Quarterly Journal of Fiscal and Economic Policies

Fall 2024, Vol. 12, No. 47, PP. 159-210

The Impact of Acquisitions on Firms' Financial Health: An Analysis of Managerial Ability

Younes Badavar Nahandi*
Associate Professor, Department of Accounting, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran.
Nasrin Jannaty Fesagandisi
M.S in Accounting, Nabi Akram Nonprofit Institute, Tabriz, Iran

Received: 01/06/2024 **Accepted: 19/10/2024**

Abstract:

This study examines the impact of acquisitions on the financial performance of target companies with an emphasis on the role of managerial ability in Iran for the first time. To achieve this goal, a sample of 71 publicly listed companies that underwent major and block-share acquisitions from 1389 to 1400, resulting in changes in primary ownership and management, was selected. These companies, identified as being in financial distress or bankruptcy according to the Kurdestani and Tutley (2014) model, served as the target group. A control group of 71 other financially distressed or bankrupt listed companies that did not undergo acquisitions during the same period was also selected. The financial health index of the companies was calculated using a bankruptcy formula, and managerial ability was assessed based on the Demerjian et al. (2012) model. The findings reveal that acquisitions have a positive and significant effect on the financial health of firms in the years following the acquisition. Moreover, managerial ability in acquired companies has a significant positive impact on their financial health at the 5% level. Comparing the average financial health using paired t-tests and managerial ability using binomial tests over the two years before and after the acquisitions confirms that both acquisitions and managerial ability significantly improve firms' financial health within the two years post-acquisition. Therefore, it can be concluded that acquisitions positively influence financial health in subsequent years, and skilled managers play a crucial role in enhancing the financial health of firms.

JEL Classification: M14, G14, G11

Keywords: Financial health, managerial ability, acquisitions, financial distress.

* Corresponding Author, Email: badavarnahandi@iaut.ac.ir

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159] [Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

سال دوازدهم، شماره ۴۷، پاییز ۱۴۰۳، صفحات ۲۱۰–۱۵۹

تأثیر تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها با تحلیل نقش توانایی مدیریت

یونس بادآور نهندی
دانشیار گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران (نویسنده مسئول)
badavarnahandi@iaut.ac.ir
نسرین جنتی فسقندیسی
کارشناس ارشد حسابداری، مؤسسه غیرانتفاعی نبی اکرم، تبریز، ایران
nas.jannaty@gmail.com

این پژوهش به بررسی تأثیر تصاحب یا تحصیل شرکت‌ها بر عملکرد مالی آن‌ها با تحلیل نقش توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده در ایران برای اولین بار می‌پردازد. جهت دستیابی به این هدف، ۷۱ شرکت بورسی در بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۴۰۰ که با تحصیل سهام آن‌ها به‌صورت عمده و بلوکی مالکیت و مدیریت اصلی آن تغییر یافته بود و طبق مدل ارائه شده کردستانی و تاتلی (۱۳۹۲) در مراحل درماندگی مالی قرار داشته و یا ورشکسته بودند، به عنوان شرکت هدف انتخاب گردیدند. با ایجاد محدودیت‌های نمونه‌گیری ۷۱ شرکت دیگر از بازار بورس و اوراق بهادار که طی این بازه زمانی، عملیات تحصیل نداشتند و در مراحل درماندگی مالی قرار داشته و یا ورشکسته بودند، به عنوان گروه کنترل انتخاب گردیدند. با استفاده از فرمول ورشکستگی مذکور، شاخص سلامت مالی شرکت‌ها محاسبه شد و با استفاده از مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) سطح توانایی مدیران شرکت‌های منتخب بررسی گردید. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها در سال‌های بعد از تحصیل تأثیر مثبت و معنادار داشته و تأثیر توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده بر سلامت مالی آن‌ها در سطح ۵ درصد مثبت و معنادار است. با مقایسه میانگین سلامت مالی با استفاده از آزمون t زوجی و سطح توانایی مدیریت با استفاده از آزمون دوجمله‌ای در دو سال قبل و دو سال بعد از تحصیل نتیجه‌گیری شد که تحصیل شرکت‌ها و توانایی مدیران بر سلامت مالی آن‌ها تأثیر مثبت و معناداری گذاشته و منجر به افزایش سلامت مالی شرکت‌ها در دو سال بعد از تحصیل گردیده است. بنابراین به‌طورکلی می‌توان نتیجه گرفت که تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها در سال‌های بعد از تحصیل تأثیر داشته و سلامت مالی افزایش یافته است، مدیران توانمند در افزایش سطح سلامت مالی شرکت‌ها نقش چشمگیری ایفا می‌کنند.

طبقه‌بندی M14,G14,G11:JEL
واژگان کلیدی: سلامت مالی، توانایی مدیریت، تحصیل و اکتساب شرکت‌ها، درماندگی مالی.

* تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۳/۱۲ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۷/۲۸

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]
[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

۱. مقدمه

واژگان سلامت مالی و توانایی مدیریت از مباحث کلیدی و مهم در سنجش عملکرد واحدهای اقتصادی هستند که با سنجش و برآورد هر یک از این سطوح می‌توان عملکرد مالی بنگاه اقتصادی را توصیف نمود. طبق مفهوم تداوم فعالیت[1]، فرض بر این است بنگاه اقتصادی تا مدت نامحدود و معینی به فعالیت خود ادامه خواهد داد و کلیه گروه‌های ذی‌نفع از قبیل سهامداران، اعضاء هیئت‌مدیره، مدیران، اعتباردهندگان در بنگاه‌های اقتصادی برای حداکثر سازی ثروت سهامداران و حداقل نمودن ریسک مالی و عملیاتی تلاش می‌نمایند (ساتیشکومار، آژاگیا[2]، ۲۰۱۴). حداکثر سازی سود و حداقل نمودن ریسک‌های مالی و عملیاتی به عملکرد و سلامت مالی واحدهای اقتصادی بستگی دارد که بخش بزرگی از درگیری ذهنی سرمایه‌گذاران و صاحبان بنگاه اقتصادی است.

از دست دادن سلامت مالی به مرور زمان منجر به ورشکستگی[3] شرکت‌ها شده و یکی از ریسک‌های پنهان در سرمایه‌گذاری‌های کلان اقتصادی در تمام اعصار است که تأثیر بالایی بر نقدینگی بازار سرمایه و توسعه اقتصادی خواهد داشت (حمیدیان، روزاوشان، ۱۳۹۵). با سنجش به‌موقع میزان سلامت مالی و تشخیص به هنگام درماندگی مالی شرکت‌ها، قبل از بروز مسئله ورشکستگی (که عوارض جبران‌ناپذیری را به همراه دارد)، می‌توان از ورشکستگی و افزایش بحران مالی شرکت‌ها جلوگیری کرد ولی متأسفانه برخی از بنگاه‌ها واحدهای تولیدی فعال در بورس و اوراق بهادار ایران به دلایل متعدد درون و برون‌سازمانی از قبیل مدیریت ناکارآمد، عدم توانایی در رقابت، نوسانات تجاری، بحران اقتصادی و عدم توانایی در پرداخت دیون و مطالبات با درماندگی مالی مواجه شده و نهایتاً در صورتی که عملکرد مالی آن‌ها بهبود نیابد منجر به ورشکستگی می‌گردد. همان‌گونه که برخی از شرکت‌ها مانند بلبرینگ سازی - کارتن مشهد –

1. Going Concern
2. T.Sathishkumar , R.Azhagaiah
3. Bankruptcy

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

لوله و تجهیزات سدید – تولیدی گاز لوله و ... مشمول ماده ۱۴۱ قانون تجارت شده و بیش از نصف سرمایه خود را از دست داده و سهامداران، مدیران و اعتباردهندگان خود را متضرر نموده‌اند و هیچ اقدامی از سوی سازمان‌ها و سهامداران عمده در جهت احیا مجدد آن‌ها صورت نگرفت. ورشکستگی بنگاه‌های اقتصادی صدمات جبران‌ناپذیری بر اقتصاد داشته و محققان و دانشمندان متعدد با ارائه مدل‌های پیش‌بینی ورشکستگی و راهکارهای متعدد سعی در جلوگیری از بروز این معضل و مشکل اقتصادی داشتند ولی تاکنون راهکار مؤثری در خصوص جلوگیری از ورشکستگی شرکت‌ها ارائه نشده و فقط مدل‌های پیش‌بینی توانستند درماندگی مالی شرکت‌ها را در یک تا دو سال قبل از بروز بحران برآورد نمایند. درصورتی‌که در پایان سال مالی شرکت‌ها و بعد از انجام عملیات حسابرسی، مشخص گردد سلامت مالی شرکت‌ها از بین رفته و شرکت با بحران مالی مواجه است، لازم است تمهیداتی در خصوص جلوگیری از ادامه بحران مالی و ضرر و زیان هر چه بیشتر اندیشیده شود تا از بروز مسئله ورشکستگی در سال‌های بعدی جلوگیری گردد.

این پژوهش تأثیر عملیات تحصیل و تصاحب شرکت‌ها را به عنوان یک راهکار نو جدید بر افزایش سطح سلامت مالی واحدهای اقتصادی درمانده ورشکسته بررسی نموده و اثبات می‌نماید که شرکت‌های بورسی می‌توانند در راستای بهبود سطح سلامت مالی خود از این راهکار استفاده نمایند. مبحث تحصیل یا تصاحب که در دنیا به **M&A** یا ادغام و تحصیل[1] شناخته شده است در پژوهش‌های متعدد به عنوان یکی از معیارهای سنجش عملکرد و سلامت مالی شرکت‌ها مطرح گردیده است. این فرآیند اغلب توسط سازمان‌ها در سراسر جهان برای دستیابی به رشد پذیرفته شده است. منطق پشت این فعالیت، فرآیند دستیابی به اهداف استراتژیک[2] سازمان است (اشفاق و همکاران[3]، ۲۰۱٤) و به عنوان یکی از ابزار تحقق انگیزه‌های راهبردی و یکی از روش‌های رشد و توسعه صنایع مختلف از جمله بانک‌ها، شرکت‌های بورسی و شرکت‌های بیمه مورد استفاده قرار

1. Mergers and acquisitions (M&A)
2. Strategic goals
3. Khurram Ashfaq , Muhammad Usman , Zahid Hanif , Toqeer Yousef

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]
[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

گرفته است که همگی به اقتضای شرایط اقتصادی و جهت اهداف مشخص از راهبرد ادغام و تحصیل استفاده نموده‌اند (آقازاده و همکاران،۱۳۹۸). ادغام و تحصیل پدیده جدیدی در دنیای تجارت نیست و در شرکت‌های چندملیتی در آمریکا و اروپا از دهه ۱۹۶۰ رونق پیدا کرده و یک فرآیند تجدید ساختار شرکت است (میمونه و همکاران[1]، ۲۰۲۰). این فعالیت مرتبط با حوزه کلان اقتصادی بوده، به طوری که وقتی دو بنگاه اقتصادی با هم تجمیع گردند بر فعالیت خودشان و بر کل اقتصاد تأثیر می‌گذارند (کردبچه و همکاران، ۱۳۹۷). پژوهش‌های متعدد ایرانی و خارجی تأثیر مثبت و مستقیم تحصیل شرکت‌ها بر عملکرد مالی شرکت‌ها را اثبات نموده و نشان دادند که عملیات تحصیل شرکت‌ها باعث بهبود وضعیت مالی در دوره‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت بعد از تحصیل گردیده است. در پژوهش‌های صورت گرفته داخلی و خارجی تأثیر تحصیل بر عملکرد مالی شرکت‌ها به‌صورت کلی مطرح گردیده و تأثیر تحصیل و تصاحب بر عملکرد مالی شرکت‌های درمانده ورشکسته مورد تحلیل و بررسی قرار نگرفته است. در این پژوهش برای اولین بار در ایران تأثیر تحصیل و تصاحب بر عملکرد مالی شرکت‌هایی که با درماندگی مالی ورشکستگی مواجه هستند مورد بررسی، سنجش و آزمون قرار خواهد گرفت.

یکی دیگر از راه‌های سنجش سلامت مالی بنگاه‌های اقتصادی، سنجش توانایی مدیریت شرکت‌ها است. یکی از دلایل بحران مالی شرکت‌ها مدیران بی‌تجربه و مدیریت ناکارآمد بوده که با کنترل مدیریتی مؤثر، می‌توان از عدم موفقیت واحد تجاری جلوگیری کرد (کردستانی، تاتلی،۱۳۹۲). توانایی مدیریت یکی دیگر از متغیرهای مهم و مؤثر بر عملکرد مالی و تداوم فعالیت است که منجر به افزایش کارایی و بهره‌وری می‌شود (چالاکی و همکاران، ۱۳۹۷). مدیران توانا با ایجاد رقابت پایدار عامل موفقیت واحد اقتصادی بوده و شرکت را از ریسک ورشکستگی نجات می‌دهند (خواجوی، قدیریان، ۱۳۹۷). دمرجیان و همکاران [2](۲۰۱۲) در تحقیق خود نشان دادند

1. Sari Maemunah , Dasih Irma , Muhammad Nur Abdi , Mohammad Fahlavi , Saefudin Zuhri
2. Peter Demerjian , Baruch Lev , Sarah McVay

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

مدیران توانا برای سطح معینی از منابع درآمد بیشتری به دست می‌آورند (یعنی کارایی منابع را به حداکثر می‌رسانند) و به طور مستقیم بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد. یکی از مؤلفه‌های اصلی در عملکرد واحد اقتصادی است که باعث کارایی و بهره‌وری بالای شرکت می‌شود بر درماندگی مالی شرکت‌ها تأثیر گذاشت و شرکت را از آن شرایط دور می‌کنند (چالاکی و همکاران، **۱۳۹۷**). عملیات تحصیل و تصاحب شرکت‌ها منجر به تغییر مدیریت کنترلی و اصلی آن‌ها گردیده و همزمان در این پژوهش توانایی مدیریتی شرکت‌های تحصیل شده که با درماندگی مالی مواجه بوده‌اند بعد از عملیات تحصیل، نیز سنجش و آزمون خواهد شد.

خروج از وضعیت درماندگی مالی ورشکستگی شرکت‌ها می‌بایستی به‌صورت جدی مطرح گردیده و راهکاری در این خصوص اتخاذ گردد با اثبات مفروضات این تحقیق و در صورتی که تأثیر تحصیل شرکت‌ها بر بهبود عملکرد مالی شرکت‌های درمانده مثبت بوده و منجر به بهبود سطح سلامت مالی شرکت‌ها گردد می‌بایستی به عنوان یک راهکار جدید در سازمان بورس و اوراق بهادار مطرح شده تا بتوان از بروز مسئله ورشکستگی شرکت‌ها جلوگیری نمود. راهکار تحصیل شرکت‌های درمانده می‌تواند در سطح کلان اقتصادی بسیار مؤثر و کاربردی باشد و این پژوهش در نهایت پاسخ به این پرسش است که آیا " تحصیل شرکت‌ها باعث بهبود سلامت مالی شرکت‌های درمانده و افزایش توانایی مدیریت شرکت‌ها خواهد شد؟"

در این راستا ساختار پژوهش حاضر به این صورت بررسی و طبقه‌بندی شده است: در ابتدا در مبانی نظری پژوهش به توضیح و بررسی تحصیل شرکت‌ها، سلامت مالی و توانایی مدیریت پرداخته و به‌طور کامل توصیف می‌گردید. در بخش دوم پیشینه پژوهش‌های داخلی و خارجی به‌اختصار مطرح گردیده و در بخش سوم روش‌شناسی پژوهش که شامل توصیف فرضیه‌ها، بررسی و ارزیابی متغیرهای اصلی تحقیق شامل تحصیل شرکت‌ها، سنجش سلامت مالی با استفاده از مدل کردستانی و تاتلی، سنجش توانایی مدیریت با استفاده از مدل دمرجیان و همکاران و سنجش متغیرهای کنترلی شامل متغیر کیوتوبین، بازده فروش، سطح نقدینگی، اندازه و سن شرکت بود، انجام پذیرفت. در بخش چهارم با استفاده از برآورد مدل‌های رگرسیونی، آزمون t زوجی و

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

آزمون دوجمله‌ای فرضیه‌های مطرح شده آزمون شدند و نهایتاً در بخش پنجم جمع‌بندی نتایج تحقیق و ارائه پیشنهادهای کاربردی صورت می‌پذیرد.

۲. مبانی نظری تحقیق

قبل از اجرای یک پژوهش علمی لازم است هدف از اجرای پژوهش و کاربردی بودن آن از جهت بالا بردن امنیت و سلامت فکری افراد جامعه مورد سنجش و آزمون قرار گیرد. زیرا هرچقدر روش‌های نو خلاقانه در جهت جلوگیری از ضرر و زیان مالی و اقتصادی مورد آزمون قرار گیرد، منجر به بالا رفتن سطح سلامت مالی شرکت‌ها، سهامداران و بالا رفتن سطح رفاه اجتماعی می‌گردد. با انجام پژوهش‌های کاربردی در علوم حسابداری و اقتصادی که عمدتاً مربوط به سنجش رفتارهای انسانی، مدیریتی و مالی است، می‌توان به این هدف دست یافت.

ادغام و تحصیل شرکت‌ها

در سطح بین‌المللی فعالیت ادغام و تحصیل شرکت‌ها به خرید و فروش شرکت‌ها مربوط می‌شود و هر دو اغلب به جای هم استفاده می‌شوند. ادغام و تحصیل شرکت‌ها توسط سازمان‌ها به عنوان یکی از ابزارهای رشد شرکت‌ها در نظر گرفته شده و می‌تواند ارزش شرکت‌ها را افزایش دهد (اشفاق و همکاران، ۲۰۱۴؛ پازارسکیس و همکاران[1]، ۲۰۲۱).

در ایران پس از پیروزی انقلاب اسلامی، شرکت ملی صنایع فولاد ایران و شرکت ملی ذوب‌آهن ایران در هم ادغام و شرکت ملی فولاد ایران در سال ۱۳۵۸ ایجاد شد و یکی از بزرگ‌ترین ادغام‌هایی که در دهه‌ی اخیر در ایران انجام گرفته است، ادغام بانک‌های تات، موسسه صالحین، موسسه مالی و اعتباری آتی و تشکیل بانک آینده بوده است (صفیان و حیدری، ۲۰۱۶).

1. Michail Pazarskis , Manthos Vogiatzoglou , Andereas Koutoupis , George Drogalas

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

یکی دیگر از بزرگ‌ترین ادغام‌های صورت گرفته در ایران در طی دوره پژوهش، ادغام سهام ۱۵ شرکت پتروشیمی (پتروشیمی بندر امام – پتروشیمی پارس – مبین – برزویه – فجر – خوزستان – بوعلی سینا – تندگویان – اروند – توسعه صنایع پتروشیمی – بازرگانی پتروشیمی – پتروشیمی بین‌الملل – عملیات غیر صنعتی – عملیات غیر صنعتی پاسارگاد – ره آوران فنون جنوب) به شرکت صنایع پتروشیمی خلیج فارس در سال ۸۹ بود که به شرکت هلدینگ و سهامی عام تبدیل گردید. این سرمایه‌گذاری در سال ۸۹ بالغ بر ۸۰۰ میلیارد تومان بود و در سال ۹۴ توانست درآمدی بالغ بر ۲۵ هزار میلیارد تومان را کسب نماید و به عنوان دومین شرکت ایران بر پایه میزان درآمد شناخته شد.

مفیدی و همکاران (۱۳۹۷) در تحقیقی عنوان داشتند که تحصیل و ادغام بر نسبت‌های فعالیت (کارایی مدیریت)، اهرمی، سودآوری و بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معنی‌داری دارد. فرازمند و عابدینی در پژوهش خود عنوان داشتند که به دلیل رخدادهایی همچون جهانی شدن، رقابت تنگاتنگ سازمانی و تغییرات سریع محیطی، شرکت‌ها اقدام به اکتساب شرکت‌های دیگر نموده تا از این طریق علاوه بر هم‌افزایی مالی، استراتژیک و عملیاتی، بتوانند در جهت افزایش هر چه بیشتر ثروت سهامداران تلاش نمایند.

تفاوت‌های حقوقی واضحی بین ادغام و تحصیل شرکت‌ها وجود دارد و نمی‌توان به جای هم استفاده نمود. ادغام شرکت‌ها بر دو نوع است: ادغام قانونی (واقعی)[1] و ادغام عملی[2]

در ادغام قانونی (واقعی) شخصیت حقوقی شرکت هدف حذف شده و دارایی و بدهی‌های آن با شرکت کنترل‌کننده ترکیب و شخصیت حقوقی در قالب جدید ایجاد می‌گردد و شخصیت حقوقی مستقل و جدیدی به دست می‌آید (شیروی، یوسف‌زاده، ۱۳۹۷)

در ادغام عملی شخصیت حقوقی شرکت‌ها بعد از ادغام باقی می‌ماند. ادغام عملی شرکت‌های سهامی عبارت است از تحصیل یا خرید سهام و دارایی یک، دو یا چند شرکت

1. Legal Merger
2. Practical Merger

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

سهامی توسط شرکت‌های سهامی دیگر، بدون از بین رفتن شخصیت حقوقی هیچ‌یک از شرکت‌های سهامی طرف قرارداد (بلداجی، حیدری، ۲۰۱۶) و تعریف دیگر ادغام عملی همان تحصیل، اکتساب، تملک یا تصاحب شرکت‌ها است.

شرکت‌های هلدینگی که عملیات تحصیل شرکت‌های بورسی را انجام می‌دهند به منظور کسب بازده، سود و کنترل بر روی شرکت‌ها در طولانی‌مدت، عملیات خرید سهام و کسب کرسی‌های مدیریتی را انجام می‌دهند. از این رواژه ادغام در شرکت‌های بورسی معنی‌دار نبوده و لذا صرفاً به موضوع تحصیل شرکت‌های بورسی می‌پردازیم. تحصیل شرکت‌ها راه دیگر ترکیب کسب‌وکار است (میمونه و همکاران، ۲۰۲۰) و بین شرکت هدف و شرکت خریدار اتفاق می‌افتد. شرکت هدف شرکتی است که شرکت خریدار یا شرکت‌های تحت کنترل آن توانسته با خرید سهام آن به‌صورت نقدی یا مبادله سهام با سهام در وضعیت دوستانه یا خصمانه با هر درصد از مالکیت به ورود حداقل یک عضو هیئت‌مدیره در آن منجر شود (بولو، عنابستانی، ۱۳۹۰) و شرکت هدف را به زیرمجموعه خود تبدیل کند، شرکت اعم از خریدار و هدف همچنان پابرجاست.

عملیات تحصیل یا تصاحب شرکت‌ها در بازار بورس و اوراق بهادار توسط معاملات بلوکی و عمده انجام می‌شود که در آن شرکت‌های خریدار می‌توانند تمام یا بخشی از دارایی‌های شرکت هدف را خریداری نمایند به طوری که شرکت تصاحب‌کننده بتواند در تمام تصمیمات مدیریتی و استراتژیک شرکت هدف شرکت نموده و شرکت را کنترل نماید (دارابی، دادبه، ١٤٠٠). به عبارت دیگر، معاملات عمده سهام با تملک بیش از پنج درصد سهام، تصاحب سهام تلقی شده است که توانایی انتخاب یا ابقای حداقل اعضای هیئت‌مدیره را به شرکت خریدار یا شرکت تحت کنترل می‌دهد (حسنی، ١٤٠٠). پژوهش‌ها نشان می‌دهند شرکت‌های خریدار، اقدام به تصاحب شرکت‌هایی می‌کنند که مدیریت ضعیف و قیمت سهام پایینی دارند تا از این طریق از منافع حاصل از بهبود مدیریت آن شرکت‌ها بهره‌مند گردند. در این بازارها ساختارهای مالکیت به‌شدت متمرکز بوده و معاملات بسیاری برای تحت کنترل درآوردن شرکت‌ها انجام گرفته است.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

پژوهشگران و محققان مختلف خارجی با انجام پژوهش‌های متعدد نشان دادند که تحصیل شرکت‌های بورسی تأثیر معنی‌داری بر سودآوری شرکت‌ها، وضعیت نقدینگی، افزایش اندازه شرکت، توانایی رشد شرکت، توانایی مدیریت در سال‌های بعد از تحصیل دارد. (دارتی وکوندا[1]، ۲۰۲۲؛ احمد و احمد[2]، ۲۰۱٤؛ ژانگ و همکاران[3]، ۲۰۱۸؛ گوپتا و همکاران[4]، ۲۰۲۱؛ کوی و همکاران[5]، ۲۰۲۰)

سلامت مالی

سلامت مالی شرکت‌ها بحثی است که با مباحث ورشکستگی، تداوم فعالیت ویژگی‌های کیفی اطلاعات حسابداری(مربوط بودن و قابل اتکا بودن) و درماندگی مالی در ارتباط است (پور علی، ۱۳۹۷). درصورتی‌که شرکت‌ها توانایی سودآوری و حداکثر سازی ثروت سهامداران را نداشته باشد و با ادامه فعالیت خود با مشکل مواجه شود، با خطر درماندگی مالی روبرو خواهد شد. رحیمیان و همکاران (۱۳۹۷)

در ایران به طور کلی و به‌ویژه در سطح شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران[6] شرکت‌های زیادی هستند که ضعف سلامت مالی دارند یا به عبارتی ورشکسته هستند. برخی از شرکت‌ها نمی‌توانند بدهی خود را پرداخت کنند و بازده ناکافی آن‌ها هزینه‌های آن‌ها را پوشش نمی‌دهد. بنابراین طبق قانون طبق ماده ۱٤۱ لایحه اصلاحیه قسمتی از قانون تجارت مصوب سال ۱۳٤۷ ورشکسته می‌شوند. طبق این قانون، شرکت‌هایی ورشکسته هستند که زیان انباشته آن‌ها بیش از ۵۰٪ سرمایه آن‌ها باشد. اگر این شکست مالی زودتر کشف شود احتمال درمان و بهبودی با روش‌های ساده بیشتر می‌شود. بنابراین توصیه می‌شود به جای ورشکستگی، از ضعف سلامت مالی استفاده شود (رفیعی و همکاران، ۲۰۱۱).

1. Emmanuel Okofo-Dartey , Farai Kwenda
2. Muhammad Ahmed , Zahid Ahmed
3. Weihong Zhang , Kecheng Wang , Ling Li , Yong Chen , Xinmeng Wang
4. Isha Gupta , T.V.Roman , Nalini Prava Tripathy
5. Huijie Cui , Sidney Chi – Moon Leung
6. TSE

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

ارزیابی ضعف سلامت مالی در بسیاری از تحقیقات با ارزیابی مدل‌های پیش‌بینی ورشکستگی انجام پذیرفته و مرحله قبل از ورشکستگی، مرحله درماندگی مالی نامیده می‌شود. سلامت مالی شرکت‌ها با ارزیابی درماندگی مالی آن‌ها صورت پذیرفته و درماندگی مالی به شرایطی گفته می‌شود که شرکت نتواند به طور کامل به تعهدهای خود در برابر تأمین‌کنندگان مالی عمل کرده و در برآورده کردن آن‌ها با مشکل مواجه شود. درماندگی مالی لزوماً به ورشکستگی نمی‌انجامد و مجموعه اقدامات مدیریتی برای خروج از شرایط درماندگی یا احیا می‌تواند شرکت را از خطر ورود به مرحله ورشکستگی نجات دهد (هارونکلایی و همکاران، **۱۳۹۹** ؛ کردستانی و همکاران، **۱۳۹۲** ؛ چالاکی و همکاران، **۱۳۹۷**).

یکی از ساده‌ترین و معروف‌ترین مدل پیش‌بینی درماندگی مالی و تداوم فعالیت شرکت‌ها، مدل آلتمن است. این مدل برای ارزیابی تداوم فعالیت شرکت‌ها طراحی شده و ضرایب این مدل در محیط اقتصادی و تجاری شرکت‌های آمریکایی تدوین و تهیه شده است.کارایی مدل آلتمن برای شرکت‌های ایرانی توسط کردستانی و تاتلی در سال **۱۳۹۲** مورد ارزیابی و آزمون قرار گرفت (کارمزی و همکاران، **۱۳۹۳**). آن‌ها با استفاده از محدوده‌های درماندگی مالی مدل آلتمن و تطبیق با مراحل درماندگی نیوتن توانستند مدل پیش‌بینی کنندگی مرحله درماندگی مالی را که قبل از ورشکستگی کامل شرکت است طراحی نمایند .

گرانت نیوتن (**۲۰۱۰**) عملکرد وضعیت مالی شرکت‌های بورسی را به سه حالت تقسیم‌بندی نموده است: **۱** - شرکت‌هایی که سلامت مالی دارند. **۲** –شرکت‌هایی که در مراحل درماندگی مالی قرار دارند. **۳** – شرکت‌هایی که ورشکسته شده‌اند. مرحله دوم درماندگی مالی شرکت‌ها شامل سه مرحله زیر است، الف) دوره نهفتگی، ب) دوره کسری وجه نقد و ناتوانی در پرداخت دیون مالی یا تجاری، ج) عدم توانایی پرداخت دیون به طور کامل (کردستانی و تاتلی، **۱۳۹۲**؛ گلینی، اسمی، **۱۳۹٤**).

کردستانی و همکاران (**۱۳۹۲**) مراحل سه‌گانه درماندگی مالی شرکت‌ها را به‌صورت زیر توصیف نمودند:

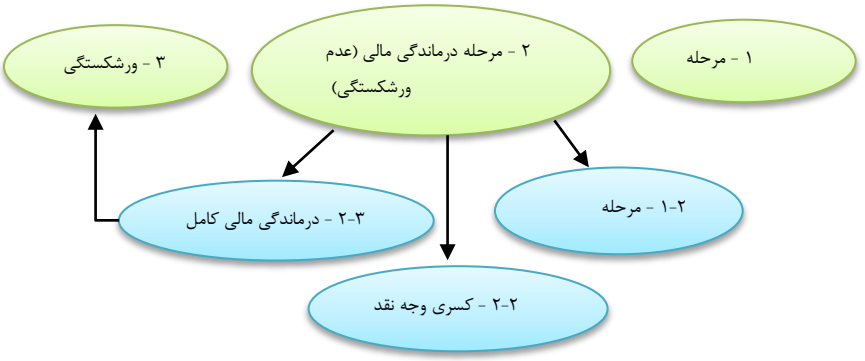
[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

مرحله نهفتگی درماندگی مالی، ممکن است یک یا چند وضعیت نامطلوب به طور نامشخص در بنگاه‌های اقتصادی وجود داشته باشد و فوراً قابل شناسایی نیست. در این مرحله است که زیان اقتصادی اتفاق افتاده و بازده دارایی‌ها کاهش می‌یابد. بهترین وضع برای شرکت‌ها این است که مشکل در همین مرحله کشف شود.

مرحله کسری وجه نقد از درماندگی مالی، زمانی است که شرکت برای اولین بار جهت ایفای تعهدات جاری، دسترسی به وجه نقد نداشته باشد. در این مرحله دارایی شرکت در وضعیت خوبی قرار دارد ولی قابل تبدیل به وجه نقد جهت پرداخت دیون تجاری شرکت نیست.

مرحله عدم قدرت پرداخت دیون مالی، مدیریت ممکن است با استفاده از افراد متخ مالی یا تجاری و یا تجدید ساختار مالی، مشکل به وجود آمده را شناسایی و برطرف نماید. در غیر این صورت کل بدهی‌ها بر ارزش دارایی‌های شرکت فزونی گرفته و شرکت دیگر نمی‌تواند از ورشکستگی کامل خود اجتناب نماید.



شکل ۱. مراحل درماندگی مالی شرکت‌ها

توانایی مدیریت

با افزایش رقابت بین بنگاه‌های اقتصادی دستیابی به سود محدود شده و احتمال ورشکستگی شرکت‌ها افزایش می‌یابد. مدیران توانمند با استفاده بهینه از منابع مالی شرکت و ایجاد مزیت رقابتی پایدار، باعث موفقیت واحد تجاری شده و درماندگی مالی شرکت‌ها را با افزایش توان رقابتی کاهش می‌دهند (خواجوی، قدیریان، **۱۳۹۷**).

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

کارایی مدیران نسبت به رقبا در تبدیل منابع شرکت به درآمد، توانایی مدیریت تعریف می‌شود. مدیران توانمندتر علاوه بر داشتن دانش و آگاهی بیشتر درباره مشتریان و شرایط کلان اقتصادی درک بهتری پیرامون استانداردهای پیچیده‌تر دارند و قادرند آن‌ها را به‌درستی اجرا کنند و بدین ترتیب برای شرکت ارزش‌آفرینی نمایند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲؛ خواجوی، قدیریان، ۱۳۹۷).

در فرآیند ادغام و تحصیل مدیران توانمند قادر به شناسایی شرکت‌های هدف مناسب بوده وظایف پیچیده ادغام منابع سازمان‌های ترکیب شده را به بهترین نحو انجام داده و تعارضات پرسنلی و فرهنگی را کاهش می‌دهند. توانایی مدیریت برای بهبود عملکرد عملیاتی بلندمدت، افزایش هم‌افزایی پس از ادغام و تحصیل اهمیت بالایی دارد. (هویجی کوی، سیدنی لئونگ، ۲۰۲۰).

فعالیت‌های ادغام و تحصیل شامل تصمیمات پیچیده استراتژیک جمعی و کارگروهی در میان مدیران ارشد شرکت‌های خریدار است. بنابراین توانایی برتر مدیریتی برای مدیریت یکپارچه و تغییرات پس از خرید حیاتی است. شرکت‌هایی که توانایی مدیریتی بالایی دارند نسبت به شرکت‌هایی که توانایی مدیریتی پایین‌تری دارند، پس از تحصیل عملکرد بهتری خواهند داشت. توانایی تیم مدیریتی شرکت‌های خریدار نقش مهمی در انتخاب اهداف خرید، مدیریت منابع ترکیبی و در نهایت ایجاد ارزش ایفا می‌کنند. عملکرد عملیاتی پس از خرید و عملکرد بازده سهام بلندمدت، با توانایی مدیریت شرکت‌های خریداری کننده ارتباط مثبت و معنادار دارد. شرکت‌های هدف با توانایی مدیریتی بالاتر، منابع سرمایه انسانی و دارایی‌های نامشهود بالا، توجه شرکت‌های خریدار با توانایی مدیریت بالا را به خود جلب می‌کنند.

۳. پیشینه تحقیق

اقبال و همکاران (۱٤۰۲) در پژوهشی با عنوان "بررسی عوامل مؤثر بر عملکرد شرکت‌های اکتساب کننده پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار" طی دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹٦ با استفاده از داده‌های ٤٨ شرکت به عنوان شرکت هدف نشان دادند که، فرآیند اکتساب برای شرکت‌ها

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

منفعت‌هایی به همراه دارد و شرکت‌های اکتساب کننده می‌توانند مدیریت ناکارآمد را جایگزین نمایند به طوری که ارزش شرکت هدف پس از اکتساب بهبود یابد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد متغیر اکتساب با شاخص ROA رابطه مثبت دارد.

دارابی و دادبه (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان " رتبه‌بندی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قبل و بعد از تصاحب با استفاده از معیارهای مالی " طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ به رتبه‌بندی ده شرکت از صنایع فرآورده‌های نفتی، دارویی و سیمان پرداخته و نشان دادند شاخص بازده حقوق صاحبان سهام، شاخص ارزش افزوده اقتصادی، شاخص ارزش افزوده بازار، شاخص ارزش افزوده نقدی بر ارزیابی عملکرد مالی و رتبه‌بندی شرکت‌ها در قبل و بعد از تصاحب تأثیر معنی‌داری دارد.

مفیدآبادی و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان " تأثیر ادغام و اکتساب بر عملکرد مالی شرکت‌ها در بازارهای مالی ایران " طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ با استفاده از داده‌های ۱۲۸شرکت تولیدی بورسی عملکرد مالی شرکت‌های تحصیل شده را با تحلیل داده‌های پانلی نشان دادند که ادغام و تحصیل بر نسبت‌های فعالیت (کارایی مدیریت، سودآوری، بازار و اهرمی) تأثیر معنی‌دار دارد.

دیا هاری و همکاران (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان "آیا توانایی مدیریت بر عملکرد شرکت بستگی دارد؟" طی دوره زمانی ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۷، با استفاده از داده‌های ۱۵۳ شرکت تولیدی نشان دادند که توانایی مدیریت شرکت‌های خریدار تأثیر مثبت بر عملکرد شرکت‌ها داشته و توانایی موفقیت شرکت‌ها را در بلندمدت تضمین می‌کند. سرمایه‌گذاران بالقوه و نهادی توانایی مدیریت را در انتخاب سرمایه‌گذاری خود پس از عملیات تحصیل مدنظر قرار می‌دهند.

دارتی و کوندا (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان "عملکرد شرکت‌های غرب آفریقا در ادغام و اکتساب" طی دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۷ با استفاده از داده‌های ۲۳ شرکت تولیدی بورسی عملکرد مالی شرکت‌های تحصیل شده را در چهار سال بعد از تحصیل و دو سال قبل از آن نشان دادند که

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

مدیران شرکت‌ها در آفریقا که مایل به کسب سود در بلندمدت هستند می‌توانند از عملیات ادغام و تحصیل جهت رشد عملکرد مالی خود استفاده نمایند.

ایشاگوپتا و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان " ایجاد ارزش از طریق ادغام و اکتساب مرتبط و نامرتبط: شواهد تجربی " طی دوره زمانی ۲۰۱۵ تا ۲۰۲۰ با استفاده از داده‌های ٦٤ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس نشان دادند که ادغام و تحصیل‌های مرتبط بهتر از ادغام و تحصیل‌های نامرتبط بوده و مدیریت شرکت خریدار درک قوی از منابع شرکت هدف داشته و قادر است به طور مؤثر از ادغام و تحصیل برای ایجاد ارزش در شرکت استفاده کند. تأثیر تحصیل شرکت‌ها مرتبط بر هم‌افزایی، نسبت سودآوری، کیوتوبین، اندازه شرکت و ارزش بازار مثبت و معنی‌دار است.

پازارسکیس و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهش با عنوان " ادغام شرکت‌ها و عملکرد حسابداری در طول دوران بحران: شواهدی از یونان " طی دوره زمانی ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۵ با استفاده از داده‌های ۳۳ شرکت که عملیات تحصیل بر روی آن‌ها انجام گرفته بود و داده‌های یک سال قبل و یک سال بعد از سال تحصیل شرکت‌ها و با روش تحلیل آزمون t زوجی[1] نشان دادند ادغام و تحصیل تأثیر مثبت بر بهبودی عملکرد مالی شرکت‌ها داشته و سودآوری شرکت‌های ادغام شده را افزایش داده است.

احمد و احمد (۲۰۱٤) در پژوهشی با عنوان " ادغام و تحصیل، تأثیر بر عملکرد مالی شرکت‌های تولیدی در پاکستان " طی دوره زمانی ۲۰۰٤ تا ۲۰۰۹ با استفاده از داده‌های ۳٦ شرکت تولیدی که عملیات ادغام و تحصیل در بخش تولیدی و داده‌های سه سال قبل و بعد شرکت‌ها نشان دادند که شاخص‌های عملکرد، سودآوری و نقدینگی پس از تحصیل در بخش شیمیایی به طور قابل توجهی بهبود داشته است. سودآوری در بخش سیمان نیز به طور قابل توجهی بهبود داشته است. شاخص‌های عملکرد، نقدینگی و کارایی به طور ناچیزی بهبود داشته است. در بخش

1. Paired t Test

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

الکترونیک سودآوری و کارایی بهبود داشته ولی شاخص عملکرد و نقدینگی به مقدار ناچیزی کاهش یافته است. در حالی کلی عملکرد مالی شرکت‌های تولیدی در دوره بعد از تحصیل به طور قابل توجهی بهبود داشته است.

٤. روش‌شناسی تحقیق

این پژوهش جزو پژوهش‌های کاربردی بوده و از نتایج حاصل آن می‌توان برای تمامی شرکت‌های که با بحران مالی مواجه هستند، استفاده نمود. این تحقیق می‌تواند برای تمامی سهامداران، شرکت‌های هلدینگی، سرمایه‌گذاران، مدیران بنگاه‌های اقتصادی، تحلیل گران بازار سرمایه، اعتباردهندگان و دانشجویان مورد استفاده قرار گرفته و جهت مطالعاتی که در خصوص تحصیل شرکت‌ها در ایران صورت خواهد گرفت، مفید خواهد بود. در صورت تأیید فرضیات، تحلیل‌گران بازار سرمایه، اعتباردهندگان و شرکت‌های هلدینگی با تشخیص درماندگی مالی شرکت‌ها در واحدهای اقتصادی مناسب سرمایه‌گذاری خواهند نمود، سهامداران عمده و نهادی شرکت‌های تولیدی با فروش سهام خود و با تغییر مدیریت واحدهای تولیدی، به شرکت‌ها در جهت جلوگیری از بحران ورشکستگی کمک خواهند کرد و مدیران شرکت‌ها تمام تلاش خود را در جهت بهبود وضعیت شرکت‌ها بکار خواهند برد.

این تحقیق از نوع تحقیق‌های توصیفی، کاربردی و پس رویدادی (علی) است. متغیرهای پژوهش کمی و کیفی بوده و از طریق تکنیک‌های آماری و اقتصادسنجی[1] فرضیه‌ها آزمون شدند. گردآوری اطلاعات در رابطه با مبانی نظری و پیشینه پژوهش این تحقیق به‌صورت کتابخانه‌ای و با مطالعه مقالات داخلی و خارجی انجام گرفته و داده‌های مربوط به تحصیل شرکت‌ها از طریق سایت سازمان بورس و اوراق بهادار[2] جمع‌آوری گردیده است. اطلاعات مربوط به تجزیه‌وتحلیل داده‌های مربوط به شرکت‌های منتخب با مطالعه صورت‌های مالی مربوطه از طریق سایت کدال[3]

1. Econometrics
2. new.tse.ir
3. www.codal.ir

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

است. ابزار گردآوری داده‌ها و اطلاعات از طریق رایانه با بهره‌گیری از سایت سازمان بورس و اوراق بهادار [1] و سایت کدال است. روش تجزیه‌وتحلیل داده‌های گردآوری شده آمار توصیفی [2] و استنباطی [3] است. تحلیل داده‌ها در آمار توصیفی به‌صورت محاسبه شاخص‌های مرکزی مانند: میانگین و میانه است. تحلیل داده‌ها در آمار استنباطی برای آزمون فرضیات و آزمون هم‌خطی و انجام آزمون‌های مختلف جهت سنجش داده‌ها و رد و پذیرش فرضیات در نرم‌افزار ایویوز [4] و اکسل [5] و **SPSS** انجام گرفته است. داده‌های جمع‌آوری شده به اکسل انتقال یافته و نسبت‌های مالی مربوط به متغیرهای تحقیق محاسبه شده است. متغیر وابسته در فرضیه اول و دوم از نوع متغیر کمی بوده و روش تحلیل فرضیه‌های اول و دوم به روش رگرسیون چند متغیره است. فرضیه سوم با آزمون مقایسه میانگین‌ها به‌صورت t زوجی و فرضیه چهارم با آزمون ناپارمتری دوجمله‌ای انجام گرفته است.

۵. فرضیه‌های تحقیق

قبل از تدوین فرضیه‌ها، مطالعات اساسی از مقاله‌های داخلی و خارجی در خصوص چگونگی تحصیل و ادغام شرکت‌ها در ایران و جهان، نحوه سنجش سلامت مالی شرکت‌ها و نحوه سنجش توانایی مدیریت شرکت‌ها صورت گرفت. تحقیقات و مقاله‌های متعدد به روش‌ها و طرق مختلف تأثیر این عوامل را بر روی هم مورد بحث و بررسی قرار دادند و راهکارهای مختلف مورد بررسی قرار گرفته است. تأثیر تحصیل شرکت‌ها بر سلامت و عملکرد مالی آن‌ها در تحقیقات داخلی و خارجی نشان‌دهنده سطوح مختلف معناداری با سنجش متغیرهای مالی مختلف بوده و تأثیر تحصیل بر سلامت مالی شرکت‌ها را بررسی نمودند.

فرضیه ۱: تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها تأثیر دارد.

1. Tsetmc.ir
2. Descriptive Statistics
3. Inferential Statistics
4. Eviews
5. Excel

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

جهت سنجش تأثیر تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها فرضیه اول با وقفه یک و دو سال بعد جهت شرکت‌های گروه هدف (تحصیل شده) و گروه کنترل (تحصیل نشده) بررسی گردید و فرضیات فرعی ذیل آن نیز مورد آزمون قرار گرفت .

فرضیه ۱-۱ : تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها در یک سال بعد تأثیر دارد.

فرضیه ۱-۲: تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها در دو سال بعد تأثیر دارد.

در این فرضیه نمونه آماری که شامل گروه‌های هدف و کنترل است، تأثیر تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی هر دو گروه مورد سنجش قرار گرفت.

فرضیه ۲: توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده بر سلامت مالی آن‌ها تأثیر دارد.

جهت سنجش تأثیر توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده (فقط گروه هدف) بر سلامت مالی آن‌ها فرضیه دوم با وقفه یک سال و دو سال بعد برای شرکت‌های تحصیل شده بررسی گردید و فرضیات فرعی ذیل مورد آزمون قرار گرفت .

فرضیه ۲-۱: توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده بر سلامت مالی آن‌ها در یک سال بعد از تحصیل تأثیر دارد.

فرضیه ۲-۲: توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده بر سلامت مالی آن‌ها در دو سال بعد از تحصیل تأثیر دارد.

در این فرضیه با توجه به اینکه توانایی مدیریت در مدل رگرسیونی دمرجیان با سنجش جزء خطای مدل مورد بررسی قرار می‌گیرد، فقط توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده (گروه هدف) مورد سنجش و آزمون قرار گرفت زیرا تأثیر توانایی مدیریتی گروه کنترل که عملیات تحصیل نداشتند موجب اخلال در مدل رگرسیونی گردیده و نتایج فرضیات قابل اتکا نبودند. بنابراین به دلیل تغییر تعداد نمونه مدل رگرسیونی این فرضیه مجزا از مدل رگرسیونی فرضیه اول در نظر گرفته شده و برآورد گردید.

فرضیه ۳: بین میانگین سلامت مالی شرکت‌ها در دو سال قبل و دو سال بعد از تحصیل تفاوت وجود دارد.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

فرضیه ۴: بین سطح توانایی مدیریت شرکت‌ها در دو سال قبل و دو سال بعد از تحصیل تفاوت وجود دارد.

برای آزمون تمام فرضیه‌ها، سطح معنی‌دار ۵٪ در نظر گرفته شده است.

در صورت تائید همزمان فرضیه‌های سوم و چهارم می‌توان استنباط نمود که تحصیل شرکت‌ها به افزایش توانایی مدیریت و در نهایت، بهبود سلامت مالی شرکت‌های بورس و اوراق بهادار تهران منجر می‌شود.

٦. جامعه و نمونه آماری

با توجه به هدف خاص تحقیق که بررسی بر روی شرکت‌های تحصیل شده است جامعه آماری تحقیق شرکت‌های فعال و حاضر در بورس و اوراق بهادار است. نمونه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌هایی است که در طی دوره **۱۳۸۹** تا **۱٤۰۰** با عرضه سهام خود به‌صورت عمده و بلوکی[1] توسط خریدارانی که عمدتاً، شرکت‌های هولدینگی و سرمایه‌گذاری بودند، تصاحب شده‌اند. در طی بررسی‌های به عمل آمده مشخص شد که سهامداران عمده برخی از شرکت‌های هدف در طول یک دوره مالی نسبت به عرضه عمده سهام خود به دفعات اقدام نموده و شرکت‌های خریدار نیز با خریداری سهام عمده عرضه شده سهامداران عمده شرکت هدف، توانسته‌اند در پایان دوره مالی کرسی‌های مدیریتی و مالکیتی شرکت هدف را کسب نمایند. نمونه‌گیری شرکت‌ها در این تحقیق به این صورت است، درصورتی‌که شرکت بورسی چندین سال پیاپی مالی عرضه عمده سهام داشته است، آخرین سالی که سهام آن‌ها به‌صورت عمده عرضه شده و تا دو سال بعد از آن نیز تحصیلی در آن شرکت‌ها صورت نگرفته و همچنین اطلاعات مالی تا دو سال بعد و قبل آن شرکت در دسترس باشد به عنوان داده‌های نمونه و به عنوان شرکت هدف تحقیق انتخاب شدند درصد معاملات عمده و بلوکی شرکت‌های هدف بالای ده درصد بوده و مدیریت کنترلی آن‌ها و یا به عبارتی سهامدار عمده در سال تحقیق تغییر یافته است. شرکت‌های انتخاب شده به عنوان

1. Block Transactions

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

گروه هدف طبق مدل کردستانی و تاتلی (**۱۳۹۲**) سنجیده شده و شرکت‌هایی انتخاب شدند که در مراحل درماندگی مالی ورشکستگی قرار داشته‌اند.

الباقی محدودیت‌های زیر جهت انتخاب نمونه‌ها اعمال خواهد شد:

۱. شرکت‌هایی که دوره مالی آن‌ها دوازده ماه باشد .

۲. شرکت‌های هدف جزو سرمایه‌گذاری‌ها، شرکت‌های هلدینگی، واسطه‌گرها، بانک‌ها، نهادهای تأمین‌کننده مالی و تأمین‌کنندگان مالی نباشند.

۳. طی دوره پژوهش از **۱۳۸۹** تا **۱۴۰۰** فعال بوده وقفه معاملاتی سهام نداشته باشند.

جهت نتیجه‌گیری مناسب از پژوهش و بررسی تأثیر تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی شرکت‌های تحصیل شده و مقایسه با شرکت‌هایی که تحصیل بر روی آن‌ها انجام نگرفته بود گروه کنترل تحقیق نیز انتخاب گردید، به تناسب شرکت هدف، گروه‌های کنترل با ایجاد محدودیت‌های زیر انتخاب شدند.

۱. شرکت‌ها در همان صنعت و در همان سال تحصیل گروه هدف انتخاب شدند.

۲. تصاحبی روی سهام شرکت‌های کنترل شده در همان سال و در دو سال قبل و بعد آن صورت نگرفته است.

۳. داده‌های دو سال قبل و بعد آن در دسترس باشد.

۴. شرکت‌های انتخاب شده در گروه کنترل در مراحل درماندگی مالی و یا ورشکستگی قرار دارند.

۵. جهت همسان‌سازی تعداد شرکت‌های هدف و کنترل تعداد شش صنعت از گروه‌های مختلف انتخاب شدند که سال تحصیل آن‌ها برابر با سال تحصیل شرکت هدف بوده و بیشترین آمار معامله عمده و تحصیل شرکت‌ها در ده سال اخیر در آن گروه صنعت اتفاق افتاده است .

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

بعد از اجرای روش‌های فوق، تعداد **۷۱** شرکت به عنوان شرکت هدف و **۷۱** شرکت به عنوان شرکت کنترل انتخاب شدند. شرکت‌ها در مقاطع مختلف زمانی در طول بازه سالانه **۱۳۸۹** تا **۱۴۰۰** انتخاب شدند و بنابراین مدل داده‌های انتخاب شده ما از نوع مقطعی است.

۷. نحوه آزمون فرضیه‌ها

مدل پژوهش در فرضیه ۱

(۱)

$$FH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AC_{i,t} + \beta_2 QTOBIN_{i,t} + \beta_3 LIQ_{i,t} + \beta_4 SR_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

به منظور سنجش اثر بلندمدت تحصیل بر سلامت مالی شرکت‌ها (گروه هدف و کنترل)، این مدل رگرسیون با یک و دو وقفه زمانی برای متغیر وابسته به روش مدل رگرسیونی چندمتغیره آزمون خواهد شد.

مدل پژوهش در فرضیه ۲

(۲)

$$FH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MA_{i,t} + \beta_2 QTOBIN_{i,t} + \beta_3 LIQ_{i,t} + \beta_4 SR_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

به منظور سنجش اثر بلندمدت توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده(گروه هدف) بر سلامت مالی شرکت‌ها، این مدل رگرسیون با یک و دو وقفه زمانی برای متغیر وابسته به روش مدل رگرسیونی چندمتغیره آزمون خواهد شد.

نحوه آزمون فرضیه ۳

فرضیه شماره ۳ مقایسه میانگین سلامت مالی گروه‌های هدف و کنترل در دو سال قبل و بعد از تحصیل است. با استفاده از روش تحلیل آزمون t زوجی در دو سال قبل و بعد از تحصیل شرکت‌های تحصیل شده (گروه هدف) آزمون شده و هم‌زمان برای شرکت‌های تحصیل نشده (گروه کنترل) نیز آزمون t زوجی جهت مقایسه میانگین سلامت مالی آن‌ها انجام خواهد گرفت و تفاوت میانگین‌ها در دو گروه هدف و کنترل مقایسه و مورد بررسی قرار می‌گیرد.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

نحوه آزمون فرضیه ٤

در این فرض سطح توانایی مدیریت شرکت‌ها مورد آزمون قرار می‌گیرد و متغیر مستقل توانایی مدیریت، طبق مدل دمرجیان محاسبه خواهد شد. این متغیر در مدل رگرسیونی دمرجیان جزء خطای مدل بوده و اولین فرض کلاسیک برای مدل‌های رگرسیونی نشان می‌دهد که میانگین جزء خطا صفر است. بنابراین مقایسه میانگین متغیر مستقل توانایی مدیریت در گروه‌های هدف و کنترل با توجه به صفر بودن میانگین‌ها امکان‌پذیر نبوده و نمی‌توان از آزمون t زوجی استفاده نمود.

در این تحقیق جهت مقایسه سطح متغیر مستقل توانایی مدیریت در دو سال قبل و دو سال بعد از تحصیل از آزمون دوجمله‌ای (علامت) استفاده شده که نسبت موفقیت و یا شکست را در گروه‌های آماری آزمون می‌کند. نتایج در نرم‌افزار SPSS با استفاده از آزمون علامت یا دوجمله‌ای آزمون خواهد شد.

درصورتی‌که در دو سال بعد از تحصیل داده‌های مربوط به متغیر توانایی مدیریت نسبت به دو سال قبل از تحصیل افزایش داشته باشد (نشان‌دهنده افزایش توانایی مدیریت است) جزو گروه‌های موفق طبقه‌بندی شده و درصورتی‌که کاهش داشته باشد در گروه شکست ارزیابی می‌گردند. با مشخص شدن وضعیت شکست و موفقیت یک درصد احتمال برای هر یک از دو وضعیت در نظر گرفته شده و آزمون انجام می‌گیرد. در این آزمون درصد احتمال موفقیت (افزایش توانایی مدیریت در دو سال بعد) در جامعه ۷۰ درصد در نظر گرفته شده است.

در اندازه‌گیری توانایی مدیریت در گروه هدف، انتظار داریم که از کل جامعه **۷۰** درصد از داده‌ها مربوط به شرکت‌های موفق با توانایی مدیریتی بالا باشد، بنابراین نتیجه آزمون پاسخ به این سؤال خواهد بود که آیا نسبت موفقیت مدیران توانمند در شرکت‌های تحصیل شده برابر با **۷۰** درصد است؟

فرض صفر: درصد موفقیت در جامعه برابر **۷۰** درصد است.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

چنانچه سطح معناداری کمتر از سطح خطای در نظر گرفته شده باشد، فرض صفر رد می‌شود و نتیجه می‌شود که درصد موفقیت و به تبع آن شکست برابر با حد ارائه شده در آزمون نبوده و برای مشخص شدن میزان نسبت، به احتمالات مشاهده شده توجه می‌شود.

در اندازه‌گیری توانایی مدیریت در گروه کنترل، همانند گروه هدف، انتظار داریم که از کل جامعه ۷۰ درصد از داده‌ها مربوط به شرکت‌های موفق با توانایی مدیریتی بالا باشد، بنابراین نتیجه آزمون پاسخ به این سؤال خواهد بود که آیا نسبت موفقیت مدیران توانمند در شرکت‌های تحصیل نشده برابر با ۷۰ درصد است؟

۸. متغیرهای تحقیق

متغیر وابسته سطح سلامت مالی شرکت‌ها (FH) :

شاخص سنجش سلامت مالی بومی شده زد – آلتمن (۱۹۶۸) است که توسط کردستانی و همکاران (۱۳۹۲) تعدیل و بومی شده است. الگوی تعدیل شده آلتمن و متغیرها و محدوده‌های آن به شرح زیر است (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۷):

مدل کردستانی و تاتلی (۱۳۹۲)

(۳)

$$FH = 291/0\,(WC/TA) + 458/2\,(RE/TA) - 301/0(EBIT/TA) - 079/0(BVE/TL) - 05/0(TS/TA)$$

X1 = (WC/TA) = سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها

X2 = (RE/TA) = سود (زیان) انباشته به کل دارایی‌ها

X3 = (EBIT/TA) = سود قبل از بهره و مالیات (سود و زیان عملیاتی) به کل دارایی‌ها

X4 = (BE/ TL) = ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به کل بدهی‌ها

X5 = (TS/TA) = فروش خالص به کل دارایی‌ها

۱. اگر FH <= -0/14 باشد، احتمال ورشکستگی خیلی زیاد است (۹۵ درصد)

۲. اگر -0/14 < FH < 0/02 باشد، شرکت در مرحله درماندگی مالی کامل قرار می‌گیرد.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

۳. اگر 0/36 > FH > 0/02 باشد، شرکت در مرحله کسری وجه نقد و عدم توانایی در پرداخت دیون مالی و تجاری قرار دارد.

۴. اگر 0/6 > FH > 0/36 باشد، شرکت در مرحله نهفتگی درماندگی مالی کامل قرار می‌گیرد.

۵. اگر 0/6=< FH باشد، شرکت دارای سلامت مالی است .

در این پژوهش شرکت‌های گروه هدف شرکت‌هایی هستند که با بحران مالی مواجه بوده و عملیات تحصیل روی آن‌ها صورت گرفته است. شرکت‌های گروه کنترل نیز با اعمال محدودیت-های نمونه‌گیری انتخاب شده که در مراحل درماندگی مالی قرار داشتند ولی عملیات تحصیل بر روی آن‌ها انجام نگردیده بود در هر دو گروه با استفاده از مدل تعدیل شده کردستانی و تاتلی، مراحل سنجش تعیین سطح سلامت مالی مورد محاسبه قرار گرفت.

متغیر مستقل در فرضیه شماره ۱
تحصیل شرکت‌ها (AC)

محققان مختلف خارجی با انجام پژوهش‌های مختلف نشان دادند که تحصیل شرکت‌های بورسی تأثیر معنی‌داری بر سودآوری شرکت‌ها در سال‌های بعد از تحصیل دارد (دارتی و کوندا، **۲۰۲۲**؛ احمد و احمد، **۲۰۱٤**؛ ژانگ و همکاران[1]، **۲۰۱۸**؛ گوپتا و همکاران[2]، **۲۰۲۱**)

متغیر مربوط به سنجش تحصیل شرکت‌ها یک متغیر کیفی بوده و در صورت تحصیل شرکت در دوره مورد بررسی عدد یک و درصورتی‌که در طی دوره آزمون، عملیات تحصیل نداشته باشد عدد صفر می‌گیرد، این متغیر از نظر ماهیت جزو متغیرهای با مقیاس اسمی یا رتبه‌ای بوده و در مدل فرضیه شماره **۱** به عنوان متغیر مستقل مجازی [3]مورد سنجش قرار می‌گیرد.

1. Weihong Zhang , Kecheng Wang , Ling Li , Yong Chen , Xinmeng Wang
2. Isha Gupta , T.V.Roman , Nalini Prava Tripathy
3. Independent Virtual Variable

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]
[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

متغیر مستقل در فرضیه شماره ۲

توانایی مدیریت[1] شرکت‌های تحصیل شده (MA) :

تحقیقات مختلف نشان می‌دهد که بین توانایی مدیریت و خطر ورشکستگی شرکت‌ها یک رابطه منفی وجود دارد و یا به عبارتی دیگر، مدیران توانمند با اداره بهتر شرکت‌ها سلامت مالی را افزایش می‌دهند (خواجوی، قدیریان، **۱۳۹۷** ؛ ممتازیان، کاظم نژاد، **۱۳۹۵** ؛ چالاکی و همکاران، **۱۳۹۷** ؛ فیاض شیخ و همکاران[2]، **۲۰۲۰** ؛ نمازی، غفاری، **۱۳۹٤**؛ کوی و همکاران[3]، **۲۰۲۰** ؛ دانگ و دوکاس، **۲۰۲۱**) این متغیر به عنوان متغیر مستقل در مدل رگرسیون فرضیه **۲** استفاده می‌شود.

بر اساس مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) به‌صورت زیر محاسبه می‌شود :

جهت اندازه‌گیری توانایی مدیریت از مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) استفاده شده است. سنجش توانایی مدیریت در دو مرحله انجام می‌گیرد. مرحله اول سنجش کارایی شرکت با استفاده از روش تحلیل پوششی داده‌ها صورت پذیرفته و بعد از محاسبه کارایی شرکت توانایی مدیریت که جزء خطای مدل رگرسیون است اندازه‌گیری می‌شود.

کارایی شرکت تحت عنوان Firm Efficiecy تعریف شده و با استفاده از فرمول زیر و داده‌های ورودی و خروجی اندازه‌گیری می‌شود.

$$Max\theta = \frac{Sales_{it}}{v_1 CGS + v_2 SG\&A + v_3 PPE + v_4 INTAN} \qquad (٤)$$

SALES: فروش شرکت - خروجی

CGS: بهای تمام‌شده کالای فروش رفته – ورودی

SG&A: هزینه‌های عمومی، اداری و توزیع و فروش - ورودی

PPE: دارایی‌های ثابت مشهود - ورودی

Intan: دارایی‌های نامشهود - ورودی

1. Management Ability
2. Muhammad Fayyaz Sheikh , Aamir Inam Bhutta , Aroosa Munir , Arooj Naz & Iqra S.aif
3. Huijie Cui , Sidney Chi – Moon Leung

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

کارایی برابر است با نسبت موزون خروجی (**OUTPUT**) به ورودی (**INPUT**) و ازآنجاکه اغلب میزان ورودی از خروجی بیشتر است، کارایی کوچک‌تر از یک است و هر چه این عدد به یک نزدیک‌تر باشد، کارایی آن واحد تولیدی بالا بوده و به عنوان شرکت کارا هستند. شرکت‌هایی که کارایی آن‌ها کم است و زیر مرز کارایی قرار دارند می‌بایستی با افزایش درآمد و کاهش هزینه به مرز کارایی برسند.

گام بعدی بعد از محاسبه کارایی شرکت اندازه‌گیری توانایی مدیریت است، در محاسبه توانایی مدیریت ویژگی‌های ذاتی شرکت ویژگی‌های مدیران در نظر گرفته می‌شود. به منظور کنترل اثر ویژگی ذاتی شرکت در مدل دمرجیان، کارایی شرکت به دو بخش مجزا یعنی کارایی شرکت بر اساس ویژگی‌های ذاتی و توانایی مدیریت تقسیم‌بندی شد. آن‌ها جهت کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت از ویژگی‌های درونی شرکت (کل دارایی‌ها، سهم بازار شرکت، جریان نقد آزاد، سن شرکت) استفاده نمودند. هرکدام از این ویژگی‌ها به عنوان ویژگی‌های ذاتی شرکت، می‌توانند به مدیریت کمک کنند تا تصمیمات بهتری اتخاذ نماید و یا توانایی مدیریت را محدود و کاهش دهد. با کنترل اثر ویژگی‌های ذاتی شرکت (متغیرهای توضیحی در مدل رگرسیون) جزء خطای مدل که همان باقیمانده است به عنوان توانایی مدیریتی در نظر گرفته شد. جزء خطای مدل یا توانایی مدیریت نشان می‌دهد که شرکت تا چه میزان توانسته با استفاده از ویژگی‌های ذاتی شرکت منابع شرکت را به درآمد تبدیل کند.

بعد از محاسبه **Firm Efficiecy** و یا همان کارایی شرکت و همچنین محاسبه متغیرهای توضیحی و کنترلی (کل دارایی‌ها، سهم بازار شرکت، جریان نقد آزاد، سن شرکت) برای کلیه شرکت‌های گروه هدف در پنج مقطع زمانی (سال تحصیل، دو سال قبل، یک و دو سال بعد) و جاگذاری در مدل و با استفاده از نرم‌افزار **Eveiws** توانایی مدیریت به عنوان جزء خطای مدل در پنج سال متوالی محاسبه گردید.

(۵)

$$FirmEfficiecy_{it} = \alpha + \beta_1 LN(TotalAssets)_{it} + \beta_2 MarketShare_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \beta_4 Ln(Age)_{it} + \varepsilon_{it}$$

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

Firm Efficiecy: کارایی شرکت

LN (Total assets): لگاریتم کل دارایی‌ها

Market Share: سهم بازار

FCF[1]: جریان‌های نقدی آزاد

Ln (age): لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که شرکت در بورس بوده است

E: مقدار باقی‌مانده معادل رگرسیون که نشان‌دهنده توانایی مدیریت است

متغیر کنترلی سهم بازار شرکت **Market Share** با استفاده از نسبت فروش شرکت به فروش کل صنعت محاسبه شد و متغیر کنترلی جریان‌های نقدی آزاد **FCF** به عنوان متغیر مجازی در صورت مثبت بودن جریان نقدی عملیاتی شرکت‌ها طبق صورت جریان وجوه نقد در سال بعد برابر یک و در صورت منفی بودن برابر صفر در نظر گرفته شده است. (نوروزی و همکاران، ۱۳۹۹؛ قدرتی زوارم و نوروزی، ۱۴۰۲؛ بهارمقدم و همکاران، ۱۳۹۶؛ مولایی و پرندین، ۱۴۰۲) در مدل رگرسیونی دمرجیان جهت محاسبه توانایی مدیریت شرکت‌ها، متغیر کنترلی صادرات شرکت‌ها نیز وجود دارد که با توجه به اینکه در اکثر صورت‌های مالی دوره مورد بررسی فروش صادراتی شرکت‌ها به صورت مجزا درج نگردیده است از مدل رگرسیونی حذف گردید (نیکبخت و قاسمی، ۱۳۹۷؛ کمالی و برادران، ١٤٠٠).

متغیرهای کنترلی در فرضیه‌های ۱ و ۲

تعریف عملیاتی نسبت کیو توبین (QTOBIN):

توبین (۱۹٦۹) به منظور ارزیابی سودآوری پروژه‌های سرمایه‌گذاری از نسبت زیر استفاده نمود. نسبت کیوتوبین نشان می‌دهد که یک رابطه بین شاخص کیوتوبین و میزان سرمایه‌گذاری انجام شده وجود دارد. اگر شاخص کیوتوبین برای شرکت‌ها بزرگ‌تر از یک باشد نشان‌دهنده بالا بودن ارزش شرکت برای سرمایه‌گذاری است.

1. Free Cash Flow Indicator

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

$$QTOBIN = \frac{VOC+BVL+BVC}{BVT} \quad (٦)$$

Voc: ارزش سهام عادی در پایان سال

BVL: ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت

BVC: ارزش دفتری بدهی‌های جاری در پایان سال

BVT: ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان سال

رابطه همبستگی بین شاخص کیوتوبین و معیارهای ارزیابی عملکرد از جمله سود ناخالص عملیاتی، فروش، نسبت گردش دارایی، رشد فروش، رشد سود، نسبت جاری و نسبت آنی ضعیف است. (نمازی، زراعت‌گری، **۱۳۸۸**). در این تحقیق شاخص ارزش‌گذاری کیوتوبین به عنوان یک متغیر کنترلی در مدل رگرسیون مورد سنجش قرار گرفته و تأثیر آن بر سلامت مالی شرکت‌ها در فرضیه‌ها بررسی خواهد شد.

تعریف عملیاتی نسبت نقدینگی [1](نسبت آنی) (LIQ)

شرکت‌ها در جهت پرداخت به‌موقع بدهی‌های خود نیاز به نقدینگی کافی دارند. بالا بودن سطح نقدینگی، احتمال ورشکستگی را کاهش می‌دهد و این نسبت برابر است با دارایی‌های جاری منهای موجودی مواد و کالا تقسیم بر بدهی‌های جاری است (خواجوی و قدیریان آرانی، **۱۳۹۷**). پورعلی (**۱۳۹۱**) نشان داد که بین نسبت نقدینگی و سلامت مالی شرکت‌ها ارتباط مثبت و معناداری وجود داشته و لذا جهت بررسی بیشتر این متغیر و تأثیر آن در سلامت مالی و توانایی مدیریت به عنوان متغیر کنترلی در مدل رگرسیون بکار گرفته خواهد شد (احمد، احمد، **۲۰۱٤**).

تعریف عملیاتی بازده فروش [2](SR)

طبق تحقیق هارونکلایی و همکاران (**۱۳۹۷**) سود خالص به فروش خالص دارای بیشترین قدرت تبیین خروج از درماندگی شرکت‌ها هستند. بازده فروش یک متغیر کمی بوده، از نظر ماهیت جزو

1. Liquidity Ratio
2. Sales Return

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

متغیرهای با مقیاس نسبی طبقه‌بندی شده و در مدل به عنوان متغیر کنترلی مورد سنجش قرار می‌گیرد.

تعریف عملیاتی اندازه شرکت (SIZE)

احتمال ورشکستگی شرکت‌های بزرگ به دلیل حجم و گستردگی فعالیت و مشارکت بیشتر در بازار سرمایه کاهش می‌یابد. این نسبت برابر با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها است. اندازه شرکت یک متغیر کمی بوده و از نظر ماهیت جزو متغیرهای با مقیاس نسبی طبقه‌بندی شده است و در مدل به عنوان متغیر کنترلی مورد سنجش قرار می‌گیرد (رحیمیان و همکاران، **۱۳۹۷**). بسیاری از تحقیقات نشان می‌دهد که بین اندازه شرکت ورشکستگی رابطه معکوس وجود دارد پس می‌بایستی رابطه مثبت و معناداری بین متغیر کنترلی اندازه شرکت و سلامت مالی وجود داشته باشد (خواجوی، قدیریان آرانی، **۱۳۹۷**).

تعریف عملیاتی سن شرکت (AGE)

جهت محاسبه این متغیر تفاضل زمان تأسیس اولیه یک شرکت و زمان حال شرکت (برحسب سال) اندازه‌گیری شده و لگاریتم طبیعی سال به‌دست‌آمده اندازه‌گیری می‌شود (صفری گرایلی، رضایی پیته نوئی، **۱۳۹۷**). سن شرکت یک متغیر کمی بوده و از نظر ماهیت جزو متغیرهای با مقیاس نسبی طبقه‌بندی شده و در مدل به عنوان متغیر کنترلی مورد سنجش قرار می‌گیرد.

۹. تحلیل توصیفی داده‌ها

متغیر تحصیل شرکت‌ها، در این پژوهش جزو متغیرهای کیفی بوده که عدد صفر برای گروه هدف (شرکت‌هایی که تحصیل شده‌اند) و عدد یک برای گروه کنترل (شرکت‌هایی که تحصیل نشده‌اند) است. نتایج آمار توصیفی داده‌های گروه هدف به تعداد **۷۱** شرکت و گروه کنترل به تعداد **۷۱** شرکت در جداول زیر مورد بررسی قرار خواهند گرفت.

اولین جدول آمار توصیفی مربوط به متغیرهای وابسته و کنترلی گروه هدف بوده و با بررسی مقادیر مشخص شده در جدول شماره ۱ به نتایج زیر می‌رسیم:

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

میانگین متغیر وابسته سلامت مالی شرکت‌های گروه هدف (تحصیل شده) در جدول شماره ۱ از سال تحصیل به بعد روند صعودی داشته است و از عدد (۰/۰۰۵) به عدد (۰/۱۴۳) افزایش یافته است و نشان‌دهنده افزایش سلامت مالی و بهبود عملکرد مالی شرکت‌های تحصیل شده در سال‌های بعد از تحصیل است و در طی سال‌های بعد شرکت‌ها از حالت ورشکستگی و شرایط نامساعد مالی خارج شده‌اند. میانگین متغیر کیوتوبین در سال تحصیل از عدد (۱/۵۶۸) به عدد (۲/۰۴۰) در دو سال بعد از تحصیل افزایش داشته و نشان‌دهنده افزایش ارزش شرکت در سال‌های بعد از تحصیل است. میانگین سطح نقدینگی در سال تحصیل از عدد (۰/۸۰) به عدد (۰/۸۴۶) در دو سال بعد از تحصیل افزایش داشته و نشان می‌دهد که شرکت‌های تحصیل شده در سال‌های بعد به طور جزئی سطح نقدینگی آن‌ها افزایش یافته است. بازده فروش در سال تحصیل از عدد (۰/۰۶۳) به عدد (۰/۸۲۶) در دو سال بعد از تحصیل روند افزایشی داشته و حاکی از بهتر شدن وضعیت سود شرکت نسبت به فروش شرکت‌ها است. سطح توانایی مدیریت همانگونه که در فصل سه نیز به آن اشاره شد جزو باقیمانده مدل بوده و دارای میانگین صفر است و میانگین سایر متغیرها تغییر چندانی نداشته است.

جدول ۱. توصیف متغیرهای پژوهش (**۷۱** شرکت گروه هدف)

شرح		سلامت مالی	توانایی مدیریت	کیوتوبین	سطح نقدینگی	بازده فروش	اندازه شرکت	سن شرکت
میانگین	دو سال قبل از تحصیل	-۰/۰۲۴	۰	۱/۳۴۲	۰/۶۹۳	۰/۰۵۰	۶/۱۱۸	۳/۱۳۳
	یک سال قبل از تحصیل	۰/۰۰۱	۰	۱/۲۸۱	۰/۷۴۷	۰/۰۸۰	۶/۲۱۲	۳/۱۳۳
	سال تحصیل	۰/۰۰۵	۰	۱/۵۶۸	۰/۸۰۰	۰/۰۶۳	۶/۳۲۴	۳/۱۱۷
	یک سال بعد از تحصیل	۰/۰۷۲	۰	۲/۰۲۸	۰/۸۱۶	۰/۰۶۷	۶/۴۰۸	۳/۱۱۷
	دو سال بعد از تحصیل	۰/۱۴۳	۰	۲/۰۴۰	۰/۸۴۶	۰/۱۲۶	۶/۴۸۸	۳/۱۳۳

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

ادامه جدول ۱. توصیف متغیرهای پژوهش (**۷۱** شرکت گروه هدف)

شرح		سلامت مالی	توانایی مدیریت	کیوتوبین	سطح نقدینگی	بازده فروش	اندازه شرکت	سن شرکت
میانه	دو سال قبل از تحصیل	۰/۰۵۴	۰/۰۰۷	۱/۲۲۰	۰/۷۲۰	۰/۰۴۸	۶/۰۱۰	۳/۱۷۸
	یک سال قبل از تحصیل	۰/۱۰۹	۰/۰۳۲	۱/۱۶۱	۰/۷۳۸	۰/۰۷۰	۶/۰۳۲	۳/۱۷۸
	سال تحصیل	۰/۰۳۰	۰/۰۰۰	۱/۴۰۹	۰/۷۱۴	۰/۰۹۳	۶/۱۱۸	۳/۱۷۸
	یک سال بعد از تحصیل	۰/۱۲۲	۰/۰۴۲	۱/۳۵۲	۰/۷۸۴	۰/۰۹۹	۶/۲۰۴	۳/۱۷۸
	دو سال بعد از تحصیل	۰/۱۵۴	۰/۰۱۷	۱/۵۴۲	۰/۷۹۳	۰/۱۲۶	۶/۲۹۲	۳/۱۷۸

مأخذ: یافته‌های تحقیق

دومین جدول آمار توصیفی مربوط به متغیرهای وابسته و کنترلی گروه کنترل بوده و با بررسی مقادیر مشخص شده در جدول به نتایج زیر می‌رسیم:

میانگین متغیر وابسته سلامت مالی شرکت‌های گروه کنترل (تحصیل نشده) در جدول ۲ طی پنج سال روند نزولی داشته است و سطح سلامت مالی شرکت‌هایی عملیات تحصیل نداشته اند و در مراحل درماندگی مالی قرار داشتند، در سال‌های بعد از تحصیل بهبود نیافته و همچنان شرکت‌ها در حالت درماندگی مالی قرار دارند. میانگین سطح نقدینگی و بازده فروش روند مشخص را نشان نمی‌دهند و منفی بودن بازده فروش در شرکت‌های کنترلی در طی دوره مورد بررسی، نشان‌دهنده این است که اکثریت شرکت‌های کنترلی در محدوده شرکت‌های زیان‌ده ورشکسته بوده و نسبت سود خالص آن‌ها به فروش، در چند سال بعدی بهبودی نداشته است. میانگین سطح توانایی مدیریت که جزو باقیمانده مدل است صفر بوده و میانگین سایر متغیرها تغییر چندانی نداشته است. جدول آمار توصیفی عملکرد ضعیف شرکت‌های گروه کنترل را در طی دوره‌های مورد بررسی، نشان می‌دهد.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

جدول ۲. توصیف متغیرهای پژوهش (۷۱ شرکت گروه کنترل)

شرح		سلامت مالی	توانایی مدیریت	کیوتو بین	سطح نقدینگی	بازده فروش	اندازه شرکت	سن شرکت
میانگین	دو سال قبل از تحصیل	-۰/۲۲۱	۰	۱/۴۹۳	۰/۶۰۶	-۰/۰۱۱	۵/۸۲۹	۳/۲۴۴
	یک سال قبل از تحصیل	-۰/۲۲۹	۰	۱/۵۴۴	۰/۶۸۴	۰/۰۱۵	۵/۸۶۱	۳/۲۴۴
	سال تحصیل	-۰/۵۱۷	۰	۱/۸۱۶	۰/۶۴۹	-۰/۰۷۰	۵/۹۲۴	۳/۲۶۶
	یک سال بعد از تحصیل	-۰/۶۲۲	۰	۲/۶۶۲	۰/۶۵۳	-۰/۲۵۱	۶/۰۳۵	۳/۲۶۶
	دو سال بعد از تحصیل	-۰/۳۰۱	۰	۲/۵۱۰	۰/۷۳۷	۰/۰۶۴	۶/۰۷۱	۳/۲۴۴
میانه	دو سال قبل از تحصیل	-۰/۰۱۸	-۰/۰۶۴	۱/۲۴۲	۰/۵۵۸	۰/۰۳۶	۵/۷۶۳	۳/۲۹۶
	یک سال قبل از تحصیل	-۰/۰۱۳	-۰/۰۱۲	۱/۲۲۱	۰/۶۱۶	۰/۰۵۵	۵/۸۶۰	۳/۲۹۶
	سال تحصیل	۰/۰۲۵	-۰/۰۱۶	۱/۳۵۱	۰/۵۹۹	۰/۰۳۷	۵/۸۶۲	۳/۲۹۶
	یک سال بعد از تحصیل	-۰/۰۶۲	-۰/۰۲۰	۱/۳۵۹	۰/۶۳۵	۰/۰۵۳	۵/۹۵۷	۳/۲۹۶
	دو سال بعد از تحصیل	۰/۰۴۶	۰/۰۰۲	۱/۶۷۸	۰/۶۷۱	۰/۰۸۵	۶/۰۵۹	۳/۲۹۶

مأخذ: یافته‌های تحقیق

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

آزمون فرضیه شماره ۱

فرضیه ۱: تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها تأثیر دارد.

جدول۳. تخمین تأثیر تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها در سال تحصیل

$$FH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AC_{i,t} + \beta_2 QTOBIN_{i,t} + \beta_3 LIQ_{i,t} + \beta_4 SR_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	آزمون همخطی	مانایی متغیرها	ضرایب مدل	خطا	آماره t	سطح معناداری
تحصیل شرکت‌ها	۱/۱۰۷	مانا است	۰/۱۷۸	۰/۱۱۵	۱/۵۴۲	۰/۱۲۵
کیوتوبین	۱/۰۵۵	مانا است	-۰/۳۴۲	۰/۱۲۸	-۲/۶۶۱	۰/۰۰۹
سطح نقدینگی	۱/۱۷۵	مانا است	۰/۱۸۵	۰/۲۰۰	۰/۹۲۶	۰/۳۵۶
بازده فروش	۱/۱۲۸	مانا است	۱/۳۲۳	۰/۴۵۲	۲/۹۲۶	۰/۰۰۴
اندازه شرکت	۱/۱۶۲	مانا است	۰/۱۷۳	۰/۱۱۳	۱/۵۲۸	۰/۱۲۹
سن شرکت	۱/۱۰۱	مانا است	۰/۰۹۴	۰/۱۰۵	۰/۸۹۳	۰/۳۷۴
عرض از مبدأ	---		-۱/۲۵۳	۰/۹۶۵	-۱/۲۹۹	۰/۱۹۶
ناهمسانی واریانس (آزمون بارتلت)			۴/۲۸۶ (۰/۰۰۰)	دوربین واتسن	۱/۹۹۳	
ضریب تعیین			۰/۳۳	آماره فیشر	۲۶/۳۱۳ (۰/۰۰۰)	
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۲۸	نوع رگرسیون	مقطعی - رگرسیون کمترین مربعات	

مأخذ: یافته‌های تحقیق

نتایج جدول شماره ۳ نشان می‌دهد که مدل رگرسیون با توجه به سطح معناداری آماره فیشر که کمتر از ۵ درصد است از اعتبار کافی برخوردار بوده و مدل معنادار است. متغیر تحصیل شرکت‌ها دارای سطح معناداری (۰/۱۲۵) بوده و معنادار نیست از این‌رو تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی در سال تحصیل تاثیری نداشته و فرض صفر رد نمی‌شود. عدم معناداری متغیر تحصیل در سال تحصیل نشان‌دهنده این است که در سال تحصیل، تحصیل شرکت‌ها نتوانسته بر بهبود عملکرد مالی آن‌ها تأثیر گذار باشد. متغیر کیوتوبین دارای سطح معناداری (۰/۰۰۹) و متغیر بازده فروش با سطح معناداری (۰/۰۰٤) در سطح ۵ درصد در مدل معنادار می‌باشند. ضریب متغیر

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

کیوتوبین منفی بوده و نشان می‌دهد با با کاهش متغیر کیوتوبین متغیر سلامت مالی افزایش خواهد یافت. دلیل آن ممکن است استفاده از ارزش تاریخی در محاسبه نسبت‌های جاری، آنی و گردش دارایی‌ها و تورم بالا در ایران برای محاسبه شاخص کیوتوبین باشد (نمازی و زراعت گری، ۱۳۸۸).

مدل رگرسیون از طریق متغیرهای مدل توانسته است ۲۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته سلامت مالی را پیش‌بینی نمایند. با توجه به سطح معناداری متغیرهای سطح نقدینگی(۰/۳۵٦)، اندازه شرکت (۰/۱۲۹) و سن شرکت (۰/۳۷٤) رابطه معناداری بین این متغیرها و سلامت مالی در سال تحصیل در سطح ۵ درصد وجود ندارد. درمدل رگرسیونی پژوهش ناهمسانی واریانس خطا وجود داشته که با استفاده از تصحیح وایت این ناهمسانی برطرف شده است. آماره دوربین واتسون برابر ۱/۹۹۳ بوده و حاکی از عدم وجود خودهمبستگی سریالی در مقادیر خطا است.

آزمون فرضیه شماره ۱-۱

فرضیه ۱-۱: تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها در یک سال بعد از تحصیل تأثیر دارد.

نتایج جدول شماره ٤ نشان می‌دهد که متغیر تحصیل شرکت‌ها دارای سطح معناداری (۰/۰۱۱) و معنادار بوده پس می‌توان عنوان کرد که متغیرتحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی دریک سال بعد از تحصیل تأثیر داشته و فرض صفر رد می‌شود. معناداری متغیر تحصیل دریک سال بعد از سال تحصیل نشان‌دهنده این است که در یک سال بعد از تحصیل شرکت‌ها، عملیات تحصیل بر روی شرکت‌های درمانده موفق بوده و توانسته سطح عملکرد مالی شرکت‌های درمانده را بهبود بخشد. متغیر سطح نقدینگی دارای سطح معناداری (۰/۰۰۱) و متغیر بازده فروش با سطح معناداری (۰/۰۰۰) در سطح ۵ درصد در مدل معنادار می‌باشند. ضریب متغیرهای سطح نقدینگی و بازده فروش مثبت بوده و نشان می‌دهد با افزایش سطح نقدینگی و بازده فروش شرکت‌ها، سطح سلامت مالی شرکت‌ها افزایش یافته و شرکت‌ها از وضعیت درماندگی مالی و نهایتاً ورشکستگی خارج شده‌اند. (خواجوی و قدیریان آرانی، ۱۳۹۷؛ پورعلی، ۱۳۹۱؛ احمد، احمد، ۲۰۱٤). ضریب مثبت بازده فروش نشان می‌دهد با افزایش سطح سلامت مالی، بازده فروش شرکت‌ها نیز افزایش خواهد

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

یافت.در مدل رگرسیونی پژوهش ناهمسانی واریانس خطا وجود داشته که با استفاده از تصحیح وایت این ناهمسانی برطرف شده است. آماره دوربین واتسون برابر **۱/۸۵٤** بوده و حاکی از عدم وجود خودهمبستگی سریالی در مقادیر خطا است.

جدول ۴. تخمین تأثیر تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها در یک سال بعد از تحصیل

$$FH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AC_{i,t} + \beta_2 QTOBIN_{i,t} + \beta_3 LIQ_{i,t} + \beta_4 SR_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	آزمون همخطی	مانایی متغیرها	ضرایب مدل	خطا	آماره t	سطح معناداری
تحصیل شرکت‌ها	۱/۱۱۹	مانا است	۰/۳۳۶	۰/۱۳۱	۲/۵۷۰	۰/۰۱۱
کیوتوبین	۱/۰۷۹	مانا است	-۰/۰۳۵	۰/۰۳۷	-۰/۹۴۷	۰/۳۴۵
سطح نقدینگی	۱/۰۸۰	مانا است	۰/۶۹۷	۰/۲۱۳	۳/۲۶۷	۰/۰۰۱
بازده فروش	۱/۱۱۶	مانا است	۰/۴۸۱	۰/۰۲۱	۲۳/۱۶	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۱/۱۳۸	مانا است	۰/۱۷۸	۰/۱۱۸	۱/۵۰۵	۰/۱۳۴
سن شرکت	۱/۰۸۹	مانا است	-۰/۰۱۷	۰/۰۶۷	-۰/۲۵۹	۰/۷۹۶
عرض از مبدأ	---		-۱/۸۸۱	۱/۰۰۵	-۱/۸۷۱	۰/۰۶۳
ناهمسانی واریانس (آزمون بارتلت)			۱۰۶۵/۷۸ (۰/۰۰۰)	دوربین واتسن	۱/۸۵۴	
ضریب تعیین			۰/۴۸	آماره فیشر	۳۷/۴۹ (۰/۰۰۰)	
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۴۵	نوع رگرسیون	مقطعی - رگرسیون کمترین مربعات	

مأخذ: یافته‌های تحقیق

آزمون فرضیه شماره ۱-۲

فرضیه ۱-۲: تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها در دو سال بعد از تحصیل تأثیر دارد.

نتایج جدول شماره ۵ نشان می‌دهد که متغیر تحصیل شرکت‌ها دارای سطح معناداری (۰/۰۱) و معنادار بوده پس می‌توان عنوان کرد که متغیرتحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی در دو سال بعد از تحصیل نیز تأثیر داشته و فرض صفر رد می‌شود. معناداری متغیر تحصیل شرکت‌ها در دو سال بعد از سال تحصیل نشان‌دهنده تداوم سطح سلامت مالی شرکت‌های تحصیل شده بوده و با پیشبرد

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

اهداف تحصیل، شرکت‌های درمانده مالی توانستند سطح سلامت مالی خود را بهبود بخشند. متغیر کیوتوبین دارای سطح معناداری (۰/۰۴۹)، متغیر سطح نقدینگی دارای سطح معناداری (۰/۰۲۲) و متغیر بازده فروش با سطح معناداری (۰/۰۰۰) در سطح ۵ درصد در مدل معنادار می‌باشند. ضریب متغیر کیوتوبین در مدل منفی و ضریب متغیرهای سطح نقدینگی و بازده فروش مثبت است. ضریب مثبت متغیرهای سطح نقدینگی و بازده فروش نشان‌دهنده تأثیر مثبت و معنادار آن‌ها بر سلامت مالی است، با افزایش سطح نقدینگی و بازده فروش شرکت‌ها، سطح سلامت مالی شرکت‌ها افزایش خواهد یافت. ضریب منفی متغیر کیوتوبین نشان می‌دهد با کاهش متغیر کیوتوبین، سطح سلامت مالی شرکت‌ها افزایش خواهد یافت. مدل رگرسیون از طریق متغیرهای مدل توانسته است ۵۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته سلامت مالی را پیش‌بینی نمایند. با توجه به سطح معناداری متغیرهای اندازه شرکت (۰/۳۳۱) و سن شرکت (۰/۸۱۹) رابطه معناداری بین این متغیرها و سلامت مالی در دو سال بعد از تحصیل در سطح ۵ درصد وجود ندارد. درمدل رگرسیونی پژوهش ناهمسانی واریانس خطا وجود داشته که با استفاده از تصحیح وایت این ناهمسانی برطرف شده است. آماره دوربین واتسون برابر ۱/۹۷۴ بوده و حاکی از عدم وجود خودهمبستگی سریالی در مقادیر خطا است.

جدول۵. تخمین تأثیر تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها در دو سال بعد از تحصیل

$$FH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AC_{i,t} + \beta_2 QTOBIN_{i,t} + \beta_3 LIQ_{i,t} + \beta_4 SR_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	آزمون همخطی	مانایی متغیرها	ضرایب مدل	خطا	آماره t	سطح معناداری
تحصیل شرکت‌ها	۱/۱۴۳	مانا است	۰/۲۰۶	۰/۰۸۴	۲/۴۵۹	۰/۰۱۵
کیوتوبین	۱/۰۲۶	مانا است	-۰/۰۵۸	۰/۰۳۰	-۱/۹۸۳	۰/۰۴۹
سطح نقدینگی	۱/۲۳۱	مانا است	۰/۳۲۱	۰/۱۳۹	۲/۳۰۱	۰/۰۲۲
بازده فروش	۱/۲۴۸	مانا است	۲/۴۶۵	۰/۳۳۰	۷/۴۶۶	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۱/۲۱۰	مانا است	۰/۰۵۶	۰/۰۵۸	۰/۹۷۴	۰/۳۳۱
سن شرکت	۱/۱۱۹	مانا است	۰/۰۱۷	۰/۰۷۵	۰/۲۲۸	۰/۸۱۹

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

ادامه جدول۵. تخمین تأثیر تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها در دو سال بعد از تحصیل

عرض از مبدأ	---	-۰/۹۴۹	۰/۵۴۵	-۱/۷۴۱	۰/۰۸۳
ناهمسانی واریانس (آزمون بارتلت)	۳۸/۳۵۲ (۰/۰۰۰)		دوربین واتسن	۱/۹۷۴	
ضریب تعیین	۰/۵۲		آماره فیشر	۳۰/۷۴ (۰/۰۰۰)	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۰		نوع رگرسیون	مقطعی - رگرسیون کمترین مربعات	

مأخذ: یافته‌های تحقیق

آزمون فرضیه شماره ۲

آزمون این فرضیه فقط برای شرکت‌های گروه هدف و یا تحصیل شده است. تعداد نمونه در این آزمون **۷۱** شرکت بوده و تاثیرتوانایی مدیران شرکت‌های تحصیل شده بر سلامت مالی آن‌ها آزمون خواهد شد.

فرضیه ۲: توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده بر سلامت مالی آن‌ها تأثیر دارد.

نتایج جدول شماره **٦** نشان می‌دهد که مدل رگرسیون با توجه به سطح معناداری آماره فیشر که کمتر از **۵** درصد است از اعتبار کافی برخوردار بوده و مدل معنادار است. متغیر توانایی مدیریت شرکت‌ها دارای سطح معناداری (**۰/۰٤۵**) بوده و در سطح **۵** درصد، معنادار است از این‌رو توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده بر سلامت مالی در سال تحصیل تأثیر دارد و فرض صفر رد می‌شود. معناداری متغیر توانایی مدیریت در سال تحصیل نشان‌دهنده این است که، تغییر مالکیت و مدیریت و انتصاب مدیران جدید در شرکت‌های تحصیل شده در همان سال تحصیل بر سلامت مالی شرکت‌ها تاثیرگذار بوده و ارتباط بین متغیر مستقل توانایی مدیریت و متغیر وابسته سلامت مالی مثبت و معنادار است. در سال تحصیل، متغیر بازده فروش با سطح معناداری (۰/۰۰۰) در سطح **۵** درصد در مدل معنادار بوده و ضریب مثبت بازده فروش نشان می‌دهد با افزایش بازده فروش شرکت‌ها، سطح سلامت مالی افزایش خواهد یافت. با توجه به سطح معناداری متغیرهای کیوتوبین (**۰/۲٦۵**)، متغیرهای سطح نقدینگی(**۰/۳٤۲**)، اندازه شرکت (**۰/۸۹٦**) و سن شرکت (**۰/٦٦٦**) رابطه معناداری بین این متغیرها و سلامت مالی در سال تحصیل در سطح **۵** درصد وجود ندارد. مدل رگرسیون از طریق متغیرهای مدل توانسته است **۱۸** درصد از تغییرات متغیر وابسته سلامت مالی را

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

پیش‌بینی نمایند. درمدل رگرسیونی پژوهش ناهمسانی واریانس خطا وجود ندارد. آماره دوربین واتسون برابر **۲/۱۲۵** بوده و حاکی از عدم وجود خودهمبستگی سریالی در مقادیر خطا است.

جدول ۶. تخمین تأثیر توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده بر سلامت مالی آن‌ها در سال تحصیل

$$FH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MA_{i,t} + \beta_2 QTOBIN_{i,t} + \beta_3 LIQ_{i,t} + \beta_4 SR_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	آزمون همخطی	مانایی متغیرها	ضرایب مدل	خطا	آماره t	سطح معناداری
توانایی مدیریت	۱/۰۳۹	مانا است	۰/۴۰۶	۰/۱۹۹	۲/۰۳۷	۰/۰۴۵
کیوتوبین	۱/۰۶۴	مانا است	-۰/۰۵۳	۰/۰۴۷	-۱/۱۲۳	۰/۲۶۵
سطح نقدینگی	۱/۳۸۰	مانا است	۰/۰۸۸	۰/۰۹۲	۰/۹۵۶	۰/۳۴۲
بازده فروش	۱/۲۶۲	مانا است	۱/۷۷۱	۰/۲۶۵	۶/۶۶۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۱/۲۳۲	مانا است	-۰/۰۰۶	۰/۰۴۷	-۰/۱۳۱	۰/۸۹۶
سن شرکت	۱/۲۸۰	مانا است	-۰/۰۳۰	۰/۰۶۹	-۰/۴۳۳	۰/۶۶۶
عرض از مبدأ	---		-۰/۹۴۹	۰/۴۵۲	۰/۰۳۵	۰/۹۷۲
ضریب تعیین		۰/۲۰		دوربین واتسن	۲/۱۲۵	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۱۸		آماره فیشر	۱۱/۳۰۵ (۰/۰۰۰)	
نوع رگرسیون مقطعی - رگرسیون کمترین مربعات						

مأخذ: یافته‌های تحقیق

آزمون فرضیه شماره ۲-۱

فرضیه ۲ -۱: توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده بر سلامت مالی آن‌ها در یک سال بعد تأثیر دارد.

نتایج جدول شماره **۷** نشان می‌دهد که متغیر توانایی مدیریت شرکت‌ها دارای سطح معناداری (**۰/۰۱۹**) بوده و در سطح **۵** درصد معنادار است از این‌رو توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده بر سلامت مالی در یک سال بعد از تحصیل تأثیر دارد و فرض صفر رد می‌شود. معناداری متغیر توانایی مدیریت دریک سال بعد از تحصیل نشان‌دهنده این است که، با تحصیل شرکت‌ها و انتصاب مدیران جدید سلامت مالی شرکت‌ها در یک سال بعد از تحصیل نیز بهبود یافته و ارتباط

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]
[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

بین متغیر مستقل توانایی مدیریت و متغیر وابسته سلامت مالی مثبت و معنادار است با تأیید همزمان تأثیر تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها در یک سال بعد از تحصیل در فرضیه شماره یک، می‌توان عنوان کرد که تحصیل شرکت‌ها منجر به افزایش تأثیر توانایی مدیران بر سلامت مالی شرکت‌ها شده و در نتیجه باعث بهبودی سلامت مالی شرکت‌ها در سال بعد از تحصیل شده است، متغیر بازده فروش با سطح معناداری (۰/۰۰۰) در سطح ۵ درصد در مدل معنادار بوده و ضریب مثبت بازده فروش نشان می‌دهد با افزایش بازده فروش شرکت‌ها، سطح سلامت مالی افزایش خواهد یافت. با توجه به سطح معناداری متغیرهای کیوتوبین (۰/۳۰۲)، سطح نقدینگی(۰/۳۷۸)، اندازه شرکت (۰/۱۰۳) و سن شرکت (۰/۳۷۶) رابطه معناداری بین این متغیرها و سلامت مالی در یک سال بعد از تحصیل در سطح ۵ درصد وجود ندارد. مدل رگرسیون از طریق متغیرهای مدل توانسته است ۲۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته سلامت مالی را پیش‌بینی نمایند. درمدل رگرسیونی پژوهش ناهمسانی واریانس خطا وجود ندارد. آماره دوربین واتسون برابر ۲/۰۰۷ بوده و حاکی از عدم وجود خودهمبستگی سریالی در مقادیر خطا است.

جدول ۷. تخمین تأثیر توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده بر سلامت مالی آن‌ها در یک سال بعد از تحصیل

$$FH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MA_{i,t} + \beta_2 QTOBIN_{i,t} + \beta_3 LIQ_{i,t} + \beta_4 SR_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	آزمون همخطی	مانایی متغیرها	ضرایب مدل	خطا	آماره t	سطح معناداری
توانایی مدیریت	۱/۰۴۷	مانا است	۰/۴۶۸	۰/۱۹۵	۲/۳۹۵	۰/۰۱۹
کیوتوبین	۱/۰۲۶	مانا است	-۰/۰۲۳	۰/۰۲۲	-۱/۰۳۸	۰/۳۰۲
سطح نقدینگی	۱/۳۰۲	مانا است	۰/۰۷۵	۰/۰۸۵	۰/۸۸۶	۰/۳۷۸
بازده فروش	۱/۲۵۶	مانا است	۱/۹۵۶	۰/۲۵۷	۷/۶۰۲	۰/۰۰۰

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

ادامه جدول ۷. تخمین تأثیر توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده بر سلامت مالی آن‌ها در یک سال بعد از تحصیل

اندازه شرکت	۱/۲۵۵	مانا است	۰/۰۶۷	۰/۰۴۱	۱/۶۵۲	۰/۱۰۳
سن شرکت	۱/۲۴۳	مانا است	۰/۰۵۴	۰/۰۶۱	۰/۸۹۱	۰/۳۷۶
عرض از مبدأ	---	---	-۰/۷۵۷	۰/۴۰۳	-۱/۸۷۵	۰/۰۶۵
ضریب تعیین			۰/۲۸	دوربین واتسن		۲/۰۰۷
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۲۵	آماره فیشر		۱۵/۱۰۸ (۰/۰۰۰)

نوع رگرسیون مقطعی - رگرسیون کمترین مربعات

مأخذ: یافته‌های تحقیق

آزمون فرضیه شماره ۲-۲

فرضیه ۲ -۲: توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده بر سلامت مالی آن‌ها در دو سال بعد تأثیر دارد.

جدول ۸. تخمین تأثیر توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده بر سلامت مالی آن‌ها در دو سال بعد از تحصیل

$$FH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MA_{i,t} + \beta_2 QTOBIN_{i,t} + \beta_3 LIQ_{i,t} + \beta_4 SR_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	آزمون همخطی	مانایی متغیرها	ضرایب مدل	خطا	آماره t	سطح معناداری
توانایی مدیریت	۱/۰۱۴	مانا است	۰/۶۲۳	۰/۱۵۶	۳/۹۹۱	۰/۰۰۰
کیوتوبین	۱/۰۴۲	مانا است	۰/۰۰۰	۰/۰۱۸	۰/۲۵۸	۰/۹۷۹
سطح نقدینگی	۱/۲۲۷	مانا است	۰/۱۲۴	۰/۰۷۷	۱/۶۱۴	۰/۱۱۱
بازده فروش	۱/۱۰۹	مانا است	۱/۹۶۷	۰/۲۲۰	۸/۹۴۱	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۱/۳۳۷	مانا است	۰/۰۶۱	۰/۰۴۶	۱/۳۱۹	۰/۱۹۱
سن شرکت	۱/۲۸۰	مانا است	۰/۰۴۲	۰.۰۶۷/۰	۰/۶۳۳	۰/۵۲۸
عرض از مبدأ	---		-۰/۷۴۷	۰/۴۵۹	-۱/۶۲۵	۰/۱۰۸
ضریب تعیین			۰/۳۰	دوربین واتسن		۲/۱۲۵
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۲۸	آماره فیشر		۱۹/۰۷ (۰/۰۰۰)

نوع رگرسیون مقطعی - رگرسیون کمترین مربعات

مأخذ: یافته‌های تحقیق

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

نتایج جدول شماره ۸ نشان می‌دهد که متغیر توانایی مدیریت شرکت‌ها دارای سطح معناداری (۰/۰۰۰) بوده و در سطح ۵ درصد معنادار است از این‌رو توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده بر سلامت مالی آن‌ها در دو سال بعد از تحصیل نیز تأثیر داشته و فرض صفر رد می‌شود. معناداری متغیر توانایی مدیریت دریک سال بعد از تحصیل نشان‌دهنده این است که، با تحصیل شرکت‌ها و انتصاب مدیران جدید در شرکت‌های تحصیل شده در یک سال بعد از تحصیل، سلامت مالی شرکت‌ها بهبود یافته و ارتباط بین متغیر مستقل توانایی مدیریت و متغیر وابسته سلامت مالی مثبت و معنادار است. با تأیید همزمان تأثیر تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها در دو سال بعد از تحصیل در فرضیه شماره یک، می‌توان عنوان کرد که تحصیل شرکت‌ها منجر به افزایش تأثیر توانایی مدیران بر سلامت مالی شرکت‌ها شده و در نتیجه باعث بهبودی سلامت مالی شرکت‌ها در دو سال بعد از تحصیل شده است، در سال تحصیل، متغیر بازده فروش با سطح معناداری (۰/۰۰۰) در سطح ۵ درصد در مدل معنادار بوده و ضریب مثبت بازده فروش نشان می‌دهد با افزایش بازده فروش شرکت‌ها، سطح سلامت مالی افزایش خواهد یافت. با توجه به سطح معناداری متغیرهای کیوتوبین (۰/۹۷۹)، سطح نقدینگی(۰/۱۱۱)، اندازه شرکت (۰/۱۹۱) و سن شرکت (۰/۵۲۸) رابطه معناداری بین این متغیرها و سلامت مالی در دو سال بعد از تحصیل در سطح ۵ درصد وجود ندارد. مدل رگرسیون از طریق متغیرهای مدل توانسته است ۲۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته سلامت مالی را پیش‌بینی نمایند. در این فرضیه، ناهمسانی واریانس خطا وجود ندارد. آماره دوربین واتسون برابر ۲/۱۲۵ بوده و حاکی از عدم وجود خودهمبستگی سریالی در مقادیر خطا است.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

آزمون فرضیه شماره ۳

فرضیه ۳: بین میانگین سلامت مالی شرکت‌ها در دو سال قبل و دو سال بعد از تحصیل تفاوت وجود دارد.

توضیحات در خصوص نتایج داده‌ها

جدول ۹. مقایسه میانگین سطح سلامت مالی شرکت‌های تحصیل شده (گروه هدف) در دو سال قبل و بعد

تعداد	متغیر	میانگین	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی‌داری
۷۱	سلامت مالی در دوسال قبل	-۰/۰۲۴	۰/۴۲۳	-۳/۳۳۱	۰/۰۰۰
۷۱	سلامت مالی در دو سال بعد	۰/۱۴۳	۰/۳۶۰		

جدول ۱۰. مقایسه میانگین سطح سلامت مالی شرکت‌های تحصیل نشده (گروه کنترل) در دو سال قبل و بعد

تعداد	متغیر	میانگین	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
۷۱	سلامت مالی در دوسال قبل	-۰/۲۲۱	۰/۶۰۳	۰/۸۲۵	۰/۴۱۲
۷۱	سلامت مالی در دو سال بعد	-۰/۳۰۰	۰/۹۴۰		

مأخذ: یافته‌های تحقیق

نتایج جداول ۹ و ۱۰ نشان می‌دهد در میانگین گروه هدف بین سلامت مالی شرکت‌هایی که عملیات تحصیل داشته اند، در دو سال قبل و بعد تفاوت آشکاری وجود دارد. سطح معنی‌داری آزمون t زوجی در سطح ۰/۰۵ معنی‌دار بوده و فرض صفر که نشان‌دهنده عدم وجود تفاوت بین میانگین سطح سلامت مالی شرکت‌های گروه هدف در دو سال قبل و بعد از تحصیل است رد می‌شود و تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها تأثیر گذار بوده و باعث افزایش سطح سلامت مالی شرکت‌های تحصیل شده گردیده است .

نتایج میانگین‌ها در گروه کنترل نشان می‌دهد که بین سلامت مالی شرکت‌هایی که عملیات تحصیل داشته اند، در دو سال قبل و بعد تفاوت آشکاری وجود ندارد. سطح معنی‌داری آزمون t زوجی در سطح ۰/۰۵ معنی‌دار نبوده و فرض صفر که نشان‌دهنده عدم وجود تفاوت بین میانگین سطح سلامت مالی شرکت‌های گروه کنترل در دو سال قبل و بعد از تحصیل است رد می‌شود و

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها تأثیر گذار نبوده و باعث افزایش سطح سلامت مالی آن‌ها نگردیده است.

نتیجه این آزمون به وضوح نشان می‌دهد که عملیات تحصیل شرکت‌ها منجر به افزایش سطح سلامت مالی شرکت‌هایی که عملیات تحصیل داشته‌اند، گردیده و شرکت‌ها از حالت درماندگی ورشکستگی مالی در سال‌های بعد از تحصیل خارج شده‌اند و سطح سلامت مالی آن‌ها افزایش یافته است ولی شرکت‌هایی که دچار درماندگی مالی یا ورشکستگی بودند و عملیات تحصیل نداشته اند، تاثیری در عملکرد مالی آن‌ها در دو سال قبل و بعد مشاهده نمی‌گردد.

آزمون فرضیه شماره ٤

فرضیه ۴: بین سطح توانایی مدیریت شرکت‌ها در در دو سال قبل و دو سال بعد از تحصیل تفاوت وجود دارد.

نحوه محاسبه این فرضیه، با استفاده از آزمون دوجمله‌ای (علامت) خواهد بود. در این فرض سطح توانایی مدیریت شرکت‌ها مورد آزمون قرار می‌گیرد. نتایج در نرم‌افزار **SPSS** با استفاده از آزمون علامت یا دوجمله‌ای آزمون خواهد شد.

درصورتی‌که در دو سال بعد از تحصیل داده‌های مربوط به متغیر توانایی مدیریت نسبت به دو سال قبل از تحصیل افزایش داشته باشد (نشان‌دهنده افزایش توانایی مدیریت است) جزو گروه‌های موفق طبقه‌بندی شده و درصورتی‌که کاهش داشته باشد در گروه شکست ارزیابی می‌گردند. با مشخص شدن وضعیت شکست و موفقیت یک درصد احتمال برای هر یک از دوضعیت در نظر گرفته شده و آزمون انجام می‌گیرد. در این آزمون میزان درصد احتمال موفقیت(افزایش توانایی مدیریت در دو سال بعد) در جامعه ۷۰ درصد در نظر گرفته شده است.

در اندازه‌گیری توانایی مدیریت در گروه هدف، انتظار داریم که از کل جامعه ۷۰ درصد از داده‌ها مربوط به شرکت‌های موفق با توانایی مدیریتی بالا باشد، بنابراین نتیجه آزمون پاسخ به این سؤال خواهد بود که آیا نسبت موفقیت مدیران توانمند در شرکت‌های تحصیل شده برابر با ۷۰ درصد است؟

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

فرض صفر: درصد موفقیت در جامعه برابر ۷۰ درصد است.

چنانچه سطح معناداری کمتر از سطح خطای در نظر گرفته شده باشد، فرض صفر رد می‌شود و نتیجه می‌شود که درصد موفقیت و به تبع آن شکست برابر با حد ارائه شده در آزمون نبوده و برای مشخص شدن میزان نسبت، به احتمالات مشاهده شده توجه می‌شود.

جدول ۱۱. مقایسه سطح توانایی مدیران شرکت‌های تحصیل شده (گروه هدف) در دو سال قبل و بعد

تعداد	متغیر	فراوانی	درصد مشاهدات	نسبت آزمون	سطح معناداری
۷۱	موفقیت – توانایی مدیریتی افزایش یافته است.	۴۳	۰/۶	۰/۷	۰/۰۵۷
۷۱	شکست – توانایی مدیریتی افزایش نیافته است.	۲۸	۰/۴		

مأخذ: یافته‌های تحقیق

سطح معناداری آزمون از ۵ درصد بالاتر بوده بنابراین فرض صفر رد نشده و می‌توان عنوان کرد که نسبت موفقیت مدیران توانمند در شرکت‌های تحصیل شده در کل جامعه برابر با ۷۰ درصد است. همانگونه که درصد مشاهدات نیز نشان می‌دهد در شرکت‌های منتخب به‌صورت نمونه ۶۰ درصد از شرکت‌ها دارای مدیران با سطح توانایی بالا و ۴۰ درصد از آن‌ها در محدوده توانا یی مدیریتی پایین قرار دارند. بنابراین در تعمیم فرضیه به کل جامعه و طبق آزمون فوق می‌توان عنوان کرد که ۷۰ درصد از مدیران شرکت‌های تحصیل شده توانمند می‌باشند. بنابراین بالا بودن درصد موفقیت از درصد شکست، نشان‌دهنده افزایش سطح توانایی مدیریت در دو سال بعد از تحصیل است.

در اندازه‌گیری توانایی مدیریت در گروه کنترل، همانند گروه هدف، انتظار داریم که از کل جامعه ۷۰ درصد از داده‌ها مربوط به شرکت‌های موفق با توانایی مدیریتی بالا باشد، بنابراین نتیجه آزمون پاسخ به این سؤال خواهد بود که آیا نسبت موفقیت مدیران توانمند در شرکت‌های تحصیل نشده برابر با ۷۰ درصد است؟

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

جدول ۱۲. مقایسه سطح توانایی مدیران شرکت‌های تحصیل نشده (گروه کنترل) در دو سال قبل و بعد

تعداد	متغیر	فراوانی	درصد مشاهدات	نسبت آزمون	سطح معناداری
۷۱	موفقیت – توانایی مدیریتی افزایش یافته است.	۲۲	۰/۳۰	۰/۷	۰/۰۰۰
۷۱	شکست – توانایی مدیریتی افزایش نیافته است.	۴۹	۰/۷۰		

مأخذ: یافته‌های تحقیق

سطح معناداری آزمون از ۵ درصد کمتر بوده بنابراین فرض صفر رد شده و می‌توان عنوان کرد که نسبت موفقیت مدیران توانمند در شرکت‌های تحصیل شده در کل جامعه برابر با ۷۰ درصد نیست و برای مشخص شدن میزان نسبت، به درصد مشاهده شده در جدول توجه می‌شود.

همانگونه که درصد مشاهدات نیز نشان می‌دهد در شرکت‌های منتخب ۳۰ درصد از شرکت‌ها دارای مدیران با سطح توانایی بالا و ۷۰ درصد مدیران از سطح توانایی ضعیف برخوردار می‌باشند. بنابراین طبق آزمون فوق درصد شکست بالاتر از درصد موفقیت بوده و سطح توانایی مدیریت در دو سال بعد از تحصیل کاهش یافته است و لذا با کاهش سطح توانایی مدیران نیز سلامت مالی آن‌ها بهبودی نداشته است.

جدول خلاصه نتایج آزمون فرضیات تحقیق به شرح زیر است:

جدول ۱۳. خلاصه نتایج کلی آزمون فرضیات تحقیق

فرضیه	شرح فرضیه	نتیجه آزمون	جهت آزمون
اول	تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها تأثیر دارد.	پذیرش	مثبت
دوم	توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده بر سلامت مالی آن‌ها تأثیر دارد.	پذیرش	مثبت
سوم	بین میانگین سلامت مالی شرکت‌ها در دو سال قبل و دو سال بعد از تحصیل تفاوت وجود دارد .	پذیرش	مثبت
چهارم	بین سطح توانایی مدیریت شرکت‌ها در دو سال قبل و دو سال بعد از تحصیل تفاوت وجود دارد .	پذیرش	مثبت

مأخذ: یافته‌های تحقیق

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

تفسیر نتایج فرضیه‌ها

جدول۱۴. خلاصه نتایج برازش مدل‌های تحقیق

متغیر وابسته (سلامت مالی)			
متغیرهای مستقل	رابطه		شرح نتیجه آزمون
	معنادار	جهت	
تحصیل شرکت‌ها	✓	+	تأثیر تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها
توانایی مدیریت شرکت	✓	+	تأثیر توانایی مدیریت شرکت‌های تحصیل شده بر سلامت مالی آن‌ها

مأخذ: یافته‌های تحقیق

۱۰. نتیجه‌گیری

نتایج آزمون فرضیه‌ها در این پژوهش نشان می‌دهند که در سال تحصیل ارتباط معناداری بین تحصیل شرکت‌ها و سلامت مالی وجود ندارد ولی در سال‌های بعد از تحصیل این ارتباط معنادار شده و می‌توان عنوان کرد که تحصیل شرکت‌ها بر سلامت مالی آن‌ها در سال‌های بعد از تحصیل تأثیر داشته و می‌توان تحصیل شرکت‌ها را به عنوان راهکاری جدید در جهت بهبود وضعیت مالی شرکت‌ها در نظر گرفت. همچنین نتایج آزمون فرضیه‌ها بیانگر تأثیر مثبت توانایی مدیریت بر سلامت مالی شرکت‌ها بوده و مشخص گردید مدیران توانمند با ایجاد تغییرات جدید در شرکت‌ها و با ارائه راهکارها و روش‌های جدید باعث بهبود وضعیت مالی شرکت‌های تحصیل شده خواهند شد و شرکت‌ها را از درماندگی مالی و خطر ورشکستگی دور نگه می‌دارند. نتایج حاصل از این تحقیق با تحقیقات پژوهشگران دارتی و کوندا، **۲۰۲۲**؛ احمد و احمد، **۲۰۱٤**؛ ژانگ و همکاران، **۲۰۱۸**؛ گوپتا و همکاران،**۲۰۲۱** ؛ خواجوی و قدیریان، **۱۳۹۷** ؛ ممتازیان وکاظم نژاد، **۱۳۹۵** ؛ چالاکی و همکاران، **۱۳۹۷** ؛ فیاض شیخ و همکاران، **۲۰۲۰** ؛ نمازی و غفاری، **۱۳۹٤**؛ کوی و همکاران، **۲۰۲۰** ؛ دانگ و دوکاس، **۲۰۲۱**) مطابقت داشته و آن‌ها تأثیر تحصیل وتوانایی مدیریت شرکت‌ها را بر سلامت مالی آن‌ها در سال‌های بعد از تحصیل مثبت ارزیابی نمودند.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

پس می‌توان عنوان کرد فعالیت تحصیل و تصاحب شرکت‌ها یکی از ابزارهای تجدید ساختار شرکت‌ها در بحث تجارت رقابتی امروز بوده و شرکت‌ها با استراتژی تحصیل و تصاحب به مزایای هم‌افزایی مالی و عملیاتی دست می یابند. تحصیل شرکت‌ها با سلامت مالی آن‌ها در ارتباط مستقیم بوده و توان سودآوری را افزایش داده و منجر به بالا رفتن ثروت سهامداران می‌گردد.

سهامداران مدیریتی و کنترلی با خریداری سهام کنترلی شرکت‌های هدف و با کنترل مدیریتی مؤثر و ایجاد سیستم مدیریت یکپارچه با تصمیم گیری مؤثر و راهبردی باعث بالا رفتن سلامت مالی شرکت‌های هدف شده و عملکرد مالی آن‌ها بهبود می بخشند. فعالیت تحصیل در بانک‌ها با تغییر سیستم مدیریت یکپارچه، وضعیت سلامت مالی بانک‌هایی را که با درماندگی مالی مواجه بودند را بهبود بخشیدند. عملیات تحصیل شرکت‌های بورسی نیز ظبق نتایج این پژوهش موفقیت‌آمیز بوده و می‌توان با جدیت عنوان کرد عملیات تحصیل شرکت‌ها با ایجاد توانایی مدیریتی مؤثر و ارائه راهکارهای جدید بر درماندگی مالی شرکت‌ها تأثیر داشته و منجر به افزایش سلامت مالی آن‌ها در سال‌های بعد از تحصیل در ایران گردیده است.

۱۱. محدودیت‌های پژوهش

یکی از مشکلات عمده این پژوهش عدم دسترسی کامل به اطلاعات معاملات عمده شرکت‌هایی بود که عملیات تحصیل داشتند. اطلاعات معاملات شرکت‌های خریدار محرمانه بوده و سازمان بورس قادر به ارائه اطلاعات شرکت‌هایی که عملیات تحصیل انجام داده اند، نبود. دسترسی کامل به اطلاعات کامل شرکت‌های هدف نیز وجود نداشت و جمع‌آوری اطلاعات به سادگی امکان‌پذیر نبود. جمع‌آوری داده‌های تحقیق با بررسی نمادهای بورسی که عدد ۴ داشتند به صورت تصادفی انجام گرفت و در صورت تغییر مدیریت کنترلی شرکت‌ها گروه هدف انتخاب شدند. گروه‌های کنترل نیز با توجه به گروه هدف که با شرایط ویژگی‌های شرکت هدف برابر بودند انتخاب شدند و انتخاب گروه کنترل با توجه به تعداد بالای شرکت‌های بورسی و محدودیت‌های موجود درگروه هدف با سختی صورت پذیرفت.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

۱۲. پیشنهادها و توصیه‌های سیاستی

پیشنهاد می‌شود جهت کاربردی نمودن این طرح اقتصادی، تمام سازمان‌ها، ادارات، بانک‌ها و ارگان‌ها در اجرایی نمودن این طرح همکاری‌های لازم را با شرکت‌ها و سازمان بورس و اوراق بهادار به عمل آورند.

۱. حسابرسان مالی در جهت اجرایی نمودن این طرح، درصورتی‌که در پایان سال مالی و بعد از انجام عملیات حسابرسی، درماندگی و یا ورشکستگی شرکت‌ها محرز و قطعی گردد، در همان سال گزارشات مالی به سازمان بورس و اوراق بهادار ارسال نمایند.

۲. سازمان بورس و اوراق بهادار شرکت‌هایی که با درماندگی مالی مواجه بوده و یا در مراحل اولیه ورشکستگی، هستند را شناسایی نموده و با ایجاد بسترهای مناسب و تغییر مدیریتی مؤثر شرکت جهت تحصیل شرکت‌های ناموفق از قبیل تأمین مالی با همکاری اعتباردهندگان و بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگی موفق را جهت اکتساب و تحصیل این شرکت‌ها به سمت آن‌ها جذب نمایند و لازم است در اجرای این هدف بانک‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه نهایت همکاری را با این شرکت‌ها به عمل آورند.

۳. اداره امور مالیاتی وسازمان بیمه تأمین اجتماعی، با اعطای مشوق‌های مالیاتی و بیمه‌ای از قبیل اعطای فرصت پرداخت مبالغ مالیات و بیمه به‌صورت مدت‌دار و یا بخشودگی جرایم مالیاتی و بیمه برای شرکت‌های خریدار و هدف، آن‌ها را در جهت پیشبرد اهداف تحصیل یاری نمایند.

۴. سازمان حمایت از تولیدکنندگان و مصرف کنندگان، با حمایت از کالاهای تولید داخل شرکت‌های درمانده و اعطای مشوق‌های حمایتی کالا از قبیل جلوگیری از واردات کالاهای مشابه و معرفی کالای تولید داخل در بازار، می‌توانند شرکت‌های درمانده را به سمت بهبود وضعیت مالی ارتقا دهند.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

۵. سهامداران عمده و نهادی شرکت‌های خریدار لازم است با جدیت فراوان مزایای هم‌افزایی را به حداکثر رسانده و هزینه‌ها را کاهش دهند، توانایی تیم مدیریتی سهامداران عمده شرکت‌های خریدار نقش مهمی در انتخاب اهداف خرید، مدیریت منابع ترکیبی و در نهایت ایجاد ارزش ایفا می‌کنند. عملکرد عملیاتی پس از تحصیل و عملکرد بازده سهام بلندمدت، با توانایی مدیریت شرکت‌های خریداری کننده ارتباط مثبت و معنادار دارد.

منابع

اقبال، محمدرضا؛ نبوی چاشمی، سید علی؛ یداله‌زاده طبری، ناصر (۱۴۰۲). بررسی عوامل مؤثر بر عملکرد شرکت‌های اکتساب کننده پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری*، دوره ۱۲، بهار ۱۴۰۲، پیاپی ۴۵، ۱۱۵- ۱۳۲

آقازاده، هاشم؛ حیدری، علی؛ دهقان دهنوی، محمدعلی؛ ابوالملوکی، حسن (۱۳۹۸). مرور ادبیات مدیریت ادغام و اکتساب در صنعت خدمات مالی. *نشریه فرآیند مدیریت توسعه*، دوره ۳۲، پاییز ۹۸، پیاپی ۱۰۹، ۱۰۵- ۱۶۵

اسلامی مفیدآبادی، حسین؛ عباسی، ابراهیم؛ صمدی، فاطمه (۱۳۹۷). تأثیر ادغام و اکتساب بر عملکردمالی شرکت‌ها در بازارهای مالی ایران (مورد مطالعه: بازار سرمایه ایران)، کنفرانس ملی پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری و اقتصاد سالم در بانک، بورس و بیمه، ۱- ۲۵

ایزدی نیا، ناصر؛ بهرامی نسب، علی؛ گوگردچیان، احمد؛ تنباکویی، مژگان (۱۳۹۳). تأثیر توانایی مدیریتی بر کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، پاییز ۱۳۹۳، شماره ۳، ۲۱-۳۶

بولو، قاسم؛ عنابستانی، اکرم (۱۳۹۰). تأثیر استراتژی تصاحب شرکت‌ها بر مدیریت سود، *مجله دانش حسابداری*، سال دوم، بهار ۹۰، شماره ۷، ۹۹- ۱۲۰

پورعلی، محمد رضا (۱۳۹۲). ارائه مدل سنجش و ارزیابی سلامت مالی در شرایط محیطی ایران، *فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری*، سال دوم، بهار۹۲، شماره پنجم، ۱۷۹- ۲۰۶

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

جعفری صامت، امیر (۱۳۹۷). ادغام راهکاری مؤثر جهت جلوگیری از ورشکستگی بانک‌ها. *فصلنامه پژوهش‌های پولی - بانکی*، سال ۱۱، پاییز ۹۷، شماره ۳۷، ۴۳۷ – ۴۶۶

چالاکی، پری؛ منصورفر، غلامرضا؛ کرمی، امیر (۱۳۹۷). بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر درماندگی مالی با تأکید بر انعطاف پذیری مالی، *مجله علمی – پژوهشی دانش حسابداری مالی*، دوره ۵، بهار ۹۷، پیاپی ۱۶، ۱۵۳- ۱۸۰

حسنی، محمد (۱۴۰۰). تأثیر راهبرد تصاحب بر انگیزه گزارش تحریف آمیز سود در شرکت‌های تصاحب شونده. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال ۱۳، زمستان ۱۴۰۰، پیاپی (۵۰)، ۱- ۲۲

خواجوی، شکرالله؛ قدیریان آرانی، محمد حسین (۱۳۹۷). توانایی مدیران، عملکرد مالی و خطر ورشکستگی، *مجله دانش حسابداری*، دوره ۹، بهار ۹۷، پیاپی ۳۲، ۳۵ – ۶۱

دارابی، علی؛ دادبه، فاطمه؛ (۱۴۰۰). رتبه‌بندی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران قبل و بعد از انجام تصاحب با استفاده از معیارهای مالی، *فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت*، دوره ۴، بهار ۱۴۰۰، شماره ۳۸، ص۶۶ – ۸۷

رحیمیان، نظام الدین؛ قادری، بهمن؛ دانشیار، فاطمه (۱۳۹۸). بررسی ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلامت مالی شرکت‌ها: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، *نشریه علمی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، سال ۱۲، پاییز ۹۸، شماره ۴۳، ۱۵۹- ۱۷۹

روزاوشان، راحله؛ محسن، حمیدیان (۱۳۹۵). مروری بر ورشکستگی و عوامل مؤثر بر آن، *ماهنامه پژوهش‌های مدیریت و حسابداری*، آبان ۹۵، شماره ۲۹، ۱۳- ۲۹

شیروی، عبدالحسین؛ یوسف زاده، صمد (۱۳۹۷). تحلیل عملکرد مدیران شرکت در عرصه اقدام به تصاحب شرکت دیگر، *فصلنامه مطالعات حقوق خصوصی*، دوره ۵۰، بهار ۹۷، شماره ۱، ۹۷- ۱۱۵

قدرتی زوارم، عباس؛ نوروزی، محمد (۱۴۰۲). تأثیر توانایی مدیریت و پاداش مدیران بر ارزش سهام شرکت‌های کوچک و متوسط، *نشریه دانش حسابرسی*، دوره ۲۳، زمستان۱۴۰۲، شماره ۹۳، ۴۷۶ – ۴۹۵

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

صفری گرایلی، مهدی؛ رضائی پیته نوئی، یاسر (۱۳۹۷). توانایی مدیریت و خوانایی گزارشگری مالی: آزمون نظریه علامت دهی، *مجله دانش حسابداری*، دوره ۹، تابستان ۱۳۹۷، شماره ۲، ۲۱۷ – ۱۹۱

فرازمند، مهدی؛ عابدینی، فائزه (۱۳۹۳). بررسی علل و انگیزه‌های اکتساب در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران، *نشریه بورس*، دی و بهمن ۱۳۹۳، شماره ۱۱۹ - ۱۲۰، ۱۶-۱۰

کردبچه، حمید؛ طیار، شاهین؛ دادبه، فاطمه؛ امیری، فاطمه؛ بهرامی، امیر؛ حق وردیلو، محمود (۱۳۹۶). ادغام و تملیک در شرکت‌های بیمه، *مجله پژوهشکده بیمه*، شماره ۱۰۷، پاییز ۱۳۹۷، ۱ – ۲۳۷

کردستانی، غلامرضا؛ تاتلی، رشید؛ کوثری فر، حمید (۱۳۹۲). ارزیابی توان پیش‌بینی مدل تعدیل شده آلتمن از مراحل درماندگی مالی نیوتن ورشکستگی شرکت‌ها، *فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری*، سال ۳، بهار ۹۳، شماره ۹، ۸۳- ۹۹

گلینی، رحمن؛ اسمی،شاهرخ (۱۳۹۴). توانایی و تأثیر نسبت‌های مالی در پیش‌بینی ورشکستگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین‌المللی، اسفند ۹۴، ۱- ۱۲

نمازی، محمد؛ زراعت‌گری، رامین (۱۳۸۸). بررسی کاربرد کیوتوبین و مقایسه آن با سایر معیارهای ارزیابی عملکرد مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. *مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، پاییز ۸۸، شماره اول، ۲۳۱- ۲۶۲

هارونکلایی، کاظم؛ نبوی چاشمی، علی؛ برزگر، قدرت الله؛ داداشی، ایمان (۱۳۹۹). تبیین عوامل مالی مؤثر بر خروج از درماندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، *فصلنامه مدلسازی اقتصادی*، سال ۱۴، تابستان ۱۳۹۹، پیاپی (۵۰)، ۱۰۳ – ۱۲۹

Ahmed, A., Ahmed, Z., (2014). Mergers and Acquisitions: Effect on Financial Performance of Manufacturing Companies of Pakistan, *Middle-East Journal of Scientific Research*, 21 (4), pp. 689- 699

Ashfag, Kh., Usman, M., Hanif, Z., Yousaf, T., (2014)., Investigating the Impact of Merger & Acquisition on Post Merger Financial Performance (Relative & Absolute) of Companies (Evidence from Non Financial Sector of Pakistan), *International Journal of Academic Research in Business and Social Science*, pp. 258- 281

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

Balcaen, S., Manigart, S., Buyze, J., Ooghe, H., (2012). Firm exit after distress: differentiating between bankruptcy , *voluntary liquidation and M&A* , NO.39 , pp. 949- 975

Cui, H., Chi, S., Leung, M., (2020). The Long-Run Performance of Acquiring Firms in Mergers and Acquisitions: Does Managerial Ability Matter?, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, pp.1- 48

Hari, D., Abdul Rahman, A., Meero, A., Cakranegara, P., (2023). Mergers and acquisitions: does performance depend on managerial ability? , *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, pp. 12- 30

Dong, F., Doukas, J., (2021). The effect of managers on M&As , *Journal of Corporate Finance*, pp. 1- 29

Demerjian, P., Lev, B., Mcvay, S., (2012). Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests , Vol. 58, *http://dx.doi.org/1287/10/mnsc-.1487/1110*, pp.1229- 1248

Fayyaz Sheikh, M., Bhutta, A., Munir, A., Naz, A., Saif, I., (2021). Managerial ability and firm performance: Evidence from an emerging market , *Cogent Business & Management*, pp. 1- 22

Gupta, I., Raman, T. V., Tripathy, N., (2021). Impact of Merger and Acquisition on Financial Performance: Evidence from Construction and Real Estate Industry of India , *FIIB Business Review*, pp. 1-9

Gupta, I., Raman, T. V., Tripathy, N., (2021). Creating Value Through Related and Unrelated Merger and Acquisition: Emoirical Evidence , *Corporate Ownership & Control*, Vol.18, Issue4 , pp. 67- 76

Halichi, M., (2017). Protection from Bankruptcy in the Acquisition Process , *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia , DOI: 18276/10/frfu.1/2017.85-27*, pp. 339- 349

Kyriazis, D., (2010). The Long-Term Post Acquisition Performance of Greek Acquiring Firms , *International Research Journal of Finance and Economic* , NO.43 , pp. 69- 79

Maemunah, S., Irma, D., Abdi, M., Fahlavi, M., Zuhri, S., (2020). The Impact of Merger and Acquisition on Financial Performance in Indonesia, Journal of Research in Businessm , *Economics, and acquisition*, Volume 2, pp. 326-338

Okofo, E., Kwenda, F., (2022). Performance of West African Firms in Mergers and Acquisitions , *OECONOMICA*, 22 (1), pp. 43- 58

Okofo, E., (2021). Specific Factors and Determination of Target Firms in Mergers and Acquisitions Deals: Experience from Emerging Market , *Acta Universitatis Danubius*, VOL.17, NO.4 , pp. 58- 74

Phan, N., (2021). Managerial Ability, Managerial Incentives and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnam , *Journal of Asian Finnance*, No. 4 , pp. 193-200

Pazarskis, M., Vogiatzoglou, M., Koutoupis, a., Drogalas, G., (2021). Corporate Merger and Accounting Performance During a Period of Economic Crisis: Evidence from Greece , NO.22 , pp. 577- 595

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

Sawkat, M., (2021). Mergers and acquisitions (M&As) as an important strategic tool in business: topical areas, avenues of research and possible proposals , *Journal of Economics and Business*, pp. 1- 33

Sherieves, E., Stevens, L., (1979). Bankruptcy Avoidance as a Motive for Merger , *Journal of Financial and Quantitive Analysis* , VOL.XIV, NO.3 , pp. 501- 515

Zhang, W., Wang, K., Li, L., Chen, Y., Wang, X., (2018). The impact of firms' mergers and acquisitions on their performance in emerging economies , *Technological Forecasting & Social Change, https://doi.org/1016/10/j-.techfore.05/2018*.015, pp. 1- 9

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.47.159]