

بررسی رابطه بین استقلال هیئت مدیره، مالکیت دولتی با نوسان بازده سهام و ریسک در بورس اوراق بهادار تهران

زینب ناطقی رستمی

کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه آزاد واحد تهران جنوب

کارشناس ارشد حسابداری، شرکت گاز استان مازندران

Email : nateghizeinab@gmail.com

چکیده

این پژوهش در نظر دارد تا به بررسی رابطه بین استقلال هیئت مدیره، مالکیت دولتی با نوسان بازده سهام و ریسک در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران بپردازد. جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی پنج ساله از سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ می باشد. نمونه آماری بعد از اعمال محدودیت ها تعداد ۱۵۲ شرکت می باشد. برای آزمون فرضیه های تحقیق از نرم افزار ایویوز نسخه نهم استفاده شده است. نتایج پژوهش ها نشان می دهد که استقلال هیئت مدیره، خطر ریسک شرکت ها را کاهش می دهد. مالکیت دولتی، خطر ریسک شرکت ها را کاهش نمی دهد. ریسک مبتنی بر بازار، خطر شرکت را کاهش می دهد. همچنین؛ کنترل خصوصی خطر ریسک شرکت را افزایش نمی دهد.

واژگان کلیدی: استقلال هیئت مدیره، مالکیت دولتی، نوسان بازده سهام، ریسک شرکت.

۱. مقدمه

هیات مدیره مهم ترین عاملی است که از طریق آن سهامداران می توانند مدیریت اجرایی را کنترل کنند. در ادبیات موضوعی این مبحث مطالعات تجربی گوناگونی انجام شده است که به بررسی جنبه های مختلف ارتباط هیات مدیره و عملکرد شرکت پرداخته اند. استقلال هیئت مدیره یعنی اعضای غیرموظف هیأت مدیره از طریق نظارت بر مدیران موظف، بر روی تصمیمات آنان نظارت دارند. در نتیجه ترکیب هیأت مدیره می تواند بر عملکرد مالی شرکت ها اثرگذار باشد. در صورتی که اکثریت اعضای هیأت مدیره را مدیران مستقل غیرموظف تشکیل دهد، هیأت مدیره از کارایی و استقلال بیشتری برخوردار خواهد بود (مرادی و همکاران، ۱۳۹۱). در تحقیقات نشان داده شد که بین استقلال هیئت مدیره و نسبت دارایی های نقدی شرکت ها رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. همچنین بین استقلال هیئت مدیره و نوسان پذیری بازده سهام شرکت ها رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد (گرمه و همکاران، ۱۳۹۵).

نکته دیگر این که مالکیت دولتی به عبارتی دیگر مالکیت نهاد دولتی چندین محرک بر نظارت بر گزارشگری مالی و بهبود عملکرد شرکت ها دارند، در صورت وضعیت مالکیت دولتی معمولاً مشکلات نمایندگی کم خواهد شد و این امر می تواند بر عملکرد شرکت تأثیرگذار باشد (شورورزی و همکاران، ۱۳۹۳). در ایران نیز، دولت نقشی اساسی در اقتصاد و همچنین در ساختار شرکت های بزرگ دارد و عمده صنایع را شرکت هایی با مالکیت دولتی تشکیل می دهند. این در حالی است، که رشد سال های اخیر بازار سرمایه بیشتر از اینکه متأثر از گزارشگری های مالی و وضعیت داخلی شرکت های بهابازار باشد، متأثر از عوامل سیاسی کلان بوده است. یکی از مواردی که معمولاً به عنوان عوامل سیاسی در فعالیت ها و عملکرد شرکت ها مورد بررسی قرار می گیرد، میزان تسلط و کنترل فعالیت های شرکت از جهت قیمت گذاری و فروش محصولات، توسط دولت است (کوریان، ۲۰۱۲). فاسیو^۱ (۲۰۰۶)، عنوان می دارد اگر ارتباطات دولتی به عنوان یک عامل سودآوری در نظر گرفته شود، می تواند منجر به تحریف تصمیمات سرمایه گذاری و یا القاء تصمیمات سرمایه گذاری نامناسب گردد که در نتیجه این امر منجر به کاهش ارزش شرکت خواهد شد. اگرچه اشکال مختلف وابستگی دولتی، محیط عملیاتی و رفتار شرکت ها بر تصمیم گیری های مالی شرکت ها تأثیرگذار است (دکوچان و همکاران، ۲۰۱۴).

از طرف دیگر ریسک و بازدهی همواره باید با هم برای تصمیم گیری مدنظر قرار گیرند. درواقع ریسک و بازدهی دو پایه ی اصلی تصمیم گیری برای سرمایه گذاری هستند و همواره بیشترین بازدهی با توجه به حداقل ریسک، معیاری مناسب برای سرمایه گذاری است (راعی و سعیدی، ۱۳۸۳). منظور از بازدهی یک سهم، درآمدهایی است که نصیب مالک آن می شود. برای این که بتوان بازدهی یک سهم را محاسبه کرد، باید تغییر قیمت و جریان نقدی حاصل از آن را طی دوره سرمایه گذاری محاسبه کرد (سعیدی و افخمی، ۱۳۹۱). در بررسی های انجام شده بر حول محور نوع مالکیت، و بازدهی به مطالعه نقش انواع مختلف مالکیت نظیر مالکیت دولتی، مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی، مالکیت انفرادی و فامیلی، مالکیت خارجی، مالکیت مدیریتی و انواع دیگر مالکیت بر بازدهی شرکت ها پرداخته شد. از جمله موارد مهم مطرح شده در این حوزه توجه به بازدهی اقتصادی نسبتاً پایین شرکت های دولتی بود. به موازات توجه به مسئله ی نوع مالکیت و نقشی که ممکن است بر بازدهی شرکت ها داشته باشد، محققین مطالعات دامنه داری را در رابطه با اثرات احتمالی مالکیت کنترلی یا متمرکز بر عملکرد موسسات انجام دادند. بررسی های انجام شده در این راستا، عواملی نظیر احتمال وجود همگرایی منافع در مالکیت متمرکز بین مالک و مدیر و همچنین توانایی نظارت بالای مدیریت متمرکز را از جمله دلایلی عنوان نمودند که می تواند به بهبود عملکرد موسسات منجر گردد (محمدی و

1. Correia

2. Faccio

3. Deqiu Chen

همکاران، ۱۳۸۸). از این نظر آشنایی با عوامل تعیین کننده بازده در این بازار اهمیت بسیاری دارد. در این پژوهش سوال اصلی مسئله این است که آیا بین استقلال هیئت مدیره و مالکیت دولتی با نوسان بازده سهام رابطه وجود دارد؟

۲. مبانی نظری

۲.۱. استقلال هیئت مدیره

برای سالیان متمادی در گذشته، اقتصاددانان فرض می‌کردند که تمامی گروه‌های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می‌کنند؛ اما در سی سال گذشته، اقتصاددانان موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه‌ها و چگونگی مواجهه شرکت‌ها با این‌گونه تضادها را مطرح کرده‌اند (استوارت و همکاران^۴، ۲۰۰۳). به‌طور کلی این موارد، تحت عنوان «حاکمیت شرکتی» در حسابداری بیان می‌شود. طبق تعریف حساس یگانه و باغومیان: «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. فروپاشی شرکت‌های بزرگی مانند انرون و ورلدکام در آمریکا توجه همگان را به نقش برجسته حاکمیت شرکتی و توجه جدی به اصول نام‌برده درمورد پیشگیری از وقوع چنین فروپاشی‌هایی جلب کرده است.

در حاکمیت شرکتی^۵، هدف، برخورداری از یک هیئت‌مدیره مؤثر و کارا است و دستیابی به این هدف، مستلزم ارزیابی خصوصیات هیئت مدیره (به‌ویژه مطلوب) است. در این صورت، سؤال مطرح این است که آیا متفاوت بودن خصوصیات هیئت‌مدیره شرکت‌ها می‌تواند در نوع گزارش حسابرسان مستقل آنها اثرگذار باشد؟ یعنی اگر ویژگی‌هایی از جمله تعداد اعضای هیئت مدیره، نسبت غیراجرایی اعضای هیئت مدیره، نمایندگی اعضای هیئت‌مدیره از بُعد دولتی یا خصوصی بودن آن، وجود مدرک تحصیلی دکتری در بین اعضای هیئت مدیره، وجود مدرک تحصیلی مالی یا حسابداری در بین اعضای هیئت مدیره، تغییر در اعضای هیئت‌مدیره سال و تغییر حسابرس می‌تواند در نوع گزارش حسابرسان مستقل تأثیرگذار باشد؟ با دستیابی به جواب این سؤال‌ها می‌توان به‌منظور بهبود عملکرد شرکت، اقدامات مناسب‌تری را به‌عمل آورد و سهامداران را به انتخاب هیئت‌مدیره مطلوب‌تر هدایت کرد.

اعضای هیأت مدیره عناصر اصلی حاکمیت شرکتی هستند که مسئول نظارت بر کیفیت، یکپارچگی گزارشات مالی و کنترل مدیران ارشد به عنوان نماینده سهامداران، هستند (فاما و جنسن^۶، ۱۹۸۳). در این ارتباط نسبت استقلال هیأت مدیره بعنوان عامل مهمی بر توانایی آنها بر نظارت مدیران شرکتی مؤثر است (فیلدس و کیدز، ۲۰۰۳). بر طبق نظریه نمایندگی، یکی از سازوکارهای مهم که برای کاهش مسایل نمایندگی مؤثر می‌باشد، نسبت استقلال هیأت مدیره است. نسبت استقلال هیأت مدیره با ایجاد انگیزه برای عدم تبانی بین مدیران می‌تواند سود شرکت را افزایش دهد. هیأت مدیره به عنوان یکی از ارکان حاکمیت شرکتی، مهمترین عامل در کنترل و نظارت بر مدیریت شرکت و محافظت از منافع سهامداران قلمداد می‌شود. هیأت مدیره برای نظارت بر مدیران و مشارکت در تصمیم‌گیری، نیازمند مهارت‌های متنوع از قبیل حسابداری، بانکداری، قوانین و مقررات و همچنین ویژگی‌های خاصی از قبیل استقلال، اندازه و غیره می‌باشد (سابلی و نور^۷، ۲۰۱۲). شواهد تجربی نشان می‌دهد که اجماعی در مورد اندازه بهینه هیأت مدیره وجود ندارد. گودستین^۸ (۱۹۹۴)، بیان می‌کند که هیأت مدیره‌های کوچکتر بین ۴ الی ۶ عضو می‌توانند مؤثرتر

4. Gillan Stuart L. and Laura T. Starks

5. Corporate Governance

6. Fama & Jensen

7. Sabli, Nurshamimi & Md. Noor, R

8. Goodstein, J., Gautam, K. and Boeker, W

باشند، زیرا به واسطه کوچک بودن، قادرند تصمیمات راهبردی و به موقع تری اتخاذ نمایند. تعداد اعضای هیأت مدیره باید محدود باشد تا امکان بحث و تبادل نظر در خصوص مسائل و مشکلات شرکت مهیا گردد. هیأت مدیره های بزرگتر از قدرت کمتری برخوردارند. در این گونه هیأت مدیره ها، توافق و اجماع در مورد یک موضوع خاص بسیار دشوار است (گرین^۹، ۲۰۰۵). از طرف دیگر عده ای بر این عقیده اند که اندازه هیأت مدیره باید به اندازه کافی بزرگ باشد تا در بر دارنده طیفی از مهارت ها و تجارب افراد گوناگون باشد (گراهام و تورکن^{۱۰}، ۲۰۰۶). در واقع اندازه هیأت مدیره به عنوان عامل با اهمیتی در تبیین ویژگی های هیأت مدیره مطرح است. تعداد بهینه اعضای هیأت مدیره باید به گونه های تعیین شود که نسبت به این موضوع که اعضای کافی برای پاسخگویی به وظایف هیأت مدیره و انجام وظایف مختلف هیأت مدیره وجود دارد، اطمینان خاطر حاصل شود (حساس یگانه، ۱۳۸۷).

۲.۲. مالکیت دولتی

مالکیت دولتی به عبارتی دیگر مالکیت نهاد دولتی چندین محرک بر نظارت بر گزارشگری مالی و بهبود عملکرد شرکتها دارند، در صورت وضعیت مالکیت دولتی معمولاً مشکلات نمایندگی کم خواهد شد و این امر می تواند بر عملکرد شرکت تأثیرگذار باشد (شورورزی و همکاران، ۱۳۹۳). سیستم حاکمیت شرکتی با محوریت دولت، می تواند به صورت بالقوه بر سیاست های صنعتی دولت مؤثر باشد. (فان و یوشیکاوا، ۲۰۰۵). فاسیو^{۱۱} (۲۰۰۶)، عنوان می دارد اگر ارتباطات دولتی به عنوان یک عامل سودآوری در نظر گرفته شود، می تواند منجر به تحریف تصمیمات سرمایه گذاری و یا القاء تصمیمات سرمایه گذاری نامناسب گردد که در نتیجه این امر منجر به کاهش ارزش شرکت خواهد شد. اگرچه اشکال مختلف وابستگی دولتی، محیط عملیاتی و رفتار شرکتها بر تصمیم گیری های مالی شرکتها تأثیرگذار است (چان و همکاران^{۱۲}، ۲۰۱۴). اقتصاددانان و کارشناسان به تجربه دریافته اند که میزان دولتی بودن اقتصاد کشورها با بازار بورس، رابطه مستقیم و تنگاتنگی دارد، بطوریکه هرگونه کنشی از سوی دولت (اگر تصمیم گیرنده کلان و اصلی اقتصاد باشد) با واکنش هایی قابل مشاهده و متعددی در بازار سهام همراه می شود (سیتزلی^{۱۳}، ۲۰۰۶). در ایران نیز، دولت نقشی اساسی در اقتصاد و همچنین در ساختار شرکت های بزرگ دارد و عمده صنایع را شرکت هایی با مالکیت دولتی تشکیل می دهند. این در حالی است، که رشد سال های اخیر بازار سرمایه بیشتر از اینکه متأثر از گزارشگری های مالی و وضعیت داخلی شرکت های به بازار باشد، متأثر از عوامل سیاسی کلان بوده است. یکی از مواردی که معمولاً به عنوان عوامل سیاسی در فعالیتها و عملکرد شرکتها مورد بررسی قرار می گیرد، میزان تسلط و کنترل فعالیت های شرکت از جهت قیمت گذاری و فروش محصولات، توسط دولت است (کوربا، ۲۰۱۲). کوان لی (۲۰۱۲)، بیان می دارد شرکت هایی که دارای روابط سیاسی (وابستگی دولتی) هستند در انتخاب فرصت های سرمایه گذاری بهتر عمل می کنند و می توانند از وابستگی های دولتی جهت انتخاب پروژه های با ارزش فعلی مثبت بهره مند شوند و با این کار ریسک مربوط به شرایط سیاسی و اقتصادی خود را کم و باعث افزایش ارزش شرکت شود. شرکتها با وابستگی دولتی و ارتباطات سیاسی می توانند از دسترسی آسان به منابع، مالیات پایین تر و قدرت بازار قوی تر بهره مند گردند (فاسیو، ۲۰۰۶). از آنجاکه، مدیران با عنوان نماینده مالکان شرکت را اداره می کنند، اگر دست به رفتارهای فرصت طلبانه بزنند و تصمیماتی بگیرند که در جهت منافع آنها و عکس منافع سهامداران باشد، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ایجاد می شود. در این میان، سهامداران نهادی که یکی از سازوکارهای مؤثر حاکمیت شرکتی شمرده می شوند و دارای اهمیت می باشند، با توجه به مالکیت بخش شایان توجهی از سهام شرکتها، از نفوذ چشم گیری برخوردارند و می توانند رویه های حسابداری و گزارشگری مالی شرکت را تحت تأثیر قرار دهند (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹). بنابراین، تمرکز سرمایه گذاران نهادی از

⁹ . Grin

¹⁰ . Graham, John R, and Allen Tucker

¹¹ . Faccio, Mara, Ronald Masulis, and John McConnell

¹² . Chan et al

¹³ . Cetrelli, N

طریق بهبود و ارتقای کیفیت گزارشگری مالی، به کاهش ریسک بنگاه اقتصادی کمک می‌کند و از سوی دیگر، مدیران را برای تلاش در جهت افزایش ارزش شرکت به‌جای پیگیری منافع شخصی کوتاه‌مدت ترغیب می‌کند.

سرمایه‌گذاران نهادی در نظام راهبری شرکتی، نقش مهمی ایفا می‌کنند. آنان می‌توانند با دانش و تجربه کافی در زمینه‌های مالی و تخصصی، بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند. این امر می‌تواند مبنایی برای همسویی منافع مدیریت با منافع گروه سهامداران، در راستای حداکثر سازی ارزش شرکت باشد (فرضیه نظارت فعال) با وجود این، مالکیت سهامداران نهادی می‌تواند تأثیرات منفی هم داشته باشد، مانند دسترسی به اطلاعات محرمانه که عدم تقارن اطلاعاتی را بین آنان و سهامداران کوچک‌تر ایجاد می‌کند (فرضیه منافع شخصی) سهامداران نهادی همچنین می‌توانند تضادهای نمایندگی را به‌واسطه مالکیت عمده خود، شدیدتر کنند (سولومون و همکاران^{۱۴}، ۲۰۰۳).

۳.۲. بازده سهام

یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری در بورس، بازده سهام می‌باشد، بازده سهام خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش بینی‌ها از آن استفاده می‌نمایند.

بازده سهام در بردارنده کلیه عواید حاصل از نگهداری سهام به علاوه سود سرمایه‌ای است. از این رو سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه سعی دارند پس اندازهای خود را در سرمایه‌گذاری‌هایی صرف کنند که بیشترین بازدهی را داشته باشد. برای دستیابی به این هدف آنها نیاز به اطلاعات دارند تا بتوانند بازده یک سرمایه‌گذاری را پیش بینی کنند. یکی از این منابع اطلاعاتی صورت جریان وجوه نقد است و از آنجایی که ارزش سهام برابر با ارزش فعلی جریان وجوه نقد آتی در طول دوره سرمایه‌گذاری است، لذا آگاهی سرمایه‌گذاران از جریان‌های وجوه نقد حائز اهمیت است. به عبارت دیگر توانایی یک شرکت در ایجاد جریان وجوه نقد عملیاتی، در ارزش سهام آن شرکت منعکس می‌شود. بنابراین پیش بینی جریان وجوه نقد شرکت‌ها به سرمایه‌گذاران کمک می‌نماید تا بازده سهام آن شرکت را پیش بینی نمایند.

شرکت‌ها به منظور اجرای پروژه‌های سودآور و دستیابی به حداکثر بازدهی برای سهامداران، نیازمند بکارگیری دارایی‌هایی به گونه‌ای هستند که بتوانند به اهداف عملیاتی خود جامعه عمل بپوشانند. ترکیب دارایی‌ها بیانگر نیاز واحد اقتصادی در انجام عملیات است. در این راستا آنها نیازمند منابع مالی هستند. این منابع تأمین مالی و میزان استفاده از آنها یکی از عوامل اثرگذار بر عملکرد عملیاتی شرکت‌ها است. از سوی دیگر، اصلی‌ترین عاملی که هر سرمایه‌گذار در تصمیم‌گیری‌های خود مورد توجه خاص قرار می‌دهد، نرخ بازده است. یعنی سرمایه‌گذاران به دنبال پربازده‌ترین فرصت‌ها برای سرمایه‌گذاری مازاد منابع خود در بازارهای سرمایه هستند.

۴.۲. ریسک بازار

ریسک بازار در اثر نوسانات قیمت دارایی‌ها در بازار ایجاد می‌شود. اشخاص حقیقی و حقوقی دارایی‌های خود را به صورت‌های مختلف مانند پول نقد، سهام، اوراق قرضه، مسکن، طلا و سایر دارایی‌های با ارزش نگهداری می‌کنند. تمام این دارایی‌ها در معرض تغییرات قیمت قرار دارند، و این نوسانات قیمتی مداوم، عامل اصلی ایجاد ریسک بازار هستند. ریسک بازار که یکی از عوامل اصلی ایجاد کننده ریسک می‌باشد، به همراه ریسک اعتباری نقش اصلی را در اکثر ورشکستگی‌ها ایفا می‌کنند. بحران‌های پیاپی و پیوسته مالی ناشی از ریسک مالی که در دو دهه اخیر در مقاطع مختلف در سطح جهان روی داده‌اند، لزوم مدیریت یک‌پارچه و کمی ریسک مالی با تمرکز بر ریسک بازار و ریسک اعتباری را بیش از پیش مطرح ساخته‌اند.

ریسک نرخ ارز یکی از ریسک‌های زیر مجموعه ریسک بازار است که به دلیل تغییرات نرخ ارز روی می‌دهد. اهمیت این ریسک هنگامی افزایش می‌یابد که بخش قابل توجهی از پرتفوی شرکت متشکل از یک ارز و یا ارزهای گوناگون بر اساس وضعیت بازار

¹⁴ . Solomon, J. F., Lin. S.W., Norton, S.D. & Solomon, A

(سبد ارزی) باشد. حالت دیگری که باعث ایجاد ریسک نرخ ارز می‌شود هنگامی روی می‌دهد که بانک مبادلات ارزی قابل توجهی داشته باشد و یا اینکه در مورد بانک‌ها، سپرده‌های ارزی دریافت نموده و همچنین تسهیلات ارزی پرداخت نماید (میرشمسی، ۱۳۸۹).

ریسک بازار یا ارزش در معرض ریسک بازار را می‌توان به عنوان ضرر بالقوه پرتفوی معاملاتی بانک به واسطه تغییر در شرایط بازار شامل قیمت داراییها، نرخ سود، نقدپذیری و سایر نوسانات بازار تعریف کرد. ریسک بازار زمانی به وجود می‌آید که موسسه مالی فعالانه به خرید و فروش دارایی، بدهی و اوراق مشتقه مبادرت کند، نه آنکه اقلام مذکور را برای مقاصد سرمایه گذاری بلندمدت، تامین مالی و مصون سازی نگهداری کند. به عبارت دیگر، ریسک بازار به پرتفوی معاملاتی بانک مربوط است، نه به پرتفوی فعالیت‌های بانکی. از دیدگاه نظری، پرتفوی معاملاتی یک موسسه مالی می‌تواند با معیارهای زمانی و نقدینگی از پرتفوی سرمایه گذاری متمایز شود. پرتفوی معاملاتی (یا تجاری) شامل داراییها، بدهی‌ها و قراردادهای مشتقه ایست که می‌تواند به سرعت در بازارهای سازمان یافته مورد خرید و فروش قرار گیرد، حال آن که پرتفوی سرمایه گذاری که در ادبیات بانکی، به آن دفتر بانکی نیز می‌گویند، شامل دارایی‌ها و بدهی‌هایی است که غیرنقد بوده و برای بیش از یک دوره نگهداری می‌شوند. هر چند تمام دارایی‌ها و بدهی‌ها در گذر زمان به فروش می‌رسند (یعنی تبدیل به وجه نقد می‌شوند)، اما مقررات بانکی، عموماً دارایی‌هایی را در پرتفوی معاملاتی لحاظ می‌کنند که برای دوره‌های کوتاهتر از یک سال نگهداری می‌شوند. همانطور که دفتر بانکی عمدتاً شامل تسهیلات، سپرده‌ها و سایر دارایی‌های غیرنقد است، دفتر معاملاتی نیز شامل وضعیت‌های مازاد (فزونی دارایی بر بدهی) یا کسری (فزونی بدهی بر دارایی)، در ابزارهایی چون اوراق مشارکت، کالا، ارز، سهام و اوراق مشتقه است. جدول زیر تفکیکی فرضی از دارایی‌ها و بدهی‌های بانکی و معاملاتی را نمایش می‌دهد.

باید به این نکته توجه کرد که در برابر زیان‌های ناشی از فعالیت‌های بانکی و تجاری، سرمایه به عنوان ضربه گیر عمل می‌کند. در این راستا با توجه به این که ریسک بازار تاثیر قابل ملاحظه‌ای بر تداوم فعالیت بانک‌ها دارد، از سال ۱۹۹۸ قانون‌گذاران، ریسک بازار را در تعیین سطح سرمایه مورد نیاز بانک‌ها (کفایت سرمایه) لحاظ کرده‌اند.

اگر چه بر اساس توضیحات فوق می‌توان تا حدودی ریسک بازار را از سایر انواع ریسک تفکیک کرد، اما در دنیای واقعی ریسک بازار از ریسک‌های اعتباری، عملیاتی و نقدینگی به طور کامل قابل تفکیک نیست. در یک تقسیم بندی کلی، می‌توان ریسک بازار را در پنج لایه زیر پیگیری کرد:

جایگاه و اهمیت ریسک بازار در فرایند مدیریت ریسک از جمله دلایل اهمیت اندازه گیری و مدیریت ریسک بازار، می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

مقررات: در تنظیم مقررات جاری و رهنمودهای کمیته بال، ریسک بازار در الزامات سرمایه، لحاظ شده است. اطلاعات مدیریت: اندازه گیری ریسک بازار، اطلاعاتی درخصوص میزان منابع در معرض ریسک را که به واسطه معاملات تجاری موسسه مالی ایجاد شده است، فراهم می‌آورد. سپس مدیریت می‌تواند میزان منابع در معرض ریسک را با سرمایه موسسه مالی مقایسه کند.

تعیین حدود فعالیت: توجه به ریسک بازار پرتفوی معامله‌گران، می‌تواند منجر به تعیین حدود منطقی و اقتصادی برای هر معامله گر در حوزه فعالیت تجاری مربوطه شود.

تخصیص منابع: با اندازه گیری ریسک بازار می‌توان بازدهی حوزه‌های مختلف تجاری را با ریسک بازار متناظرشان مقایسه و از این طریق، حوزه‌هایی که بیشترین پتانسیل کسب بازده در هر واحد از ریسک را دارند، شناسایی کرد تا منابع بیشتر به آن حوزه‌ها هدایت شوند.

سنجش عملکرد: از آنجا که اندازه گیری ریسک بازار منجر به مشخص شدن رابطه ریسک و بازده معامله‌گران می‌شود، استقرار سیستم منطقی تر پاداش دهی را میسر می‌سازد (میرشمسی، ۱۳۸۹).

۳. پیشینه داخلی و خارجی

قائمی و تقی‌پور (۱۳۹۶)، در تحقیقی تحت عنوان بررسی رابطه ی بین مالکیت دولتی با معیارهای ارزیابی عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان داد که با توجه به معیارهای ارزیابی عملکرد در پژوهش های قبلی، چند معیار ارزیابی عملکرد به عنوان متغیرهای وابسته شامل؛ نرخ بازده دارایی ها، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و ارزش افزوده اقتصادی بیانگر معیارهای ارزیابی عملکرد مالی می باشند. سپس اطلاعات مربوط به متغیرهای مستقل، درصد مالکیت دولتی و درصد مالکیت سهام خارجی بود، مورد مطالعه قرار گرفت. به منظور آزمون فرضیه ها از شیوه آماری رگرسیون چند متغیره بهره گرفته شد. نتایج پژوهش بیانگر این است که بین مالکیت دولتی با معیارهای ارزیابی عملکرد مالی، رابطه ای منفی و معنی دار وجود دارد.

گرمه و همکاران (۱۳۹۵)، در تحقیقی تحت عنوان تاثیر استقلال هیئت مدیره شرکت ها بر دارایی های نقدی، نوسان پذیری بازده سهام، بازده غیر عادی انباشته نشان داد که بین استقلال هیئت مدیره و نسبت دارایی های نقدی شرکت ها رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. همچنین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه دوم پژوهش به این نتیجه رسیدیم که بین استقلال هیئت مدیره و نوسان پذیری بازده سهام شرکت ها رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. در ادامه نتایج پژوهش در ارتباط با تایید فرضیه سوم پژوهش حاکی از آن بود که بین استقلال هیئت مدیره و بازده غیرعادی انباشته شرکت ها رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد.

داودنیا و همکاران (۱۳۹۴)، در تحقیقی تحت عنوان بررسی رابطه بین ویژگی های هیئت مدیره با بازده غیرعادی تجمعی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان داد بین میزان تحصیلات و سابقه مدیرعاملی با بازده غیرعادی تجمعی حقوق صاحبان سهام ارتباط منفی و معنی داری وجود دارد، به طوری که با افزایش این متغیرها، بازده غیرعادی تجمعی حقوق صاحبان سهام کاهش می یابد. همچنین نتایج تحقیق حاکی از عدم وجود رابطه معنی داری بین استقلال هیئت مدیره، پاداش و سابقه مدیریتی در شرکت به همراه حداقل ۵ سال سابقه عضویت در هیئت مدیره با بازده غیر عادی تجمعی است. نتایج آزمون متغیرهای کنترلی نشان دهنده وجود رابطه معناداری بین تمام متغیرهای کنترلی با بازده غیرعادی تجمعی سهام است، بطوری که متغیر بازده دارایی ها و ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام ارتباط مستقیم و معنادار و اندازه شرکت ارتباط معکوس با بازده غیرعادی تجمعی حقوق صاحبان سهام دارد.

رضایی و ویسی حصار (۱۳۹۳)، به بررسی تأثیر روابط دولتی بر رابطه بین تمرکز مالکیت با کیفیت گزارشگری مالی و هزینه سهام عادی پرداختند. ایشان با بررسی ۳۲ شرکت طی سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ به این نتیجه رسیدند که شرکت ها دارای روابط سیاسی گسترده با دولت کیفیت سود پایین تری دارند و همچنین دارای هزینه سهام عادی بالاتری می باشند.

جرجیایونتالا و استفان^{۱۵} (۲۰۱۴)، به بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر ارزش شرکت پرداختند. ایشان به این نتیجه رسیدند که ارتباط مثبت و معناداری بین ارتباطات دولتی و ارزش شرکت وجود دارد.

کوان لی^{۱۶} (۲۰۱۲)، بیان می دارد شرکت هایی که دارای روابط سیاسی (وابستگی دولتی) هستند در انتخاب فرصت های سرمایه گذاری بهتر عمل می کنند و می توانند از وابستگی های دولتی جهت انتخاب پروژه های با ارزش فعلی مثبت بهره مند شوند و با این کار ریسک مربوط به شرایط سیاسی و اقتصادی خود را کم و باعث افزایش ارزش شرکت شود.

¹⁵ . Georgeta Vintil, stefan Cristian Gherghina

¹⁶ . Quan Li

اون گور^{۱۷} (۲۰۱۱)، در تحقیق خود در شرکت های کشور آفریقای کنیا تحت عنوان بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت به این نتیجه رسید که بین ساختار مالکیت، تمرکز و مالکیت دولتی با عملکرد شرکت رابطه معنادار و منفی وجود دارد و از سوی دیگر بین ساختار مالکیت پراکنده و مالکیت شرکتی با عملکرد شرکت رابطه معنادار و مثبت وجود دارد.

سیتزلی^{۱۸} (۲۰۰۶)، در تحقیقاتی نشان داد که میزان دولتی بودن اقتصاد کشورها با بازار بورس، رابطه مستقیم و تنگاتنگی دارد، بطوری که هرگونه کنشی از سوی دولت (اگر تصمیم گیرنده کلان و اصلی اقتصاد باشد) با واکنش هایی قابل مشاهده و متعددی در بازار سهام همراه می شود.

کی نایت^{۱۹} (۲۰۰۶) به این نتیجه رسید که بازده سهام در بورس اوراق بهادار با تغییر دولت ها همبستگی مثبت و معناداری دارد.

۴. فرضیات پژوهش

*فرضیه اصلی

بین استقلال هیئت مدیره، مالکیت دولتی با نوسان بازده سهام و ریسک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

*فرضیه های جزئی

۱- استقلال هیئت مدیره، خطر ریسک شرکت ها را کاهش می دهد.

۲- مالکیت دولتی، خطر ریسک شرکت ها را کاهش می دهد.

۳- ریسک مبتنی بر بازار، خطر شرکت را کاهش می دهد.

۴- کنترل خصوصی خطر ریسک شرکت را افزایش می دهد.

۵. روش پژوهش

از آنجایی که ماهیت این تحقیق از نوع همبستگی است و در جامعه و نمونه مورد بررسی دو دسته خصیصه کمی در اختیار است؛ بنابراین می توان به جستجوی همبستگی ممکن میان آن دو خصیصه پرداخت. نرم افزار مورد استفاده جهت تجزیه و تحلیل داده ها، Eviews می باشد.

در راستای تعیین روش مناسب برای تحلیل داده های ترکیبی، رویکردهای متعددی وجود دارد. رویکرد متداول این است که برای به کارگیری داده های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن آنها از آزمون چاو استفاده شود. در صورتی که نتایج این آزمون، مبنی بر به کارگیری داده ها به صورت داده های پانلی شود، می بایست برای تخمین مدل تحقیق از یکی از مدل های اثرات ثابت یا اثرات تصادفی استفاده شود که برای انتخاب یکی از این دو مدل، باید آزمون هاسمن اجرا شود.

۶. نمونه آماری

جامعه آماری در این تحقیق کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۹۱-۱۳۹۵ می باشد. و شرکت هایی که حایز شرایط زیر باشند در نمونه انتخاب خواهند شد.

(۱) شرکت های موردنظر از ابتدای سال ۱۳۹۱ تا سال ۱۳۹۵ عضو بورس اوراق بهادار تهران باشند.

(۲) شرکت هایی که سال مالی آنها منتهی به ۱۲/۲۹ باشد.

(۳) شرکت های مورد نظر طی دوره تحقیق فعالیت مستمر داشته باشند. و توقف عملیات بیش از چهار ماه نداشته باشند.

17. Okothongore

18. Cetrelli

19. Knight

۴) شرکت های سرمایه گذاری، صندوق های بازنشستگی، واسطه های مالی، که عملیات آنها تحت تاثیر عملیات شرکت های دیگر به جهت سرمایه گذاری در شرکت های دیگر می باشد از نمونه حذف می شود تا نتایج قابل مقایسه بشوند پس از اعمال محدودیت های پیشگفته و حذف داده های پرت، در مجموع ۱۵۲ شرکت به عنوان نمونه در نظر گرفته شد.

۷. مدل ها و متغیرهای پژوهش

✓ متغیروابسته

نوسان بازده سهام و ریسک؛

✓ متغیرمستقل

استقلال هیئت مدیره، مالکیت دولتی؛

$$RV_{it} = \alpha + \beta_1 BI_{it} + \beta_2 SO_{it} + \beta_3 MARKETRISK_{it} + \beta_4 PO_{it} + \beta_5 BS_{it} + \beta_6 DUALITY_{it} + \beta_7 FIRMAGE_{it} + \beta_8 FIRMSIZE_{it} + \beta_9 TOBINQ_{it} + \epsilon_{it}$$

RV: نوسان بازده سهام در سال مالی t؛

برای اندازه گیری بازده غیرمتعارف سهام از مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳)، استفاده شده است که به صورت رابطه زیر می باشد:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + b_i (R_{m,t} - R_{f,t}) + s_i (SMB_t) + h_i (HML_t) + \tau_{i,t}$$

$R_{i,t} - R_{f,t}$ = صرف ریسک سهام شرکت i ماه t،

$R_{m,t} - R_{f,t}$ = صرف ریسک بازار در ماه t،

SMB_t = عامل اندازه شرکت ها در ماه t،

HML_t = عامل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام در ماه t.

برای اندازه گیری نوسان بازده غیرمتعارف سهام (VAR^{FFadj}) از رابطه زیر استفاده شده است، بدین نحو که پس از به کارگیری مدل سه عاملی و به دست آوردن پسماندهای ماهیانه، واریانس سالیانه پسماندهای ماهیانه این مدل محاسبه گردیده و به عنوان شاخص نوسان بازده سهام به کار گرفته شده است.

$$VAR_{it} = \sigma^2 \epsilon_{i,t}$$

VAR_{it} : نوسان بازده غیرمتعارف سهام شرکت i در سال t،

$\sigma^2 \epsilon_{i,t}$: واریانس سالیانه پسماندهای ماهیانه شرکت i در ماه t پس از به کارگیری مدل سه عاملی.

BI: استقلال هیئت مدیره نسبت مدیران غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره برای سنجش میزان استقلال اعضاء هیئت مدیره؛

SO: درصد مالکیت دولتی؛ میزان مالکیت دولتی که به صورت مجموع سهام در اختیار سهامداران دولتی تقسیم بر کل سهام منتشره شرکت محاسبه می گردد؛

MARKETRISK: ریسک مبتنی بر بازار: مطابق تحقیق شیخ و پرکاوش (۱۳۸۶) از ریسک سیستماتیک به عنوان ریسک مبتنی بر بازار استفاده شده است که معادله آن به شرح زیر است:

$$\beta = \frac{COV(R_{it}, R_{mt})}{\delta^2(R_{mt})}$$

Rit: نرخ بازده شرکت

Rmt: نرخ بازده بازار

COV (Rit,Rmt): کوواریانس بازده شرکت و بازده بازار

$$\delta^2(R_{\text{rit}})$$

برای محاسبه کوواریانس و واریانس از نرخ بازده چهار دوره قبل استفاده شده است. FO: کنترل خصوصی؛ برای اندازه‌گیری از متغیر مجازی استفاده شده است به این صورت که اگر شرکت با مالکیت خصوصی (خانوادگی) باشد عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر در نظر گرفته شده است.

✓ متغیرهای کنترلی

BS: اندازه هیئت مدیره؛ برابر با لگاریتم طبیعی تعداد کل اعضای هیئت مدیره؛ DUALITY: دوگانگی نقش مدیرعامل؛ متغیر مجازی به اینصورت که اگر مدیرعامل همزمان رییس هیئت مدیره باشد یک و در غیر اینصورت صفر در نظر گرفته می‌شود.

FIRMAGE: سن شرکت؛ تعداد سال‌های تاسیس شرکت تا دوره مورد نظر؛

FIRMSIZE: اندازه شرکت؛ لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت؛

TOBINQ: ارزش بازار مجموع دارایی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها؛

۸. آزمون فرضیه‌های پژوهش

قبل از برآورد رگرسیون مربوط به آزمون فرضیات تحقیق ابتدا آزمون همخطی، آزمون ناهمسانی واریانس و آزمون انتخاب الگوی مناسب انجام می‌شود. در نهایت مدل بر اساس نتایج بدست آمده از آزمون‌های ذکر شده برآورد می‌گردد.

۱.۸. آزمون همخطی

برای آزمون همخطی میان متغیرهای تحقیق از عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شده است. همانطور که در جدول شماره ۱ مشاهده می‌شود عامل تورم واریانس برای همه متغیرها کوچکتر از ۱۰ می‌باشد. لذا بین متغیرهای تحقیق همخطی شدید وجود ندارد (کاتر و همکاران، ۲۰۰۴).

متغیرها	عامل تورم واریانس (VIF)
استقلال هیئت مدیره	۱,۰۷۴
مالکیت دولتی	۱,۱۷۷
ریسک مبتنی بر بازار	۱,۱۲۹
کنترل خصوصی	۱,۳۱۹
اندازه هیئت مدیره	۱,۰۲۸
دوگانگی نقش مدیرعامل	۱,۰۲۵
سن شرکت	۱,۰۲۸
بازده دارایی‌ها	۱,۲۳۳
اندازه شرکت	۱,۲۸۷
نسبت کیوتوبین	۱,۳۹۲

^۱. Kutner et al

۸.۲. آزمون ناهمسانی واریانس

همانطور که قبلاً بیان شد برای آزمون ناهمسانی واریانس از آزمون وایت استفاده شده است. فرضیه صفر این آزمون مبنی بر همسانی واریانس است و فرضیه مقابل آن مبنی بر وجود ناهمسانی واریانس است. در جدول ۳-۴ نتایج مربوط به آزمون ناهمسانی واریانس نشان داده شده است. با توجه به اینکه احتمال آماره آزمون وایت کمتر از ۵ درصد است (۰,۰۰۱۹)، بنابراین فرضیه صفر رد شده و در نتیجه ناهمسانی واریانس وجود دارد و باید برای برآورد مدل قدرتمندسازی برای رفع ناهمسانی واریانس صورت گیرد.

جدول شماره ۲: آزمون ناهمسانی واریانس

نوع آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
آزمون ناهمسانی واریانس	۱,۷۹۰	۰,۰۰۱۹	وجود ناهمسانی واریانس

۸.۳. آزمون انتخاب الگوی مناسب

برای انتخاب الگو برای داده های ترکیبی از آزمون های ارائه شده در جدول شماره ۳ استفاده شده است. همانطور که در جدول مشاهده می شود در آزمون چاو مدل داده های تلفیقی تایید شد و در آزمون بروش پاگان نیز مدل داده های تلفیقی تایید شده است. با توجه به اینکه در هر دو آزمون مدل داده های تلفیقی تایید شد بنابراین انجام آزمون هاسمن ضرورتی ندارد.

جدول شماره ۳: آزمون انتخاب الگو

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
آزمون چاو	۱,۰۰۵	۰,۴۷۳	تأیید مدل داده های تلفیقی در برابر مدل اثر ثابت
آزمون بروش پاگان	۰,۹۰۰	۰,۳۴۲	تأیید مدل داده های تلفیقی در برابر مدل اثر تصادفی

بعد از آزمون های انجام شده، رگرسیون مربوط به فرضیه های تحقیق با استفاده از قدرتمندسازی برای رفع ناهمسانی واریانس و

به صورت داده های تلفیقی برآورد گردید. برای آزمون فرضیات، فرضیه صفر و فرضیه مقابل به ترتیب زیر است:

$$\begin{cases} H_0: \beta_i = 0 \\ H_1: \beta_i \neq 0 \end{cases}$$

اگر احتمال ضرایب متغیر مستقل کمتر از ده درصد باشد، فرضیه تحقیق در سطح معناداری یک درصد، پنج درصد یا ده درصد پذیرفته می شود. نتایج مربوط به آزمون فرضیه های تحقیق در جدول شماره ۴-۵ ارائه شده است. همانطور که در جدول مشاهده می شود ضریب متغیر استقلال هیئت مدیره برابر ۰,۷۲۷- و احتمال آن برابر ۰,۰۱۵ است که نشان دهنده تاثیر منفی و معنادار این متغیر بر خطر ریسک شرکت است. بنابراین فرضیه اول تحقیق در سطح معناداری ۵ درصد پذیرفته می شود.

ضریب و احتمال متغیر مالکیت دولتی به ترتیب برابر ۰,۲۲۴ و ۰,۳۳۳ است. به دلیل اینکه احتمال این متغیر بیشتر از ۵ درصد است بنابراین مالکیت دولتی بر خطر ریسک شرکت تاثیر معناداری ندارد. در نتیجه فرضیه دوم رد می شود. ضریب متغیر ریسک مبتنی بر بازار برابر ۰,۲۱۴- و احتمال آن برابر ۰,۰۰۰ است که حاکی از تاثیر منفی و معنادار این متغیر بر خطر ریسک شرکت است بنابراین فرضیه سوم تحقیق تایید می شود. ضریب و احتمال متغیر کنترل خصوصی به ترتیب برابر ۰,۲۰۷ و ۰,۲۸۲ است که نشان می دهد کنترل خصوصی بر خطر ریسک شرکت تاثیر معناداری ندارد. ضریب و احتمال متغیر اندازه هیئت مدیره

بیانگر تاثیر منفی و معنادار این متغیر بر خطر ریسک شرکت است. همچنین ضریب و احتمال متغیر اندازه شرکت نشاندهنده تاثیر مثبت و معنادار متغیر اندازه شرکت بر خطر ریسک شرکت است. متغیر سن شرکت تاثیر منفی و معنادار بر خطر ریسک شرکت دارد. سایر متغیرها بر خطر ریسک شرکت تاثیر معناداری ندارند.

برای آزمون خودهمبستگی سریالی از آماره دوربین واتسون استفاده شده است. آماره دوربین واتسون برابر ۲,۱۸ است. به دلیل اینکه مقدار آماره دوربین واتسون در بازه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد بنابراین خودهمبستگی سریالی میان باقیمانده‌ها وجود ندارد. ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰,۴۷ است که نشان می‌دهد ۴۷ درصد از نوسان‌های خطر ریسک شرکت توسط متغیرهای مستقل موجود در مدل تبیین می‌شود. علاوه بر این با توجه به اینکه احتمال آماره فیشر این مدل (۰/۰۰۰) می‌باشد، میتوان گفت که در سطح اطمینان ۹۹ درصد این مدل معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است.

جدول شماره ۴: نتایج مربوط به آزمون فرضیه‌های تحقیق

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	احتمال (prob)
استقلال هیئت مدیره	-۰,۷۲۷	۰,۲۹۸	-۲,۴۳۶	۰,۰۱۵
مالکیت دولتی	۰,۲۲۴	۰,۲۳۱	۰,۹۶۹	۰,۳۳۳
ریسک مبتنی بر بازار	-۰,۲۱۴	۰,۰۵۷	-۳,۷۸۲	۰,۰۰۰
کنترل خصوصی	۰,۲۰۷	۰,۱۹۳	۱,۰۷۶	۰,۲۸۲
اندازه هیئت مدیره	-۲,۶۲۸	۱,۱۲۴	-۲,۳۳۸	۰,۰۲۰
دوگانگی نقش مدیرعامل	-۰,۰۶۰	۰,۱۹۵	-۰,۳۰۸	۰,۷۵۸
سن شرکت	۰,۲۹۸	۰,۱۸۶	۱,۵۹۹	۰,۱۱۰
بازده دارایی‌ها	-۲,۸۰۷	۰,۵۳۹	-۵,۲۰۳	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	۰,۲۴۲	۰,۰۴۷	۵,۱۴۵	۰,۰۰۰
نسبت کیوتوبین	-۰,۰۰۶	۰,۰۷۷	-۰,۰۷۴	۰,۹۴۱
C	۳,۲۶۴	۱,۹۹۶	۱,۶۳۵	۰,۱۰۲
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۴۷	آماره فیشر	۷,۱۷۱	
آماره دوربین - واتسون	۲,۱۸	احتمال	آماره	فیشر
		۰,۰۰۰		
متغیر وابسته: خطر ریسک شرکت				

خلاصه نتایج آزمون فرضیه های تحقیق در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول شماره ۵: خلاصه نتایج آزمون فرضیات

نتیجه	فرضیه تحقیق
پذیرش فرضیه	استقلال هیئت مدیره، خطر ریسک شرکت ها را کاهش می دهد.
رد فرضیه	مالکیت دولتی، خطر ریسک شرکت ها را کاهش می دهد.
پذیرش فرضیه	ریسک مبتنی بر بازار، خطر شرکت را کاهش می دهد.
رد فرضیه	کنترل خصوصی خطر ریسک شرکت را افزایش می دهد.

۹. بحث و نتیجه گیری

همیشه انجام پژوهش در راستای رسیدن به نتیجه ای صحیح و قابل اتکا انجام می پذیرد و اگر پس از انجام پژوهش به نتیجه ای صحیح نرسیم کاری بیهوده و ناکارآمد انجام شده است. در این پژوهش پس از مطرح کردن فرضیه ها و همچنین بیان روش های گوناگون به نتایجی رسیدیم. نتایج آزمون های آماری به شرح زیر می باشد:

فرضیه های پژوهش به صورت زیر مطرح شده است:

همانطور که مشاهده شد، ضریب متغیر استقلال هیئت مدیره برابر ۰,۷۲۷- و احتمال آن برابر ۰,۰۱۵ است که نشاندهنده تاثیر منفی و معنادار این متغیر بر خطر ریسک شرکت است. بنابراین فرضیه اول تحقیق در سطح معناداری ۵ درصد پذیرفته می-شود. ملکبان و شایسته مند در سال ۱۳۹۴ به بررسی تبیین تاثیر سازوکارهای مدیریتی راهبردی شرکتی بر ریسک پذیری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها دریافتند استقلال هیئت مدیره و نفوذ مدیرعامل بر خطر ریسک پذیری شرکتها تأثیرگذار بوده است. برایک و چیدامباران نیز^{۲۱} (۲۰۰۸) بین استقلال هیئت مدیره و ریسک پذیری، ارتباط معکوس مشاهده نمودند.

اما پاتان^{۲۲} (۲۰۰۹)، دریافت که بین ویژگیهای هیئت مدیره همچون تعداد اعضا و استقلال و ریسک پذیری بانکها، ارتباط مستقیم وجود دارد.

در مورد فرضیه دوم، ضریب و احتمال متغیر مالکیت دولتی به ترتیب برابر ۰,۲۲۴ و ۰,۳۳۳ است. به دلیل اینکه احتمال این متغیر بیشتر از ۵ درصد است بنابراین مالکیت دولتی بر خطر ریسک شرکت تاثیر معناداری ندارد. در نتیجه فرضیه دوم رد می شود. وینتالا و استفان (۲۰۱۴) به بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر ریسک شرکت پرداختند. ایشان به این نتیجه رسیدند که ارتباط مثبت و معناداری بین مالکیت دولتی و ریسک شرکت وجود دارد. همچنین؛ یافته های این پژوهش مغایر با نتایج پژوهش سولومین، لین، نورتون^{۲۳} و سولومین (۲۰۰۳)، می باشد. زیرا آنها در پژوهش خود نشان دادند که مالکیت سهامداران بر ریسک شرکت تأثیر داشته است.

برای فرضیه سوم، ضریب متغیر ریسک مبتنی بر بازار برابر ۰,۲۱۴- و احتمال آن برابر ۰,۰۰۰ است که حاکی از تاثیر منفی و معنادار این متغیر بر خطر ریسک شرکت است بنابراین فرضیه سوم تحقیق تایید می شود. یافته های این پژوهش همسو با پژوهش

21 . Brick and Chidambaran

22 . Pathan

23 . Solomin et al

شیخ و پرکاوش در سال ۱۳۸۶ می باشد. تامس و سالاما^{۲۴} نیز مطالعه ای جهت بررسی ارتباط بین ریسک مبتنی بر بازار و خطر ریسک شرکت انجام دادند. آنها دریافتند که بین این دو متغیر رابطه معناداری وجود دارد که همسو با نتایج این پژوهش می باشد. در مورد فرضیه چهارم، ضریب و احتمال متغیر کنترل خصوصی به ترتیب برابر ۰,۲۰۷ و ۰,۲۸۲ است که نشان می دهد کنترل خصوصی بر خطر ریسک شرکت تاثیر معناداری ندارد. رزمجویی و همکاران در سال ۱۳۹۴ پژوهشی مشابه با این پژوهش را انجام دادند آنها دریافتند که کنترل، ریسک شرکت را تحت تاثیر قرار می دهد.

۱۰. پیشنهادات مبتنی بر نتایج پژوهش

طبق نتایج فرضیه اول، استقلال رئیس هیئت مدیره که از طریق غیرموظف بودن او تقویت می گردد، از طریق کاهش قدرت مدیرعامل، تأثیر به سزایی بر کاستن از ریسک پذیری و عملکرد شرکتها دارد. این امر در سطح کلان اقتصادی می تواند کاهش توان ثروت آفرینی کشور را در پی داشته باشد. در این راستا پیشنهاد می شود، سیاست گذاران بازار سرمایه از طریق آسیب شناسی نقش هیئت مدیره و مدیران عامل و تدوین مقررات و اتخاذ سیاست های مناسب، با ترغیب مدیران به پذیرش سطح بهینه ریسک، بازدهی بازار سرمایه و توان ثروت آفرینی کشور را افزایش دهند. همچنین با توجه به فرایند رو به رشد خصوصی سازی و کوچک سازی دولت که از جمله مهمترین مأموریت های دولت و بورس به شمار می رود، به نظر می رسد آسیب شناسی نظام راهبری شرکتی و تصویب آیین نامه آن با توجه ویژه به نقش هیئت مدیره و مدیرعامل ضروری باشد.

با توجه به نتایج فرضیه دوم پیشنهاد می گردد که سهامداران هنگام سرمایه گذاری در سهام شرکت ها به درصد مالکیت دولتی سهام توجه نمایند. زیرا شرکت های دارای وابستگی دولتی به طور معمول از راه های مختلفی می توانند تحت تاثیر ریسک قرار گیرند.

همچنین؛ ریسک همواره عاملی بازدارنده بر سر راه سرمایه گذاران قرار داشته است. سرمایه گذاران های موفق، مدیریت بهتری بر روی ریسک داشته اند. بورس اوراق بهادار جا دارد که با بهره گیری از یکی از ارکان و ملزومات بازار که همان متخصصین و تحلیلگران مالی هستند. امکانات لازم در خصوص مشاوره، همکاری و ارائه خدمات اطلاعاتی را در اختیار سرمایه گذاران قرار دهند تا اولاً بورس در عملیات خود کارا تر عمل کند. ثانياً سرمایه گذاران نیز با مخاطره کمتری مواجه باشند.

۱۱. پیشنهاد برای تحقیقات آتی

پیشنهادهای تحقیقات آتی به شرح ذیل است:

۱. تحقیقات با دوره زمانی طولانی تر صورت گیرد.
۲. با توجه به نتایج به دست آمده از فرضیه ها می توان تحقیقاتی در رابطه با سایر عوامل تاثیر گذار بر نقاط ضعف بااهمیت کنترل داخلی از جمله استقلال کمیته حسابرسی و حق الزحمه حسابرس انجام داد.
۳. با توجه به شرایط خاص حاکم بر برخی صنایع، بررسی پدیده کنترل داخلی با لحاظ کردن ویژگی های صنعت، مناسب به نظر می رسد.
۴. رابطه رگرسیونی این پژوهش برای تمام صنایع عضو نمونه آماری به صورت یکجا برآورد شده است. از این رو، پیشنهاد می شود در مطالعات آتی، این رابطه برای صنایع گوناگون به تفکیک برآورد شود تا نقطه بیشینه مدل برای هر صنعت دقیقتر تعیین گردد.
۵. در این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده اند، بنابراین، پیشنهاد می شود در پژوهش های آتی این موضوع در شرکت های فرابورس نیز بررسی گردد.

²⁴ . Toms,S. and Salama,A

۶. بررسی تاثیر متغیرهای کلان بر رابطه بین مالکیت دولتی و ریسک.

۱۲. محدودیت ها و مشکلات پژوهش

همیشه در مسیر انجام پژوهش، پژوهشگر با چالش هایی رو به رو می شود. رفع این چالش ها می تواند باعث پیشرفت کار و ارائه پژوهشی صحیح و قابل اتکا شود و گاهی برخی از این چالش ها به راحتی قابل حل نیستند که از آن ها به عنوان محدودیت هایی یاد می کنیم که در راه پژوهش با آنها رو به رو شده ایم. در ادامه به ذکر چند مورد از محدودیت های این پژوهش می پردازیم تا استفاده کنندگان هنگام استفاده کردن از نتایج این تحقیق با کمبودها و محدودیت های این پژوهش آشنا بوده و آن ها را در مسیر استفاده از این پژوهش مد نظر قرار دهند.

۱. با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تسری نتایج به سایر شرکت ها بایستی با احتیاط انجام شود.
۲. اثرات ناشی از تفاوت در روش های حسابداری در اندازه گیری و گزارش رویدادهای مالی ممکن است بر نتایج تاثیر بگذارد که تعدیلی از این بابت به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات صورت نگرفته است. به عبارتی دیگر ممکن است شرکت ها از تغییر در رویه های حسابداری به نحوی استفاده کنند تا در اعداد و ارقام گزارش شده تأثیر بگذارد.
۳. شرایط سیاسی و اقتصادی کشور و نیز جو روانی حاکم بر بازار بورس اوراق بهادار تهران، عواملی هستند که ممکن است بر متغیرهای این پژوهش اثر گذارند، اما در پژوهش حاضر کنترل نشده اند.
۴. نرخ بهره، نرخ ارز و تورم دو رقمی ایران در سال های اخیر، به عنوان شاخص های اقتصاد کلان، بر ارقام صورت های مالی شرکت ها تأثیرگذار بوده است. با توجه به عدم وجود استانداردهای حسابداری الزامی جهت تعدیل صورت های مالی، ممکن است وجود چنین تورمی و عدم انجام تعدیلات لازم در این خصوص، نتایج این تحقیق که با استفاده از صورت های مالی مبتنی بر بهای تمام شده تاریخی بدست آمده اند را خدشه دار نماید.
۵. داده های مستخرج از صورت های مالی، از بابت تورم تعدیل نشده اند. با توجه به متفاوت بودن نرخ تورم در سال های مورد بررسی، در صورتی که داده های مورد استفاده از این بابت تعدیل می شدند، ممکن بود نتایج، متفاوت از نتایج فعلی باشد.

۱۳. منابع و ماخذ

- حساس یگانه، یحیی؛ شعری، صابر؛ خسرو نژاد، حسین. (۱۳۸۷). رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی، نسبت بدهیها و اندازه شرکت با مدیریت سود. *مطالعات حسابداری*، شماره ۲۴، ۷۹-۱۱۵.
- حساس یگانه، یحیی و شهریار، علیرضا. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و محافظه کاری در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی*، شماره ۴، دانشگاه اصفهان.
- داودنیا، غزاله؛ نوربخش، محسن. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین ویژگی های هیئت مدیره با بازده غیرعادی تجمعی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، منتشر شده در چهارمین کنفرانس ملی مدیریت و حسابداری.
- رضایی، محمد. (۱۳۹۰). بررسی تاثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی واحد سمنجان.
- راعی، ر. و سعیدی، ع. (۱۳۸۳). مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک. تهران: انتشارات سمت.
- رضایی، فرزین و ثریا ویسی حصار. (۱۳۹۳). تاثیر ارتباطات سیاسی با دولت بر رابطه تمرکز مالکیت با کیفیت گزارشگری مالی و هزینه سهام عادی، *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۲۱، شماره ۴، صص ۴۴۹-۴۷۰.

سعیدی، علی؛ افخمی، عادل. (۱۳۹۱). بررسی رابطه ی ریسک، بازده و نقدشوندگی با سهام شناور آزاد در بورس اوراق بهادار تهران، *تحقیقات مالی*، دوره ۱۴، شماره ۲، صص ۶۵-۸۰.

سلطان زاده، رضا. (۱۳۹۰). تأثیر جریان های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری. *مجله تحقیقات حسابداری*. شماره ۳. صص ۹۶-۸۰.

شورورزی، محمدرضا؛ خلیلی، محسن؛ سلیمانی، حمید؛ فروتن، امید. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت ها بر مبنای رگرسیون فازی، *پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی*، سال ۷، شماره ۲۵، صص ۱۲۱-۱۳۹.

غلامی، غلامرضا (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین مالکین نهادی و محتوای اطلاعاتی سود، *فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۵۴، صص ۸۱-۱۰۰.

قائمى. محمدحسین، شهریاری. مهدی، (۱۳۸۸)، حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت ها، *مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز*، دوره اول، شماره اول.

قائمى، محمود؛ تقی پور، مهدیه. (۱۳۹۶). بررسی رابطه ی بین مالکیت دولتی با معیارهای ارزیابی عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، محل انتشار: [سومین همایش ملی و سومین همایش بین المللی مدیریت و حسابداری ایران](#).

[حسابداری ایران](#).

میرشمسی، الهام. (۱۳۸۹). اثر تغییر نرخ سود سپرده های بانکی بر متغیرهای کلان اقتصادی به روش پویای سیستمی. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه شهید بهشتی.

گرمه، معصومه؛ جاوید، داریوش؛ سلاطی، حمیدرضا. (۱۳۹۵). تاثیر استقلال هیئت مدیره شرکت ها بر دارایی های نقدی، نوسان پذیری بازده سهام، بازده غیر عادی انباشته، منتشر شده در چهارمین کنفرانس ملی مدیریت، اقتصاد و حسابداری، تبریز.

محمدی، شاپور، قالیباف اصل، حسن؛ مشکى، مهدى. (۱۳۸۸). بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *تحقیقات مالی*، دوره ۱۱، شماره ۲۸، صص ۶۹-۸۸.

مرادی، مهدی؛ سعیدی، مجتبی؛ رضایی، حمیدرضا. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر اندازه و استقلال هیأت مدیره بر هزینه های نمایندگی، *پژوهش های تجربی حسابداری*، سال دوم، شماره ۷، صص ۳۵-۵۴.

مومنی، فرشاد. (۱۳۷۷). بررسی ارتباط بین بازده سهام و اندازه شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی مشهد.

Alberts, Christopher & Dorofee, Audrey. *Managing Information Security Risks: The OCTAVESM Approach* Boston, MA: Addison-Wesley, 2002.

Alijoyo, Antonius (2004). *Focused Enterprise Risk Management* (1st ed.), PT Ray Indonesia, Jakarta.

Bekaert, G., C. R. Harvey and C. Lundblad (2007). "Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets". *Review of Financial Studies*, 20, pp.1783_1831

Chen, C. M., and Lee, H. H. 2005. Default risk, liquidity risk, and equity returns: evidence from the Taiwan market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 49(1): 101-129.

Correia Maria M, (2012), "Political Connections, SEC Enforcement and Accounting Quality", Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 61, www.ssrn.com. PP.1-25.

Chan Y., C. Sit, M. Tong, D. Wong, and R. Chan, (1996). 'Possible factors of the accuracy of prospectus earnings forecasts in Hong Kong', *International Journal of Accounting*, 31: 381-398.

- Deqiu Chen, Sifei Li, Jason Zezhong Xiao, Hong Zou, (2014), "The Effect of Government Quality on Corporate Cash Holdings", *Journal of Corporate Finance*. 27, PP. 384-400
- Faccio, Mara, Ronald Masulis, and John McConnell, (2006), "Political Connections and Corporate Bailouts", *Journal of Finance*. 61(6), PP. 2597-2635
- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983). "Separation of ownership and control." *Journal of Law and Economics*, Vol. 26. 329-347.
- Goodstein, J., Gautam, K. and Boeker, W. (1994). The effect of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal*, Vol. 15. 50-241.
- Greene, W. (1974), *Econometric Analysis*, 5th edition, **Prentice-Hall International**.
- Georgeta Vintil, stefan Cristian Gherghinaa, (2014), "The Impact of Ownership Concentration on Firm Value", Empirical study of the Bucharest Stock Exchange listed companies. *Procedia Economics and Finance*, 15, PP. 271 - 279.
- Healy, P. (1996) Discussion of a market-based evaluation of discretionary accrual models. *Journal of Accounting Research*. 34:pp 107 - 115.
- Knight, B, (2006), "Are Policy Platforms Capitalized into Equity Prices? Evidence from the Bush/Gore 2000 Presidential Election", *Journal of Public Economics*. 90(4), PP. 751-773.
- Okothongore, V. (2011), "The Relationship between Ownership Structure and Firm Performance", *African Journal of Business Management*, Vol. 5, PP. 220-228.
- Pastor, Lubos, and Robert Stambaugh, (2003). "Liquidity risk and expected stock returns", *Journal of Political Economy*. 111, pp. 642-685.
- Stulz, René M. (2003). *Risk Management & Derivatives* (1st ed.), Mason, Ohio: Thomson South-Western.