

## بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک

محمدرضا نیکبخت<sup>۱</sup>، زهرا طاهری<sup>۲</sup>

**چکیده:** سیاست اقتصاد آزاد و افزایش ارتباطات در میان شرکتها، منجر به تأثیر متقابل آنها بر یکدیگر شده است، از این رو مدیران در عملیات اصلی خود با عدم اطمینانهای زیادی مواجه می‌شوند. برای مقابله با این عدم اطمینانها مدیران باید از مناسبترین سیاستهای مدیریتی استفاده کنند که این امر از طریق اجرای سازوکارهای راهبری شرکتی میسر می‌شود. به‌طور نظری، سازوکارهای راهبری شرکتی، می‌تواند همچون وسیله‌ای برای تغییر در ریسک سیستماتیک به‌کار رود. این نوشتار به بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک در میان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. برای تحقق این هدف، از اطلاعات ۱۵۴ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ استفاده شده است. روش آماری به‌کار رفته برای آزمون فرضیه‌ها، رگرسیون حداقل مربعات معمولی است. مدل پژوهش ابتدا در سطح کل داده‌ها و سپس به‌منظور بررسی دقیق‌تر هر یک از فرضیه‌ها، بر اساس تقسیم‌بندی مدل پراستیو (۲۰۱۱) در سطح سه طبقه مختلف از شرکتها (شرکت‌های دارای بتای کوچکتر از نیم به‌منزله شرکت‌هایی با ریسک پایین، شرکت‌های دارای بتای بزرگتر از نیم و کوچکتر از یک، نشان‌دهنده شرکت‌هایی با ریسک متوسط و شرکت‌های دارای بتای بزرگتر از یک، نماینده شرکت‌هایی با ریسک بالا) اجرا شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین درصد سهامداران نهادی که یکی از عناصر و سازوکارهای راهبری شرکتی شمرده می‌شود و ریسک سیستماتیک، ارتباط معناداری وجود دارد. بین درصد اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره و ریسک سیستماتیک، در سطح کلی و نیز در سایر طبقات شرکتها معنادار نیست.

**واژه‌های کلیدی:** اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره، ریسک سیستماتیک، سازوکارهای راهبری شرکتی، سهامداران نهادی.

۱. دانشیار دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، ایران

۲. دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه تهران، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۲/۰۶/۰۵

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۲/۱۱/۱۹

نویسنده مسئول مقاله: محمدرضا نیکبخت

E-mail: mnikbakht@ut.ac.ir

**مقدمه**

با گسترش سیاست اقتصاد آزاد و توسعه قلمرو مبادلات آزاد، نقش مدیریت در اداره شرکت به طور عمده‌ای تغییر کرده است. با توجه به افزایش سطح رقابت، تداوم فعالیت در بازارهای امروزی مستلزم این است که مدیران در اتخاذ تصمیمات به‌هنگام و کنترل مناسب امور، نسبت به سایر رقبا خلاقیت بیشتری نشان دهند. مدیری که عملکرد کارتری داشته باشد، با دستیابی به مزایای رقابتی بلندمدتی چون تمایز در بازار یا رهبری قیمت، بر بازار غلبه خواهد کرد.

حدود پنجاه سال است که پس از طرح اولیه پیشنهادشدهٔ میلر و مودیلیانی، مدیران به‌منظور افزایش ارزش شرکت، روی عوامل یکپارچه‌ای چون جریان‌های نقد آزاد آتی، رشد دارایی یا فروش و میانگین وزنی هزینهٔ سرمایه شرکت، تمرکز می‌کنند. داموداران در سال ۲۰۱۰ بیان کرد، افزایش ارزش بازار شرکت، مستلزم منعکس کردن ارزش احیای مجدد<sup>۱</sup> آن است. احیای مجدد به‌معنای به‌کارگیری مفاهیم و رویه‌های جدید برای افزایش کارایی و بهره‌وری شرکت است. بنابراین مدیران باید به‌دنبال اجرای سیاست‌های مدیریتی‌ای باشند که موجب افزایش رفاه و ثروت ذی‌نفعان شوند. اما مدیران پی برده‌اند که رسیدن به این هدف با وجود عدم اطمینان‌های آتی، به‌ویژه در حضور ریسک سیستماتیک دشوار است. عواملی چون تورم، نوسان‌های نرخ ارز، تغییرات قدرت خرید مصرف‌کننده و نوسان‌های نرخ بهره قابل پیش‌بینی نیستند. در چنین شرایطی مدیران باید سیاست‌های مناسبی به‌کار گیرند تا عملکرد شرکت را در سطح مطلوبی حفظ کنند. یکی از سیاست‌هایی که به‌طور بالقوه برای مبارزه با چنین شرایطی استفاده شده، سازوکارهای راهبری شرکتی است.

پراستیو (۲۰۰۶) نشان داد که بسیاری از شرکت‌ها تلاش می‌کنند تا راهبری شرکتی را، نه‌تنها همچون وسیله‌ای برای کاهش تضاد نمایندگی درون شرکت به‌کارگیرند، بلکه از آن برای تأثیر مثبت بر محیط اطراف نیز استفاده کنند. علاوه‌بر تضاد نمایندگی، مشکل دیگری که در اثر سیاست اقتصاد آزاد به‌وجود آمد، تأثیر رسوایی‌های مالی اوایل قرن بیست‌ویکم بر بازار بورس اوراق بهادار بود. مواردی چون انرون، ورلدکام، ایریش بانک و گمبل، نشان دادند که گاهی شرکت‌های بزرگ، صورت‌های مالی خود را دستکاری می‌کنند تا ارزش مورد انتظار خود را در میان سهامداران، بالاتر از میزان واقعی نشان دهند. برای نمونه، انرون موفق شد تا با استفاده از صورت‌های مالی جعلی، ارزش بازار سهام خود را افزایش دهد، اما هنگامی که سرمایه‌گذاران از غیر منصفانه‌بودن اطلاعات آگاه شدند، اعتماد خود را از دست دادند و یک‌باره شروع به فروش سهام خود کردند. از بین رفتن اعتماد عمومی نسبت به اطلاعات بازار سرمایه، منجر به کاهش

عمومی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار می‌شود، بنابراین چنین مسئله‌ای می‌تواند بر ریسک سیستماتیک شرکت‌ها اثرگذار باشد. بسیاری از ادبیات مالی برای جلوگیری از چنین مواردی، سازوکارهای راهبری شرکتی را پیشنهاد کرده‌اند.

به دلیل اهمیت بتا و ضعف مبانی نظری پژوهش‌های انجام شده در شناسایی عوامل تأثیرگذار بر آن، پژوهش پیش رو با استفاده از داده‌های ۹۱۱ سال - شرکت پذیرفته شده در بورس تهران برای سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰، به بررسی رابطه بین عناصر و سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک می‌پردازد. این پژوهش با در نظر گرفتن درصد سهامداران نهادی (به‌منزله یکی از عناصر برون‌سازمانی راهبری شرکتی) و درصد اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره (به‌منزله یکی از عناصر درون‌سازمانی راهبری شرکتی)، به بررسی اثر راهبری شرکتی بر ریسک سیستماتیک پرداخته و در پی پاسخ به این پرسش است که آیا تغییر در عناصر راهبری شرکتی، می‌تواند بر ریسک سیستماتیک شرکت اثرگذار باشد یا خیر. چنانچه درصد سهامداران نهادی و اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره نقش مهمی در کاهش ریسک سیستماتیک داشته باشند، انتظار می‌رود که رابطه معناداری بین این عناصر راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک وجود داشته باشد. در ادامه، ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش بیان شده و پس از پرداختن به روش‌شناسی پژوهش و آزمون فرضیه‌ها، در نهایت با نتیجه‌گیری پایان می‌پذیرد.

### **پیشینه پژوهش**

در این پژوهش، از میان عناصر راهبری شرکتی، درصد سهامداران نهادی و اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره انتخاب شده و رابطه آن با ریسک سیستماتیک سنجیده می‌شود. در ادامه به برخی مطالعات انجام گرفته در این زمینه اشاره می‌شود.

### **سهامداران نهادی و ریسک سیستماتیک**

ساختار مالکیت شرکتی از چندبخش تشکیل شده است: سهامداران، سهامداران نهادی و مدیران. به‌طور منطقی وجود سهامداران نهادی، امکان تقلب‌های حسابداری را کاهش می‌دهد. آنها با نظارت مستمر بر مدیر، احتمال انجام مدیریت عایدات را به حداقل می‌رسانند. شلیفر و ویشنی (۱۹۹۷) بیان کردند، از آنجا که سهامداران نهادی بخش بزرگی از سهام شرکت را در اختیار دارند، برای نظارت بر عملکرد شرکت انگیزه بیشتری می‌یابند؛ چرا که این نظارت برای آنها مزایای زیادی ایجاد می‌کند و نیز از آنجا که آنها حق رأی بیشتری دارند، انجام

اقدامات اصلاحی در صورت لزوم، برای آنها آسان‌تر است. مطابق با فرضیه نظارت فعال<sup>۱</sup>، جارل و همکاران و بریکلی و دیگران نشان دادند که سهامداران نهادی، به احتمال بیشتری با طرح‌های پیشنهادی مدیران که به نظر می‌رسد به منافع مالکان صدمه می‌زند، مخالفت می‌کنند (جارل و پاولسن، ۱۹۸۷؛ بریکلی، لیز و اسمیت، ۱۹۸۸).

برخی از پژوهش‌های پیشین، به‌وضوح نشان داده‌اند که سهامداران نهادی از طریق حق کنترلی، بر اقدامات مدیر برای دستیابی به اهداف بلندمدت شرکت - که حداکثر کردن ارزش است - نظارت می‌کنند. مک‌کنل و سرواس (۱۹۹۰) و هارتزل و استارکز (۲۰۰۳)، شواهدی یافتند که نشان می‌داد حق کنترلی مالکان اثر مهمی بر رفتار مدیران می‌گذارد. مطابق با مطالعه ترزا (۲۰۰۵) مدیران با انگیزه دستیابی به بهترین عملکرد در کوتاه‌مدت، صورت‌های مالی را مخدوش می‌کنند (پراستیو، ۲۰۱۱). کرن (۲۰۰۶) بیان کرد حق کنترلی با تأثیر بر رفتار مدیر، منجر به اقدام مدیر برای دستیابی به عملکرد بهتر می‌شود. بر این اساس می‌توان گفت که حق کنترلی سهامداران نهادی بر ریسک سیستماتیک اثرگذار است.

به‌گفته تیم و همکاران بحران مالی ۲۰۰۸، بار دیگر نیاز به حاکمیت شرکتی اثربخش را از طریق کنترل ریسک و مدیریت آن، نشان داد. بر این اساس آنها به بررسی این مسئله پرداختند که آیا کیفیت حاکمیت شرکتی، اثری بر میزان افشای ریسک شرکت دارد یا خیر. یافته‌های پژوهش نشان داد که میزان مالکیت نهادی و سهامداران عمده با میزان افشای ریسک شرکت، رابطه منفی دارد (تیم، لینداپ و توماس، ۲۰۱۳).

### اعضای غیر موظف و ریسک سیستماتیک

اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره، افرادی هستند که مالکان آنها را انتخاب می‌کنند تا بر اقدامات مدیر نظارت کنند. براساس مطالعات فاما و جنسن (۱۹۸۳)، اگر عملکرد شرکت ضعیف باشد، اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره متحمل هزینه‌های اعتباری می‌شوند. بنابراین این امر باعث می‌شود که آنها نسبت به سایر اعضای هیئت با دقت بیشتری بر عملکرد مدیر و راهبری شرکتی نظارت کنند.

پیسنل و همکارانش (۲۰۰۱) و کلین (۲۰۰۲)، در مطالعات انجام‌شده خود به این نتیجه رسیدند که اعضای هیئت‌مدیره می‌توانند با استقلال بیشتری عملکرد مدیر را ارزیابی کنند. براین اساس استقلال بیشتر اعضای هیئت‌مدیره، احتمال تقلب را کاهش داده و بر ریسک ارزیابی‌شده بازار از شرکت، اثر می‌گذارد (پیسنل و پاپ، یانگ، ۲۰۰۱؛ کلین، ۲۰۰۲).

کرنت و همکارانش نشان داده‌اند که یک رابطه منفی بین تعداد اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره (به‌منزله یکی از عناصر راهبری شرکتی) و مدیریت عایدات وجود دارد. آنها دریافتند اجرای مناسب راهبری شرکتی، به شفافیت صورت‌های مالی می‌انجامد؛ به‌علاوه اجرای مؤثر آن اثر مطلوبی بر سطح اعتماد عمومی دارد و چنین موضوعی روی قیمت سهام شرکت منعکس می‌شود (کرنت و مارکوس، ساندرز و تهرانیان، ۲۰۰۷).

نتیم و همکاران (۲۰۱۳) در پی بررسی اثر کیفیت حاکمیت شرکتی بر میزان افشای ریسک شرکت، علاوه بر میزان مالکیت نهادی و سهامداران عمده، به سایر متغیرهای حاکمیت شرکتی، از جمله اندازه هیئت‌مدیره و تعداد هیئت‌مدیره غیر موظف نیز، توجه کردند. یافته‌های آنها نشان داد که اندازه هیئت‌مدیره و تعداد هیئت‌مدیره غیر موظف، رابطه مثبتی با میزان افشا ریسک شرکت دارند.

هرچند تا کنون در مطالعات پیشین، موضوع این مقاله به‌صورت مستقیم بررسی نشده است، ولی در همین رابطه می‌توان به پژوهش‌های زیر اشاره کرد.

مطالعات انجام‌شده جنسن (۱۹۹۳) و بیسلی (۱۹۹۶) نشان دادند که راهبری شرکتی، بر ارقام تعهدی اختیاری که موضوع اصلی رسوایی‌های حسابداری بودند، اثر مهمی دارد. آنها از داده‌هایی مانند سهامداران نهادی، میزان مالکیت مدیران و اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره، برای نشان دادن راهبری شرکتی استفاده کردند. بسیاری از رسوایی‌های به‌وجودآمده، ناشی از سازوکارهای مدیریت عایدات بودند. تری نشان داد که یکی از دلایل اصلی رسوایی‌های مالی اوایل قرن بیست‌ویکم مدیریت عایدات بوده است. شلفر و ویشنی (۱۹۹۷) بیان کردند، راهبری شرکتی اطمینان می‌دهد که مدیران شرکت را در جهت بهترین منافعشان کنترل می‌کنند تا ثروت مالکان را افزایش دهند. فاما و جنسن (۱۹۸۳) نشان دادند که با تفکیک مالکیت از مدیریت، عملکرد مالی شرکت بهبود می‌یابد. همچنین آنها دریافتند که در صورت جدایی مالکیت از مدیریت، هر بخش در راستای بهترین منافع عمل می‌کند تا اهداف خود را برآورده کند.

همچنین دسته‌ای از مطالعات وجود دارند که به بررسی عوامل مؤثر بر ریسک سیستماتیک پرداخته‌اند. از جمله پژوهش نمازی و خواجه‌وی (۱۳۸۳) که در آن به بررسی تأثیر متغیرهای حسابداری بر ریسک سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج به‌دست‌آمده حاکی از آن است که در سطح رگرسیون ساده، بین دوازده متغیر پژوهش با ریسک سیستماتیک رابطه معناداری وجود دارد. همچنین در مرحله طراحی مدل نیز مشخص شد که هشت متغیر نسبت آنی، نسبت سود خالص به فروش، اهرم عملیاتی، اهرم مالی، رشد فروش،

اندازه، شاخص هموارسازی سود و ضریب تغییرپذیری سود، در مجموع توانایی تبیین بیش از ۸۵ درصد تغییرات ریسک سیستماتیک را دارند.

بریمبل (۲۰۰۳) در پژوهشی نقش اطلاعات حسابداری را در برآورد ریسک سیستماتیک بررسی کرد. نمونه انتخابی وی متشکل از ۱۲۳ شرکت در دوره زمانی ۲۰۰۰-۱۹۹۱ بود. متغیرهای بررسی شده در پژوهش وی، شامل بتای حسابداری، تغییرات سود، رشد، اندازه، نسبت پرداخت سود، نسبت جاری، اهرم مالی، نسبت پوشش بهره و اهرم عملیاتی بود. نتایج به دست آمده مؤید آن بود که متغیرهای حسابداری بیش از ۵۷ درصد تغییرات ریسک سیستماتیک را تبیین می کنند.

بوجراج و سنگوپتا (۲۰۰۳)، اثر راهبری شرکتی بر رتبه بندی اوراق قرضه را بررسی کردند. در رتبه بندی اوراق قرضه، عوامل مختلفی همچون ریسک سیستماتیک در نظر گرفته می شود؛ هرچه ریسک سیستماتیک در شرکتی پایین تر باشد، اوراق قرضه آن شرکت رتبه اعتباری بالاتری کسب می کنند. آنها دریافتند در شرکت هایی که سازوکار راهبری شرکتی به طور مناسبی اجرا می شود، رتبه اعتباری اوراق قرضه بالاتر است. در واقع سازوکار راهبری شرکتی، از طریق کاهش هزینه های نمایندگی و نظارت، بر عملکرد مدیر تأثیر گذاشته و با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و قرض دهندگان، ریسک نکول را کاهش می دهد. آنها بیان کردند شرکت هایی که در آنها مالکیت نهادی بیشتر و کنترل های خارجی بر مدیران قوی تر است، در زمان انتشار اوراق قرضه جدید، رتبه اعتباری بالاتری دریافت می کنند.

دروال (۲۰۰۷) در مطالعه خود به بررسی رابطه بین راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک و هزینه - سرمایه شرکت پرداخت. یافته های او نشان می دهد که بهبود راهبری شرکتی با کاهش ریسک سیستماتیک همراه خواهد بود. او در این پژوهش برای اندازه گیری ریسک سیستماتیک از بتا و برای اندازه گیری راهبری شرکتی از رتبه بندی ارائه شده پایگاه اطلاعاتی GMI<sup>۱</sup> استفاده کرد.

نگوین (۲۰۱۱) اثر حاکمیت شرکتی بر ریسک شرکت های ژاپنی را مطالعه کرد. او استدلال کرد شرکت هایی که به طور خانوادگی کنترل می شوند و مالکیت در آنها متمرکز است، حاکمیت شرکتی ضعیفی داشته و در نتیجه ریسک بالاتری دارند. در حالیکه شرکت هایی که تحت نظارت بانک ها هستند و بانک ها آنها را کنترل می کنند، از ریسک پایین تری برخوردارند.

بحران های مالی اخیر، ابهام های زیادی را در مورد حاکمیت شرکتی نهادهای مالی به وجود آورد. ایبی و همکارانش (۲۰۱۳)، به بررسی رابطه بین مدیریت ریسک از طریق سازوکارهای

حاکمیت شرکتی و عملکرد بانک‌ها در طول بحران مالی ۲۰۰۸ پرداختند. آنها دریافتند که در صورت حضور کمیته مدیریت ریسک در هیئت‌مدیره اجرایی بانک‌ها، عملکرد بانک در طول دوره بحران، بهبود می‌یابد.

احمدپور و همکارانش در پی بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینه تأمین مالی از طریق بدهی، دریافتند که وجود سهامداران عمده در ترکیب سهامداران و نظارت کارای آنها، تأثیر کاهشی معناداری بر هزینه بدهی شرکت‌های نمونه دارد؛ در حالیکه کیفیت حسابرسی این‌گونه تأثیر را ندارد (احمدپور، کاشانی‌پور و شجاعی، ۱۳۸۹).

کرمی و بیک‌بشرویه (۱۳۹۰) رابطه بین ارزش شرکت و سازوکارهای راهبری شرکتی، شامل نسبت اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره و درصد سهامداران نهادی را بررسی کردند. یافته‌های آنها گواه بر این است که با افزودن متغیرهای راهبری شرکتی به مدل ارزشیابی اولسون، قدرت توضیح‌دهندگی مدل افزایش می‌یابد.

برادران حسن‌زاده و همکارانش با مطالعه رابطه بین برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی، به این نتیجه دست یافتند که سازوکارهای حاکمیت شرکتی، از جمله سهامداران نهادی، با ارزش ایجاد شده برای سهامداران و همچنین با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارند (برادران حسن‌زاده و بادآور نهندی، حسین بابایی، ۱۳۹۱).

همان‌طور که بیان شد با وجود پژوهش‌های متعددی که در زمینه سازوکارهای راهبری شرکتی انجام شده، تا کنون مطالعه‌ای در مورد رابطه بین این مفهوم مهم و ریسک سیستماتیک صورت نگرفته است. بر این اساس، این نوشتار به بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک پرداخته است.

برای تحقق هدف، فرضیه‌های این پژوهش با توجه به مبانی نظری مطرح‌شده، به‌صورت زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: بین درصد مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک رابطه معناداری وجود دارد.  
فرضیه دوم: بین درصد اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره و ریسک سیستماتیک رابطه معناداری وجود دارد.

در فرضیه نخست، درصد مالکیت نهادی، به‌منزله یکی از سازوکارهای برونی راهبری شرکتی در نظر گرفته شده و در فرضیه دوم، درصد اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره، به‌منزله یکی از سازوکارهای درونی راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک است.

## روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ طرح پژوهش، استقرایی، کمی و نیمه‌تجربی است. اطلاعات مربوط به پیشینه پژوهش و مبانی نظری، از منابع کتابخانه‌ای، پایگاه‌های علمی و مقاله‌های داخلی و خارجی استخراج شده است. همچنین داده‌های پژوهش از بانک‌های اطلاعاتی تدبیرپرداز و ره‌آورد نوین و صورت‌های مالی شرکت‌ها گردآوری شدند و پس از حصول اطمینان از صحت اطلاعات اکتسابی، برای پردازش اطلاعات از نرم‌افزار SPSS نسخه ۱۶ و Eviews استفاده شده است.

جامعه آماری این پژوهش، شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ است که تعداد آن به ۳۵۲۸ سال - شرکت می‌رسد. برای تعیین نمونه مطالعه، شرکت‌هایی از جامعه آماری انتخاب شده‌اند که از این ویژگی‌ها برخوردار بوده‌اند: ۱. شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند؛ ۲. سهامداران شرکت، شامل سهامداران نهادی باشند؛ ۳. تمامی اطلاعات مالی و غیرمالی مورد نیاز، از جمله یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی آنها در دسترس باشند؛ ۴. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد؛ ۵. در دوره مالی مورد بررسی، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

به‌دلیل ماهیت خاص این پژوهش و دسته‌بندی متفاوتی که در مورد شرکت‌ها انجام شده و در ادامه این نوشتار به‌وضوح مشاهده خواهد شد، از داده‌های پول (ترکیبی) استفاده شده و امکان استفاده از مدل‌های پنلی (تلفیقی) وجود نداشته است؛ بدین ترتیب ۹۱۱ سال - شرکت برای نمونه پژوهش در یک دوره هشت‌ساله انتخاب شده است. نحوه انتخاب این تعداد در جدول ۱ مشاهده می‌شود.

جدول ۱. نحوه انتخاب نمونه پژوهش از جامعه آماری

سال - شرکت	
۳۵۲۸	کل جامعه
۱۶۵۱	۲۹ یا ۳۰ اسفند نیستند
۱۵۸	بیمه و بانک و سرمایه‌گذاری
۳۹۶	مشاهدات پرت
۴۱۲	عدم وجود داده‌های در دسترس
<u>۹۱۱</u>	جامعه آماری در دسترس



برای تدوین مبانی نظری پژوهش از مطالعات کتابخانه‌ای و آرشیوی استفاده شده و داده‌های مالی مورد نیاز، از نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین، تدبیرپرداز و تارنمای رسمی بورس اوراق بهادار تهران به دست آمده است. همچنین برای ایجاد پایگاه داده‌ای مورد نیاز، نرم‌افزار EXCEL و برای آزمون فرضیه‌ها، نرم‌افزارهای SPSS16 و Eviews در موارد مقتضی به کار رفته است.

### مدل پژوهش

برای آزمون فرضیه پژوهش از رابطه ۱ استفاده شده است.

$$\beta = \alpha_0 + \beta_1 INST + \beta_2 OUTFRATIO + \beta_3 SIZE + \beta_4 MB \quad \text{رابطه ۱}$$

که هر یک از متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی این رابطه در ادامه معرفی شده‌اند.

### متغیر وابسته

$\beta$ : بتای هر شرکت در پایان سال که نشان‌دهنده ریسک سیستماتیک هر شرکت است.

### متغیرهای مستقل

*INST*: درصد سهامداران نهادی برای هر شرکت در پایان سال؛

*OUTFRATIO*: درصد اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره هر شرکت در پایان سال.

### متغیرهای کنترلی

ریسک سیستماتیک شرکت ممکن است تحت تأثیر عوامل دیگری بجز عناصر راهبری شرکتی قرار گیرد. در بسیاری از پژوهش‌ها، برای آزمون اعتبار سنجش ریسک سیستماتیک از رابطه بین بتا و اندازه شرکت استفاده شده است، اما این رابطه همیشه برقرار نیست. برای نمونه، در مطالعه‌ای که التون و گرابر (۱۹۸۸) روی بازار ژاپن انجام دادند، دریافتند که بین اندازه شرکت و بتا رابطه مستقیمی وجود دارد؛ در حالیکه این رابطه در بازارهای آمریکا معکوس است. احمدپور و نمازی (۱۳۷۷) آثار اهرم عملیاتی، مالی و اندازه شرکت را روی ریسک سیستماتیک سهام عادی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره پنج‌ساله (۱۳۷۴-۱۳۷۰) مطالعه کردند. آنها به این نتیجه رسیدند که اندازه شرکت، اثری معکوس روی میزان ریسک سیستماتیک دارد. سعیدی و رامشه (۱۳۹۰) در پژوهشی، به شناسایی عوامل تعیین‌کننده ریسک سیستماتیک سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، در چارچوب مدل ادعاهای احتمالی پرداختند. یافته‌های پژوهش آنها نشان داد، میان بتا و نسبت ارزش بازار به دفتری که در واقع معرف متغیر اختیار رشد است، ارتباطی معنادار وجود دارد. بنابراین برای بررسی

دقیق تر تأثیر سازوکارهای راهبردی شرکتی بر ریسک سیستماتیک شرکت، متغیرهای اثرگذار بر ریسک وارد مدل شده تا اثر آنها کنترل و فرضیه پژوهش، با دقت بیشتری آزمون شود.

*SIZE*: لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت در پایان سال؛

*MB*: نسبت ارزش بازار هر سهم به ارزش دفتری آن.

برای آزمون فرضیه ها، ابتدا مدل پژوهش در سطح کل داده ها اجرا می شود و نتیجه گیری به عمل خواهد آمد. سپس برای بررسی دقیق تر هر یک از فرضیه ها و نتایج، از مدل پیشنهاد شده در پژوهش پراستيو (۲۰۱۱) استفاده کرده و رابطه و مدل پژوهش در مورد سه دسته از شرکت ها شامل: شرکت های دارای بتای کوچکتر از نیم، شرکت های دارای بتای بزرگتر از نیم و کوچکتر از یک و شرکت های دارای بتای بزرگتر از یک، به کار گرفته می شود. سپس بار دیگر با توجه به طبقات سه گانه شرکت ها بر اساس اندازه بتا، نتیجه گیری فرضیه ها تکرار خواهد شد. علاوه بر آن، قدرت توضیح دهنده مدل ها نیز در هر سه دسته شرکت مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

### یافته های پژوهش

قبل از آزمون فرضیه ها، آمار توصیفی هر یک از متغیرهای پژوهش به شرح جدول ۲ ارائه می شود. براساس این جدول، میانگین ریسک سیستماتیک شرکت ها حدود ۰/۵ است که نشان می دهد، به طور متوسط ریسک شرکت ها، کمتر از ریسک بازار است. میانگین سرمایه گذاران نهادی و درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره نیز، نشان می دهد که به طور متوسط درصد مالکیت نهادی در بورس اوراق بهادار و در بین شرکت های نمونه، ۳۵ درصد و درصد اعضای غیر موظف نیز ۳۸ درصد است. در نهایت لگاریتم دارایی های شرکت ها که نماینده ای از اندازه شرکت هاست، به طور میانگین، ۵/۶۸ به دست آمد و میانگین نسبت ارزش بازار به دفتری نیز ۵/۲۹ است.

جدول ۲. آمار توصیفی

نام متغیر	تعداد	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف استاندارد
BETA	۹۱۱	-۴/۵	۲۱/۰۵	۰/۴۸۴۹۷۴	۱/۷۷۰۳۳
INST (%)	۹۱۱	۰	۹۷	۳۵	۱۴
OUTRATIO (%)	۹۱۱	۰	۸۳	۳۸	۲۷
SIZE	۹۱۱	۴/۲۴۶۴۲۵	۷/۲۲۹۲۲	۵/۶۸۹۴۷۹	۰/۵۴۹۰۷۵۱۵۶
MB	۹۱۱	-۵/۴۷۹	۴۵/۶۴	۵/۲۹۴۴	۷۹/۳۹۴۷

در ادامه برای آزمون هر یک از فرضیه‌ها، مدل پژوهش چهار بار اجرا خواهد شد. یک بار برای کل داده‌ها و با هر نوع بتایی، و در دفعات بعد برای بتاهای کمتر از ۰/۵، بین ۰/۵ و ۱ و بالاتر از ۱، به کار خواهد رفت.

### مدل با کل داده‌ها

در جدول ۳، نتایج حاصل از به‌کارگیری مدل در مورد کل داده‌ها نشان داده شده است.

جدول ۳. آمار استنباطی برای کل داده‌ها

تعداد داده‌ها: ۹۱۱ سال - شرکت						
متغیر	بتا	انحراف استاندارد	بتای استاندارد	آماره t	معناداری	عامل تورم واریانس
مقدار ثابت	-۱/۷۳۸۷۳۳۵۵۹	۰/۵۸۳۰۳۷۲۵۳	-	-۲/۹۸۲۱۸۲۶۱۵	۰/۰۳۵۱۷۵۳۸۴	-
INST	۰/۰۰۹۵۵۵۳۲	۰/۰۰۳۶۱۰۲۸۲	۰/۰۴۲۹۱۹۸۶	۲/۷۵۷۵۴۹۷۹۳	۰/۰۳۸۷۶۷	۱/۰۲۵۱۴۰۴۳۱
OUTRATI	-۰/۲۰۳۷۶۳۵۹۱	۰/۲۰۴۵۲۱۴۰۴	-۰/۰۱۸۹۹۴۵۸۵	-۰/۹۹۶۳۹۴۶۹۹	۰/۰۷۵۶۴۲۰۱	۱/۰۱۳۶۶۰۰
Size	۰/۲۰۲۶۷۶۰۰۶	۰/۱۰۰۶۴۲۳۹۵	۰/۰۵۸۱۹۸۹۹	۲/۰۱۳۸۲۵۳۵۹	۰/۰۴۹۲۱۸۲۰۲	۱/۰۲۳۲۰۷۴۹۹
MB	۰/۰۸۷۰۶۱۵۱۲	۰/۰۱۲۷۸۱۸۰۵	۰/۰۹۹۹۴۴۱۸	۶/۸۱۱۳۶۳۶۹۸	۰/۰۰۰۱	۱/۰۰۰۰۷۸۱۰۸

معناداری: ۰/۰۰۰

آماره F: ۳۴۰/۰۵

آماره دوربین - واتسون: ۱/۸۱۹

ضریب تعیین تصحیح‌شده (%): ۴۱/۹

بر اساس ارقام مندرج در جدول ۳، متغیرهای درصد سهامداران نهادی، اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به دفتری، در سطح ۵ درصد معنادار بوده و رابطه مستقیمی با بتای (ریسک سیستماتیک) شرکت‌ها دارند، از این رو می‌توان نتیجه‌گیری کرد که به‌طور کلی با افزایش ریسک سیستماتیک شرکت‌ها، درصد سهامداران نهادی افزایش یافته است و از سوی دیگر، همزمان با افزایش بتای شرکت‌ها، تفاوت بین ارزش بازار و دفتری شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد. همچنین هرچه شرکت بزرگتر باشد، ریسک سیستماتیک آن بیشتر است و بر این اساس می‌توان ادعا کرد که اثر نوسان‌های بازار بر شرکت‌های بزرگتر، بیشتر است. این نتیجه مطابق با یافته‌های مطالعه‌ای است که التون و گرابر (۱۹۸۸) روی بازار ژاپن انجام دادند.

مدل پژوهش در مورد کلیه شرکت‌ها، قادر به توضیح حدود ۴۲ درصد از تغییرات بتا و ریسک سیستماتیک شرکت‌ها است. عامل تورم واریانس کوچکتر از ۵، نشان‌دهنده عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل است و درنهایت وجوه آماره دوربین - واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵، عدم وجود

همبستگی شدید مرتبه اول بین اجزای اخلاص را نشان می دهد. مجموع این آزمون ها گویای این است که فروض کلاسیک در مورد این رابطه برقرار بوده و بدین ترتیب بر نتایج حاصل شده می توان اتکا کرد.

### مدل با داده های دارای بتای کوچکتر از نیم

نتایج حاصل از به کارگیری مدل برای این داده ها در جدول ۴ آمده است. همان طور که در بخش آمار توصیفی نیز نشان داده شده است، میانگین بتای شرکت ها کمتر از نیم است؛ بدین معنا که اکثر شرکت های نمونه، دارای بتای کمتر از نیم هستند، از این رو بیشتر شرکت ها در این دسته قرار می گیرند. همان گونه که در جدول ۴ مشاهده می شود، تعداد ۵۲۷ سال - شرکت در این دسته قرار گرفته اند، از این رو بیشترین تأثیرگذاری روی نتایج نهایی این پژوهش، از این طبقه شرکت ها ناشی می شود.

جدول ۴. آمار استنباطی برای شرکت های با بتای کوچکتر از نیم

تعداد داده ها: ۵۲۷ سال - شرکت						
متغیر	بتا	انحراف استاندارد	بتای استاندارد	آماره t	معناداری	عامل تورم واریانس
مقدار ثابت	-۱/۶۲۲۸۳۵۸۲۹	۰/۷۱۸۷۵۰۲۷۲	-	-۲/۲۵۷۸۵۷۶۹	۰/۰۴۵۵۶۷۴۴۴	-
INST	۰/۰۱۵۳۳۴۹۴۸	۰/۰۰۴۰۴۵۰۵۴	۰/۸۵۳۰۴۰۵۳۹	۳/۷۸۸۵۶۴۲۴۲	۰/۰۱۲۵۶۷۲۵۷	۱/۰۲۲۹۴۱۶۵۵
OUTRATI	-۰/۱۶۱۳۹۹۸۶۵	۰/۲۳۲۸۴۹۳۹۱	۰/۰۰۱۸۷۰۱۴۱	-۰/۶۹۳۱۵۱۳۲۹	۰/۶۸۰۹۹۰۵۹۵	۱/۰۱۷۸۵۱۸۴۱
Size	۰/۲۱۳۲۴۹۴۷۱	۰/۱۲۶۲۳۸۱۱۶	۰/۰۷۲۲۰۰۹۷۳	۱/۶۸۹۲۶۳۷۲۹	۰/۰۷۸۹۵۱۸۴۱	۱/۰۳۳۴۴۷۰۹۲
MB	-۰/۰۶۷۲۲۰۷۱۲	۰/۰۱۴۵۰۵۴۸۹	۰/۰۸۸۳۲۰۸۷۴	۴/۶۳۴۱۵۶۸۷۷	۰/۰۰۱۴۷۰۱۶۸	۱/۰۱۳۹۰۹۷۹۱

آماره F: ۲۴۹/۳۹۹  
ضرب تعیین تصحیح شده (%): ۵۹/۰۱  
معناداری: ۰/۰۰۰  
آماره دوربین - واتسون: ۲/۰۱۵

نتایج حاصل از جدول ۴ بیان می دارد که درصد سهامداران نهادی و نسبت ارزش بازار به دفتری، در سطح ۵ درصد، رابطه مستقیم و معناداری با بتای شرکت ها دارد؛ ضمن آنکه اندازه شرکت نیز در سطح ۱۰ درصد معنادار است که در علوم مالی، سطح اطمینان حاصل شده نسبتاً نامناسب است و در نهایت، متغیر درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره دارای رابطه ای معنادار با بتا و ریسک سیستماتیک نبوده و رابطه ایجاد شده بین آنها تصادفی است.

مدل پژوهش در مورد این طبقه از شرکت‌ها توانسته است که حدود ۵۹ درصد از تغییرات بتای شرکت‌ها را توضیح دهد؛ ضمن آنکه معناداری آماره F نشان از معناداری کلی رگرسیون دارد. عامل تورم واریانس کوچکتر از ۵، نشان از عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل داشته و آماره دوربین - واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ نیز، بیانگر عدم وجود همبستگی شدید مرتبه اول اجزای اخلال است و بدین ترتیب نتایج حاصل از مدل، قابل اتکا و کاربردی بوده و می‌توان از آنها برای آزمون فرضیه‌ها استفاده کرد.

### مدل با داده‌های بتای بین ۰/۵ و ۱

نتایج از حاصل از به‌کارگیری مدل پژوهش در سطح این دسته از شرکت‌ها، به شرح جدول ۵ است. تعداد ۱۷۸ سال - شرکت در این دسته قرار داشته و مشاهده معناداری آماره آزمون F در جدول ۵، نشان از معناداری کلی رگرسیون در این طبقه از داده‌ها دارد. نتایج نشان می‌دهد که در سطح این سال - شرکت‌ها، متغیرهای درصد سهامداران نهادی، درصد اعضای غیر موظف و اندازه شرکت، با ریسک سیستماتیک رابطه معناداری دارند؛ به‌گونه‌ای که متغیرهای درصد سهامداران نهادی و اندازه شرکت، دارای رابطه مستقیم است و درصد اعضای غیر موظف، رابطه معکوسی با بتا دارد.

جدول ۵. آمار استنباطی برای شرکت‌های با بتای بزرگتر از ۰/۵ و کوچکتر از ۱

تعداد داده‌ها: ۱۷۸ سال - شرکت						
متغیر	بتا	انحراف استاندارد	بتای استاندارد	آماره t	معناداری	عامل تورم واریانس
مقدار ثابت	۰/۷۳۶۴۳۹۰۳۶	۰/۱۱۵۸۲۲۰۶۷	-	۶/۳۵۸۳۶۵۴۸۸	۰/۰۰۰۵	-
INST	۰/۰۰۲۲۶۷۴۶۶	۰/۰۰۰۹۵۲۸۹۳	۰/۱۱۷۲۶۱۲۰۴	۲/۳۷۹۵۶۱۰۳۲	۰/۰۴۱۲۲۸۵۸۱	۱/۰۱۴۵۱۳۹۳۱
OUTRATI	-۰/۰۸۷۶۷۱۸۴	۰/۰۴۱۸۱۲۰۳۴	-۰/۰۶۶۳۸۱۴۱۲	-۲/۰۹۹۰۸۹۰۶	۰/۰۴۷۳۰۲۷۱۳	۱/۰۳۳۴۸۹۱
Size	۰/۰۵۳۲۰۲۸۰۶	۰/۰۱۹۷۷۴۸۲۱	۰/۰۰۱۷۹۹۲۴۳	۲/۶۹۰۴۳۱۷	۰/۰۳۱۸۹۰۵۳۲	۱/۰۳۱۳۸۱۳۵۳
MB	-۰/۰۰۲۷۳۷۱۴۸	۰/۰۰۳۰۸۹۱۲۴	-۰/۰۸۸۹۸۳۸۷	-۰/۸۸۶۰۵۹۸	۰/۳۷۶۲۸۴۹	۱/۰۱۵۲۱۰۸۸۱

آماره F: ۱۰۷/۷۸۹  
ضریب تعیین تصحیح شده (%): ۵۱/۳۴  
معناداری: ۰/۰۰۰  
آماره دوربین - واتسون: ۱/۹۶۳

مدل پژوهش در سطح این دسته از متغیرها، توانسته است حدود ۵۱ درصد از تغییرات بتای شرکت‌ها را توضیح دهد و توجه به عامل تورم واریانس در مورد هر یک از متغیرها، نشان می‌دهد که همخطی شدیدی بین متغیرهای مستقل وجود ندارد و از طرفی آمار دوربین - واتسون (۱/۹۶۳)، نشان‌دهنده عدم وجود همبستگی شدید مرتبه اول بین اجزای اخلاص است، بدین ترتیب فروض کلاسیک در مورد این رابطه برقرار بوده و می‌توان از نتایج آن برای آزمون فرضیه‌ها بهره برد.

### مدل با داده‌های دارای بتای بزرگتر از یک

نتایج حاصل از به‌کارگیری مدل پژوهش در مورد این طبقه از شرکت‌های نمونه، در جدول ۶ آمده است.

جدول ۶. آمار استنباطی برای شرکت‌های با بتای بزرگتر از یک

تعداد داده‌ها: ۲۰۶ سال - شرکت						
متغیر	بتا	انحراف استاندارد	بتای استاندارد	آماره t	معناداری	عامل تورم واریانس
مقدار ثابت	۳/۲۷۶۲۹۲۵۱۲	۱/۴۴۹۲۱۳۸۴۲	-	۲/۲۶۰۷۳۷۸	۰/۰۴۸۹۰۶۲۵۴	-
INST	۰/۰۳۱۸۸۶۶۱۸	۰/۰۱۱۰۲۳۷۵۵	۰/۰۸۱۶۴۰۰۹۳	۲/۸۹۲۵۳۶۸۹	۰/۰۱۹۵۳۷۲۸۱	۱/۰۳۰۹۰۲۰۹۹
OUTRATI	۰/۰۴۱۲۳۴۲۷۷۵	۰/۵۵۴۳۵۳۸۴	۰/۰۰۲۵۴۵۵۶۶	۰/۷۴۳۶۴۵۵۶۶	۰/۴۱۷۲۸۹	۱/۰۲۰۲۹۹۳۱۳
Size	۰/۳۳۲۱۵۲۷۷۳	۰/۲۴۲۷۵۰۲۵۶	۰/۰۱۷۷۸۵۶۷۸	۰/۳۶۸۲۹۰۱	۰/۰۹۰۵۵۸۱۹	۱/۰۲۶۸۲۲۱۳۲
MB	۰/۰۸۶۰۳۳۲۲۹	۰/۰۳۱۷۴۵۸۲	۰/۰۷۱۴۹۰۴۵۲	۲/۷۱۰۰۶۴۸۲	۰/۰۳۲۸۷۳۴	۱/۰۱۶۶۲۴۵۴۸

آماره F: ۹۸/۰۵  
ضریب تعیین تصحیح شده (%): ۳۰/۲۳  
معناداری: ۰/۰۲۹  
آماره دوربین - واتسون: ۱/۹۲۸

نتایج نشان می‌دهد که مدل به‌طور کلی معنادار بوده و آماره F دارای معناداری کمتر از ۵ درصد است؛ ضمن آنکه عامل تورم واریانس هر یک از متغیرها کمتر از ۵ بوده و نشان از عدم وجود همخطی شدیدی بین متغیرهای مستقل دارد. آماره دوربین - واتسون نیز مقداری بین ۱/۵ و ۲/۵ است، براین اساس می‌توان نتیجه گرفت که همبستگی مرتبه اول شدیدی بین اجزای اخلاص وجود ندارد. در این طبقه از شرکت‌ها، ۲۰۶ سال - شرکت قرار گرفته‌اند و نتایج نشان می‌دهد که درصد سهامداران نهادی و نسبت ارزش بازار به دفتری، رابطه مستقیم و معناداری (در سطح ۵ درصد) با بتای (ریسک سیستماتیک) شرکت‌ها دارد.

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

با توجه به نتایج به دست آمده (جدول‌های ۳ تا ۵)، می‌توان نتایج آزمون فرضیه‌های اول و دوم و مقایسه بین طبقات مختلف شرکت‌های این پژوهش را به شرح جدول ۷ ارائه کرد. مطابق با جدول ۷، مدل پژوهش در مورد شرکت‌های دارای بتای کوچکتر از نیم و کوچکتر از یک (و بزرگتر از نیم)، با داشتن قدرت توضیح‌دهندگی به ترتیب ۵۹ و ۵۱ درصد، بالاترین قدرت توضیح‌دهندگی تغییرات بتا را دارد و در نهایت به کارگیری مدل در سطح کل داده‌ها و بدون تمایز قایل شدن از لحاظ بتا بین آنها، از قدرت توضیح‌دهندگی ۴۲ درصدی برخوردار است.

جدول ۷. مقایسه نتایج

طبقه داده‌ها	ضریب تعیین تصحیح شده	فرضیه اول	فرضیه دوم
کل داده‌ها	۴۱/۹	✓	×
بتای کوچکتر از نیم	۵۹/۰۱	✓	×
بتای بزرگتر از نیم و کوچکتر از یک	۵۱/۳۴	✓	✓
بتای بزرگتر از یک	۳۰/۲۳	✓	×

✓: با توجه به شواهد موجود نمی‌توان فرضیه را رد کرد. ×: فرضیه رد می‌شود.

در مورد آزمون فرضیه‌ها نیز می‌توان این‌گونه نتیجه‌گیری کرد که فرضیه اول را در مورد هر سه طبقه شرکت و سطح کلی آنها، نمی‌توان رد کرد؛ ولی فرضیه دوم این پژوهش، در کل برای هر سه دسته شرکت و سطح کلی (به استثنای شرکت‌های دارای بتای بین نیم و یک) می‌توان رد کرد. رابطه بین درصد سهامداران نهادی با بتا مستقیم است که این نتیجه با پژوهش‌های پراستینو (۲۰۱۱)، مک‌کنل و سرواس (۱۹۹۰)، هارتزل و استارکز (۲۰۰۳) نیز مطابقت دارد. بر این اساس می‌توان نتیجه گرفت که هرچه درصد سهامداران نهادی در شرکتی افزایش یابد، اثر نوسان‌های بازار بر سهام آن شرکت نیز افزایش خواهد یافت.

در بخش عدم رد فرضیه دوم، رابطه بین درصد اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره و بتا، معکوس است که می‌توان آن را با دلایلی چون، برخوردار نبودن از دانش و تخصص کافی اعضای غیر موظف برای ارزیابی تصمیمات مدیران اجرایی، نداشتن انگیزه برای به چالش کشیدن این تصمیمات و قرار گرفتن اعضا تحت نفوذ مدیران اجرایی، توجیه کرد.

### نتیجه گیری و پیشنهادها

در پژوهش حاضر، رابطه بین عناصر و سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک، با استفاده از اطلاعات ۹۱۱ سال - شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ مطالعه شده است. برای آزمون فرضیه‌ها، ابتدا مدل پژوهش در سطح کل داده‌ها استفاده شد، سپس برای بررسی دقیق‌تر هر یک از فرضیه‌ها و نتایج، رابطه و مدل پژوهش در مورد سه دسته مختلف از شرکت‌ها (شرکت‌های دارای بتای کوچکتر از نیم، شرکت‌های دارای بتای بزرگتر از نیم و کوچکتر از یک و شرکت‌های دارای بتای بزرگتر از یک) به کار گرفته شد. در فرضیه اول به بررسی رابطه بین درصد سهامداران نهادی (یکی از عناصر برون سازمانی راهبری شرکتی) و ریسک سیستماتیک پرداخته شد. نتایج پژوهش نشان داد که هم در سطح کلی و هم در سطح طبقات مختلف شرکت‌ها، رابطه مثبت معناداری بین این دو متغیر وجود دارد. وجود رابطه مستقیم بین این دو متغیر، به این معناست که هرچه درصد سهامداران نهادی در شرکتی افزایش یابد، اثر نوسانات بازار بر سهام آن شرکت نیز افزایش خواهد یافت. یافته‌های این پژوهش با یافته‌های پراستيو (۲۰۱۱)، شلیفر و ویشنی (۱۹۹۷)، جارل و پاولسن (۱۹۸۷) و بریکلی و همکاران (۱۹۸۸) سازگار است.

در فرضیه دوم رابطه بین درصد اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره (یکی از عناصر درون سازمانی راهبری شرکتی) و ریسک سیستماتیک بررسی شد. بر اساس مطالعات پراستيو (۲۰۱۱)، فاما و جنسن (۱۹۸۳) و کرنر و همکاران (۲۰۰۷)، انتظار می‌رفت که یک رابطه مثبت بین این دو متغیر وجود داشته باشد، اما یافته‌های پژوهش حاضر، مغایر با مطالعات پیشین است و به استثنای یک رابطه منفی معنادار که در شرکت‌های با بتای بین نیم و یک مشاهده شد، رابطه بین درصد اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره و ریسک سیستماتیک، در سطح کلی و نیز در سایر طبقات شرکت‌ها معنادار نیست. وجود رابطه معکوس بین این دو متغیر در شرکت‌هایی با بتای بین نیم و یک را می‌توان با دلایلی چون، برخوردار نبودن از دانش و تخصص کافی اعضای غیر موظف برای ارزیابی تصمیمات مدیران اجرایی، نداشتن انگیزه برای به چالش کشیدن این تصمیمات و قرار گرفتن اعضا تحت نفوذ مدیران اجرایی، توجیه کرد.

در پژوهش حاضر فقط از درصد سهامداران نهادی و نسبت اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره، به‌منزله عناصر راهبری شرکتی استفاده شده است. برای دستیابی به نتایج گسترده‌تر، می‌توان در مطالعات آتی به بررسی رابطه بین ریسک سیستماتیک و سایر عناصر راهبری شرکتی، از جمله دوگانگی نقش رئیس هیئت‌مدیره، وجود حسابرس داخلی، وجود کمیته‌های مستقل برای هیئت‌مدیره، تعداد اعضای هیئت‌مدیره و تعداد جلسه‌های هیئت‌مدیره پرداخت.



## منابع

- احمدپور کاسگری، الف. و نمازی، م. (۱۳۷۷). تأثیر اهرم عملیاتی مالی و اندازه شرکت روی ریسک سیستماتیک. *مدرس*، ۲ (۶): ۱۰۱-۷۴.
- احمدپور، الف؛ کاشانی‌پور، م. و شجاعی، م. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینه تأمین مالی از طریق بدهی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۷ (۶۲): ۳۲-۱۷.
- برادران حسن‌زاده، ر.؛ بادآور نهندی، ی. و حسین بابایی، ق. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۹ (۲): ۱۶-۱.
- سعیدی، ع. و رامشه، م. (۱۳۹۰). عوامل تعیین‌کننده ریسک سیستماتیک سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۳ (۱): ۱۴۲-۱۲۵.
- کرمی، غ. و بیک‌بشروی، س. (۱۳۹۰). راهبری شرکتی و ارزشیابی شرکت: مدلی با استفاده از شبکه عصبی مصنوعی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۸ (۶۴): ۱۵۰-۱۲۹.
- نمازی، م. و خواجوی، ش. (۱۳۸۳). سودمندی متغیرهای حسابداری در پیش‌بینی ریسک سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۱ (۴): ۱۱۹-۹۳.
- Aebi, V., Sabato, G. & Schmid, M. (2012). Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, 36(12): 3213-3226.
- Beasley, M. S. (1996). An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review*, 71 (4): 443-465.
- Bhojraj, S. & Sengupta, P. (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. *Journal of Business*, 76 (3): 455-476.
- Brickly, J., Lease, R.C. & Smith, C.W. (1988). Ownership structure and voting on anti-takeover amendments. *Journal of Financial Economics*, (20): 267-291
- Brimble, M. A. (2003). The Relevance of Accounting Information for Valuation and Risk. Retrieved from <http://www4.gu.edu.au:8080/adt-root/uploads/>.
- Cornett, M., Marcus, A., Saunders, A. & Tehranian, H. (2007). The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance. *Journal of Banking and Finance*, 31 (6): 1771-1794.

- Derwall, J. (2007). Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Evidence from GMI's Governance Rating, Retrieved from [http://www.academia.edu/524956/Corporate\\_governance\\_and\\_the\\_cost\\_of\\_equity\\_capital\\_Evidence\\_from\\_gmis\\_governance\\_rating](http://www.academia.edu/524956/Corporate_governance_and_the_cost_of_equity_capital_Evidence_from_gmis_governance_rating).
- Elton, E.J. & Gruber, M.J. (1988). A Multi-Index Risk Model of the Japanese Stock Market. *Japan and the World Economy*, 1 (1): 21-44.
- Fama, E. & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26 (2): 301-325.
- Hartzell, J.C. & Starks L.T. (2003). Institutional Investors and Executive Compensation. *Journal of Finance*, 58 (6): 2351-2374.
- Jarrell, G. & Poulsen, A. (1987). Shark repellents and stock prices: The effects of antitakeover amendments since 1980. *Journal of Financial Economics*, 19 (1): 127-168.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48 (3): 831-880.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3): 375-400.
- McConnell, J. & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27 (2): 595-613.
- Nguyen, P. (2011). Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(3): 278-297.
- Ntim, C.G., Lindop, S. & Thomas, D.A. (2013). Corporate governance and risk reporting in South Africa: A study of corporate risk disclosures in the pre- and post-2007/2008 global financial crisis periods. *International Review of Financial Analysis*, 30: 363-383
- Peasnell, K., Pope, P., Young, S. (2001). *Board Monitoring & Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?* Accounting and Finance Working Paper Series. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=249557> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.249557>.
- Prasetyo, A.H. (2011). Corporate Governance and Systematic Risk; evidence from Indonesia Listed Company. *International Proceedings of Economics Development & Research*, 4: 433-449.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2): 737-783.