

## بررسی نقش سطوح مختلف حاکمیت شرکتی بر تعدیل رابطه ریسک و بازده

افشین عابدین پور

مرکز تحقیقات سل بالینی و اپیدمیولوژی، پژوهشکده ملی سل و بیماری‌های ریوی NRITLD دانشگاه علوم پزشکی شهید بهشتی تهران، ایران

---

### چکیده

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 فعال در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند و نمونه آماری نیز مطابق با روش حذف سیستماتیک ۱۱۶ شرکت تعیین شده است. بازه زمانی گردآوری داده‌ها مربوط به سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ می‌باشد و اطلاعات به‌دست‌آمده با استفاده از نرم‌افزار ایویوز نسخه هشت تجزیه و تحلیل شده‌اند. بر اساس شواهد به‌دست‌آمده از تجزیه و تحلیل‌های آمار استنباطی ریسک تأثیر منفی و معناداری بر بازدهی سهام دارد. همچنین بر اساس بخش دوم نتایج سطح حاکمیت شرکتی اثر تعدیلگر کاهنده بر رابطه منفی بین ریسک و بازده دارد.

واژگان کلیدی: ریسک، بازده، حاکمیت شرکتی

---

## مقدمه

سرمایه‌گذاران با علم به اینکه سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار واجد ریسک‌های ذاتی می‌باشد، مبادرت به سرمایه‌گذاری در آن می‌کنند. درعین حال آنها انتظار دارند که در ازای سرمایه‌گذاری صورت گرفته، به بازدهی قابل قبولی نیز دست یابند. از این رو همواره در فعالان حوزه بازار سرمایه مسئله کیفیت ارتباط بین ریسک و بازده حائز اهمیت است (وانگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰).

درعین حال آنچه می‌تواند در بررسی‌های مربوط به ریسک و بازده عملکرد شرکت موثر باشد مسئله کیفیت پیاده‌سازی حاکمیت شرکتی شرکتهاست. حاکمیت شرکتی به وسیله مولفه‌هایی که در ذات خود به جهت نظارت بر رفتارهای فرصت طلبانه مدیران تبیین و تهیه شده‌اند، امکان نظارت بر رفتارهای مدیران را در شکل بهبود شفافیت عملکرد ممکن خواهد کرد، بنابراین انتظار بر این است که شرکت‌هایی که سطح بالاتری از پیاده‌سازی مولفه‌های حاکمیت شرکتی دارند، نظارت بهتر و کاملتری بر عملکرد مدیران داشته باشند و با بهبود کیفیت پیاده‌سازی مولفه‌های عملیاتی مهم شرکت منجمله گزارشگری مالی، حسابرسی و کنترل داخلی مطلوب، باعث بهبود عملکرد شرکت در حوزه‌های مختلف گردند (ژی و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷).

بدین ترتیب با دیدگاه بررسی تأثیر ریسک بر بازده با توجه به نقش تعدیلگر کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های فعال در بازار سرمایه ایران، این فصل از پژوهش به کلیات تحقیق اختصاص دارد. بدین منظور پس از پرداختن به بیان مسئله ای که باعث ایجاد انگیزه انجام این تحقیق شده است، به بررسی ضرورت بررسی و انجام این تحقیق پرداخته می‌شود. در ادامه ضمن بیان اهداف مورد از انجام این تحقیق، فرضیه‌های متصور بیان می‌شود. سپس ضمن تعریف مفهومی متغیرهای اساسی این تحقیق، مدل مفهومی و نحوه محاسبه عددی متغیرها نیز بیان می‌شود. در انتها نیز ساختار کلی این پژوهش مورد بیان قرار می‌گیرد.

هدف اساسی و اصلی همه سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه، کسب بازدهی مطلوب است. درعین حال به دلیل کارا نبودن بازارهای سرمایه خصوصاً در کشورهای در حال توسعه ای مانند ایران، سرمایه‌گذاران این انتظار را دارند که هر سرمایه‌گذاری 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 می‌توان ارتباطی منطقی و معنادار بین ریسک و بازده در نظر گرفت (داس گوپتا و دب<sup>۳</sup>، ۲۰۲۲). معمولاً انتظار می‌رود ارتباط ریسک با بازده در بازارهای مالی مثبت باشد، به این معنی که تحمل ریسک بالاتر زمانی توجیه می‌شود که بازده مورد انتظار بالاتر باشد (شارپ<sup>۴</sup>، ۱۹۶۴؛ گیسلسز و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۵). این مبادله ریسک و بازده باید در مورد تصمیمات استراتژیک سطح شرکت که شامل ریسک‌هایی مانند ورود به بازارهای جدید، راه اندازی محصولات جدید و کوش در راه‌های جدید برای کاهش هزینه‌ها است نیز اعمال شود؛ بنابراین، برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران، مدیران ممکن است سرمایه‌گذاری‌های پرریسک را انجام دهند، در صورتی که انتظار می‌رود بازدهی بالاتری برای سهامداران داشته باشند (چاری و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۹).

مطابق با نظریه «چشم انداز»، وقتی بازده مورد انتظار «خوب» یا بالاتر از سطح بازده هدف از پیش تعیین شده باشد (مانند میانگین صنعت یا میانه یا عملکرد گذشته شرکت)، مدیران یک شرکت نگرش «ریسک‌گریزی» نشان می‌دهند. در مقابل، زمانی که بازده مورد انتظار کمتر از چنین اهدافی باشد، مدیران نگرش «ریسک‌پذیری» را از خود نشان می‌دهند. بدین ترتیب زمانی که مدیران ریسک‌پذیر هستند، ممکن است ارتباط ریسک و بازده مثبت نباشد (دیز استبانا و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۷).

<sup>1</sup> Wang et al

<sup>2</sup> Xi et al

<sup>3</sup> DasGupta & Deb

<sup>4</sup> Sharp

<sup>5</sup> Ghysels et al

<sup>6</sup> Chri et al

<sup>7</sup> Díez-Estebana et al

اگرچه معتقدان به نظریه فوق مسئله ریسک و بازده را در سطح فردی توضیح می‌دهند اما عده ای دیگر همچون لندر<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) و کلیگر و تیشور<sup>۲</sup> (۲۰۱۱)، این شواهدات را در سطح شرکت نیز تایید می‌کنند. بدین معنا که شرکت‌های بازنده (برخلاف شرکت‌های موفق در کسب بازدهی)، تمایل دارند به‌طور 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 می‌آید 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 می‌کند که از دستیابی به اهدا خود در قیاس با وضعیت شرکت‌های مشابه و هم صنعت جا مانده اند. در چنین وضعیتی احتمال 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 سرمایه‌گذاریهایی پر ریسک را به حداقل برسانند (برد و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷).

در واقع چنانچه خصیصه های حاکمیت شرکتی مانند استقلال هیئت مدیره، تخصص کمیته حسابرسی، گزارشگری مالی قابل اتکا، حسابرس مستقل مورد اعتماد و ... به خوبی پیاده شود، می توان انتظار داشت که رابطه بین ریسک و بازده در عملکرد و سرمایه‌گذاری شرکت، ارتباطی منطقی و علمی و شامل درجه معقولی از ریسک باشد (دب و همکاران<sup>۴</sup>، 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، خلاهای 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؟

## اهمیت و ضرورت انجام پژوهش

سرمایه‌گذاران از تصمیمات خود مبنی بر سرمایه‌گذاری بر روی سهام شرکت‌های فعال در بورس، در پی کسب منفعت بالاتر نسبت به سایر انواع سرمایه‌گذاری هستند. برای این منظور آنها حاضر هستند میزانی از ریسک را نیز تحمل کنند. با اینحال آنها مایل هستند مدیران شرکتها به عنوان نمایندگان آنها در حوزه سرمایه‌گذاری، سیاست‌های قابل قبولی انتخاب کنند که در ازای دریافت بازده مناسب، ریسک قابل قبولی نیز متوجه شرکت و سهامداران آن شود. از این حیث بررسی رابطه بین ریسک و بازده با رویکرد توجه به عملکرد مدیران برای سهامداران و سرمایه‌گذاران از اهمیت بالایی برخوردار است.

بر اساس تئوری نمایندگی با تفکیک سهامداری از مدیریت واحد تجاری که اختیار عملیاتی را به مدیران واگذار کرده است، همواره ادبیات تحقیق رویکردهای مختلفی در خصوص تناقض یا همسویی بین منفعت مدیران و سهامداران را بررسی کرده است. بر این اساس اگر مدیران یک واحد تجاری عمدتاً در پی منافع شخصی خود باشند، احتمال بروز رفتارهای فرصت طلبانه‌ای که سبب بالارفتن ریسک سرمایه‌گذاری می‌گردد خواهند شد (آسوغوا و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۹).

<sup>1</sup> Lehner

<sup>2</sup> Kliger & Tsur

<sup>3</sup> Bird et al

<sup>4</sup> Deb et al

<sup>5</sup> Asogwa et al

در حقیقت اگر مدیران به منفعت شخصی خویش بیشتر از منفعت عمومی شرکتها توجه نمایند، بنگاه ها را با خطر کم شدن ارزش آینده شرکت روبرو خواهند نمود (داس و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). بدین ترتیب در بررسی رابطه بین ریسک و بازده علاوه بر آنکه خصوصیات رفتاری سهامداران و میزان ریسک پذیری آنها مورد توجه استف بررسی تأثیر رفتار مدیران و شاخص هایی که بتوانند مانع از فرصت طلبی آنها شود نیز از اهمیت بالایی برخوردار است.

در این راستا آنچه از سوی سازمانهای جهانی به عنوان ابزاری برای کنترل رفتارهای فرصت طلبانه مدیران و کاهش ریسک سرمایه گذاری سرمایه گذاران و حفظ منافع آنها تعبیه و طراحی شده استف سازوکارهای حاکمیت شرکتی است که با افزایش قدرت نظارت سهامداران بر مدیران، زمینه عملکرد بهتر آنها را فراهم می آود؛ بنابراین می توان انتظار داشت که حاکمیت شرکتی قویتر ریسک سرمایه گذاریها را کاهش دهد. با این حال به دلیل نوپا بودن قواعد حاکمیت شرکتی در بورس تهران و عدم اجرای همه جانبه آن توسط شرکتها، به طور دقیق مشخص نیست این سطح از حاکمیت شرکتی که توسط شرکت های فعال در بازار سرمایه کشور اجرا می شود تا چه میزان بر این مسئله تأثیرگذار باشد. از این رو انجام این تحقیق از آن جهت که به تبیین و واکاوی این موضوع می پردازد از اهمیت قابل توجهی برای ذی نفعان منجمله سرمایه گذاران و اعتباردهندگان برخوردار است.

### اهداف تحقیق

به منظور تبیین مسئله تحقیق، اهداف تحقیق به صورت زیر خواهند بود:

- ۱- بررسی تأثیر ریسک بر بازده شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران
- ۲- بررسی تأثیر سطح حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ریسک و بازده شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران

### فرضیه های پژوهش

به منظور دستیابی به اهداف تحقیق، فرضیه های تحقیق به صورت زیر خواهند بود:

- فرضیه اول: ریسک بر بازده شرکت های فعال در بورس تهران تأثیر معناداری دارد
- فرضیه دوم: سطح حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ریسک و بازده شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد

### قلمرو پژوهش

- قلمرو موضوعی: با توجه به محتوای تحقیق، قلمرو موضوعی تحقیق مربوط به حوزه حسابداری است.
- قلمرو زمانی: این تحقیق در دوره زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ انجام می شود
- حیطه مکانی: کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

<sup>1</sup> Das et al

## تعریف نظری واژگان

### واژگان مهم پژوهش

- **ریسک:** زیان بالقوه قابل اندازه‌گیری یک سرمایه‌گذاری را ریسک می‌نامند. در فرهنگ و بستر، ریسک به معنی شانس و احتمال آسیب و یا زیان و ضرر تعریف شده و تعریف مالی و مقداری ریسک، توزیع احتمال بازده هر سرمایه‌گذاری می‌باشد (آچاریا و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶).
- **بازده سهام:** بازده یک سرمایه‌گذاری بیانگر منافع حاصل از سرمایه‌گذاری است و سرمایه‌گذاران در پی فرصت‌های سرمایه‌گذاری هستند که بازده سرمایه آنها را حداکثر کند. بازده در فرآیند سرمایه‌گذاران نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. منظور از بازده کل مجموعه مزایایی است که در طول سال به سهم تعلق می‌گیرد، مجموعه این مزایا شامل موارد ذیل است:
- ۱ - افزایش قیمت سهام در آخر سال مالی نسبت به ابتدای سال مالی مورد محاسبه (تفاوت نرخ اول و آخر سال مالی سهم شرکت).
- ۲ - سود نقدی ناخالص هر سهم طبق مصوبه مجمع عمومی صاحبان سهام که بعد از کسر مالیات پرداخت می‌گردد.
- ۳ - مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام که قابل تقویم به ارزش است.
- ۴ - مزایای ناشی از سود سهمی یا سهام جایزه (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۰).
- **حاکمیت شرکتی:** حاکمیت شرکتی، قوانین و مقررات، ساختارها، فرآیندها، فرهنگ‌ها و سیستم‌هایی است که موجب دستیابی به هدف‌های پاسخ‌گویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی‌نفعان می‌شود. تأکید مبانی اولیه حاکمیت شرکتی، بیشتر بر موضوع راهبرد شرکت‌ها و حقوق سهامداران قرار داشت و بعدها با طرح دیدگاه‌های جدیدتر، به سمت توجه جدی به حقوق کلیه ذینفعان و اجتماع گرایش یافت (فروتن و خلیلی، ۱۳۹۴).

### ساختار پژوهش حاضر

این تحقیق مشتمل بر ۵ فصل می‌باشد. بر اساس آنچه آنچه در فصل نخست دیده شد، کلیات پژوهش مورد توجه قرار گرفت. در فصل دوم، مبانی نظری تحقیق و سوابق مطالعات صورت گرفته مورد بررسی قرار می‌گیرد. در ادامه و در فصل سوم به بررسی روش پژوهش و در فصل چهارم به بررسی تحلیلی و آماری روابط میان متغیرها پرداخته می‌شود. سرانجام آخرین فصل این پژوهش به تشریح نتایج به دست آمده می‌پردازد.

تحقیق تلاشی است در جهت حقیقت‌یابی و فهم مجهولات. پایه هر علمی روش شناخت آن است و اعتبار و ارزش قوانین هر علمی به روش شناختی مبتنی است که در آن علم بکار می‌رود بر این اساس استفاده از روش و شیوه‌های علمی و بهره‌گیری از روش‌های مناسب که بتواند گروه تحقیق را در تحقق اهداف یاری دهد، بسیار اهمیت دارد.

هدف از انتخاب روش تحقیق آن است که محقق مشخص نماید، چه شیوه و روشی را اتخاذ نماید تا او را هرچه دقیق‌تر، سریع‌تر و ارزان‌تر در دستیابی به پاسخ یا پاسخ‌هایی برای پرسش یا پرسش‌های تحقیق مورد نظر کمک نماید.

اساس واقعی پژوهش علمی، تبیین رابطه میان متغیر هاست. دو روش اصلی که برای تعیین روابط در اختیار است معمولاً از چند جهت با هم تفاوت دارند.

<sup>1</sup> Acharya et al

یکی از این دو روش، روش توصیفی است و شامل مجموعه روشهایی است که هدف از آن توصیف کردن شرایط یا پدیده های مورد بررسی است. اجرای تحقیق توصیفی صرفاً برای شناخت بیشتر شرایط موجود یا یاری دادن به فرایند تصمیم گیری می باشد. (سرمد، مرتضی، ۱۳۸۰)

روش های پژوهش در واقع ابزارهایی برای رسیدن به واقعیت و کشف حقایق هستند. شناخت روش های پژوهشی و آگاهی از دقیق بودن آن ها در علوم اجتماعی و رفتاری، از حساسیت بیشتری برخوردار است. زیرا این علوم بیش از هر علم دیگری در فراز و نشیب های روش های غیر علمی سرگردان بوده است. (دلوری، ۱۳۷۴)

در این فصل به عنوان سومین فصل از پژوهش حاضر، به نوع و روش تحقیق، جامعه آماری، روش نمونه گیری، شیوه انتخاب نمونه و حجم نمونه و سرانجام، روش های پردازش و تجزیه و تحلیل داده ها پرداخته شده است.

### روش انجام تحقیق

هدف کلی از این پژوهش بررسی تأثیر 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.

از لحاظ روش و ماهیت تحقیق حاضر از نوع تحقیقات همبستگی است. در تحقیق همبستگی هدف اصلی آن است که مشخص شود آیا رابطه ای بین دو یا چند متغیر کمی (قابل سنجش) وجود دارد و اگر این رابطه وجود دارد اندازه واحد آن چقدر است؟ مطالعات همبستگی، تعدادی از متغیرهایی را تصور می رود با مسائلی مرتبط هستند ارزیابی می کند.

### جامعه ونمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق را شرکت های 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 شرکت های سرمایه گذاری

### مدل و متغیرهای پژوهش

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:

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

### تعاریف عملیاتی متغیرها

#### متغیر وابسته (R):

بازدهی عملکرد شرکت است که برای محاسبه آن از نرخ بازده دارایی (نسبت سود خالص به دارایی کل) استفاده می شود.

#### متغیر مستقل (σ):

ریسک عملکرد شرکت است که برای محاسبه آن از انحراف معیار سه دوره اخیر بازده سالیانه سهم شرکت استفاده می شود.

#### متغیر تعدیلگر:

سطح حاکمیت شرکتی (CG): برابر با امتیازی که شرکت در خصوص حاکمیت شرکتی به استناد چک لیست کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۹)، به دست خواهد آورد.

#### کنترلی:

اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی دارایی شرکت)

اهرم مالی (نسبت سود خالص به دارایی کل)

سن شرکت: لگاریتم تعداد سال‌های عضویت شرکت در بورس

تقسیم سود: چنانچه شرکت سود تقسیم کرده باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر می گیرد.

### شیوه و ابزار گردآوری داده‌ها

آنچه به عنوان اطلاعات و داده‌های 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 نامه‌های معتبر و مورد تایید مراکز علمی معتبر استفاده خواهد شد.

بخش دوم اطلاعات مورد نیاز مربوط به اطلاعات حوزه‌های تحلیل است. در این بخش اطلاعات مورد نیاز که به صورت کمی هستند از پایگاه‌های معتبر استحصالی داده‌ها نظیر سایت بورس، سایت کدال، سایت رهاورد ۳۶۵ و نرم‌افزار ره آورد نوین استخراج خواهد شد تا با انتقال به نرم افزار اکسل محاسبات مورد نیاز روی آنها پیاده شده و تبدیل به داده‌های نهایی مورد نیاز شوند.

### روش‌ها و ابزار تحلیل داده‌ها

#### آمار توصیفی:

به توصیف‌های عددی آمار توصیفی گویند. در واقع تهیه و تنظیم جدول توزیع فراوانی و ترسیم نمودار و شاخص‌های مرکزی، میانه، میانگین و از این قبیل می‌باشد. در آمار توصیفی اطلاعات جمع‌آوری شده به صورت دقیق و مختصر توصیف می‌شود. آمار توصیفی ارائه شده در این تحقیق شامل آماره‌های حداقل، حداکثر، آماره‌های گرایش به مرکز شامل میانگین، میانه، بیشینه، کمینه و انحراف استاندارد می‌باشد.

## آمار استنباطی

در این تحقیق از رگرسیون چند متغیره با به کارگیری داده‌های ترکیبی استفاده می‌گردد. برای تجزیه و تحلیل داده‌های تحقیق و آزمون فرضیات تحقیق از روش‌های آماری از نرم‌افزار Eviews<sup>۸</sup> استفاده می‌شود. بر این اساس کلیه آزمونهای به کار رفته در این پژوهش به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و بررسی فرضیه‌ها در جدول ۱-۳ به نمایش درآمده است.

## آزمون کیفیت داده‌ها

### الف) مانایی:

به منظور بررسی پایایی یا همان مانایی متغیرها، از آزمون لین و لوین<sup>۱</sup> استفاده می‌شود. با توجه به نتایج آزمون، کمتر بودن سطح معناداری متغیرها از ۰/۰۵ نشان از آن دارد که متغیرهای پژوهش در سطح ۹۵٪ پایا هستند. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل باعث بوجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

### ب) هم‌خطی:

هم‌خطی به معنای وجود رابطه بین متغیرهای مستقل موجود در مدل می‌باشد. برای تشخیص وجود هم‌خطی روشهای مختلفی وجود دارد. در این مطالعه برای بررسی عدم وجود هم‌خطی از شاخص تورم واریانس (VIF) استفاده خواهد شد. زمانی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۵ باشد نشان دهنده عدم وجود هم‌خطی و اگر بزرگتر از ۵ ولی کوچکتر از ۱۰ باشد هم‌خطی ضعیف و در صورتی که مقدار آماره VIF از ۱۰ بزرگتر باشد نشان دهنده وجود هم‌خطی شدید در مدل می‌باشد.

## آزمون‌های شناسایی الگوی داده‌ها

### الف) آزمون چاو<sup>۲</sup>:

از آنجایی که در اکثر داده‌های ترکیبی اغلب ضرایب مقاطع یا سری‌های زمانی معنی‌دار هستند این مدل که به مدل رگرسیون ترکیب شده<sup>۳</sup> معروف است کمتر مورد استفاده قرار می‌گیرد (یافی<sup>۴</sup>، ۲۰۰۳)؛ بنابراین برای این که بتوان مشخص نمود که آیا داده‌های پانل برای برآورد تابع موردنظر کارآمدتر خواهد بود یا نه، فرضیه‌ای را آزمون می‌کنیم که در آن کلیه عبارات ثابت برآورد با یکدیگر برابر هستند.

### ب) آزمون هاسمن<sup>۵</sup>:

در صورتی که بر اساس نتایج آزمون چاو برای هر یک از فرضیه‌ها، استفاده از روش داده‌های پانل مورد تأیید واقع شود، به منظور این که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) برای برآورد مناسب‌تر می‌باشد (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

<sup>1</sup> Levin, Lin

<sup>2</sup> Chow Test

<sup>3</sup> Pooled least squares

<sup>4</sup> Yaffe

<sup>5</sup> Hausman Test



**آزمون های صحت سنجی****الف) آزمون دوربین واتسون**

در تحلیل رگرسیون بخصوص زمانی که متغیرها در طول یک فاصله زمانی مورد مطالعه قرار می‌گیرند ممکن است تغییر داده‌ها در طول زمان از الگوی خاصی پیروی کند برای تشخیص این الگو از آزمون دوربین واتسون استفاده می‌شود.

**ب) آزمون معنی‌دار بودن مدل**

برای بررسی معنی‌دار بودن مدل رگرسیون از آماره F استفاده شده است.

**ج) آزمون آرچ:**

برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس جملات اخلال آزمون ال ام آرچ برای مدل استفاده شده در تحقیق انجام شده است. با توجه به اینکه آماره این آزمون ها در سطح ۵ درصد معنادار است، بنابراین فرض همسانی واریانس رد شده و ناهمسانی واریانس جملات اخلال پذیرفته می‌شود. این موضوع از نقض فرض ناشی می‌گردد. چنین مشکلی در رگرسیون سبب خواهد شد که نتایج OLS دیگر کاراترین نباشد. برای رفع مشکل مزبور از روش کمترین مجزورات تعمیم یافته<sup>۱</sup> استفاده می‌گردد.

**آزمون بررسی روابط**

در برخی از مسائل پژوهشی، به ویژه آن‌هایی که با هدف ارائه مدلی برای پیش‌بینی انجام می‌شوند، تعیین همبستگی بین متغیر وابسته (که قصد پیش‌بینی آن را داریم) و متغیرهای پیش‌بینی‌کننده که هر کدام از آن‌ها تا حدودی با این متغیر همبستگی دارند، دارای اهمیت زیادی است.

روشی که از طریق آن متغیرهای پیش‌بینی‌کننده ترکیب می‌شوند، رگرسیون چند متغیره نام دارد (دلاور، ۱۳۸۴) که در این پژوهش از آن استفاده شده است. آزمون مورد استفاده در این بخش آزمون t خواهد بود. خلاصه موارد بیان شده در جدول زیر قابل رویت است:

**جدول ۱: آزمونهای آماری استفاده شده در پژوهش**

| ردیف | نام آزمون                   | هدف از انجام آزمون                  |
|------|-----------------------------|-------------------------------------|
| ۱    | لوین، لین، چو               | سنجش مانایی متغیرها                 |
| ۲    | لیمر                        | انتخاب بین روش پانلی یا پولینگ      |
| ۳    | هاسمن                       | انتخاب بین روش اثرات ثابت یا تصادفی |
| ۴    | رگرسیون حداقل مربعات معمولی | تعیین ضرایب و روابط بین متغیرها     |
| ۵    | ال. ام. آرچ                 | بررسی مسئله ناهمسانی واریانس        |
| ۶    | دوربین - واتسون             | بررسی مسئله استقلال خطاها           |
| ۷    | فیشتر                       | بررسی کفایت کلی مدل                 |

<sup>۱</sup> GLS

|                      |      |    |
|----------------------|------|----|
| بررسی هم خطی متغیرها | وایف | ۸  |
| تفسیر ضرایب          | تی   | ۱۰ |

## آمار توصیفی

اولین قدم در تجزیه و تحلیل آماری یک مطالعه، شرح توصیفی متغیرهای پژوهش می‌باشد. 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 متقارن بوده است. این موضوع در کم بودن عدد چولگی و کشیدگی نیز مشخص است که خود به شکلی دیگر معرف نرمال بودن توزیع داده‌ها نیز می‌باشد.

## جدول ۲: شاخص های توصیفی متغیرهای پژوهش

| تعداد | میانگی<br>ن | میانه | انحراف<br>معیار | چولگی | کشیدگی | کمترین<br>مقدار | بیشترین<br>مقدار |                             |
|-------|-------------|-------|-----------------|-------|--------|-----------------|------------------|-----------------------------|
| ۵۸۰   | ۰/۱۲        | ۰/۱۰  | ۰/۷۹            | ۱/۶۹  | ۱/۴۶   | -۰/۳۳           | ۰/۶۰             | نرخ بازده دارایی            |
| ۵۸۰   | ۰/۳۹        | ۰/۳۶  | ۰/۲۸            | ۰/۳۶  | ۰/۵۱   | ۰/۰۲            | ۰/۵۹             | ریسک                        |
| ۵۸۰   | ۰/۵۹        | ۰/۵۶  | ۰/۴۴            | ۰/۸۹  | ۰/۶۲   | ۰/۳۸            | ۰/۸۰             | حاکمیت شرکتی                |
| ۵۸۰   | ۶/۲۳        | ۶/۰۸  | ۱/۱۱            | ۱/۲۳  | ۱/۳۳   | ۴/۴۲            | ۸/۱۱             | اندازه شرکت                 |
| ۵۸۰   | ۰/۵۴        | ۰/۵۷  | ۰/۲۱            | -۰/۴۵ | ۰/۶۴   | ۰/۰۱            | ۰/۹۰             | اهرم مالی                   |
| ۵۸۰   | ۰/۴۱        | ۰     | ۰/۳۳            | -۰/۲۹ | ۰/۷۶   | ۰               | ۱                | تقسیم سود                   |
| ۵۸۰   | ۴/۰۸        | ۴/۱۴  | ۲/۱۰            | ۰/۱۸  | ۱/۰۵   | ۰/۱۹            | ۸/۸۲             | ارزش بازار به دفتری<br>سهام |

## آزمون های مقدماتی سنجش نیکویی مدل رگرسیونی

همانگونه که بیان شد در یک پژوهش جهت استفاده از مدل رگرسیون، ابتدا باید پیش فرض‌هایی 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 رگرسیونی 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 ۳: 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 ۴: 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 ومعیار دوربین-واتسون استفاده می گردد. آستانه مورد قبول این آزمون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد. همانطور که در جدول نمایش داده شده است دو مدل پژوهش از این حیث فاقد مشکل می باشند.

**جدول ۵: 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) می‌باشد. این مسئله به وسیله آزمونهای مختلفی نظیر وایف و وایت بررسی می‌شود. 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 ۶: 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 داده‌ها 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، نمایش داده شده است.

**جدول ۷: 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 داده‌ها از نوع پانلی به روش اثرات ثابت می‌باشند. برای برآورد چنین مدل‌هایی از برازش حداقل مربعات معمولی استفاده می‌گردد 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 می‌شود که نتایج به ترتیب در جداول 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 می‌باشد.

جدول ۸: 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<br>(۰/۰۰۰) | آماره F (سطح معناداری)   |
|                |              |         | ۰/۴۹             | ضریب تعیین تعدیل شده     |

نتایج بیان م‌یکند مقدار ضریب تعیین ( $R^2$ ) تعدیل شده برابر ۰/۴۹ می‌باشد 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 تصادفی می‌باشد. 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 به‌دست‌آمده می‌توان 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 می‌شود.

### بررسی مدل دوم

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

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

که نتیجه واکاوی آن در شکل برازش رگرسیونی به شرح جدول می‌باشد.

جدول ۹: برازش مدل دوم تحقیق به روش OLS

| نوع اثرگذاری | سطح معناداری | آماره t | ضریب |
|--------------|--------------|---------|------|
|--------------|--------------|---------|------|

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

نتایج گواهی می دهد که مقدار ضریب تعیین ( $R^2$ ) 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 توانسته‌اند ۵۴ درصد از کل تغییرات متغیر بازده دارایی شرکت را تبیین کنند و باقیمانده سهم عوامل دیگر و رویدادهای تصادفی می‌باشد. ضمناً مقدار آماره آزمون فیشر برابر با ۳۳/۱۱ با سطح معناداری ۰/۰۰۰ 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 ۰/۳۷ و سطح معناداری ۰/۰۰۰ است که نشان از تأثیر تعدیلگر کاهنده حاکمیت شرکتی بر رابطه منفی بین ریسک و بازده دارایی شرکت دارد؛ بنابراین، فرضیه دوم تحقیق نیز تایید می‌شود.

### بحث و نتیجه گیری نهایی

هدف نهایی همه سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری بر روی سهام شرکت‌های فعال در بازار سرمایه کسب درآمد و منفعت بیشتر است؛ بنابراین شرکتها در صورتی موفق به جذب سرمایه توسط سرمایه‌گذاران خواهند شد که قادر باشند با عملکرد مناسب ارزش آتی شرکت را رشد داده و در نتیجه باعث افزایش ارزش سهام شرکت گردند (بیرد و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). درعین حال، هر سرمایه‌گذاری در بورس سهام و بازار سرمایه واجد ریسک مخصوص به خود است. ریسک‌های سیستماتیک و غیرسیستماتیک که محصول عملکرد اقتصاد کلان و عملکرد شرکتهاست می تواند بر ارزش آینده سهم شرکت تأثیر بگذارد و آن را متأثر سازد (آسوگوا و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹).

<sup>1</sup> Bird et al

<sup>2</sup> Asogwa et al

بر این اساس مدیران به عنوان نمایندگان سهامداران موظف هستند تا با اتخاذ رویکردها و سیاست های مناسب و اجرای صحیح برنامه های عملیاتی خصوصاً سرمایه گذاری های مناسب، تا حد ممکن اثرات منفی ریسک های موجود را کنترل نمایند و به سطح مناسبی از بازدهی دست یابند.

در همین راستا و با رویکرد تبیین این موضوع، یافته های بخش اول تحقیق نشان از آن دارد که با افزایش ریسک های عملیاتی شرکتها و عدم توانایی مدیران در کنترل آنها، بازدهی سهام دچار افت شده و کاهش می یابد.

این موضوع مؤید این مسئله است که با عدم کنترل مناسب ریسک های موجود در زمینه عملکرد شرکت های فعال در بازار سرمایه در وهله اول، خطرات کسب بازدهی کم یا منفی ناشی از سرمایه گذاریهای پر ریسک افزایش می یابد. در چنین حالتی می توان انتظار داشت که هزینه های بالای این نوع سرمایه گذاری ها باعث شود تا شرکت در کسب بازدهی مناسب ناموفق عمل نماید. علاوه بر این، عدم کارایی مدیران و نبود انعطاف پذیری در سیستم عملیاتی شرکت در مواجهه با ریسک های موجود در بازار، سرمایه گذاران نسبت به سرمایه گذاری بر روی سهام این شرکتها با تردید مواجه خواهند بود. در نتیجه شرکت با کاهش سرمایه گذاری کم هزینه و ارزان که توسط سرمایه گذاران به سیستم تزریق می شود مواجه خواهد شد. نتیجه چنین شرایطی دشوار شدن تامین مالی برای شرکت و در نتیجه کاهش قدرت در سرمایه گذاری خواهد بود. در نتیجه انتظار می رود با کمبود منابع مالی برای سرمایه گذاری، شرکت با افت در بازدهی سهام مواجه شود.

بنابراین در مجموع می توان اینگونه نتیجه گرفت که با افزایش ریسک های فعالیت شرکت و عدم توانایی مدیران در کنترل آن، انتظار می رود بازدهی آتی شرکت منجمله نرخ بازده دارایی آن به طور قابل توجهی کاهش یابد. این بخش از یافته های تحقیق را می توان همسو با نتایج مطالعات داس گوپتا و دب (۲۰۲۲) و رستمی چری (۱۴۰۱) دانست.

درعین حال بخش دوم نتایج به این مسئله دست یافته است که در صورت پیاده سازی مطلوب سازوکارهای حاکمیت شرکتی در شرکت های فعال در بازار سرمایه، اثرات منفی ریسک بر بازدهی سهام کاهش خواهد یافت.

حاکمیت شرکتی مجموعه سازوکارهایی است که به هدف حفاظت از منافع سهامداران از طریق کنترل و نظارت بر عملکرد مدیران تبیین و طراحی شده است. بر طبق نظریه نمایندگی مدیران، بیش از آنکه به منافع سهامداران و شرکت توجه داشته باشند به منافع خود که اغلب کوتاه مدت است، توجه خواهند داشت؛ بنابراین ممکن است با سرمایه گذاری در پروژه های زودبازده شرکت را با ریسک های بزرگی مواجه سازند.

یک شرکت با در اختیار داشتن سطح مطلوبی از مکانیزم حاکمیت شرکتی قادر خواهد بود تا بر سیاست های کلی شرکت کنترل بیشتری داشته باشد، عملکرد مدیران را بیش از سایر شرکتها نظارت نماید و کیفیت بالاتری از گزارشگری مالی را ارائه دهد. ماحصل این فرآیند، تسلط بیشتر سهامداران بر اوضاع شرکت بوده و بنابراین انتظار می رود در چنین شرکتی، مدیران عملکرد مطلوب تر و کاراتری ارائه دهند و در نتیجه با کمک خرد جمعی، توانایی شرکت در تشخیص سرمایه گذاریهای مناسب افزایش یافته و در نتیجه احتمال بازدهی مطلوب تری برای شرکت متصور است. یافته ای که می توان آن را همسو با نتایج تحقیقات داس گوپتا و دب (۲۰۲۲)، گیتاگیا و همکاران (۲۰۲۲)، مظاهری و قلی زاده (۱۴۰۱) و شجاعی و همکاران (۱۴۰۰) دانست. همگی این مطالعات اشاره کرده اند که شرکتهایی با سطح بالاتر حاکمیت شرکتی عملکرد کلی بهتری خواهند داشت.

### پیشنهادات تحقیق

#### پیشنهادات کاربردی

- به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود تا در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به کیفیت سرمایه‌گذاریهای شرکتها توجه نمایند. سرمایه‌گذاریهای کوتاه مدت ریسک فعالیت‌های شرکت را بالا برده و در نتیجه بازده آتی را با خطر مواجه می‌سازد؛ بنابراین سرمایه‌گذاری در چنین شرکت‌هایی باید با دقت و مطالعه بالا انجام شود.
- همچنین، با توجه به نتایج بخش دوم به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان توصیه می‌شود تا برای بررسی اقتصادی شرکتها در خصوص بازدهی آتی آنها به غیر از بررسی صورتهای مالی به غیر از بررسی صورتهای مالی به کیفیت و سطح پیاده‌سازی حاکمیت شرکتی توجه داشته نمایند چراکه سطح بالاتر اجرای حاکمیت شرکتی می‌تواند بر کنترل تأثیر منفی ریسک بر بازده موثر باشد.

#### پیشنهادات برای تحقیق‌های آتی

- ۱- بررسی تأثیر ریسک سیستماتیک بر بازده شرکت‌های بورسی
- ۲- بررسی تأثیر ریسک اعتباری بانکها بر بازده بانکهای بورسی
- ۳- بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین ریسک و بازده
- ۴- بررسی تأثیر شاخص‌های کلان اقتصادی بر رابطه بین ریسک و بازده

#### منابع

۱. 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
۲. آذر، عادل، محمود مؤمنی، ۱۳۸۵، "آمار و کاربرد آن در مدیریت"، انتشارات سمت، جلد دوم، چاپ نهم، تهران.
۳. آقایی، محمدعلی و پری چالاکي. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین ویژگیهای حاکمیت شرکتی، مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری ۴، ۱-۲۴.
۴. اسکات، ویلیام. (۱۳۸۸). تئوری حسابداری مالی، علی پارسائیان، جلد اول، تهران، ترمه
۵. پانتر (۱۳۹۱). مدیریت ریسک و تامین مالی، ترجمه: هادی اصل سرای و محمئ حسن، تهران: پژوهشکده بیمه.
۶. بابائی، محمدعلی و وزیرزنجانی، حمیدرضا (۱۳۸۵)، رویکردی نوین برای ارتقای اثربخشی سازمانها، مجله تدبیر، شماره ۱۷، صص ۱۴-۱۹
۷. پور زمانی، زهرا، کریمی، علی (۱۳۸۹)، تأثیر مدیریت موثر ریسک بر سطح عملکرد شرکتها، مجله مطالعات مالی، شماره ششم، صص ۱۸-۱
۸. حافظ نیا، محمد رضا و سرمد، غلامعلی. (۱۳۸۱). «مقدمه ای بر روش تحقیق در علوم انسانی»، تهران، انتشارات سمت.
۹. حساس یگانه، یحیی؛ اسکندر هدی مرادی، ۱۳۸۷ " بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت ". بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، صص ۱۰۷-۱۲۲.
۱۰. دلاور، علی، ۱۳۸۴، " مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی"، انتشارات رشد تهران.
۱۱. راس، استفان. (۱۳۹۱). مدیریت مالی نوین، علی جهانخانی و مجتبی شوری، جلد اول، تهران، انتشارات سمت



۱۲. 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.
۱۳. رحیمیان، نظام الدین؛ بابائی، فاطمه و جهانگیری، حسین (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین معیارهای ارزیابی عملکرد و ارزش شرکت، پژوهش‌های کاربردی و گزارشگری مالی، شماره ۸، صص ۵۱-۷۲.
۱۴. رحمانی، علی؛ غلامی، فردین و پاکیزه، کامران (۱۳۹۱)، تأثیر انعطاف پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری و ارزش آفرینی، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، شماره ۳۶، صص ۵۳-۷۶.
۱۵. رستمی چری، پیام. (۱۴۰۱). بررسی تأثیر ریسک سیستماتیک بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دوازدهمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، امور مالی، تجارت، بانک، اقتصاد و حسابداری، <https://civilica.com/doc/1483640>
۱۶. ریاحی بلکویی، احمد. (۱۳۹۱)، تئوریهای حسابداری، علی پارسائیان، تهران، ترمه
۱۷. سجادی، سید حسین؛ حاجی زاده، سعید و نیک کار، جواد. (۱۳۹۱). "تأثیر هزینه‌های نمایندگی و کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورسی"، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۹، شماره ۳، صص ۲۱-۴۲
۱۸. سرمد، زهره؛ بازرگان، عباس و حجازی، الهه. (۱۳۹۰). «روش‌های تحقیق در علوم رفتاری»، چاپ بیست و یکم، انتشارات آگه، تهران.
۱۹. شباهنگ، رضا (۱۳۸۹)، تئوری حسابداری، تهران: انتشارات مرکز تحقیقات حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی، چاپ نهم، صص ۵۸-۷۲
۲۰. شجاعی، معصومه و نعیمی، راضیه و بختیاری، فاطمه و کرمی، آزاده و شریفی، محمدرضا، (۱۴۰۰)، بررسی نقش حاکمیت شرکتی بر کاهش مدیریت سود، اولین کنفرانس ملی مدیریت و تجارت الکترونیک، تهران، <https://civilica.com/doc/1246144>
۲۱. صابری، محمود و نادعلی زاده، معصومه (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر 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
۲۲. 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، بررسی‌های حسابداری، شماره ۲، صص ۸۵-۶۹
۲۳. عسکری، وهاب. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر ریسک بر بازده سهام، دومین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت در هزاره سوم، رشت، <https://civilica.com/doc/626232>
۲۴. غلامپور، اشکان (۱۳۹۸)، بررسی نقش هیئت مدیره و کمیته حسابرسی در مدیریت ریسک در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی سمنگان
۲۵. قادری، کاوه؛ قادری، صلاح الدین و قادری، سامان (۱۳۹۷)، تأثیر عامل رفتاری اطمینان بیش از حد مدیران بر اثربخشی مدیریت ریسک، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۳۷، صص ۲۴۳ تا ۲۷۲
۲۶. ماهنامه تدبیر، علمی آموزشی در زمینه مدیریت (۱۳۸۵)، مدیریت ریسک، رویکردی نوین برای ارتقای اثر بخشی سازمان ها، سال هفدهم، شماره ۱۶۹، صص ۳۰-۴۳
۲۷. 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

۲۸. مظاهری، ندا و قلی زاده، مرضیه، (۱۴۰۱)، بررسی تأثیر ساختار هیئت مدیره بر ارتباط بین عامل رفتاری اطمینان بیش از حد مدیران و مدیریت سود، کنفرانس ملی تحقیقات میان رشته ای در علوم انسانی و فرهنگ ایرانی اسلامی، اردبیل، <https://civilica.com/doc/1557888>

۲۹. مهدوی، غلامحسین. دریائی، عباسعلی، علی خانی، رضیه و مهدی مرانجوری. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین اندازه شرکت، نوع صنعت و سودآوری با افشای اطلاعات حسابداری زیست محیطی و اجتماعی، پژوهش های تجربی حسابداری، ۴(۱۵)، ۸۷-۱۰۳.

30. 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.
31. 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>
32. Berger, P.G., & Hann, R. (2003), "The impact of SFAS 131 on information and monitoring", *Journal of Accounting Research*, 41, 163-223
33. 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>
34. 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.
35. Campbell, T.S., Kracaw, W.A., 1990, Corporate Risk Management and the Incentive Effects of Debt, *Journal of Finance*, 45, 1673-86.
36. Callen, J.L., and Fang, X. (2013). "Institutional Investor stability and Crash Risk: Monitoring or Expropriation?" *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3047-3063
37. Géczy, C., Minton, B., Schrand, C., 1997, Why firms use currency derivatives, *Journal of Finance* 52, 323-354.
38. Ghysels, E., Santa-Clara, P., Valkanov, R., 2005. There is a risk-return trade-off after all. *J. Financ. Econ.* 76 (3), 509-548.
39. Gordon, L.A., Loeb, M.P., Tseng, C.Y., 2009, Enterprise risk management and firm performance: A contingency perspective, *Journal of Accounting and Public Policy* 28, 301- 327.
40. Graham, J., Rogers, D., 2002, Do firms hedge in response to tax incentives? *Journal of Finance* 57, 815-839.
41. Guay, W., Kothari, S.P., 2003, How much do firms hedge with derivatives? *Journal of Financial Economics* 80, 423-461.
42. Haushalter, D., 2000, Financing policy, basis risk, and corporate hedging: Evidence from oil and gas producers, *Journal of Finance* 55, 107-152.
43. Hoyt, R.E., Khang, H., 2000, On the Demand for Corporate Property Insurance, *Journal of Risk and Insurance*, 67, 91-107.
44. Jensen, M. C., and W.H. Meckling, (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3:305-360.

45. Jensen, M.C., Meckling, W., 1976, Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-60.
46. Jin, Y., Jorion, P., 2006, Firm value and hedging: Evidence from U.S. oil and gas producers, *The Journal of Finance* 61, 893-919.
47. Kleffner, A. E., Lee, R. B., & McGannon, B. (2003). The Effect of Corporate Governance on the Use of Enterprise Risk Management : Evidence From Canada. *Risk Management and Insurance Review*, 6(1), 53-73.
48. Kliger, D., Tsur, I., 2011. Prospect theory and risk-seeking behavior by troubled firms. *J. Behav. Finan.* 12 (1), 29-40.
49. Lam, J., 2001, The CRO is here to stay, *Risk Management*, April, 16-20. Leland, H. E., 1998, Agency costs, risk management, and capital structure, *Journal of Finance* 53, 1213-1243.
50. Lehner, J.M., 2000. Shifts of reference points for framing of strategic decisions and changing risk-return associations. *Manage. Sci.* 46 (1), 63-76.
51. Liebenberg, A.P., Hoyt, R.E., 2003, The determinants of enterprise risk management: Evidence from the appointment of chief risk officers, *Risk Management and Insurance Review* 6, 37-52.
52. Review 6, 37-52.
53. 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
54. 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.
55. Modigliani, Franco, and Merton H. Miller, 1958, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review* 48, 261-297.
56. Myers, S.C., 1977, Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
57. Nance, D.R., Smith, C.W. Jr., Smithson, C.W., 1993, On the determinants of corporate hedging, *Journal of Finance* 48, 267-284.
58. Nelson, J.H., Moffitt, J.S., Affleck-Graves, J., 2005, The impact of hedging on the market value
59. 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.
60. 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.