

## عنوان پایان نامه: بررسی مقایسه‌ای رابطه تغییر مدیریت شرکت با ریسک اعتباری و عملکرد شرکت در شرکت‌های مشمول اصل (۴۴) قبل و بعد از واگذاری

دانشجو: منصور خجسته اهوازی

دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران جنوب / دانشکده مدیریت

تاریخ دفاع: بهار ۱۳۹۲

### خلاصه:

این پایان نامه با عنوان «بررسی مقایسه‌ای رابطه تغییر مدیریت شرکت با ریسک اعتباری و عملکرد شرکت در شرکت‌های مشمول اصل (۴۴) قبل و بعد از واگذاری»، به بررسی این موضوع می‌پردازد که آیا زمانیکه تغییرات گسترده مدیریتی در شرکت‌های مشمول اصل (۴۴) قانون اساسی، قبل و بعد از واگذاری روی می‌دهد، ریسک اعتباری و عملکرد شرکت تغییر خواهد یافت؟ و آیا این دو متغیر با یکدیگر دارای رابطه معنادار می‌باشند؟ ریسک اعتباری به معنای احتمال عدم توانایی واحد تجاری در پرداخت به موقع بدهی‌ها و ایفای تعهدات خود در سر رسید این بدهی‌ها می‌باشد. تحقیقات متعددی نشان داده‌اند که تغییر مدیریت شرکت با ریسک اعتباری، ارزش ویژه هر سهم، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام در ارتباط می‌باشد و هر چقدر در یک شرکت تغییرات مدیریتی بیشتری وجود داشته باشد، احتمال افزایش بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی‌ها کمتر خواهد شد. همچنین با تغییر در مدیریت شرکت، احتمال آن می‌رود که ریسک اعتباری نیز افزایش یابد؛ زیرا مدیریت جدید هنوز با شرایط درونی و بیرونی شرکت و همچنین صنعتی که به آن وارد شده است آشنایی پیدا نکرده است و در این صورت توانایی مدیریت نسبت به سودآوری آتی کاهش خواهد یافت. ضمناً با توجه به ناآشنایی مدیریت و اتلاف زمان برای آشنایی مدیریت با حساب‌ها و اوضاع مالی شرکت و همچنین تسلط بر شرایط، با تغییر در مدیریت شرکت احتمال ریسک اعتباری نیز بالاتر خواهد رفت.

این پژوهش از نظر طبقه‌بندی تحقیقات بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی می‌باشد و همچنین از منظر طبقه‌بندی بر مبنای روش، از نوع تحقیقات همبستگی است. داده‌های مورد نیاز این پژوهش از طریق بانک‌های اطلاعاتی و نرم‌افزاری موجود در بازار و پایگاه اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار و نیز با مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه حسابرسی شده سالانه شرکت‌های سرمایه‌گذاری مشمول اصل (۴۴) در بازار سرمایه ایران طی سال‌های ۱۳۸۴ تا پایان ۱۳۹۰ گردآوری شده است. نمونه انتخابی این تحقیق بر حسب روش واگذاری از طریق بورس و فرابورس، مذاکره و مزایده تفکیک شده‌اند و آزمون فرضیه‌های تحقیق بر روی هر گروه از شرکت‌های مذکور به طور جداگانه صورت گرفته است. نتایج تحقیق حاکی از آن است که تغییرات مدیریتی شرکت‌های واگذار شده با ریسک اعتباری دارای رابطه مستقیم و معنادار بوده و با افزایش تغییرات در مدیریت این شرکت‌ها، ریسک اعتباری آنها نیز افزایش یافته است. همچنین تغییرات مدیریتی شرکت‌های واگذار شده با ارزش ویژه هر سهم، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام

شرکت‌های واگذار شده دارای رابطه معکوس و معنادار می‌باشد، بدین معنا که با افزایش تغییرات مدیریتی این شرکت‌ها، ارزش ویژه هر سهم، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام کاهش یافته است. این تحقیق در پنج فصل صورت گرفته است. در فصل اول تحقیق، کلیات پژوهش، اهداف تحقیق، فرضیه‌ها و روش تحقیق آورده شده است.

در فصل دوم، ادبیات تحقیق بیان شده است. این فصل در سه بخش مجزا صورت گرفته است. در بخش اول به تعریف ریسک، ماهیت آن و ریسک اعتباری پرداخته شده است. ریسک در زبان عرف عبارت است از خطری که به علت عدم اطمینان در مورد وقوع حادثه‌ای در آینده پیش می‌آید و هر قدر این عدم اطمینان بیشتر باشد، اصطلاحاً گفته می‌شود که ریسک زیادتر است. ریسک‌ها به انواع مختلفی تقسیم می‌شوند مانند ریسک مالی، ریسک نرخ بهره، ریسک نقدینگی و ... که خود دارای زیرمجموعه‌هایی هستند. ریسک اعتباری (نکول) یکی از انواع ریسک‌های مالی است. ریسک اعتباری زمانی رخ می‌دهد که وام‌گیرنده در اثر عدم توان یا تمایل، به تعهدات خود در مقابل وام‌دهنده و در تاریخ سر رسید عمل نمی‌کند.

در بخش دوم از این فصل به مسأله عملکرد شرکت‌ها و معیارهای اندازه‌گیری آن پرداخته شده است. منظور از عملکرد، نتایج فعالیت‌هایی است که در شرکت انجام شده است. عملکرد مالی واحد تجاری در بر گیرنده بازده حاصل از منابع تحت کنترل واحد تجاری است. ارزیابی عملکرد، سبب شناسایی نقاط قوت سازمان و بزرگ جلوه دادن آن به منظور خلق ارزش‌های بیشتر و در واقع عملکرد مطلوب‌تر می‌شود. ارزیابی عملکرد واحدهای سازمانی، پیش‌نیازی در جهت تخصیص منابع بوده و مدیران سطح بالا را در تصمیم‌گیری در مورد حقوق، پاداش، ارزیابی‌های آتی و خط‌مشی‌های توسعه کمک می‌کند. عملکرد شرکت‌ها با معیارهای مختلفی قابل سنجش است. در این بخش، سه معیار اساسی جهت ارزیابی عملکرد شرکت‌ها معرفی شده‌اند که عبارتند از شاخص ارزش افزوده اقتصادی (*EVA*)، شاخص بازده حقوق صاحبان سهام (*ROE*) و شاخص بازده دارایی‌ها (*ROA*). معیار *EVA*، عملکرد سالانه مدیریت را از طریق مقایسه سود عملیاتی خالص با هزینه کل سرمایه مورد ارزیابی قرار می‌دهد. در این تحلیل اگر سود عملیاتی خالص منهای مالیات تعدیل شده در طی یک سال مشخص، بر مقدار واحد پولی هزینه سرمایه پیشی گیرد، این شرکت دارای *EVA* مثبت بوده و توانسته است برای سهامداران خود ارزش افزوده ایجاد کند. معیار *EVA*، معیار مناسبی برای تضمین اهداف و اندازه‌گیری عملکرد، استراتژی‌ها، تخصیص سرمایه، طراحی سیستم پاداش، افزایش سرمایه و قیمت گذاری می‌باشد.

معیار *ROE* از تقسیم سود خالص متعلق به سهامداران بر جمع حقوق صاحبان سهام عادی بدست می‌آید و نشان‌دهنده درصدی از سود است که روی حقوق صاحبان سهام در شرکت عاید شده است. هر چند بازده حقوق صاحبان سهام معیار مفیدی برای ارزیابی شرکت‌ها است ولی هیچگونه اطلاعاتی در خصوص ریسک‌هایی که شرکت در تحصیل این بازده با آن مواجه بوده است، ارائه نمی‌دهد و تنها بازدهی و نتایج عملیات را مورد توجه قرار می‌دهد.

نهایتاً معیار *ROA* که رابطه بین حجم دارایی‌ها و سود را تعیین می‌کند، نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری‌های انجام شده توسط شرکت چند درصد سود داشته است. یکی از مزایای مهم این معیار این است که مدیران را به کنترل دارائی-

های عملیاتی و ادار می‌سازد تا همواره با کنترل هزینه‌ها، نرخ سود خالص و حجم فروش، به کنترل دارایی‌های عملیاتی بپردازند.

در آخرین بخش از این فصل در خصوص تغییر مدیریت و اثرات آن بر شرکت‌ها بحث شده است. تغییر مدیریت شرکت یکی از معیارهای اندازه‌گیری کیفیت مدیریتی است که به تعداد سال‌های متوالی که یک شخص مدیریت یک شرکت را بر عهده دارد اطلاق می‌شود. انجام عملیات مدیریتی شرکت توسط یک شخص طی سنوات متمادی، به دلیل آشنایی تیم مدیریتی با عملیات مدیریتی شرکت، می‌تواند مؤثرتر صورت گیرد. تحقیقات مختلفی نشان می‌دهد که پایین بودن تغییرات در هیأت مدیره شرکت‌ها، موجب افزایش شناخت و تخصص مدیریت در صنعت مربوطه شده و همچنین موجب بالا رفتن سطح کیفیت مدیریت خواهد شد. مدیرانی که برای دوره معینی عضو هیأت مدیره بوده‌اند، حاکمیت بهتری را در خلال کسب اطلاعات اضافی از شرکت و آشنا شدن بیشتر با امور شرکت پیاده سازی کرده‌اند و بنابراین قادر به نظارت مؤثرتر بر عملکرد مدیریت هستند.

در فصل سوم، روش اجرای تحقیق تشریح شده است. تحقیق حاضر از نوع تحقیقات کاربردی بوده که به روش همبستگی صورت گرفته است. پژوهش‌های همبستگی شامل کلیه پژوهش‌هایی است که در آنها تلاش می‌شود تا رابطه متغیرهای مختلف با استفاده از ضریب همبستگی کشف و تعیین شود. جامعه مطالعاتی تحقیق حاضر، شامل کلیه شرکت‌هایی است که تا پیش از سال ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند. در این تحقیق از روش نمونه‌گیری حذفی استفاده شده است و پس از انتخاب جامعه آماری تحقیق، شرکت‌هایی که برخی شرایط خاص را احراز می‌کردند به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده‌اند. حجم نمونه انتخابی شامل ۵۹ شرکت می‌باشد که ۲۵ شرکت از طریق بورس و فرابورس، ۲۶ شرکت از طریق مزایده و ۸ شرکت نیز از طریق مذاکره و همگی آنها توسط سازمان خصوصی‌سازی واگذار شده‌اند. این تحقیق دارای شش فرضیه است که آزمون‌های آماری برای تمامی آنها انجام گرفته است. در انتهای فصل نیز متغیرهای وابسته و مستقل تعریف شده و مدل تحقیق تصریح و تخمین زده شده است.

در فصل چهارم به تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از تخمین مدل پرداخته شده است. در این تحقیق برای تجزیه و تحلیل داده‌های جمع‌آوری شده و آزمون فرضیه‌ها از تخمین‌های رگرسیون و آزمون‌های آماری استفاده شده است. این تحقیق دارای سه مدل رگرسیونی می‌باشد که به تفکیک برای بررسی ارتباط بین تغییر مدیریت شرکت با ریسک اعتباری، بررسی رابطه بین تغییر مدیریت با بازدهی دارایی‌ها و بررسی رابطه بین تغییر مدیریت با حقوق صاحبان سهام استفاده شده است و هر مدل دارای متغیرهای وابسته و مستقل جداگانه‌ای می‌باشد. فرضیه‌های این تحقیق به همراه نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های مدل‌های تخمین زده شده در جدول زیر آورده شده است.

نتایج آزمون فرضیه	فرضیه تحقیق
رابطه مستقیم و معنی‌دار	بین تغییر مدیریت با ریسک اعتباری در شرکت‌های واگذار شده بر اساس قانون اصل (۴۴) قانون اساسی (از طریق بورس و فرابورس) رابطه معنی‌داری وجود دارد.
رابطه مستقیم و معنی‌دار	بین تغییر مدیریت با ریسک اعتباری در شرکت‌های واگذار شده بر اساس قانون اصل (۴۴) قانون اساسی (از طریق مزایده) رابطه معنی‌داری وجود دارد.
رابطه مستقیم و معنی‌دار	بین تغییر مدیریت با ریسک اعتباری در شرکت‌های واگذار شده بر اساس قانون اصل (۴۴) قانون

	اساسی (از طریق مذاکره) رابطه معنی‌داری وجود دارد.
رابطه معکوس و معنی‌دار	بین تغییر مدیریت با بازده دارایی‌ها در شرکت‌های واگذار شده بر اساس قانون اصل (۴۴) قانون اساسی رابطه معنی‌داری وجود دارد.
رابطه معکوس و معنی‌دار	بین تغییر مدیریت با حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های واگذار شده بر اساس قانون اصل (۴۴) قانون اساسی رابطه معنی‌داری وجود دارد.
رابطه معکوس و معنی‌دار	بین تغییر مدیریت با ارزش ویژه هر سهم در شرکت‌های واگذار شده بر اساس قانون اصل (۴۴) قانون اساسی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

در فصل پنجم، پس از بیان خلاصه‌ای از فصول قبل، پیشنهادهای برای سه فرضیه اول و سه فرضیه آخر به صورت مجزا آورده شده است. با توجه به نتایج حاصل از سه فرضیه اول پیشنهاد شده است که سازمان خصوصی سازی به تغییرات در مدیریت شرکت‌های واگذار شده توجه ویژه‌ای معطوف دارد زیرا عدم آشنایی مدیریت با شرایط داخلی شرکتی که به آن وارد شده است و هزینه‌هایی که با تغییر در مدیریت به شرکت تحمیل می‌گردد، احتمال بروز ریسک اعتباری در این گونه از شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. با توجه به نتایج حاصل از سه فرضیه آخر نیز پیشنهاد شده است که تا حد ممکن از اعمال تغییرات مدیریتی در شرکت‌های واگذار شده بر اساس قانون اصل (۴۴) جلوگیری گردد زیرا نتایج نشان می‌دهد که هر چه تغییرات مدیریت در این شرکت‌ها کمتر باشد، بازدهی دارایی‌ها، بازدهی حقوق صاحبان سهام و ارزش ویژه سهام آنها افزایش می‌یابد.