

بررسی نقش سطوح مختلف حاکمیت شرکتی بر تعدیل رابطه ریسک و بازده در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مریم برادران^۱، افشین عابدین پور^۲، سید محمد میر محمدی شکنائی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۱/۰۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۲/۲۰

چکیده

فعال در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می دهند و نمونه آماری نیز مطابق با روش حذف سیستماتیک ۱۱۶ شرکت تعیین شده است. بازه زمانی گردآوری داده ها مربوط به سالهای ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ می باشد و هدف از این مطالعه بررسی اثرگذاری ریسک بر بازدهی سهام شرکتهای بورسی با در نظر گرفتن نقش تعدیلگر سطح حاکمیت شرکتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری این مطالعه را شرکتهای اطلاعات به دست آمده با استفاده از نرم افزار ایویوز نسخه هشت تجزیه و تحلیل شده اند. بر اساس شواهد به دست آمده از تجزیه و تحلیلهای آمار استنباطی ریسک تاثیر منفی و معنادری بر بازدهی سهام دارد. همچنین بر اساس بخش دوم نتایج سطح حاکمیت شرکتی اثر تعدیلگر کاهنده بر رابطه منفی بین ریسک و بازده دارد.

کلمات کلیدی: ریسک، بازده، حاکمیت شرکتی

^۱ مدرس موسسه غیر انتفاعی روزبهان شهرستان ساری

^۲ کارشناسی ارشد رشته حسابداری موسسه غیر انتفاعی علامه حلی شهرستان ساری

^۳ دکتری تخصصی حسابداری، موسسه آموزش عالی غیر انتفاعی روزبهان، واحد ساری، ایران

۱- مقدمه

هدف اساسی و اصلی همه سرمایه گذاران و فعالان بازار سرمایه، کسب بازدهی مطلوب است. در عین حال به دلیل کارا نبودن بازارهای سرمایه خصوصاً در کشورهای در حال توسعه ای مانند ایران، سرمایه گذاران این انتظار را دارند که هر سرمایه گذاری و خرید و فروشی در این بازار دارای ریسک خاص خود باشد. بنابراین آنها با در نظر گرفتن و پذیرش میزانی از ریسک، انتظار دریافت بازدهی خاصی را دارند. از این رو می توان ارتباطی منطقی و معنادار بین ریسک و بازده در نظر گرفت (داس گوپتا و دب، ۲۰۲۲). معمولاً انتظار می رود ارتباط ریسک با بازده در بازارهای مالی مثبت باشد، به این معنی که تحمل ریسک بالاتر زمانی توجیه می شود که بازده مورد انتظار بالاتر باشد (شارپ، ۱۹۶۴؛ گیسلز و همکاران، ۲۰۰۵). این مبادله ریسک و بازده باید در مورد تصمیمات استراتژیک سطح شرکت که شامل ریسک هایی مانند ورود به بازارهای جدید، راه اندازی محصولات جدید و کاوش در راه های جدید برای کاهش هزینه ها است نیز اعمال شود. بنابراین، برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران، مدیران ممکن است سرمایه گذاری های پرریسک را انجام دهند، در صورتی که انتظار می رود بازدهی بالاتری برای سهامداران داشته باشند (چاری و همکاران، ۲۰۱۹).

اگرچه معتقدان به نظریه فوق مسئله ریسک و بازده را در سطح فردی توضیح می دهند اما عده ای دیگر همچون لئر (۲۰۰۰) و کلیگر و تیشور (۲۰۱۱)، این شواهدات را در سطح شرکت نیز تایید می کنند. بدین معنا که شرکت های بازنده (برخلاف شرکتهای موفق در کسب بازدهی)، تمایل دارند به طور ناموفق ریسک بیشتری را برای افزایش شانس کسب سود در نهایت به عهده بگیرند. در نتیجه این مسئله منجر به اتخاذ رویکردهای پر ریسک در سیاستهای کلان شرکتها خواهد شد (داس گوپتا و دب، ۲۰۲۲).

آنچه از این توضیحات بر می آید این است که مدیران شرکتها ممکن است به منظور کسب منفعت بالاتر و دستیابی به بازدهی بالا، شرکت را با ریسک بزرگی مواجه نمایند و البته این مورد عمدتاً در شرکتهایی بروز می کند که از دستیابی به اهدا خود در قیاس با وضعیت شرکتهای مشابه و هم صنعت جا مانده اند. در چنین وضعیتی احتمالی آسیب دیدن منافع سهامداران بالاست و بر همین اساس وجود ابزار و سازوکارهایی که بتواند قدرت نظارت

سهامداران بر رفتار مدیران را فراهم آورد حیاتی است. به همین دلیل و با همین رویکرد مجموعه سازوکارهای حاکمیت شرکتی شکل گرفته است.

حاکمیت شرکتی با در اختیار داشتن قوانین و ابزارهای الزام آور، باعث افزایش قدرت کنترل سهامداران بر مدیران خواهد شد. بدین ترتیب به آنها این امکان را خواهد داد که با نظارت بهتر و دقیق تر بر رفتار و عملکرد مدیران، زمینه اقدامات فرصت طلبانه آنها را کاهش داده و احتمال درگیر شدن شرکت با سرمایه گذارهای پر ریسک را به حداقل برسانند (برد و همکاران، ۲۰۱۷).

در واقع چنانچه خصیصه های حاکمیت شرکتی مانند استقلال هیئت مدیره، تخصص کمیته حسابرسی، گزارشگری مالی قابل اتکا، حسابرسان مستقل مورد اعتماد و ... به خوبی پیاده شود، می توان انتظار داشت که رابطه بین ریسک و بازده در عملکرد و سرمایه گذاری شرکت، ارتباطی منطقی و علمی و شامل درجه معقولی از ریسک باشد (دب و همکاران، ۲۰۱۹).

اهمیت چنین مسئله ای باعث شده است که محققان مختلفی به کارکردهای حاکمیت شرکتی بپردازند؛ با این حال به دلیل نوپا بودن سازوکارهای حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه کشور ایران، خلاءهای تحقیقاتی فراوانی در این زمینه وجود دارد. از این رو مسئله اصلی این تحقیق آن است که سطوح مختلف حاکمیت شرکتی چه تاثیری بر تعدیل رابطه بین ریسک و بازده در شرکتهای فعال در بازار سرمایه کشور دارد؟

۲- مبانی نظری تحقیق

۲-۱- حاکمیت شرکتی

مفهوم حاکمیت شرکتی ناظر بر نحوه حاکمیتی است که بر یک شرکت سهامی عام اعمال می شود و مطابق با آن چگونگی پاسخگویی شرکت به سهامداران و همچنین سایر ذینفع های سازمانی آن شکل می گیرد. بدین سبب، از نظر کارکرد شرکت ها و همچنین کل جامعه حائز اهمیت شمرده شده و در سالیان اخیر توجه بسیاری را به خود جلب کرده است (عثمان امام و مالیک، ۲۰۱۷). صندوق بین المللی پول و سازمان توسعه برای همکاری های اقتصادی (۲۰۰۱) حاکمیت شرکتی را ساختار روابط مابین گروه های اصلی شامل سهامداران، اعضای هیئت مدیره

بررسی نقش سطوح مختلف حاکمیت شرکتی بر تعدیل رابطه ریسک و ...

و مدیران و مسئولیت‌های مترتب بر آن می‌داند. از نظر این سازمان‌ها چنین ساختاری زمینه عملکرد رقابت‌آمیزی را جهت دست یافتن به هدف‌های اولیه شرکت و تنظیم معیارها و سازوکارهای نظارت و کنترل، فراهم می‌آورد.

حاکمیت شرکتی به دلایل زیر حائز اهمیت است:

۱. چارچوبی را برای ایجاد اعتماد بلندمدت میان شرکت‌ها و تهیه کنندگان خارجی سرمایه فراهم می‌کند.
۲. با منصوب کردن مدیرانی که بانی تجربیات و ایده‌های جدید هستند، تفکر استراتژیک را به صدر شرکت هدیه می‌کند.
۳. مدیریت و نظارت بر ریسک جهانی پیش روی شرکت را منطقی می‌سازد.
۴. با تقسیم فرایند تصمیم‌گیری، اتکای به مدیران ارشد و مسئولیت آنان را محدود می‌سازد (قدس، ۱۳۹۷).

شرکت‌ها معتقدند که حاکمیت شرکتی مناسب، مدیریت و کنترل اثربخش واحدهای تجاری را تسهیل می‌کند. بنابراین شرکت‌ها قادر به ارائه بازده بهینه‌ای برای کلیه ذینفعان می‌باشند. اهداف حاکمیت شرکتی به صورت زیر خلاصه می‌شود:

افزایش ارزش سهامداران،
محافظت از منافع سهامداران و سایر ذینفعان شامل مشتریان، کارکنان و عموم جامعه به طور کل،
اطمینان از شفافیت و یکپارچگی در تبادل اطلاعات و قابلیت دسترسی به اطلاعات کامل،
صحیح و شفاف برای کلیه ذینفعان،
اطمینان از پاسخگویی راجع به عملکرد و دستیابی به امتیازاتی در کلیه سطوح و هدایت شرکت با بالاترین سطح استاندارد به منظور رقابت با دیگران (مینایی، ۱۳۹۸).

۲-۲- ریسک

ریسک را از نظرگاه‌های مختلف تقسیم نموده‌اند. در زیر به اهم این تقسیم‌بندی‌ها اشاره شده است:

الف) ریسک ساده و سوداگرانه

به ریسک های ناشی از تحقق خطرات قهری چون زلزله، سیل، طوفان، آتش سوزی، انفجار، جنگ، شورش و اعتصاب، ریسک های ساده و به ریسک های ناشی از فعالیت های عموماً مالی مانند خرید و فروش سهام و سرمایه گذاری، ریسک سوداگرانه گفته می شود (ایثاری به نقل از سیاسی، ۱۳۹۰).

ب) ریسک تجاری و مالی

ریسک بازار سرمایه یا ریسک مالی، ریسکی است که مربوط به نوسان پذیری نرخ بازده اوراق بهادار است و می تواند بر نرخ بازده بازار سرمایه نیز اثر بگذارد. ریسک بازار محصول یا ریسک تجاری، با عواملی سروکار دارد که به جریان های نقدی عملیاتی شرکت مربوط می شود. این ریسک به تصمیمات عملیاتی و استراتژیک مدیران که بر درآمدها و هزینه های شرکت اثر بگذارند، بستگی دارد (ایثاری به نقل از سیاسی، ۱۳۹۰).

ج) ریسک سیستماتیک و ریسک غیرسیستماتیک

این نوع تقسیم بندی بیشتر در مورد اوراق مالی مصداق پیدا می کند و در پژوهش حاضر نیز مورد کند و کاو قرار گرفته است. خطراتی که یک شرکت برای به دست آوردن بازده بیشتر با آن روبه روست، از طرفی به شرایط جامعه و بازار به صورت کلی (تحولات سیاسی، شرایط اقتصادی، آشوب و جنگ، دوران های اقتصادی و...) و از طرف دیگر، به وضعیت داخلی شرکت نظیر مدیریت شرکت، قیمت محصول، مسائل بازاریابی، مسائل حقوقی، وضعیت سرمایه و... بستگی دارد. خطراتی که مربوط به کل فعالیت هاست، ریسک سیستماتیک، و آن قسمت از خطر که مختص هر شرکت و فعالیت است، ریسک غیرسیستماتیک نامیده می شود. این قسمت از ریسک را می توان به وسیله تنوع بخشی به مجموعه سرمایه گذاری، حذف نمود (اسکندری و حسینی، ۱۳۸۰).

۲-۳- بازده سهام و عوامل موثر بر آن

اعتقاد بر این است که بازده سهام توسط برخی از متغیرهای کلان اقتصادی مانند نرخ های بهره، ارز و تورم تعیین می شود. چندین تحقیق انجام شد تا اثر نیروهای اقتصادی را بر

بازارهای سهام در کشورهای مختلف نشان دهند. برای مثال، تئوری قیمت‌گذاری آربیتراژ توسط راس (۱۹۷۶) و چن و همکاران (۱۹۸۶)، برای تشریح تأثیر برخی از متغیرهای کلان اقتصادی بر روی بازده سهام در بازارهای سرمایه کشور آمریکا، مورد استفاده قرار گرفت. یافته‌های آنان نشان داد که تولیدات صنعتی، تغییرات در صرف ریسک و نغییرات در ساختار دوره‌ای، رابطه‌ی مثبتی با بازده‌های مورد انتظار سهام داشتند. این درحالی بود که رابطه‌ی نرخ تورم و پیش‌بینی‌شده و پیش‌بینی‌نشده، با بازده‌های سهام مورد انتظار سهام، داشتند. به‌طور معنی‌داری منفی است (راعی و پویان‌فر، ۱۳۸۹).

۲-۴- پیشینه تحقیق

داس گوپتا و دب (۲۰۲۲)، تحقیقی با عنوان «نقش حاکمیت شرکتی در تعدیل پارادوکس ریسک-بازده: شواهد بین کشورها»، انجام دادند. این مقاله رابطه احتمالی بین «پارادوکس ریسک-بازده» و حاکمیت شرکتی شرکت‌ها را در یک ساختار بین فرهنگی بین کشوری بررسی می‌کند. محققان از حاکمیت شرکتی و همچنین داده‌های ریسک و بازده حسابداری برای مجموعه داده بزرگی از ۴۵۳۲۲ سال شرکت از ۲۷ کشور استفاده کردند و نشان می‌دهند که ارتباط ریسک با بازده در سطح شرکت ممکن است یک ارتباط غیرخطی باشد، مشروط به عملکرد شرکت. شرکت‌هایی که از نظر میانگین عملکرد کمتر از میانگین صنعت هستند، یک رابطه معکوس مطابق با «پارادوکس» بومن (۱۹۸۰) نشان می‌دهند، در حالی که آنهایی که بالاتر از حد متوسط هستند، ارتباط ریسک-بازده مثبتی را نشان می‌دهند. علاوه بر این، محققان به طور تجربی ثابت می‌کنند که چنین ارتباط ریسک-بازده‌ی می‌تواند ناشی از اقدامات رانت‌جویانه مدیران باشد و اینکه حاکمیت شرکتی قوی در یک شرکت به طور قابل ملاحظه‌ای این اثرات را تعدیل و معکوس می‌کند.

ژائو و همکاران در سال ۲۰۲۱، تحقیقی با عنوان «کیفیت حاکمیت شرکتی و اهرم مالی»، انجام دادند. نتایج تجربی نشان می‌دهد که بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی تأثیر قوی و منفی بر اهرم مالی برای نمونه کامل و زیرمجموعه مالکیت، صنعت، مقیاس و غیره دارد. این اثر منفی با واسطه‌گری تامین مالی داخلی و سهام شرکت‌ها انجام می‌شود. علاوه بر این، از نظر

عملکرد شرکت ها ، آنها نشان دادند که اهرم مالی به طور قابل توجهی عملکرد مالی را کاهش می دهد ، به ویژه در دوره رکود اقتصادی و می تواند با بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی جبران شود.

سیلوا (۲۰۱۹)، مطالعه ای با عنوان «حاکمیت شرکتی، کیفیت سود در گزارشات مالی و ریسک سقوط قیمت سهام در دوره بحران مالی» انجام داده است. این آزمایش با استفاده از نمونه ای از ۱۳۶۱ شرکت از کشورهای توسعه یافته، بررسی تأثیر کیفیت حسابداری و حاکمیت شرکتها بر خطر تصادف غیر طبیعی ناشی از دوره پریشانی را امکان پذیر می کند. در حالی که عدم شفافیت حسابداری قبل از بحران به مؤلفه غیرطبیعی ریسک سقوط قیمت سهام در ارتباط با بحران دامن زده، شیوه های حاکمیت شرکتها عملاً هیچ تأثیری نداشته است.

رستمی چری (۱۴۰۱)، رابطه بین ریسک سیستماتیک و بازدهی را در بورس تهران بررسی کرده است. نتایج تجزیه و تحلیل داده ها به کمک نرم افزار ایویوز و آزمون پانل دیتا نشان داد متغیرهای تورم، ریسک کشوری، نرخ ارز و ریسک نرخ بهره بر بازده پورترفوی شرکتها بارس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

مظاهری و قلی زاده (۱۴۰۱)، تحقیقی با عنوان «بررسی تاثیر ساختار هیئت مدیره بر ارتباط بین بیش اطمینانی مدیران و مدیریت سود»، انجام دادند. نتایج حاصل از این پژوهش بیانگر وجود ارتباط مستقیم و معنادار بین بیش اعتمادی مدیران بر مدیریت سود است. همچنین این نتیجه حاصل شد که ساختار هیئت مدیره بر ارتباط بین بیش اعتمادی مدیران و مدیریت سود اثر تعدیل گری دارد.

عسگری (۱۳۹۶)، رابطه بین ریسک و بازده را در بورس تهران بررسی کردند. نتایج این تحقیق نشان می دهد که بین ریسک نقدشوندگی و بازده واقعی سهام رشدی و ارزشی (در هر دو) رابطه خطی مثبت وجود دارد ولی میزان و شدت رابطه بازده واقعی با ریسک نقدشوندگی در شرکتها رشدی بسیار بیشتر از شرکتها ارزشی دیده شد.

بنابراین فرضیه های پژوهش بصورت زیر قابل بیان است:

فرضیه اول: ریسک بر بازده شرکتها فعال در بورس تهران تاثیر معناداری دارد

فرضیه دوم: سطح حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ریسک و بازده شرکتهای فعال در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد

۳- روش تحقیق

هدف کلی از این پژوهش بررسی تاثیر ریسک بر بازده با توجه به نقش سطح و کیفیت حاکمیت شرکتی می باشد. این تحقیق از حیث هدف تحقیق، از جمله تحقیقات کاربردی است. تحقیقات کاربردی تحقیقاتی هستند که نظرها، قانونمندی ها، اصول و فنونی که در تحقیقات پایه تدوین می شوند را برای حل مسائل اجرایی و واقعی بکار می گیرد.

قلمرو موضوعی

موضوعی: با توجه قلمرو به محتوای تحقیق، قلمرو موضوعی تحقیق مربوط به حوزه حسابداری است.

قلمرو زمانی

این تحقیق در دوره زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ انجام می شود

قلمرو مکانی

کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق را شرکتهای فعال در بازار سرمایه کشور ایران در یک دوره زمانی پنج ساله منتهی به ۱۴۰۰ تشکیل می دهند. همچنین برای اخذ نمونه آماری از روش معمول حذف سیستماتیک استفاده خواهد شد. در این روش معیارهای زیر مورد توجه است:

۱- یکسان بودن پایان سال مالی (منتهی به ۲۹ اسفند)

۲- در دسترس بودن اطلاعات

۳- عدم توقف نماد بیش از شش ماه

۴- عدم حضور در دسته بندی بانکها، بیمه ها، هلدینگ ها و شرکتهای سرمایه گذاری

روش ها و ابزار گردآوری اطلاعات:

آنچه به عنوان اطلاعات و داده های مورد نیاز برای انجام این تحقیق متصور است در قالب دو بخش تهیه و تدوین خواهد شد. در بخش اول نیاز به اطلاعات تئوریک برای تکمیل و تدوین مباحث نظری، ادبیات تحقیق و سوابق مطالعاتی است. در این بخش از اطلاعات منتشر شده در مقالات، کتب و پایان نامه های معتبر و مورد تایید مراکز علمی معتبر استفاده خواهد شد.

بخش دوم اطلاعات مورد نیاز مربوط به اطلاعات حوزه های تحلیل است. در این بخش اطلاعات مورد نیاز که به صورت کمی هستند از پایگاه های معتبر استحصال داده ها نظیر سایت بورس، سایت کدال، سایت رهاورد ۳۶۵ و نرم افزار ره آورد نوین استخراج خواهد شد تا با انتقال به نرم افزا اکسل محاسبات مورد نیاز روی آنها پیاده شده و تبدیل به داده های نهایی مورد نیاز شوند.

۴- مدل و نحوه اندازه گیری متغیرها:

به منظور بررسی و تحلیل فرضیه های تحقیق مطابق با پژوهش داس گوپتا و دب (۲۰۲۲)، از مدل های کمی زیر استفاده شده است:

مدل فرضیه اول:

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \sigma_{i,t} + \sum \text{Control}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل فرضیه دوم:

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \sigma_{i,t} + \alpha_2 CG_{i,t} + \alpha_3 (\sigma * CG)_{i,t} + \sum \text{Control}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

۵- تجزیه و تحلیل آماری

۵-۱- آمار توصیفی

اولین قدم در تجزیه و تحلیل آماری یک مطالعه، شرح توصیفی متغیرهای پژوهش می باشد. جدول ۴-۱ به تبیین این مسئله پرداخته است. در این جدول مولفه های آماری مرکزی از جمله میانگین و میانه و مولفه های پراکندگی منجمله انحراف معیار، کشیدگی و چولگی برای پانصد و هشتاد مشاهده برای متغیرهای گوناگون محاسبه گشته است. در اغلب موارد، مقادیر میانگین و میانه نزدیک به یکدیگر می باشند که در چنین شرایطی می توان گفت که توزیع متغیرها

بررسی نقش سطوح مختلف حاکمیت شرکتی بر تعدیل رابطه ریسک و ...

متقارن بوده است. این موضوع در کم بودن عدد چولگی و کشیدگی نیز مشخص است که خود به شکلی دیگر معرف نرمال بودن توزیع داده ها نیز می باشد.
جدول(۱): شاخص های توصیفی متغیرهای پژوهش

تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	کمترین مقدار	بیشترین مقدار
۵۸۰	۰/۱۲	۰/۱۰	۰/۷۹	۱/۶۹	۱/۴۶	-۰/۳۳	۰/۶۰
۵۸۰	۰/۳۹	۰/۳۶	۰/۲۸	۰/۳۶	۰/۵۱	۰/۰۲	۰/۵۹
۵۸۰	۰/۵۹	۰/۵۶	۰/۴۴	۰/۸۹	۰/۶۲	۰/۳۸	۰/۸۰
۵۸۰	۶/۲۳	۶/۰۸	۱/۱۱	۱/۲۳	۱/۳۳	۴/۴۲	۸/۱۱
۵۸۰	۰/۵۴	۰/۵۷	۰/۲۱	-۰/۴۵	۰/۶۴	۰/۰۱	۰/۹۰
۵۸۰	۰/۴۱	۰	۰/۳۳	-۰/۲۹	۰/۷۶	۰	۱
۵۸۰	۴/۰۸	۴/۱۴	۲/۱۰	۰/۱۸	۱/۰۵	۰/۱۹	۸/۸۲

۵-۲- آماراستنباطی

آزمون های مقدماتی سنجش نیکویی مدل رگرسیونی

همانگونه که بیان شد در یک پژوهش جهت استفاده از مدل رگرسیون، ابتدا باید پیش فرض هایی را مد نظر قرار داد که با فرض درستی آنها، نتایج رگرسیون معتبر خواهند بود و در غیر این صورت باید مدل دیگری را جایگزین ساخت. در هر مدل رگرسیون خطی، چند پیش فرض داریم. این پیش فرض ها عبارتند از:

۱- پایایی متغیرهای تحقیق

۲- واریانس ناهمسانی خطاها

۳- خود همبستگی پیاپی خطاها

۴- هم خطی متغیرهای کنترلی، تعدیلگر و مستقل

در ادامه به نتایج حاصله در این رابطه اشاره می شود:

پایایی (ایستایی) متغیرهای تحقیق

آزمونهای متنوعی در این حوزه وجود دارند که از اساسی ترین و مصطلح ترین آنها آزمون ال. ام. آرچ می باشد. فرض صفر این آزمون حکایت از عدم مانایی و ایستایی متغیرها دارد و علی القاعده چنانچه فرض صفر رد شود می توان در خصوص مانا بودن متغیرهای تحقیق در طی زمان اطمینان حاصل کرد. نتایج به دست آمده نشان میدهد که کلیه متغیرها در سطح اطمینان ۹۹ درصد مانا می باشند.

جدول ۲: بررسی شرایط مانایی

متغیر شاخص	نرخ بازده دارایی	ریسک	حاکمیت شرکتی	اندازه شرکت	تقسیم سود	اهرم مالی	ارزش بازار به دفتری سهام
آماره آزمون	-۲۶/۱۱	-۱۹/۱۰	-۱۹/۱۳	-۸۹/۱۴	۶۰/۰۹	-۱۵/۲۳	-۴۰/۰۹
احتمال آماره	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

واریانس ناهمسانی باقیماندهها

یکی از دیگر مشکلاتی که باعث حصول نتایج کاذب و غیرقابل اعتماد در رگرسیون می شود مسئله بروز ناهمسانی واریانس است که باید به دقت کنترل شود. انجام این کار در این پژوهش توسط آزمون ال. ام. آرچ صورت گرفته است.

همانگونه که در جدول زیر دیده می شود نتیجه آزمون فرض صفر این آزمون را مبنی بر عدم وجود ناهمسانی واریانس در هر دو مدل مورد تایید است.

جدول ۳: بررسی وضعیت ناهمسانی واریانس

مدل برازش	آماره آزمون آرچ	احتمال آماره آرچ
اول	۰/۱۵۷۸	۰/۳۲۵۵
دوم	۰/۱۶۴۶	۰/۳۰۹۸

خود همبستگی پیاپی خطاها

از دیگر مفروضات مورد نظر به جهت اطمینان از قابل اعتماد بودن برازش صورت گرفته، واکاوی استقلال خطاها از هم است. در صورت احراز خودهمبستگی پیاپی در خطاها، برازش می تواند دچار تورش شود و نتایج کاذب ارائه نماید. برای واکاوی این موضوع از شاخص

بررسی نقش سطوح مختلف حاکمیت شرکتی بر تعدیل رابطه ریسک و ...

و معیار دوربین-واتسون استفاده می گردد. آستانه مورد قبول این آزمون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد. همانطور که در جدول ۴ نمایش داده شده است دو مدل پژوهش از این حیث فاقد مشکل می باشند.

جدول ۴: نتیجه بررسی خودهمبستگی پیاپی

مدل تحقیق	آماره آزمون
اول	۱/۹۹
دوم	۱/۹۶

بررسی وضعیت همخطی

شرط بعدی از مجموعه پیش فرضهای برازش خطی، نبود وجود همخطی مابین متغیرهای مستقل (و کنترلی و تعدیلگر) می باشد. این مسئله به وسیله آزمونهای مختلفی نظیر وایف و وایت بررسی می شود. در این مطالعه از شاخص وایف برای این موضوع استفاده گشته است. محدوده مورد قبول این شاخص، قرار داشتن آماره آزمون پایین تر از عدد ۵ است. بر این اساس نتایج به دست آمده دال بر عدم وجود همخطی است.

جدول ۵: نتیجه بررسی مسئله همخطی

ریسک	حاکمیت شرکتی	اندازه شرکت	تقسیم سود	اهرم مالی	ارزش بازار به دفتری سهام
۱/۰۲	۱/۱۱	۱/۰۹	۱/۱۳	۱/۰۲	۱/۲۸

شناسایی الگوی تخمین

همانطور که در فصل سوم تبیین شد با توجه به پانلی بودن داده ها انجام دو آزمون چاو(لیمر) و هاسمن (در صورت لزوم)، از ضروریات است تا شیوه انجام کار مشخص شود. نتایج این دو معیار در جدول ۴-۶، نمایش داده شده است.

جدول ۶: نتیجه آزمونهای لیمر و هاسمن

مدل	نوع آزمون	آماره آزمون (احتمال آماره)
اول	لیمر	۱۰/۲۳ (۰/۰۰۰)
	هاسمن	۱۹/۴۱ (۰/۰۰۰)
دوم	لیمر	۱۰/۴۹ (۰/۰۰۰)
	هاسمن	۲۰/۰۸ (۰/۰۰۰)

رد شدن فرض صفر هر دو آزمون در هر دو برازش انجام شده، نشان از آن دارد که داده ها از نوع پانلی به روش اثرات ثابت می باشند. برای برآورد چنین مدل‌هایی از برازش حداقل مربعات معمولی استفاده می گردد که در جداول بعد نشان داده شده است.

بررسی فرضیه های تحقیق:

پس از احراز شرایط مقتضی و اطمینان از کیفیت مطلوب برازش صورت گرفته و تعیین الگوی کار، با استفاده از آزمون T به بررسی روابط متغیرها در قالب فرضیات دوگانه پرداخته می شود که نتایج به ترتیب در جداول ۴-۷ و ۴-۸ آورده شده است.

بررسی مدل نخست

مدل اول که به منظور بررسی فرضیه اول مورد استفاده قرار گرفته است عبارت است از:

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \sigma_{i,t} + \sum \text{Control}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که نتیجه بررسی آن در شکل برازش رگرسیونی به شرح جدول ۴-۷ می باشد.

جدول ۷: برازش مدل اول تحقیق به روش OLS

نوع اثرگذاری	سطح معناداری	آماره t	ضریب	
منفی و معنادار	۰/۰۰۹۹	-۲/۸۸	-۰/۲۴	ریسک
فاقد معناداری	۰/۴۲۵۳	۰/۸۸	۰/۰۲	اندازه شرکت
منفی و معنادار	۰/۰۰۲۰	-۳/۲۹	-۰/۱۴	اهرم مالی
مثبت و معنادار	۰/۰۰۱۶	۳/۴۲	۰/۲۸	تقسیم سود
مثبت و معنادار	۰/۰۰۰۰	۴/۹۶	۰/۱۱	ارزش بازار به دفتری سهام
مثبت و معنادار	۰/۰۱۲۵	۲/۶۹	۰/۳۰	عدد ثابت
			۲۶/۴۶ (۰/۰۰۰)	آماره F (سطح معناداری)
			۰/۴۹	ضریب تعیین تعدیل شده

نتایج بیان می کند مقدار ضریب تعیین (R²) تعدیل شده برابر ۰/۴۹ می باشد یعنی نسبتی از واریانس متغیر وابسته که با مشارکت نسبی متغیرهای مستقل و کنترلی به حساب آمده است معادل ۰/۴۹ است. به عبارتی دیگر متغیرهای مستقل و کنترلی توانسته‌اند ۴۹ درصد از کل تغییرات متغیر بازدهی شرکت را توجیه نمایند و باقیمانده نیز سهم عوامل دیگر و رویدادهای

بررسی نقش سطوح مختلف حاکمیت شرکتی بر تعدیل رابطه ریسک و ...

تصادفی می باشد. همچنین مقدار آماره آزمون فیشر برابر با ۲۶/۴۶ با سطح معناداری ۰/۰۰۰ است که نشان از کفایت کلی مدل دارد.

از این جهت با توجه به نتایج به دست آمده می توان گفت که متغیر مستقل ریسک با ضریب ۰/۲۴- و سطح معناداری ۰/۰۰۹۹ اثر منفی معناداری بر بازده دارایی شرکت دارد و فرضیه اول تحقیق تایید می شود.

بررسی مدل دوم

مدل دوم که به منظور بررسی فرضیه دوم مورد استفاده قرار گرفته است عبارت است از:

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \sigma_{i,t} + \alpha_2 CG_{i,t} + \alpha_3 (\sigma * CG)_{i,t} + \sum Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که نتیجه واکاوی آن در شکل برازش رگرسیونی به شرح جدول ۴-۸ می باشد.

جدول ۸: برازش مدل دوم تحقیق به روش OLS

نوع اثرگذاری	سطح معناداری	آماره t	ضریب	
منفی و معنادار	۰/۰۱۱۰	-۲/۷۸	-۰/۱۸	ریسک
مثبت و معنادار	۰/۰۰۰۰	۵/۰۲	۰/۴۲	حاکمیت شرکتی
مثبت و معنادار	۰/۰۰۰۰	-۴/۸۸	-۰/۳۷	ریسک ضربدر حاکمیت شرکتی
فاقد معناداری	۰/۳۰۹۷	۰/۹۵	۰/۰۳	اندازه شرکت
منفی و معنادار	۰/۰۰۵۳	-۳/۰۱	-۰/۱۲	اهرم مالی
مثبت و معنادار	۰/۰۰۱۳	۳/۶۶	۰/۳۰	تقسیم سود
مثبت و معنادار	۰/۰۰۰۰	۴/۹۹	۰/۱۲	ارزش بازار به دفتری سهام
مثبت و معنادار	۰/۰۱۲۲	۲/۷۱	۰/۲۸	عدد ثابت
			۳۳/۱۱ (۰/۰۰۰)	آماره F (سطح معناداری)
			۰/۵۴	ضریب تعیین تعدیل شده

نتایج گواهی می دهد که مقدار ضریب تعیین (R2) تعدیل شده برابر ۰/۵۴ است یعنی نسبتی از واریانس متغیر وابسته که با مشارکت نسبی متغیرهای مستقل، کنترلی و تعدیلگر به حساب آمده است معادل ۰/۵۴ است. به عبارتی دیگر متغیرهای مستقل، کنترلی و تعدیلگر توانسته اند ۵۴ درصد از کل تغییرات متغیر بازده دارایی شرکت را تبیین کنند و باقیمانده سهم

عوامل دیگر و رویدادهای تصادفی می باشد. ضمناً مقدار آماره آزمون فیشر برابر با $33/11$ با سطح معناداری $0/000$ است که نشان از کفایت کلی مدل دارد.

بنابراین با توجه به نتایج به دست آمده می توان گفت شاخص تعدیلگر ریسک ضربدر حاکمیت شرکتی دارای ضریب $0/37$ و سطح معناداری $0/000$ است که نشان از تاثیر تعدیلگر کاهنده حاکمیت شرکتی بر رابطه منفی بین ریسک و بازده دارایی شرکت دارد. بنابراین، فرضیه دوم تحقیق نیز تایید می شود.

۶- نتیجه گیری

این تحقیق دارای دو هدف مهم است. هدف اول آن بررسی و تعیین کیفیت تاثیرگذاری ریسک بر بازده دارایی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در بخش دوم نیز بنا بر این بوده است که مشخص شود سطح حاکمیت شرکتی بر رابطه بین این دو متغیر چه تاثیری دارد؟ با توجه به اینکه در تحقیق حاضر ارتباط بین دو متغیر مورد تحلیل قرار می گیرد، نوع تحقیق همبستگی بوده و به علت مورد استفاده بودن از طرف فعالان موجود در بازار سرمایه، نوع تحقیق کاربردی می باشد. فصل اول به تشریح و بیان مسئله، اهمیت و ضرورت انجام تحقیق، اهداف و فرضیه های تحقیق پرداخته شد. در فصل دوم، به ادبیات و مبانی نظری تحقیق اختصاص داشت که در آن ضمن بررسی ادبیات و مفاهیم مربوط به متغیرهای پژوهش، تعدادی از مهمترین تحقیقات که در داخل و خارج از کشور به بررسی بحث مرتبط با این تحقیق پرداخته بودند بیان شد تا نقاط مشترک و متمایز تحقیق حاضر با نمونه های مشابه برای خوانندگان روشن شود. در فصل سوم، پس از معرفی متغیرهای تحقیق، نحوه گردآوری اطلاعات و نمونه های موضوع تحقیق مورد بررسی قرار گرفت. در فصل چهارم، روابط و فرضیه های پژوهش به وسیله تکنیک های آماری مرتبط با داده های تابلویی، مورد بررسی قرار گرفت. در این زمینه آزمون هایی نظیر لیمر، هاسمن، آرچ، وایف، جاک- برا، فیشر، دوربین- واتسون و تی مورد استفاده قرار گرفته اند.

۷- منابع

- آزادی کیهان، مشکی مهدی و مجتبی سمیع‌پور (۱۳۹۴)، نقش استقلال و تخصص مالی کمیته حسابرسی بر افشای اطلاعات مالی. اولین کنفرانس بین‌المللی مدیریت و حسابداری با رویکرد ارزش، قابل دریافت
- آذر، عادل، محمود مؤمنی، ۱۳۸۵، "آمار و کاربرد آن در مدیریت"، انتشارات سمت، جلد دوم، چاپ نهم، تهران.
- آقایی، محمدعلی و پری چالاکي. (1389). بررسی رابطه بین ویژگیهای حاکمیت شرکتی، مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری ۴، ۱-۲۴. اسکات، ویلیام. (۱۳۸۸). تئوری حسابداری مالی، علی پارسائیان، جلد اول، تهران، ترمه پانتر (۱۳۹۱). مدیریت ریسک و تامین مالی، ترجمه: هادی اصل سرای و محمئ حسن، تهران: پژوهشکده بیمه.
- بابائی، محمدعلی و وزیرزنجانی، حمیدرضا (۱۳۸۵)، رویکردی نوین برای ارتقای اثربخشی سازمانها، مجله تدبیر، شماره ۱۷، صص ۱۴ - ۱۹
- پور زمانی، زهرا، کریمی، علی (۱۳۸۹)، تاثیر مدیریت موثر ریسک بر سطح عملکرد شرکتها، مجله مطالعات مالی، شماره ششم، صص ۱۸ - ۱
- حافظ نیا، محمد رضا و سرمد، غلامعلی. (۱۳۸۱). «مقدمه ای بر روش تحقیق در علوم انسانی»، تهران، انتشارات سمت.
- حساس یگانه، یحیی؛ اسکندر هدی مرادی، ۱۳۸۷ " بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت". بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، صص ۱۰۷-۱۲۲.
- دلاور، علی، ۱۳۸۴، "مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی"، انتشارات رشد تهران.
- راس، استفان. (۱۳۹۱). مدیریت مالی نوین، علی جهانخانی و مجتبی شوری، جلد اول، تهران، انتشارات سمت
- رحیمیان، ناصر؛ توکل نیا، امیر و تیرگری، محمد (۱۳۹۶)، بررسی ارتباط انحنایی ساختار سرمایه با عملکرد و ارزش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۱۹، صص ۶۷-۷۹.

- رحیمیان، نظام الدین؛ بابائی، فاطمه و جهانگیری، حسین (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین معیارهای ارزیابی عملکرد و ارزش شرکت، پژوهش های کاربردی و گزارشگری مالی، شماره ۸، صص ۷۲-۵۱
- رحمانی، علی؛ غلامی، فردین و پاکیزه، کامران (۱۳۹۱)، تاثیر انعطاف پذیری مالی بر میزان سرمایه گذاری و ارزش آفرینی، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، شماره ۳۶، صص ۷۶-۵۳
- ریاحی بلکویی، احمد. (۱۳۹۱)، تئوریهای حسابداری، علی پارسائیان، تهران، ترمه
- سجادی، سید حسین؛ حاجی زاده، سعید و نیک کار، جواد. (۱۳۹۱). "تاثیر هزینه های نمایندگی و کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سرمایه گذاری در شرکت های بورسی"، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۹، شماره ۳، صص ۲۱-۴۲
- سرمد، زهره؛ بازرگان، عباس و حجازی، الهه. (۱۳۹۰). «روش های تحقیق در علوم رفتاری»، چاپ بیست و یکم، انتشارات آگه، تهران.
- شباهنگ، رضا (۱۳۸۹)، تئوری حسابداری، تهران: انتشارات مرکز تحقیقات حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی، چاپ نهم، صص ۷۲-۵۸
- صابری، محمود و نادعلی زاده، معصومه (۱۳۹۵)، بررسی تاثیر هزینه نمایندگی بر ارزش شرکت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین همایش مباحث نوین در حسابداری و مدیریت و کارآفرینی، دانشگاه آزاد مینودشت
- عرب مازار یزدی، محمد؛ زندیه، مصطفی و خری، مهدی (۱۳۹۳)، بررسی عوامل موثر بر سود تقسیمی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری، شماره ۲، صص ۶۹-۸۵
- غلامپور، اشکان (۱۳۹۸)، بررسی نقش هیئت مدیره و کمیته حسابرسی در مدیریت ریسک در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی سمندگان
- قادری، کاوه؛ قادری، صلاح الدین و قادری، سامان (۱۳۹۷)، تأثیر عامل رفتاری اطمینان بیش از حد مدیران بر اثربخشی مدیریت ریسک، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۳۷، صص ۲۴۳ تا ۲۷۲
- ماهنامه تدبیر، علمی آموزشی در زمینه مدیریت (۱۳۸۵)، مدیریت ریسک، رویکردی نوین برای ارتقای اثربخشی سازمان ها، سال هفدهم، شماره ۱۶۹، صص ۴۳-۳۰

- محمودآبادی، حمید و زمانی، زینب (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین ریسک پذیری شرکت و عملکرد مالی با تاکید بر سازوکارهای راهبری شرکتی، فصلنامه علمی پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۴۹، صص ۱۷۰-۱۴۱
- نمازی، محمد و ابراهیمی میمند، مهدی (۱۳۹۶)، بررسی چگونگی افشای ریسک در گزارش سالانه شرکتها و عوامل موثر بر آن، دانش حسابداری مالی، شماره ۹، صص ۱-۳۰
- نوروش، ایرج؛ مومنی، ابوالفضل و صفری، مهدی (۱۳۹۵). کیفیت سود و ارزش شرکت؛ شواهدی از شرکتهای ایرانی، پژوهش های حسابداری مالی، شماره ۲۶، صص ۱۸-۱
- Agrawal, A. and C. R., Knoeber, (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, 377-397.
- Asogwa, C. I., Ofoegbu, G. N., Nnam, J. I., Chukwunwike, O. D., & Ntim, C. G. (2019). Effect of corporate governance board leadership models and attributes on earnings quality of quoted Nigerian companies. *Cogent Business & Management*, 6(1), 1683124. <https://doi.org/10.1080/23311975.2019.1683124>
- Berger, P. G., & Hann, R. (2003), "The impact of SFAS 131 on information and monitoring", *Journal of Accounting Research*, 41, 163-223
- Bertinetti, G. S., Gavezzali, E and Gardenal, G., (2014), The effect of the enterprise risk management implementation on the firm value of european companies, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2229271>
- Bird, R., Huang, P., Lu, Y., 2017. Board independence and the variability of firm performance: Evidence from an exogenous regulatory shock. *Austral. J. Manage.* 43 (1), 3-26.
- Campbell, T.S., Kracaw, W.A., 1990, Corporate Risk Management and the Incentive Effects of Debt, *Journal of Finance*, 45, 1673-86.
- Callen, J.L., and Fang, X. (2013). "Institutional Investor stability and Crash Risk: Monitoring or Expropriation?" *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3047-3063
- Chari, M.D., David, P., Duru, A., Zhao, Y., 2019. Bowman's risk-return paradox: An agency theory perspective. *J. Bus. Res.* 95, 357-375.
- Crutchley, C.E., M.R.H. Jensen, J.S. Jahera Jr and J.E. Raymond, (1999), "Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership", *International Review of Financial Analysis*, 8:177-197.
- Cohen, J. & Krishnamoorthy, G. & Wright, A, (2004), "The Corporate Governance Mosaic and Financial Reporting Quality", *Journal of Accounting Literature*, 23, PP. 87-152.
- Cumming, C.M., Hirtle, B.J., 2001, The Challenges of Risk Management in Diversified Financial Companies, FRBNY Economic Policy Review, March.
- DasGupta, R., Deb, S.G., 2020. Exploring the relationship between risk and performance in listed Indian firms. *Int. J. Econ. Bus.* 27 (3), 411-430.
- DasGupta, R., Pathak, R., 2018. Firm's risk-return association facets and prospect theory findings—an emerging versus developed country. *Context Risks* 6(4), 143.
- Malik, M., Zaman, M & Buckby, S (2019). Enterprise risk management and firm performance: role of the risk committee, *Journal of contemporary accounting & Economic*, 56(1): 36-49

- Mueller, E. and A. Spitz, (2006), "Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private Enterprises." ,German Economic Review. Issue 2, pp. 2-18.
- Modigliani, Franco, and Merton H. Miller, 1958, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, American Economic Review 48, 261-297.
- Myers, S.C., 1977, Determinants of corporate borrowing, Journal of Financial Economics 5, 147-175.
- Nance, D.R., Smith, C.W. Jr., Smithson, C.W., 1993, On the determinants of corporate hedging, Journal of Finance 48, 267-284.
- Nelson, J.H., Moffitt, J.S., Affleck-Graves, J., 2005, The impact of hedging on the market value of equity, Journal of Corporate Finance 11, 851-881.
- Pagach, D., Warr, R., 2008, The Effects of Enterprise Risk Management on Firm Performance, Working Paper, North Carolina State University
- Porter, M., (2008). The five competitive forces that shape strategy. Harvard business review, 78-93
- Romny, M and Steinbart, P.J. (2012), Accounting information systems, 12 th edition, Harlow, United
- Singh. N., Hong. C & paul., C (2020). Kingdom Impact of strategic and operational risk management practices on firm performance an empirical investigation, European management journal, 45(3): 45-60
- Sharpe, W.F., 1964. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. J. Finance 19 (3), 425-442.
- Stulz, M., 1996, Rethinking risk management, Journal of Applied Corporate Finance 9, 8- 24.
- Walker P.L., Shen W.G., Batron T.L (2003), ERM in practice, The international auditor, Vol 60, No 4, 51-55 pp
- Wibawa B & Wardhani R (2017) The Effect of Conditional Conservatism and Agency Cost on Investment-Cashflow Sensitivity. Rev Manag Sci 45(2):68-100
- Yazid, A. S., Hussin, M. R., & Razali, A. R. (2008). A Cross-Sectional Study on Foreign Exchange Risk Management by Malaysian Manufacturers. International Business Management Journal, 28-32.
- Yazid, A. S., Hussin, M. R., & Razali, A. R. (2009). An Empirical Study of Risk Management Best Practices in Public Limited Companies in Malaysia. The Journal of Risk Management and Insurance, 13, 1-22.
- Yusuwan, N., Adnan, H., & Omar, A. (2008). Client's Perspective of Risk Management Practice in Malaysian Construction Industry. Journal of Politics and Law, 1(3), 121-130.