوگين

مدل تدوين شده توسط خانم كريستين زاوگين كه از تحليل آماري لوجيت استفاده مي‌كند كاربرد مدل لوجيت نيازمند 4 مرحله است:

1- يكسري نسبت های مالي محاسبه مي‌شود كه در مدل پيش‌بيني زاوگين نسبت مي‌بايست محاسبه شود.

2- هر يك از نسبت ها، درضرايب آنها ضرب مي‌شود. ضرايب هر كشور مختص به آن كشور است و براي محاسبه ضرايب آن در هر كشور از تحليل آماري لوجيت كه شبيه به تحليل رگرسيون است، استفاده مي‌شود.

3- حاصل ضرب نسبت ها در ضرايبشان را با هم جمع كرده و y را بدست مي‌آوريم.

4- براي محاسبه احتمالي ورشكستگي شركت، y را در فرمول ( ) قرار داده و احتمال ورشكستگي هر شركت را كه يك عدد منحصر به فردي است، به دست مي‌آوريم.

در مدل مربوطه، متغيرهايي با ضرايب منفي احتمال ورشكستگي را افزايش می‌دهند **چون را** كاهش می‌دهند. متغيرهايي با ضرايب مثبت نيز احتمال ورشكستگي را كاهش می‌دهند. **چرا كه را** به طرف 1 سوق مي‌دهد.

خروجي مدل كه احتمال ورشكستگي شركت مربوطه است عددي در دامنه بين صفر تا يك است. هرچه اين عدد بزرگتر بوده و به يك نزديكتر باشد، احتمال ورشكستگي شركت بيشتر است و برعکس هرچه اين عدد كوچكتر باشد و به صفر نزديكتر باشد، احتمال ورشكستگي پايين‌تري را براي شركت نشان خواهد داد. (گجراتی ،1372: 625)

خانم زاوگين با استفاده از صورت هاي مالي شرکت‌هاي عادي و ورشكسته، ضرايب متغيرهاي مدلش را براي 5 سال محاسبه كرد. وي شرکت‌هاي ورشكسته سال 1980 را در نظر گرفته و ضرايب متغيرهاي مدلش را براي 5 سال متوالي 1975 تا 1979 حساب كرد. سپس براساس ضرايب مربوطه، احتمال ورشكستگي يك شركت ورشكسته را براي نمونه بررسي كرد. وي مشاهده كرد كه در دوره سال هاي 1975 تا 1979 احتمال ورشكستگي شركت مذكور روند صعودي داشته است. سپس تغييرات روند احتمال ورشكستگي شركت مذكور را با روند قيمت سهام آن شركت در طول آن سال ها بررسي كرد و مشاهده كرد كه همزمان با روند صعودي احتمال ورشكستگي شركت، قيمت سهام شركت تغييرات نزولي داشته و سال به سال همراه با افزايش احتمال ورشكستگي، كاهش يافته است.

مدل زاوگين به دليل عدم اتكاء به فرض نرمال بودن توزيع جامعه متغيرهاي مورد استفاده در مدل پيش‌بيني ورشكستگي، به واقعيت نزديك مي‌باشد، لكن مدل آلتمن به استناد فرضي كه براساس آن مدل را تدوين كرده‌اند، قابليت كاربرد در بسياري از جوامع با شرايط مختلف را دارد**.**

**با** اين حال، يكي از ايرادات وارد بر آن اين است كه در مدل زاوگين به دليل عدم اتكا به فرض نرمال بودن توزيع متغيرها و نسبت هایي مدل و استفاده مستقيم از تحليل هاي آمار ناپارامتريك و مدل لوجيت براي پيدا كردن ضرايب نسبت ها و متغيرهاي مدل پيش‌بيني، مقايسه با مدل هاي تحليل مميزي مثل مدل آلتمن، ضرايب محاسبه شده متغيرها با هم همبستگي كمتري دارند .(سلیمانی ، 1385 )

# 2-6-1-5-12- مدل فيلوسوفو

لئونيدو ولاديمير فيلوسوفو مسئله پيش‌بيني ورشكستگي شرکت‌ها را با ارزيابي همزمان فاصله مدتي كه ورشكستگي اتفاق مي‌افتد بررسي كردند. دو تا از اين فاكتورها كميت و كيفيت بدهي شركت هستند، در حالي كه دو فاكتور ديگر توانايي پرداخت بدهي هستند.

ارزش اين عامل با نزديك شدن به ورشكستگي افزايش مي‌يابد. اين عامل مي‌تواند به عنوان پيش‌گويي كننده ورشكستگي يك يا دو سال قبل از اينكه ورشكستگي اتفاق بيفتد به كار رود. افزایش تعهدات جاري به موجب نزديك شدن به سررسيد بدهی های بلند مدت شركت ايجاد مي شود. بدهي بلند مدت در سال قبل از تاريخ پرداخت مي‌تواند كاهش پيدا كند.

ارزش اين عامل در حالي كه شركت به ورشكستگي نزديك مي‌شود كاهش مي‌يابد. تحقيقات نشان داد كه پتانسيل قابل ملاحظه‌اي براي پيش‌بيني ورشكستگي شرکت‌ها تا سه سال قبل از اينكه اتفاق بيفتد وجود دارد.

يكي از نشانه‌هاي طبيعي رسيدن به ورشكستگي تقليل سود شركت و تغييرات آن به سوي زيان است. اين همه نوع سودي را شامل مي‌شود (عملياتي، ناخالص، خالص). سودهاي شركت در اين مواقع به دليل زیان های غير طبيعي و بعضي مواقع سودهاي غير طبيعي بسيار ناپايدار هستند. ارزش اين عامل زماني كه شركت به ورشكستگي نزديك مي‌شود كاهش مي‌يابد.

ارزش اين عامل زماني كه شركت به ورشكستگي نزديك مي‌شود افزايش مي‌يابد. پرداخت هاي بهره در 2 تا 3 سال قبل از ورشكستگي افزايش پيدا مي‌كند.

هدف فاكتورهاي پيش‌بيني كننده در اين تحقيق محاسبه درست آخرين احتمال ورشكستگي است. يك سري اطلاعات از 24 شركت كه منجر به ورشكستگي بين سال هاي 1988 – 1980 شد به‌عنوان ماده تجربی اصلی برای انتخاب فاکتورهای پیش بینی ، ساختار الگوریتم پیش بینی و برآورد قابلیتهایشان مورد استفاده قرار گرفت.

صورتحساب سود و زیان و ترازنامه شرکت‌ها و اطلاعات درباره تاریخ احساس وضعیت ورشکستگی جمع آوری شد.اطلاعات برای هر شرکت شامل بیش از هفت ترازنامه و صورتحساب سود و زیان سالانه است.

آخرین نسبت به تاریخ کمتر از یکسال قبل از تاریخ ورشکستگی است.کارایی متغیرهای قواعد پیش بینی در این تحقیق توسعه پیدا کرد و نشان داده شد که در شرایط برابر ، آنها بسیار کاراتر از قاعده Z اسکور آلتمن و قواعد محاسباتی آزمون شده هستند

# 2-7- پیشینه تحقیق

به دلیل وجود اثار و مطالات زیادی در حوزه حاکمیت شرکتی و درماندگی ورشکستگی مالی هم در پژوهشهای داخلی و هم در پژوهشهای خارجی ابتدا مطالعات انجام شده در حوزه حاکمیت شرکتی به صورت جداگانه و سپس مطالعات ورشکستگی را مورد بررسی قرار خواهیم داد و در نهایت مطالعاتی که که در حوزه حاکمیت و درماندگی می‌باشد ارایه می گردد.

# 2-7-1- پژوهشهای خارجی

لی[[33]](#footnote-33) (2008) در تحقیق خود اثر ساختار مالکیت را بر عملکرد مالی شرکتهای کره ای را مورد بررسی قرار داد.وی دو معیار تمرکزمالکیت(توزیع سهامی که در اختیار اکثریت سهامداران است) و ماهیت سهامداران(سرمایه گذاران خارجی و سرمایه گذاران نهادی)را به عنوان معرف ساختار مالکیت در نظر گرفت. نتایج این تحقیق نشان داد عملکرد شرکت با افزایش تمرکز مالکیت شرکت بهبود می‌یابد اما اثر مالکیت نهادی و مالکیت خارجی ناچیز است. همچنین نتیجه گیری شد که یک رابطه U شکل معکوس بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد. بدین گونه که عملکرد شرکت وقتی به اوج می رسد که تمرکز مالکیت در یک سطح متوسط باشد.

تسای و گو[[34]](#footnote-34) (2007)، ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت در صنعت کازینو برای سالهای 1999 تا 2003 را مورد پژوهش قرار دادند. مالکیت نهادی برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکتهای دولتی از کل سهام سرمایه می‌باشد.واین شرکتها شامل شرکتهای بیمه،موسسات مالی،بانک ها،شرکتهای دولتی و دیگر اجزای دولت می‌باشند. آنها نشان دادند که سرمایه گذاران نهادی در کازینو ها ممکن است به سرمایه گذاران این صنعت کمک کنند تا مسائل نمایندگی حاصله از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند.

كرنت و سايرين[[35]](#footnote-35)(2007) در تحقيق خود مالكان نهادي را به دو دو دسته حساس نسبت به فشار(افرادي كه تمايل كمتري براي چالش با مديريت دارند)و غير حساس نسبت به فشار(افرادي كه انگيزه بيشتري براي نظارت بر مديريت و كنترل او دارند)تقسيم نموده و ارتباط آنها را با عملكردشركت مورد مطالعه قرار دادند.آنها به اين نتيجه رسيدند كه ميزان مالكيت نهادي غير حساس(ناظر)رابطه مثبت با عملكرد شركت داردومالكيت حساس ارتباطي با عملكرد شركت ندارد.

وانگ و دیگران (2009)، در تحقیق خود به بررسی تاثیر ویژگی های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های چینی پرداختند آنها در تحقیق خود از دو رویکرد حاکمیت شرکتی استفاده کردند. ابتدا به بررسی تاثیر هریک از ویژگی های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها پرداختند و سپس به بررسی تاثیر تمام ویژگی های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها نتایج تحقیقات انها نشان داد که شرکت‌ها با داشتن حاکمیت شرکتی قوی دارای عملکرد بهترو ارزش بالا تری هستند. همچنیین بین تمرکز مالکیت، سرمایه گذاران نهادی، مالکیت دولتی با عملکرد و ارزش بازار رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

لوندرو[[36]](#footnote-36) همکاران(2011)، به بررسی رابطه مالکیت نهادی و عملکردشرکت در بورس فرانسه پرداختند مشابه تحقیقات گذشته وجود رابطه بین درصد مالکیت نهادی و عملکرد شرکت تایید گردید.

فونگ و شین[[37]](#footnote-37)(2012)، در تحقیقی به نام تاثیر سرمایه گذارا ن نهادی بر عملکرد سرمایه شرکت انجام دادند. در تحقیق مزبور آنها به بررسی شرکت­ها با سطوح متفاوت نهادی پرداختند. آنها در یافتند رابطه مستقیمی‌بین مالکیت نهادی و هزینه های سرمایه ای وجود دارد. فون و شین بیان می دارند که در این ارتباط سرمایه گذاران نهادی با نقش نظارتی که اعمال می کنند تاثیر گذار هستند.

ود ربحث درماندگی مالی :

ميلر و همكاران(1968)، با مدلسازي به صورت حداقل كردن هزينه روزانه مورد انتظارشان، مقدار بهينه مانده وجه نقد را تعريف كردند . در واقع فرض اين كه مانده وجه نقد متغيرتصادفي است ، مستلزم اين است كه بپذيريم خالص وجه نقد روزانه متغير تصادفي مستقل است . ميلر و ار جريانهاي وجه نقد را به صورت متغير تصادفي مستقل با توزيع برنولي مدل سازي كردند اما اعتبار اين روش بر اين اساس است كه جريانهاي وجه نقد داراي توزيع نرمال باشند.

ايپن و همكاران(1968)، مدل برنامه ريزي پوياي مديريت وجه نقد را ارائه دادند كه در آن از برنامه ريزي خطي به منظور پيدا كردن مقدار بهينه متغيرها استفاده شده بود . اگرچه در مطالعه آن ها به شرايط توزيع وجه نقد خالص اشاره اي نشده ، اما جريان وجه نقد مورد استفاده در مدلشان متغير تصادفي مستقل با توزيع احتمال گسسته، كران دار و ايستا است . آنها خاطر نشان كردند كه مدل ميلر و ار حالت خاصي از رويكرد كلي آنهاست.

ديلنبچ و همكاران(1971)، به منظور گسترش مدل ايپن و فاما از مدلر برنامه ريزي پوياي مشابهي استفاده كرد كه در آن، توزيع جريانهاي وجه نقد به صورت غيرايستا در نظر گرفته شده بود.

هومونوف و همكاران(1975) آزموني روي خالص وجه نقد روزانه يك شركت انجام دادند و موفق شدند فرضيه مستقل بودن داده ها را در سطح معناداري 0.05 رد كنند اما اين فرضيه در سطح معناداري 0.01 رد شد

امري و همكاران (1981)، شواهدي تجربي از ويژگيهاي آماري خالص وجه نقد روزانه ارائه داد . در اين تحقيق خالص وجه نقد دو شركت، داراي توزيع نرمال بوده ولي پارامترهاي توزيع آن ثابت نبودند به صورت تركيبي از توزيع هاي شناخته شده مي باشند كه اين وضعيت (ثابت نبودن پارامترها ) محدوديتهايي را در مدل مديريت وجه نقد به همراه دارد . استقلال داده هاي استفاده شده در اين مدل نيز بررسي شد . امري در اين مقاله تأكيد كرد كه به منظور استفاده از مدل بهينه مديريت وجه نقد، وابستگي داده ها بايد از ميان برود.

استون و همكاران(1987) مسأله مربوط به فعل و انفعالات روزهاي ماه و روزهاي هفته را شناسايي كردند . آنها به منظور پيش بيني وجه نقد روزانه از يك مدل جمع پذير استفاده كردند و در مقاله خود به بررسي اثر ساختاري تركيب هاي مختلف زماني پرداخته و سپس از تركيب آنها به عنوان مدل مناسب پيش بيني استفاده كردند

كوت و فرانك در سال 1992 ، فلچر و گوس در سال 1993 ، از شبكه عصبي براي پيش بيني ورشكستگي استفاده كرده و معتقدند اين روش توان بيشتري به منظور تمايز داده ها نسبت به تحليل مميزي دارد.

اما تام و همكاران(1992) و نيز سام و همكاران(2007) بر اساس مطالعات خود به اين نتيجه رسيدند مد ل هاي پيش بيني ورشكستگي در سال هاي اخير بيشتر شامل شبكه عصبي مصنوعي است. مطالعات اخيري كه توسط سابهارت و همكاران(2000) انجام شده موكد آن است كه رابطه بين متغيرهاي توضيح دهنده و تحليل لوجيت پروبيت اغلب به صورت غيرخطي است . شاموي در سال 2001 نشان داد كه به منظور جبران نقصان رويكردهاي سنتي، پيشنهادهايي در راستاي استفاده از شبكه عصبي مصنوعي و يا مدل هاي چندگانه غيرخطي و مدل هاي ريسكي به جاي مدل هاي آماري تك دوره اي به منظور وارد كردن تمام اطلاعاتي كه شركت ها در شرايط ريسكي با آن ها مواجه هستند، ارائه شده است

چیو و چن در سال 2009 در مقاله ای با عنوان «تجزیه و تحلیل کارایی بانک تایوانی: تركيب هر دو ریسک مربوط به محیط خارجی و داخلی" رابطه ریسک اعتباری، بازار و عملیاتی را با کارایی بانک ها بررسی کرده است. وی با استفاده از دو روش DEA و SFA و نتایج بدست آمده از آنها ریسک و کارایی بانک ها را محاسبه کرد و در پایان به وجود رابطه ی معنی داری میان ریسک و کارایی پی برد.

استیفن کارانو در سال 2010 در مقاله ای با عنوان «كارایی در نظام بانکداری کشور غنا با استفاده ازDEA وSFA» سطح کارایی و کارایی بانک های غنا را در طی دوره ی 10 ساله بین سال های 1999 تا 2006 با استفاده از دو مدل DEA وSFA سنجیده است. وی فرضیه های مختلف ازDEA وSFAرا برای مقایسه ی مدل ها بررسی کرده سپس از هر دو مدل جهت بدست آوردن کارایی بانک ها استفاده کرده است.

سان و چانگ در ( 2011 ) طی پژوهشی به طور نسبی جامع در مقاله ای با عنوان «تجزیه و تحلیل جامعی از اثرات اقدامات ریسک بر کارایی بانک: شواهد از کشورهای در حال ظهور آسیا» رابطه بین ریسک های عملیاتی، اعتباری و بازار بانک ها را در تایلند با کارایی شعب بانک نمونه بررسی نموده که کارایی شعب را بر اساس دو روش DEA و SFA برآورده نموده و ارتباط معنی دار بین ریسک و کارایی را نتیجه می گیرد.

فیلیپ هاسپیسلاق (2007)، حاکمیت شرکتی و بحران­ را بررسی کرد و به این نتیجه رسید که کیفیت هیئت مدیره در واکنش در مقابل بحران مالی تاثیر دارد.

ایلیزرو همکارانش (2007) به بررسی توانایی مکانیزم­های حاکمیت شرکتی در جلوگیری از ورشکستگی شرکت­ها پرداختند. در این تحقیق برای تعیین سطح ورشکستگی از مدل Z آلتمن و نسبت پوشش بهره استفاده کردند ونتایج حاکی از آن است که هیئت مدیره یک دست­تر و مستقل با درصد بیشتری از اعضای غیرموظف و همچنین در اختیار قراردادن بخش بزرگی از سهام شرکت در اختیار مدیران داخلی بیشترین تاثیر را در جلوگیری از ورشکستگی دارد.

فرناندز(2008)در تحقیق خود به نقش استقلال اعضای هیات مدیره پرداخت. وی با استفاده از داده­های 51 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرتغال طی سالهای 2002 تا 2004 ارتباط بین عملکرد شرکت، ساختار هیات مدیره و پرداختی به مدیران اجرایی رده بالا را مورد مطالعه قرار داد. وی به این نتیجه رسید که اعضای غیراجرایی هیات مدیره نقش نظارتی قوی ندارند. همچنین شرکت­های با اعضای غیراجرایی صفر، تنظیم و بالانس بهتری بین منافع سهام­داران و مدیران دارند و در این شرکت­ها مشکلات نمایندگی کمتری وجود دارد.

برانچو ،فرناندو والکساندرو (2009) به بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و ورشکستگی با توجه به میزان بدهی­ها پرداختند. نتایج بدست آمده نشان می­دهد شرکت­هایی با حاکمیت شرکتی بهتر، هزینه بدهی کمتر و اعتبار بیشتری دارند و در ضمن نظارت بیشتر و اجرای قوانین سخت­تر در رابطه با ورشکستگی تاثیرات مثبتی بر میزان بدهی­ها دارد.

چانگ (2009) با بررسی رابطه بین ویژگي­های حاکمیت شرکتی در شرکت­های درماندگی مالی در کشور تایوان به این نتیجه می­رسد که شرکت­های دارای استقلال هيأت مدیره (شرکت­های دارای درصد بالای اعضای غیرمؤظف هيأت مدیره) نسبت به شرکت­های دارای درصد پایین اعضای غیرمؤظف هیأت مدیره، کمتر دچار بحران و درماندگی مالی می­شوند. نتایج هم­چنین نشان می­دهد که یک رابطه مثبت بین اندازه هیأت مدیره و درماندگی مالی وجود دارد.

فیچ و سلزک(2010)، به بررسی توانایی ساز و كارهاي حاکمیت شرکتی در جلوگیری از درماندگی مالی شرکت­ها پرداختند. آن­ها برای تعیین سطح درماندگی مالی از مدل Z آلتمن و نسبت پوشش بهره استفاده کردند. نتایج حاکی از آن است که هیأت مدیره مستقل با درصد بیش­تری از اعضای غیر موظف و هم­چنین در اختیار قرار دادن بخش بزرگی از سهام شرکت در اختیار مدیران داخلی، بیش­ترین تأثیر را در جلوگیری از درماندگی مالی دارد.

لاجیلی و زگال (2011) به این نتیجه رسیدند که شرکت­های دارای بحران و درماندگی مالی، علاوه بر دارا بودن شاخص­های سلامت مالی و تجاری پایین­تر دارای چرخش هیأت مدیره بیش­تر و هم­چنین دوره تصدی کمتر اعضای غیرمؤظف هیأت مدیره بوده­اند.

الن ودیگران (2012) در مقاله ای با عنوان نقش حاکمیت شرکتی بر درماندگی شرکتها در طی دوره بحران مالی به بررسی تاثیر ساختار مدیریت و ساختار مالکیت بر سود آوری بانکهای خصوصی در آمریکا پرداختند انها به این نتیجه رسیدند که حاکمیت شرکتی نقش مهمی در سود آوری و سپس عدم ورشکستگی بانکها دارد .

لورنزو (2013) در مقاله ای به عنوان درماندگی مالی و و عملکرد شرکتها به مطالعه تاثیر درماندگی مالی بانکها بر عملکرد شرکتها در چند بعد پرداخته اند انها به این نتجه رسیدند که در اثر استرس های مالی که در بخش بانکها ایجاد می گردد شرکتها مجبور به کاهش 6 درصدی توان اهرم مالی خود می گردند همچینن شرکت‌ها دربخش دارایی ها با کاهش 4 درصدی روبه رو می گردند . که به تبع آن کاهش سطح عمکرد ایجاد می‌شود

# 2-7-2- پژوهشهای داخلی

نوروش و ابراهيمي كردلر ،(1384)در مطالعه‌اي به بررسي رابطه بين سهامداران نهادي و تقارن اطلاعات پرداختند. يافته‌هاي تحقيق آن‌ها نشان مي‌دهد كه در شركت‌هايي كه مالكيت‌ نهادي بيشتري دارند در مقايسه با شركت‌هايي كه مالكيت نهادي كمتري دارند، قيمت‌هاي سهام اطلاعات سودهاي آتي را بيشتر در بر مي‌گيرد. اين نتيجه را ايشان به حرفه‌اي بودن سهامداران نهادي ربط دادند كه داراي توانايي و مزيّت نسبي در پردازش اطلاعات هستند. از اين رو قيمت‌هاي سهام شركت‌هاي با مالكيت‌ نهادي بايد بخش بيشتري از اطلاعات مرتبط با سودهاي آتي را منعكس كنند

مهدوي و حيدري ( 1384 ) در تحقيقي تحت عنوان ساختار مالكيت وكارآيي شركتهاي فعال در بازار اوراق بهادار بيان كردند نتايج خصوصي سازي كوپني در كشورهاي بلوك شرق نشان داد كه عدم تمركز مالكيت به كاهش كارايي شركت هاي خصوصي انجاميده است. بر اساس يافته هاي اين تحقيق در ايران همچون كشورهاي چين و چك تمركز مالكيت تأثير مثبت و معنادار بر كارايي شركت ها دارد.

مرفوع (1385)به بررسي تأثير سرمايه‌گذاران­ نهادي بر ويژگي پيش‌بيني سود شركت‌ها(دقت،سودگيري،به موقع بودن ودفعات تجديدنظر)پرداخت.يافته‌هاي وي بيانگرنقش بسيارضعيف سرمايه‌گذاران نهادي دراثرگذاري برويژگي‌هاي پيش‌بيني سود است.

رحيميان و همكاران (1385) بررسي رابطه برخي سازوكارهاي حاكميت شركتي و عد م تقارن بررسي كردند نتايج آنها نشان داد كه ميان واحد حسابرسي داخلي و نسبت مديران غيرموظف هيئت مديره و معيارهاي عدم تقارن اطلاعاتي رابطه معناداري وجود ندارد. اما ميان درصد مالكيت سرمایه گذاران نهادي و عدم تقارن اطلاعاتي رابطه منفي معناداري وجود دارد.

مشايخ واسماعيلي )1385)، در تحقيقي به بررسي روابط بين درصد مالكيت اعضاي هيأت مديره و اعضاي غيرموظف هيأت مديره با كيفيت سود پرداختند. عليرغم آنكه آن‌ها رابطه‌ي خطي بين اين متغيرها پيدا نكردند ولي بين اقلام تعهدي (به عنوان معيار كيفيت سود) و درصد مالكيت اعضاي هيأت مديره يك رابطه‌ي غيرخطي معنادار (به شكل U) وجود داشت.

ماه آور پور ( 1386)، در تحقيقي تحت عنوان بررسي اثرات تمركز مالكيت بر عملكرد شركت هاي پذيرفته شده در بورس نشان مي دهد در سطح اطمينان 95 درصد بين تمركز مالكيت ومعيار EPS رابطه معناداري وجود دارد. هر چه تمركز مالكيت بيشتر باشد، كنترل بيشتري بر مديران اعمال شده و موجب بهبود عملكرد شركتها مي شود وارتباط بين تمركز مالكيت ومعيار بازدهي بستگي به نوع مالكيت وعوامل مؤثر بر بازدهي دارد.

تقوي و سركاني ( 1386)، در تحقيقي تحت عنوان تأثير رشد اقتصادي بر ساختار مالي و مالكيت شركت هاي پذيرفته شده در بورس نشان مي دهند كه شركت ها با افزايش تأمين مالي از طريق ايجاد بدهي نتوانسته اند نقش مؤثري در رشد اقتصادي ايفا نمايند. اين نتايج حاكي از اهميت تامين مالي شركت ها از طريق افزايش سرمايه و نقش مؤثر آن در فرايند توسعه است.

حساس يگانه و همكاران(1378)، رابطه بين سرمايه گذاري نهادي و ارزش شركت هاي پذيرفته در بورس اوراق بهادار تهران را طي دوره زماني 1376 الی 1383بررسي كردند.نتايج تحقيق بيانگر وجود يك رابطه مثبت بين سرمايه گذاران نهادي و ارزش شركت بوده و مويد فرضيه نظارت كار آمد است.با اين وجود يافته هاي تحقيق بيانگر عدم وجود ارتباط معني دار بين تمركز مالكيت نهادي و ارزش شركت است.يعني فرضيه همگرايي منافع را تاييد نمي كند

مهرانی وهمکاران(1389)، بابررسی61شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادارتهران طی سالهای1377الی 1385رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه کارانه را مورد بررسی قراردادندوبه این نتیجه رسیدند که رابطه مثبت بین مالکیت نهادی ومحافظه کاری سودوجود دارد.بعد از تفکیک مالکان نهادی به فعال و منفعل،رابطه مثبت و معناداری بین مالکیت نهادی منفعل و محافظه کاری سود نیز یافت شدو در ارتباط با مالکیت نهادی فعال، نتیجه قابل اتکایی حاصل نشد.

عرب صالحي و ضيايي(1389)، رابطه بين كيفيت سود و نظام راهبري را بررسي كردند. در اين تحقيق كيفيت سود بر اساس مفهوم رابطه بين سود، اقلام تعهدي و وجه نقد و با معيار نسبت وجه نقد حاصل از فعاليتهاي عملياتي به سود عملياتي مورد سنجش قرار گرفت. نتايج آنان حاكي از رابطه معنادار كيفيت سود با نسبت اعضاي غيرموظف و اندازه هيأت مديره با كيفيت سود است

مرادزاده و عدیلی(1390)، در مقاله ای با عنوان بررسی رابطه ی بین مالکیت نهادی سهام و عملکرد سرمایه‌ی فکری ،، تعداد 92 شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره‌­ی زمانی 1384 تا 1388 مورد بررسی قرار دادند.آنها با استفاده از روش تجزیه ‌و ‌تحلیل پنل و رگرسیون حداقل مربعات ادغامی، دریافتند در سطح اطمینان 95 درصد بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی و عملکرد سرمایه‌ی فکری رابطه­ی مستقیم وجود دارد،اما بین تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی و عملکرد سرمایه‌ی فکری رابطه­ی معنی داری وجود ندارد.

همچنین دریا سری و همکاران (1391)، مقاله ای را با عنوان رابطه ساختار مالكيت (ميزان مالكيت نهادي) بر عملكرد مالي (گذشته و آتي) شركت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بصورت مطالعه موردي در صنعت خودرو در سالهاي 1385 تا 1389 انجام دادند . آنها تاثیر مالکیت نهادی را بر عنوان اجزای حاکمیت شرکتی بر عملکرد بررسی کردند و مطالعه انها موید وجود رابطه مستقیم بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی شر کت است .

و در بحث درماندگی و ورشکستگی

راعی و فلاح پور(1383) ، در تحقیقی با عنوان پیش بینی درماندگی مالی شرکت‌ها با استفاده از شبکه های عصبی مصنوعی ، به مقایسه قدرت پیش بینی کنندگی شبکه های عصبی در مقایسه با روش تفکیک کننده خطی چند متغیره پرداخته اند. آنها شرکت‌هایی که مشمول ماده 141 قانون تجارت بوده اند، را از سالی که مشمول این ماده شده اند به عنوان شرکت‌های درمانده مالی تعریف کردند و با استفاده از اطلاعات مالی سنوات قبل، این گونه شرکت‌ها را پیش بینی کرده اند. پنج متغیر مورد بررسی در این تحقیق عبارتند از، نسبت جاری، نسبت سود قبل از بهره و مالیات به دارایی ها، حقوق صاحبان سهام به بدهی ها، سرمایه در گردش به کل دارایی ها و نسبت سود قبل از بهره و مالیات به فروش .آنها در مجموع 40 شرکت درمانده مالی در سنوات 73 تا 80 را که مشمول شرایط تعیین شده بوده اند، در نمونه قرارداده و 40 شرکت نیز از میان سایر شرکت‌ها به صورت تصادفی و به عنوان شرکت‌های سالم انتخاب کرده اند. میانگین صحت پیش بینی مدل تفکیک کننده خطی به طور کلی 4/93% و صحت پیش بینی مدل شبکه های عصبی مصنوعی 3/95 ٪ محاسبه شده است . آنها نقطه انقطاع را در مدل تفکیک کننده خطی معادل 5/0 فرض کرده اند. در نهایت چنین نتیجه گیری کرده اند که"مدل ANN شبکه های عصبی مصنوعی" در پیش بینی درماندگی مالی، به طور معنی داری نسبت به "مدل MDA مدل تفکیک کننده چند متغیره" از دقت پیش بینی بیشتری برخوردار است. در هر حال، با توجه به دو نکته، نتیجه گیری یادشده قابل تأمل است : استفاده آن ها از نقطه انقطاع 5/0 در مدل تفکیک کننده چند متغیره، و تفاوت نسبتاً کم صحت کلی مدل های یاد شده (3/95% در مقایسه با 4/93%).

مهرانی و کرمی(1381) در تحقیقی دیگری با عنوان استفاده از اطلاعات تاریخی مالی و غیرمالی جهت تفکیک شرکت‌های موفق و ناموفق ، با استفاده از اطلاعات دو ساله 1381 و 1382 ، 120 شرکت و 6 متغیر اقدام به بررسی و پیش بینی شرکت‌های موفق و ناموفق کرده اند .متغیرهای مورد بررسی آنها متشکل از 3 متغیر مالی و 3 متغیر غیر مالی است که عبارتند از: بازده حقوق صاحبان سهام، رشد فروش، رشد سود، حجم معاملات، تعداد خریداران، و تعداد دفعات معامله .آنها شرکت موفق را به گونه ای تعریف کرده اند که باید حداقل 5 نسبت از نسبت های یادشده در سال 1382 نسبت به سال 1381 افزایش داشته باشد . وشرکت‌های ناموفق نیز باید حداقل 5 نسبت آنها درسال 1382 کاهش داشته باشد . آنها تفاوت معنی داری بین بازده سهام این دو گروه پیدا کرده اند. در مدل نهایی آنها ، تنها دومتغیر بازده حقوق صاحبان سهام و رشد فروش به عنوان متغیرهای توضیح دهنده شرکت‌های موفق و ناموفق استفاده شده است . و سایر متغیرها رابطه مهمی‌با طبقه بندی انجام شده نداشته اند.

سلیمانی (1384) در تحقیقی با عنوان ارزيابي توانمندي مالي شركت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و ارائه مدل زواگین برمبنای آن، به دنبال درجه بندي و رتبه بندي شركت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادارتهران بر مبناي توانايي نسبي تداوم فعاليت(توانمندي مالي) بر اساس مدل زاوگين شدند. براي اين امر، يك نمونه سي تايي شركت هاي ورشكسته(شركت هايي كه داراي زيان انباشت هاي بيش از 50 درصد سرمايه مي باشند) و يك نمونه سي تايي از شركت هاي غيرورشكسته در دو مرحله انتخاب شده است.(در مرحله اول شركت هايي انتخاب شده اند كه داراي بيشترين سود انباشته بوده و در يك دوره زماني ده ساله زيان نداده اند و در مرحلة دوم شركت هايي برگزيده شده كه با شركت هاي ورشكسته هم صنعت بوده اند). همچنين اطلاعات شركت ها در سه دوره زماني مربوط به سال ورشكستگي، يك سال قبل از ورشكستگي و ميانگين پنج سال قبل از ورشكستگي مورد آزمون قرار گرفته است.نتيجه بدست آمده از تحقيق، حاكي از اين امر است كه به دليل شرايط محيطي و اقتصادي حاكم بر بورس ايران، مدل زاوگين براي پيش بيني احتمال ورشكستگي كارا نبوده و مناسب ترين مدل، مدلي است كه ضرايب آن بر اساس شرايط ايران تعديل گرديده باشد.

حساس يگانه و پوريانسب(1384)، در پژوهش خود بيان مي‌كنند كه با فعال‌تر بودن سهامدار، نظارت بر عملكرد مديريت شركت بهتر انجام مي‌شود و مشكلات نمايندگي كاهش مي‌يابد.

پورزماني (1386)، به حاكميت شركتي و پيش­بيني ورشكستگي شركت­ها پرداخته است در اين تحقيق ساختار مالكيت موجود و نظريه حاكميت شركتي در ايران مورد آزمون قرار مي­گيرد. با استفاده از آزمو ن تحليل رگرسيون لوجيت، هيچگونه نتيجه معنادار آماري در مورد ارتباط متغيرهاي ساختار مالكيت، ويژگي هيات مديره و اظهار نظر حسابرس با احتمال وقوع بحران مالي حاصل نگرديد.

خواجوی . فرج پور(1391)، **تأثير ويژگيهاي هيأت مديره بر مدل هاي پيش بيني ورشكستگي آلتمن و اهلسن** را بررسی کردند براي اين منظور سه ويژگي هيأت مديره شامل اندازه ، تعداد مديران مستقل و يكساني رئيس هيأت مديره و مديرعامل انتخاب شد و ارتباط آنها با امتيازهاي آلتمن و اهلسون بررسي شد

نتايج حاصل از تجزيه و تحليل داده ها نشان ميدهد كه بين ويژگي هاي هيأت مديره و امتياز آلتمن و اهلسون رابطه معناداري وجود ندارد.

# منابع

اسلامی بیدگلی، غ. و شهریاری، س.، 1384، بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران طی سال 1380 تا 1384، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره 49، ص 44-25

اسلامي بيدگلي غلامرضا ، كردلوئي حميدرضا (1388) مالي رفتاري، مرحله ي گذر از مالي استانداراد تا نوروفايناسمجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفو سال اول شماره اول

افشاری، ح.، 1382، بررسی ساختاری قابلیت پیش بینی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره 32، ص 126-13

ایرانژاد پاریزی ، مهدی.( 1385). روش های تحقیق در علوم اجتماعی . تهران: مدیران . چاپ سوم

ایزدی پناه، ن. و نظر زاده، س.، 1388، بررسی ارتباط کیفیت سود و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله توسعه و سرمایه، شماره 3، ص 110-87

ايرواني, محمدجواد (بهار و تابستان1388)،" بحران مالي جهاني و چند پيشنهاد راهبردي"، نشريه مديريت بازرگاني، دوره 1، شماره2، از صفحه 33 تا 46 .

آقایی، م. و مختاریان، 1.، 1383، بررسی عوامل موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره 36، ص 25-3

باغوميان رافيك (1390) بررسي روند اثر رفتار سرمايه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران  [فصلنامه تحقيقات حسابداري و حسابرسي، شماره 12، زمستان 1390](http://www.magiran.com/magtoc.asp?mgID=5623&Number=12&Appendix=0)  ص 120

بختیاری [حسن](http://www.ensani.ir/fa/10111/profile.aspx) (1385) روشهای موثر در مدیریت نقدینگی بانکها [حسابرس ، شماره 34 ص 86-94](http://www.ensani.ir/fa/12472/magazine.aspx)

بدری ، ا.، 1372، اطلاعات حسابداری و تصمیم گیری چند فرضیه رفتاری، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره 4، ص 83-63

برزیده، ف.، 1382، ارتباط بین نسبت Q توبین و ارزش افزوده اقتصادی (EVA) در شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، دانشگده ی حسابداری و مدیریت

بولو، ق.، 1385، نظام راهبردی شرکت و تاثیر آن بر کیفیت سود، مجله اقتصادی بورس، شماره 52، ص 13-8

بهرامفر، ن. و رسولی، و.، 1377، ویژگی های کیفی اطلاعات حسابداری مدیریت و نقش آن در تصمیم گیری مدیریت، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره 24 و 25، ص 109-86

حجازي، رضوان، انواري رستمي، علي اصغر، مقدسي، مينا (1387) تحليل كارايي كل بانك توسعه صادرات ايران و رشد كارايي شعب آن با استفاده از تحليل پوششي داده ها (DEA)، مجله مديريت، دانشگاه تهران، شماره 1.

حسين صدقي خوراسگانی(1385) سبك هاي غالب رفتاري سرمايه گذاران در بازار سهام تهران روزنامه سرمايه  [شماره 542](http://www.magiran.com/nptoc.asp?mgID=4079&Number=542) 10/6/86 > صفحه 18

خاکی، غلامرضا. (1376). روش تحقیق با رویکردی به پایان نامه‏نویسی، تهران، وزارت فرهنگ و آموزش عالی، مرکز تحقیقات علمی کشور؛ کانون انتشاراتی درایت، چاپ اول،

خوش سيما، رضا، شهيكي تاش، محمدنبي، (1391) تاثير ريسك هاي اعتباري، عملياتي و نقدينگي بر كارايي نظام بانكي ايران، فصلنامه برنامه ريزي و بودجه، شماره 4.

خوش طینت ، فلاح ، 1385، بررسی رابطه بین اهرم مالی و ظریب واکنش سود ، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی،15(51)، 22-8.

سرمد، زهره و بازرگان، عباس و حجازی، الهه،1380 روش‏های تحقیق در علوم رفتاری، تهران، آگاه، چاپ پنجم، ،

سعيدي علی ، آقايي آرزو (1388) پيش بيني درماندگي مالي شركت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از شبك ههاي بيز بررسيهاي حسابداري و حسابرسي، دوره 16 ، شماره 56 ، تابستان ، ص78-59.

سي آرتور ويليامز،جي آر-ريچاردام هينز، مديريت ريسك، مترجمان: داور ونوس،ججت اله گودرزي، نشر نگاه دانش،1382

سينايي حسنعلي ، داودي عبدالله (1388) بررسي رابطه شفا ف سازي اطلاعات مالي و رفتار سرمايه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تحقيقات مالي، دوره 11 ، شماره 27 ، بهار و تابستان ا

شربت اوغلي احمد,عرفانيان امير(1385) مطالعه تطبيقي و اجراي مدل هاي اندازه گيري ريسک عملياتي مصوب کميته بال در بانک صنعت و معدن شريف ويژه علوم مهندسي تابستان 1385; 22(34 (وِيژه مديريت و مهندسي صنايع)):59-68.

شهرآبادي ابوالفضل ، يوسفي راحله (1386) مقدمه اي بر ماليه رفتاري، چاپ شده در ماهنامه بورس ، شماره ٦٩ ، آبان ماه

فرجی یوسف(1381) اشنایی با ابزار ها و نهاد های پولی و مالی، موسسه عالی بانکداری ایران

فلاح شمسي، ميرفيض، و تهراني، رضا (1384) طراحي و تبيين مدل ريسك اعتباري در نظام بانكي كشور، مجله علوم اجتماعي و انساني دانشگاه شيراز، شماره 43.

فلاح شمسي، ميرفيض، و تهراني، رضا (1384) طراحي و تبيين مدل ريسك اعتباري در نظام بانكي كشور، مجله علوم اجتماعي و انساني دانشگاه شيراز، شماره 43.

قاسمي ميثم، خواجوي شكراله (1384). فرضيه­ي بازار كارا و مالي رفتاري فصلنامة تحقيقات مالي، شماره 20، پاييز و زمستان از صفحه69 -49.

قائمي محمدحسين,وطن پرست محمدرضا (1378). نقش اطلاعات در بازار سرمايه، سايت بورس اوراق بهادار بررسيهاي حسابداري و حسابرسي پاييز 1384; 12(41):85-

كردستاني، غلام رضا و علي، آشتاب(1389). بررسي رابطه بين خطاي پيش بيني سود و بازده غيرعادي سهام شركت هاي جديدالورود به بورس اوراق بهادار تهران. بررس يهاي حسابداري و حسابرسي. دوره 17(60).93-108.

مشایخی، ب. و صفری، م.، 1385، وجه نقد ناشی از عملیات و مدیریت سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره 44، ص 54-35

موسويان، سيدعباس ؛ کاوه وند مجتبی (1389)، مديريت نقدينگي در بانكداري اسلامي »، اقتصاد اسلامي، سال دوم، شماره اول، پياپي سوم، پاييز و زمستان 1389، صفحه 35 ـ 63

مهرآرا، محسن و عبدلی، قهرمان (1385) ، نقش اخبار خوب و بد در نوسانات بازدهی سهام در ایران، فصلنامه پژوهشهاي اقتصادي ایران،8(26) ، 25-40.

نادری، ع. و سیف نراقی، م.، 1375، روشهای تحقیق و چگونگی ارزشیابی آن در علوم انسانی، دفتر تحقیقات و انتشارات بدر، چاپ سیزدهم

نوروش، ا. و سعیدی، ع.، 1384، بررسی برتری سود جامع نسبت به سود خالص برای ارزیابی عملکرد شرکت، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره 39، ص 121-97

نوروش، ا.، بیاتی ، س. و نیکبخت، م.، 1384، بررسی مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، شماره 2

نیکبخت، م. و مرادی، م.، 1384، ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره 40، ص 122-97

Arunachala, V. and Back, G., 2002 , Functional fixation revisited: the effects of feed back and a repeated measures desigh on information processing changes in reponsd to an accenting change, Accounting: organizations and society, p.p. 1-25 .

Ashari, N. koh, c.Tan, L. and wong, H. , 1994 , Factors Affecting . In come smoothing Among Listed companies in Singapore, Accounting and Business Research, pp. 291-230.

Baker, M, P. Pan, X. Wurgler, J., (2009)," A Reference Point Theory of Mergers and Acquisitions", Working Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com>Sewell, M., (2010), “Behavioral Finance”, University of Cambridge

Barnes, R., 2001, Earning Volatility and Market Valuation: An Empirical Investigation, London Business school .

Basel Committee on Banking Supervision, 2010a. Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring.

Basel Committee on Banking Supervision, 2010a. Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring.

Beattle, V. and others, 1994, Eztraordinarg items and income smoothing: A positive Accounting Approach. Journal of business, Finance and accounting, p. 782 .

Bellovary, J, Giacomino. & Akers M.D, 2005, Eerning Quality: Its Time to Measure And report, The CPA Journal.

Chan, W. S. (2001). “Stock price reaction to News and no News: Drift And Reversal after headlines”. Journal of financial Economics,forthcoming

Chan, W. S. (2001). “Stock price reaction to News and no News: Drift And Reversal after headlines”. Journal of financial Economics,forthcoming

Charitou,A.Lambertides, N.and Trigeorgis,L. (2007a). ‘Managerial discretion in distressed firms’. British Accounting Review, 37:323-346.

Chen, G. Kim, K. Nofsinger, J. Rui,O., (2007), ”Trading Performance, Disposition Effect, Overconfidence, Representativeness Bias, and Experience of Emerging Market Investors”, Journal of Behavioral Decision Making, vol 20, Pp: 425–451.

Chi u, Y.-H., Chen, Y.C. (2009). The analysis of Taiwanese bank efficiency: Incorporating both external environment risk and internal risk. Economic Modelling. 26, 456 -463.

Collins D.W., Maydev E.L. and weiss I. S. , 1997, changes in the value – relevance of earnings and bookvalue over the past forty years, journal of Accounting and Economecs, 24, p.p.39-67.

Daellenbach H. G, (1971), "A Stochastic Cash Balance Model with TwoSources of Short-Term Funds", International Economic Review, Vol.: 12,Pp: 250-256.

Daniel, K., Hirshleifer, D. & Subrahmanyam, A. (2001). “Overconfidence, Arbitrage and Equilibrium Asset Pricing”, Journal of Finance, 56: 921-965.

Emery, G. W., (1981), “Some Empirical Evidence on the Properties of Daily Cash Flow”, Financial Management, Vol.: 10, Pp: 21-28.

Emery, G. W., K. O. Cogger, (1982), “The Measurement of Liquidity”,Journal of Accounting Research, Vol.: 20, Pp: 290-303.

Emery, G. W., R. G. Lyons, (1991), “The Lambda Index: Beyond the Current Ratio”, Business Credit, November/December, Pp: 14-15

Eppen G.D., E. F. Fama, (1969), "Cash Balance and Simple DynamicPortfolio Problems with Proportional Costs," International EconomicReview, Vol.: 10, Pp: 119-133.

Fanning, K. M. and K. O. Cogger, (1994), “A Comparative Analysis of Artificial Neural Networks Using Financial Distress prediction”, Journal of Intelligent Systems in Accounting, Finance and Management, Vol.: 3, Pp: 241-252.

Ferris, S., R. Haugen, A. Makhija. (1988). “Predicting contemporary volume with historic volume at differential price levels: evidence supporting the disposition effect”. Journal of Finance, vol 43(3) , Pp: 77-697.

Homonoff R., D. W. Mullins, Jr., (1975), Cash Management, Lexington, Mass., Lexington Books.

ilkenson, James.,& Smith, Stephen. (1992) . The convexity trap: pitfalls in financing mortgage portfolios and related securities. Economic Review, 14–27

Johnson, w.Bruce. zhao.(2012). “Contrarian share price reactions to earnings surprises".journal of accounting, auditing & finance. 27(2).236-26

Kahneman, D. & Tversky, A. (1973). “On the Psychology of Prediction” Psychological Review, 80: 237-251.

Kapopoulos, P. and S. Lazaretou (2007). "Corporate Ownership Structure and Firm Performance:Evidence from Greek Firms."Corporate Governance: An International Review. Vol. 15, No. 2, pp.144-158

Kar anu, Stephen (2010). Productivity & Efficiency in the Ghanaian Banking Sector (Using DEA & SFA) Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1714293>.

Maria Psillaki , Ioannis E. Tsolas, Dimitris Margaritis. (2010). Evaluation of credit risk based on firm performance, European Journal of Operational Research 201. 873–881.

Miller M. H., D. Orr, (1968) "The Demand for Money by Firms: Extensions of Analytic Results," Journal of Finance, Vol.: 23, Pp: 735-759.

Pollet, J.M & Wilson, M., (2010), "Average correlation and stock market returns", Journal of Financial Economics, pp. 364-380

Rada, D., C. Claudia, B. Daniel, (2007), “Bankruptcy Prediction in Norway” Applied economic letter.

Riahi- Bel Koui, A. , 2000, Accounting theory, cipyrigh Thomson learning.

Ritter, J. R. (2003). “Behavioral Finance”, Pasific-Basin Finance Journal,11(2003): 429-437

stone, B. K., T. W. Miller, (1987), “Daily Cash Forecasting with Multiplicative Models of Cash Flow patterns”, Financial Management

Turnbull Report (1999), Internal Control. Guidance for Directors on the Combined Code, Institute of Chartered Accountants in England and Wales, London, UK.

Turnbull Report (2005), Internal Control. Revised Guidance for Directors, Financial Reporting Council, London, UK.

Tyson Report, The (2003), The Tyson Report on the Recruitment and Development of Non-Executive Directors, London Business School, London.

Uddin, S. and Choudhury, J.A. (2008), “Rationality, traditionalis and the state of corporate governance mechanisms: illustrations from a less developed country”, Accounting, Auditing, Accountability Journal, Vol. 21, No. 7, pp. XXO/S.

Unerman, J., Bebbington, J. and B. O'Dwyer (2007) Sustainability, Accounting and Accountability, Routledge, London.

Vermeer, T.K., Raghunandan, K. and Forgione, D.A. (2006), “The composition of nonprofit audit committees”, Accounting Horizons, Vol. 20, No. 1, pp. 75-90.

WEBER, M. and C.F. CAMERER, (1998), “The disposition effect in securities trading: an experimental analysis”, Journal of Economic Behavior and Organization. Volume 33(2), Pp:67-184

Weisbrod.E. (2013), Stockholders’ risk preferences and the market reaction to financial disclosures, School of Business Administration, University of Miami.

Wheeler, D. and Sillanpää, M. (1997), The Stakeholder Corporation, Pitman, London.

Williamson, O.E. (1985), The Economic Institutions of Capitalism, Free Press, New York.

Williamson, O.E. (1996), The Mechanisms of Governance, Oxford University Press, New York.

1. 1 Shareholders [↑](#footnote-ref-1)
2. 2 Creditors [↑](#footnote-ref-2)
3. 3 Bankruptcy [↑](#footnote-ref-3)
4. Agency Tehory [↑](#footnote-ref-4)
5. 1 Banker [↑](#footnote-ref-5)
6. 2 Auditor [↑](#footnote-ref-6)
7. 3 Stakeholder Theory [↑](#footnote-ref-7)
8. Tranparancy [↑](#footnote-ref-8)
9. Discloure [↑](#footnote-ref-9)
10. Unit trusts [↑](#footnote-ref-10)
11. 1 Investment trusts [↑](#footnote-ref-11)
12. 2 Ownership Concentrate [↑](#footnote-ref-12)
13. 3 Information asymmetry [↑](#footnote-ref-13)
14. 4 Porter

    .. [↑](#footnote-ref-14)
15. [↑](#footnote-ref-15)
16. Bethel [↑](#footnote-ref-16)
17. Kaplan & Minton [↑](#footnote-ref-17)
18. International Corporate Governance Network [↑](#footnote-ref-18)
19. Gordon [↑](#footnote-ref-19)
20. Weston J. Fred [↑](#footnote-ref-20)
21. Whitaker, Richard [↑](#footnote-ref-21)
22. Distress [↑](#footnote-ref-22)
23. Failure [↑](#footnote-ref-23)
24. Bankruptcy [↑](#footnote-ref-24)
25. Insolvency [↑](#footnote-ref-25)
26. Gitman [↑](#footnote-ref-26)
27. Solon [↑](#footnote-ref-27)
28. Grant W.Newton [↑](#footnote-ref-28)
29. Zmijewski [↑](#footnote-ref-29)
30. Kamvernon [↑](#footnote-ref-30)
31. Namaki [↑](#footnote-ref-31)
32. multiple discriminate analysis [↑](#footnote-ref-32)
33. lee, [↑](#footnote-ref-33)
34. Tsaia&Gu, [↑](#footnote-ref-34)
35. Cornett et al. [↑](#footnote-ref-35)
36. Charfeddine Lanouar [↑](#footnote-ref-36)
37. Scott Fung , Shih-Chuan Tsai [↑](#footnote-ref-37)