فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/سال هفتم/ شماره ۲۸ /زمستان ۹٤/صفحات ۱۲٦- ۱۰۵

تبیین تأثیر سازوکارهای مدیریتی راهبری شرکتی بر ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

اسفندیار ملکیان*
حمیدرضا شایسته مند**

تاریخ دریافت: ۹۴/۰۸/۱۸ تاریخ پذیرش: ۹۴/۱۲/۱۲

چکیده:

پژوهش حاضر تأثیر سازوکارهای مدیریتی راهبری شرکتی شامل ویژگی‌های هیئت‌مدیره (اندازه و استقلال) و مدیرعامل (دوگانگی، نفوذ و مدت تصدی) بر ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار می‌دهد. در این پژوهش انحراف معیار باقی‌مانده مدل سه عاملی فاما و فرنچ (ریسک غیر سامانمند) به‌عنوان جانشین ریسک‌پذیری شرکت در نظر گرفته شده است. همچنین آثار سه متغیر اهرم مالی، نرخ بازده دارایی‌ها و سن شرکت که انتظار می‌رفت بر روابط بین متغیرهای مستقل و وابسته تأثیرگذار باشد، کنترل گردید. با بررسی ۱۲۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ و با بهره‌گیری از تحلیل رگرسیونی پانل دیتا، نتایج پژوهش نشان می‌دهد، اندازه و استقلال هیئت‌مدیره و نفوذ مدیرعامل بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها تأثیرگذار بوده لکن شواهدی حاکی از تأثیر مدت تصدی و دوگانگی نقش مدیرعامل بر ریسک‌پذیری مشاهده نگردید.

* دانشیار حسابداری، دانشگاه مازندران،گروه حسابداری، مازندران، ایران (نویسنده مسئول).
Email: e.malekian@umz.ac.ir

** دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه مازندران، گروه حسابداری، مازندران، ایران.
Email: hshayestehmand@iacpa.ir

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

واژه های کلیدی: راهبری شرکتی، ریسک اختصاصی، ریسک‌پذیری، ویژگی‌های مدیرعامل، ویژگی‌های هیئت‌مدیره.

۱. مقدمه

ریسک، بخشی جدایی ناپذیر از تمامی فعالیت‌های تجاری است و مدیریت اثربخش آن، نه‌تنها در رابطه با پیشگیری از مشکلات مالی و انجام بودجه‌بندی سرمایه‌ای به شرکت کمک می‌کند، بلکه فرایند تصمیم‌گیری را نیز بهبود می‌بخشد. درواقع یکی از اصلی‌ترین وظایف مدیریت، سروکار داشتن با ریسک اختصاصی است.

ریسک‌پذیری، نقش بسیار بااهمیتی در حفظ مزیت رقابتی شرکت‌ها دارد و می‌تواند آن‌ها را به سمت رشد اقتصادی بالاتر رهنمون سازد. شرکت‌ها در محیط رقابتی، استراتژی‌های مختلفی را دنبال می‌کنند تا از این طریق سهم خود را در بازار افزایش داده و موانعی را برای ورود دیگران ایجاد نمایند. انتخاب هر استراتژی مستلزم پذیرش سطح متفاوتی از ریسک است و به‌گونه‌ای متفاوت بر ریسک اختصاصی شرکت تأثیر می‌گذارد. در حالی که انتخاب برخی استراتژی‌های تجاری، به دلیل افزایش سهم شرکت در بازار، آسیب‌پذیری شرکت در مقابل نوسانات کلان اقتصادی را کاهش داده و می‌توانند منجر به کاهش ریسک سامانمند (ریسک بازار) شرکت گردند، از سوی دیگر قادر به افزایش ریسک اختصاصی شرکت نیز هستند (نگوین[1]، ۲۰۱۱). مطالعات صورت پذیرفته در ادبیات مالی نشان می‌دهد که بازده سهام شرکت‌ها تحت تأثیر ریسک اختصاصی قرار دارد.

ادبیات راهبری شرکتی مدت‌ها است که تأثیر بسیاری از مؤلفه‌های آن همچون ساختار و ترکیب هیئت‌مدیره، جلسات هیئت‌مدیره، پاداش، ارزیابی عملکرد، کنترل مدیرعامل و غیره را بر ریسک اختصاصی و در نهایت عملکرد شرکت‌ها شناسایی نموده است. پس از وقوع بحران‌های مالی در دو دهه اخیر، تأکید فراوانی بر نقش هیئت‌مدیره در مدیریت ریسک شرکت شده است. یکی از پیشنهادهای کلیدی بررسی واکر[2] (مرجع راهبری شرکتی صنعت بانکداری انگلستان) تعیین هیئت‌مدیره به عنوان مسئول تعیین سطح مناسب ریسک مورد پذیرش است. موارد فوق نشان می‌دهند که همسو نمودن منافع و افزایش کنترل، ضمن تأثیر بر سطح

1 Nguyen
2 Walker Review

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

پذیرش ریسک، بر عملکرد عملیاتی و ارزش بازار شرکت تأثیر می‌گذارند (مک نالتی و همکاران[1]، ۲۰۱۲).

بسیاری از پژوهش‌های صورت پذیرفته تاکنون، از نوسان بازده سهام و یا نوسان بازده دارایی‌ها به عنوان جانشین ریسک‌پذیری شرکت استفاده نموده‌اند. هر چند استفاده از متغیرهای فوق به عنوان جانشین ریسک‌پذیری شرکت مقبولیت یافته، اما این متغیرها، کل ریسک شرکت، از جمله ریسک سامانمند (بازار) را در برمی‌گیرند و این ریسک، متأثر از عوامل کلانی همچون تحولات اقتصادی و سیاسی، چرخه‌های تجاری، تورم و بیکاری است که قیمت کل سهام موجود در بازار را تحت تأثیر قرار می‌دهند. با توجه به این امر، در این پژوهش تنها از بخش اختصاصی (غیر سامانمند) ریسک به عنوان جانشین ریسک‌پذیری شرکت استفاده خواهیم نمود. از سوی دیگر، پژوهش‌های تجربی صورت پذیرفته تاکنون، عمدتاً معطوف به سازوکارهای هیئت‌مدیره همچون استقلال، اندازه و پاداش هیئت‌مدیره بوده و ویژگی‌های مدیرعامل کمتر مورد توجه قرار گرفته است. پژوهش حاضر علاوه بر توجه به ویژگی‌های هیئت‌مدیره، تأثیر ویژگی‌های مدیرعامل بر ریسک‌پذیری شرکت را نیز مورد ارزیابی قرار می‌دهد. در این پژوهش، منظور از سازوکارهای مدیریتی راهبری شرکتی، آن دسته از مؤلفه‌های راهبری شرکتی است که مستقیماً درگیر مدیریت و اتخاذ تصمیم‌های عملیاتی هستند.

پژوهش‌های داخلی مرتبط، عمدتاً معطوف به بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر ریسک سامانمند و یا عملکرد و ارزش شرکت‌ها است و ریسک غیر سامانمند چندان مورد توجه قرار نگرفته است. عمده پژوهش‌های خارجی صورت پذیرفته در این رابطه نیز، مربوط به کشورهایی با اقتصاد پیچیده و پیشرفته همچون ایالات‌متحده، ژاپن، نیوزلند و فرانسه بوده و در کشورهای درحال‌توسعه، پژوهش قابل‌تأملی در این زمینه مشاهده نمی‌شود. بسیار روشن است که نتایج مشاهده شده در محیط تجاری کشورهای اشاره شده، به دلیل متفاوت بودن عناصر اساسی همچون محیط بازار، خصوصیات نهادی و مشکل نمایندگی، چندان قابل‌تعمیم به کشورهایی مانند ایران نیست. از جمله تفاوت‌های نهادی مؤثر بر پذیرش ریسک می‌توان به میزان توسعه‌یافتگی بازار سرمایه، تنوع مالکیت و روش‌های متنوع کنترل مشکل نمایندگی همچون تصاحب خصمانه و غیره اشاره نمود. ایران اقتصاد به نسبت کوچک‌تر و ساده‌تری در مقایسه با این کشورها دارد، بازار سهام چندان توسعه‌یافته نیست و عموماً سرمایه شرکت‌ها کم و مالکیت متمرکز است. همچنین عوامل کنترلی همچون تصاحب خصمانه به‌ندرت رخ می‌دهد و

1 Mc Nulty et al

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

پاداش‌های مبتنی بر عملکرد مانند برنامه‌های اختیار سهام چندان متداول نیست. هر چند با عنایت به این تفاوت‌های بااهمیت بین شرکت‌های ایرانی و شرکت‌های فعال در محیط‌های تجاری پیش‌گفته، انتظار می‌رود که ارتباط بین راهبری شرکتی و ریسک‌پذیری در ایران تا حدودی ضعیف‌تر (خصوصاً ایالات‌متحده) باشد، لکن به دلیل نوپا بودن استفاده از سازوکارهای راهبری شرکتی در ایران، تعیین تأثیر ابعاد و مؤلفه‌های مختلف آن بر ریسک اختصاصی و در نتیجه، عملکرد شرکت‌ها برای سیاست‌گذاران و فعالان بازار سرمایه و پژوهش‌گران، می‌تواند اهمیت بسزایی داشته باشد.

هدف این پژوهش بررسی میزان تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره و مدیرعامل به‌عنوان سازوکارهای مدیریتی راهبری شرکتی بر ریسک اختصاصی شرکت‌ها در محیط تجاری ایران است. پرداختن به این موضوع از این حیث دارای اهمیت است که می‌تواند به پژوهش‌گران، سرمایه‌گذاران، فعالان و خصوصاً سیاست‌گذاران بازار سرمایه کمک نماید تا تأثیر سازوکارهای مدیریتی راهبری شرکتی (ویژگی‌های هیئت‌مدیره و مدیرعامل) را بر کاهش مشکل نمایندگی از منظر "انتخاب سطح بهینه ریسک اختصاصی توسط مدیران" و در نهایت بهبود عملکرد شرکت، مورد ارزیابی قرار دهند.

در این پژوهش، راهبری شرکتی با استفاده از پنج عامل اندازه هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره، دوگانگی نقش مدیرعامل، نفوذ مدیرعامل و مدت تصدی مدیرعامل ارزیابی می‌گردد. با توجه به این امر و بر اساس پیشینه نظری و تجربی، سؤالات زیر به عنوان مبنایی برای طرح فرضیه‌های پژوهش مطرح می‌گردد:

آیا اندازه و استقلال هیئت‌مدیره بر ریسک اختصاصی شرکت تأثیرگذار است؟

آیا دوگانگی نقش، نفوذ و مدت تصدی مدیرعامل بر ریسک اختصاصی شرکت تأثیرگذار است؟

۲- مبانی نظری و مروری بر ادبیات موجود

رابطه بین سهامداران و مدیران شرکت‌ها، حاوی تضاد منافعی است که از جدایی مالکیت و کنترل، تفاوت اهداف و عدم تقارن اطلاعاتی بین آنان ناشی می‌شود (دی[1]، ۲۰۰۸). این تضاد منافع را می‌توان از طریق تئوری نمایندگی تبیین نمود و با استفاده از سازوکارهایی همچون قراردادهای انگیزشی و پایش، آن را کاهش داد. در این رابطه، با توجه به نقش بسیار تأثیرگذار

1 Dey

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

هیئت‌مدیره و مدیرعامل در راهبری شرکت، ویژگی‌های هیئت‌مدیره و مدیرعامل به عنوان یکی از عناصر بااهمیت در راهبری شرکتی مطرح گردیده است.

۱-۲- ویژگی‌های هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری

جانسون و همکاران[1] (۱۹۹۶) و کومار و سیواراماکریشنان[2] (۲۰۰۸) چهار نقش اصلی هیئت‌مدیره شرکت‌های سهامی عام را به شرح زیر شناسایی نموده‌اند:

- پایش مدیرعامل به نمایندگی از سهامداران به منظور کاهش رفتار منفعت طلبانه آن‌ها
- تسهیل تنظیم استراتژی با ایفای نقش مشاوره
- فراهم نمودن منابع برای مدیرعامل
- انعقاد قرارداد با مدیرعامل از طرف سهامداران

با توجه به تقسیم بندی فوق، کارایی و اثربخشی هیئت‌مدیره با توجه به توانایی آن در پایش مدیرعامل، ارائه مشاوره مناسب، تأمین منابع مالی لازم و در نهایت انعقاد قراردادی مناسب مشخص می‌شود.

مطابق با رهنمود کمیته‌های حسابرسی هیئت مشورتی گزارشگری مالی، هیئت‌مدیره مسئول شناسایی، ارزیابی و مدیریت انواع مختلف ریسک از جمله ریسک تجاری، ریسک عملیاتی، ریسک بازار و ریسک نقدینگی است (مک نالتی و همکاران، ۲۰۱۲). پژوهش‌های صورت پذیرفته در این رابطه نشان می‌دهند که یکی از عوامل اصلی مؤثر بر اثربخشی هیئت‌مدیره، استقلال آن است. یک هیئت‌مدیره اثربخش ضمن پایش مدیران، به منافع سهامداران اقلیت، توجه ویژه‌ای دارد و در تنظیم استراتژی شرکت به صورت فعال مشارکت می‌نماید. در خصوص ریسک‌پذیری نیز یک هیئت‌مدیره مستقل عموماً سطحی از ریسک را انتخاب می‌کند که ضمن توجه به کنترل زیان احتمالی سهامداران، رشد و بازده بالاتری را برای آن‌ها ایجاد نماید؛ بنابراین به نظر می‌رسد استقلال هیئت‌مدیره، بر ریسک‌پذیری شرکت تأثیر بسزایی داشته باشد.

مطالعات متعدد صورت پذیرفته در خصوص اندازه هیئت‌مدیره، نشانگر وجود رابطه معکوس بین اندازه هیئت‌مدیره و معیارهای مختلف عملکرد شرکت است. پژوهشگران، وجود مشکلات در همکاری، سازمان‌دهی و ارتباط اعضای هیئت‌مدیره‌های بزرگ با یکدیگر را به عنوان دلایل این امر عنوان نموده‌اند (به نقل از مک نالتی و همکاران، ۲۰۱۲). در این رابطه جاج و زیتامل[3]

1 Johnson et al.
2 Kumar and Sivaramakrishnan
3 Judge and Zeithaml

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

(۱۹۹۲) دریافتند که هیئت‌مدیره‌های کوچک‌تر با احتمال بیشتری درگیر تعیین استراتژی شرکت می‌شوند. آن‌ها این امر را به کاهش تعهد و انگیزه اعضای هیئت‌مدیره‌های بزرگ نسبت دادند. با بهره‌گیری از دیدگاه‌های روان‌شناسی اجتماعی و تصمیم‌گیری گروهی، ساه و استیگلیتز[1] (۱۹۹۱ و ۱۹۸۶) تائید نمودند که تصمیمات گروه‌های بزرگ با احتمال کمتری با افراط و تفریط همراه است؛ یعنی گروه‌های بزرگ تمایل دارند که نه خیلی خوب و نه خیلی بد باشند (به نقل از کورنیادی و همکاران[2]، ۲۰۱۴). در همین ارتباط، چنگ[3] (۲۰۰۸) به شواهد مشابهی در زمینه تأثیر تعدیلی گروه‌های بزرگ دست یافت.

۲-۲- ویژگی‌های مدیرعامل و ریسک‌پذیری

در گزارش کدبری[4] (۱۹۹۲) توصیه شده است که بین اعضای هیئت‌مدیره، توازن قوا ایجاد گردد تا هیچ‌کس قادر به کنترل بی‌قید و شرط فرآیند تصمیم‌گیری در شرکت نباشد. افزون بر این، تقسیم مسئولیت‌ها در سطح عالی شرکت، باید به روشنی مشخص شده باشد تا از توازن قوا در هیئت‌مدیره، اطمینان کافی حاصل شود.

دوگانگی نقش مدیرعامل مربوط به شرایطی است که وی به طور هم‌زمان ریاست هیئت‌مدیره شرکت را نیز بر عهده داشته باشد. در حدود ۹۵ درصد از بزرگ‌ترین شرکت‌های بورسی انگلستان، وظیفه مدیرعامل از رئیس هیئت‌مدیره تفکیک گردیده است، در حالی که حدود ۸۰ درصد شرکت‌های بزرگ ایالات‌متحده (اس اند پی ۵۰۰) این امر را انجام نداده‌اند (کومبس و وانگ[5]، ۲۰۰۴). دوگانگی به مدیرعامل اجازه می‌دهد تا اطلاعات در دسترس سایر اعضای هیئت‌مدیره را به نحو مؤثری کنترل نموده و از نظارت اثربخش بر خود جلوگیری نماید (جنسن[6]، ۱۹۹۳). جدایی سمت مدیرعامل از رئیس هیئت‌مدیره یکی از الزامات سیستم کارآمد راهبری شرکتی است و موجب می‌گردد هیئت‌مدیره بتواند عملکرد مدیران را به‌طور مستقل و مناسب ارزیابی و نقد نموده و موجبات بهبود سازوکارهای کنترلی و نظارتی را در شرکت فراهم آورد (لاپورتا و همکاران[7]، ۱۹۹۹). در مقابل استدلال‌های مطرح شده در مخالفت با دوگانگی نقش مدیرعامل، شاخه دیگری از ادبیات نیز ادعا می‌نماید که تفکیک وظایف مدیرعامل و

1 Sah and Stiglitz
2 Koerniadi et al.
3 Cheng
4 Cadbury
5 Coombes and Wong
6 Jensen
7 La Porta et al

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

رئیس هیئت‌مدیره، باعث کاهش قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل و عدم هماهنگی او با هیئت‌مدیره می‌گردد و این امر تضعیف عملکرد شرکت را در پی دارد.

از جمله نقش‌های رئیس هیئت‌مدیره، نظارت بر مدیرعامل و کنترل قدرت وی از طریق کنترل و هدایت جلسات هیئت‌مدیره است. با توجه به این امر، موظف یا غیرموظف بودن رئیس هیئت‌مدیره تأثیر به سزایی در نفوذ مدیرعامل در هیئت‌مدیره دارد. اگر رئیس هیئت‌مدیره غیرموظف باشد، به دلیل فراهم بودن شرایط برای ایفای وظایف نظارتی و کنترلی، توان مقابله با قدرت مدیرعامل فراهم بوده و در نتیجه از نفوذ مدیرعامل کاسته می‌شود؛ اما وقتی رئیس هیئت‌مدیره موظف باشد، به دلیل وظایف اجرایی که بر عهده دارد، همسو با مدیرعامل قرار گرفته و قادر به کنترل قدرت او نیست و در نتیجه نفوذ مدیرعامل افزایش می‌یابد. نفوذ بالای مدیرعامل وقتی مشکل‌ساز می‌شود که منافع او و مالکان شرکت در مقابل هم قرار گیرد و در نتیجه طبق مبانی تئوری نمایندگی، منافع سهامداران به خطر افتد.

از جمله عوامل دیگری که تأثیر به سزایی بر قدرت مدیرعامل و بر هم خوردن توازن قوا در میان هیئت‌مدیره دارد، مدت تصدی مدیرعامل است. با افزایش مدت تصدی مدیرعامل، جایگاه وی با ثبات‌تر شده، قدرت او در فرایندهای تصمیم‌گیری شرکت افزایش یافته و توان هیئت‌مدیره در نظارت اثربخش بر او کاهش می‌یابد. در این شرایط، اگر منافع مدیرعامل همسو با منافع سهامداران نباشد، آثار نامطلوب مشکل نمایندگی نمایان شده و منافع سهامداران به خطر می‌افتد. چن و ژنگ[1] (۲۰۱۴)، افزایش توان مدیریتی، افزایش وابستگی به شرکت، افزایش تجربه انباشته و کاهش نگرانی های شغلی را به عنوان چهار تأثیر متفاوت افزایش مدت تصدی مدیرعامل بر ریسک‌پذیری معرفی نمودند. در میان این عوامل، نقش وابستگی مدیرعامل بر رابطه معکوس بین مدت تصدی و ریسک‌پذیری واضح است، اما تأثیر سایر عوامل چندان روشن نیست. در این رابطه برخی پژوهش‌ها بین مدت تصدی مدیرعامل و ریسک‌پذیری ارتباط مثبت و برخی دیگر رابطه منفی مشاهده نمودند.

۳- پیشینه پژوهش

اغلب پژوهش‌های صورت پذیرفته در سال‌های اخیر مؤید تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره و مدیرعامل بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها هست، اما در خصوص نحوه تأثیر، نتایج تا حدودی متناقض است. برخی پژوهش‌ها مؤید تأثیر مستقیم و برخی دیگر تأثیر معکوس را نشان

1 Chen and Zheng

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

می‌دهند. در ادامه برخی از مهم‌ترین پژوهش‌های داخلی و خارجی صورت پذیرفته در این رابطه مرور خواهد شد.

۱-۳- پیشینه خارجی

کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴) با بررسی شرکت‌های نیوزلندی دریافتند که سطح ریسک‌پذیری شرکت‌هایی با هیئت‌مدیره بزرگ، کمتر بوده است. الینگ و مارک[1] (۲۰۱۴) ضمن مطالعه بر روی شرکت‌های بیمه انگلستان و آلمان دریافتند که مؤلفه‌های راهبری شرکتی همچون سطح پاداش مدیران، اعضای غیرموظف و تعداد جلسات هیئت‌مدیره، با ریسک‌پذیری شرکت ارتباط معکوس دارند.

چن و ژنگ (۲۰۱۴) با بررسی شرکت‌های موجود در شاخص اس اند پی ۱۵۰۰ طی سال‌های ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۶، دریافتند که مدت تصدی مدیرعامل تأثیر مثبتی بر ریسک‌پذیری شرکت دارد. مک نالتی و همکاران (۲۰۱۲) برای ارزیابی ریسک‌پذیری از معیاری متفاوت استفاده نمودند. آن‌ها شرکت‌هایی که در طی دوره بحران مالی سطح بالایی از وجود نقد و شبه نقد را حفظ نمودند به عنوان شرکت‌های کم ریسک و شرکت‌هایی که از ذخایر نقدی خود به سرعت استفاده کردند را به عنوان شرکت‌هایی با ریسک‌پذیری بالا در نظر گرفتند. نتایج نشان داد که بین اندازه هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری شرکت ارتباط مستقیم وجود دارد. از طرفی نشان دادند که تعداد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و وجود کمیته ریسک، ارتباط معنی‌داری با ریسک‌پذیری ندارد. در بررسی سایر خصوصیات هیئت‌مدیره، مشخص گردید مادامی‌که سابقه عضویت اعضای موظف به میزان بااهمیتی بیش از سابقه عضویت اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره است، ریسک‌پذیری کاهش و در شرایطی که پاداش اعضای موظف بیش از پاداش اعضای غیرموظف بوده، ریسک‌پذیری افزایش یافته است.

برایک و چیدامباران[2] (۲۰۰۸)، بین استقلال هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری، ارتباط معکوس مشاهده نمودند؛ اما پاتان[3] (۲۰۰۹) دریافت که بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره همچون تعداد اعضا و استقلال و ریسک‌پذیری بانک‌ها، ارتباط مستقیم وجود دارد. او همچنین نشان داد که بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری ارتباط معکوس وجود دارد. ویکتوراویچ و همکاران[4] (۲۰۱۱) نیز دریافتند که بین دوگانگی نقش مدیرعامل و ریسک‌پذیری ارتباط معکوس وجود

1 Eling and Marek
2 Brick and Chidambaran
3 Pathan
4 Victoravich et al.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

دارد. یو[1] (۲۰۱۱)، ضمن یک مطالعه بین‌المللی و با بررسی ۲۲ کشور توسعه‌یافته، شواهدی از وجود رابطه مستقیم بین سطح کیفیت راهبری شرکتی و نوسان بازده سهام شرکت‌ها مشاهده نمود.

چنگ (۲۰۰۸) و ناکانو و نگوین[2] (۲۰۱۰)، نقش اندازه هیئت‌مدیره در ریسک‌پذیری شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند و نتیجه گرفتند که به ترتیب در ایالات‌متحده و ژاپن، بین اندازه هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری، ارتباط معکوس وجود دارد. آدامز (۲۰۱۰) و بار و همکاران[3] (۲۰۰۵)، نیز در پژوهشی رفتار شناسانه به شواهدی مشابه در خصوص آثار تعدیلی گروه‌های بزرگ دست یافتند.

آدامز و همکاران[4] (۲۰۰۵) در ایالات‌متحده نشان دادند که شرکت‌هایی با مدیرعامل پر قدرت، نوسان بیشتری را در عملکرد تجربه می‌نمایند.

۲-۳- پیشینه داخلی

بادآور نهندی و همکاران (۱۳۹۳) ضمن بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که تفکیک پست مدیرعامل از ریاست هیئت‌مدیره تأثیر منفی بر هزینه‌های نمایندگی دارد. همچنین استقلال هیئت‌مدیره، درصد مالکیت دولتی، اندازه هیئت‌مدیره، درصد مالکیت هیئت‌مدیره و درصد مالکیت نهادی بر هزینه نمایندگی تأثیر ندارد.

نیکبخت و طاهری (۱۳۹۳) با بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ارتباط معناداری بین درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و ریسک سامانمند مشاهده نکردند. اما معصومی (۱۳۹۳) با بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دریافت که بین برخی از سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سامانمند، ارتباط وجود دارد.

روانا (۱۳۹۲) در پژوهشی رفتاری، تأثیر برخی سازوکارهای راهبری شرکتی همچون ساختار هیئت‌مدیره، ویژگی‌های مدیران و فرایندهای هیئت‌مدیره، بر معیارهای کیفی ریسک را مورد ارزیابی قرار داد و دریافت که بین حاکمیت شرکتی و ریسک مالی و تجاری ارتباط وجود دارد.

1 Yu
2 Nakano and Nguyen
3 Bar et al.
4 Adams et al

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

عرب صالحی و ضیایی (۱۳۸۹) دریافتند که اندازه و استقلال هیئت‌مدیره تأثیر معناداری بر کیفیت سود شرکت‌ها دارد. همچنین نشان دادند که دوگانگی نقش مدیرعامل تأثیر بااهمیتی بر کیفیت سود شرکت‌ها ندارد.

فروغی و نعل شکن (۱۳۸۹) ضمن بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که ریسک غیر سامانمند بر مازاد بازدهی سهام، تأثیر مثبت دارد.

۴- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به نقش و اهمیت هیئت‌مدیره و مدیرعامل در تعیین سطح بهینه ریسک و موارد مطروحه در پیشینه نظری و تجربی، فرضیه‌های اصلی و فرعی پژوهش به شرح زیر مطرح می‌شود:

۴-۱- فرضیه‌های اصلی

ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر ریسک اختصاصی شرکت تأثیرگذار است.

ویژگی‌های مدیرعامل بر ریسک اختصاصی شرکت تأثیرگذار است.

۴-۲- فرضیه‌های فرعی

فرضیه اول: اندازه هیئت‌مدیره بر ریسک اختصاصی شرکت تأثیرگذار است.

فرضیه دوم: استقلال هیئت‌مدیره بر ریسک اختصاصی شرکت تأثیرگذار است.

فرضیه سوم: دوگانگی نقش مدیرعامل بر ریسک اختصاصی شرکت تأثیرگذار است.

فرضیه چهارم: نفوذ مدیرعامل بر ریسک اختصاصی شرکت تأثیرگذار است.

فرضیه پنجم: مدت تصدی مدیرعامل بر ریسک اختصاصی شرکت تأثیرگذار است.

۵- روش پژوهش

جامعه آماری پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهد. نمونه آماری پژوهش به روش حذف نظام‌مند و با در نظر گرفتن شرایط زیر انتخاب شده است:

- با توجه به شفاف نبودن مرز بندی بین فعالیت‌های عملیاتی و تأمین مالی و ماهیت و طبقه‌بندی متفاوت اقلام صورت‌های مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نسبت به شرکت‌های تولیدی، تعداد این شرکت‌ها از جامعه آماری حذف شده‌اند.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

- با توجه به وجود داده‌های سود و زیانی در مدل‌های پژوهش و جهت افزایش قابلیت مقایسه اطلاعات، شرکت‌هایی که در طی دوره پژوهش، توقف فعالیت داشته‌اند و یا اقدام به تغییر سال مالی نموده‌اند از جامعه آماری حذف شده‌اند.
- با توجه به دوره زمانی در دسترس اطلاعات (۱۳۸۷-۱۳۹۲)، شرکت قبل از سال ۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و نام آن تا پایان سال ۱۳۹۲ از فهرست شرکت‌های یاد شده حذف نشده باشد.
- با توجه به تأثیر عوامل کلان اقتصادی بر متغیر وابسته پژوهش و به منظور افزایش هم سنجی و همسان سازی شرایط انتخابی، شرکت‌هایی که در طی دوره پژوهش پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفندماه نبوده، از جامعه آماری حذف شده‌اند.
- با توجه به لزوم محاسبه بازده ماهانه، سال - شرکت‌هایی که در هر سال کمتر از ۶۰ روز معاملاتی داشته و یا بیش از یک ماه توقف فعالیت داشته‌اند، از جامعه آماری حذف گردیده‌اند.
- شرکت‌هایی که اطلاعات مورد نیاز متغیرهای پژوهش در خصوص آن‌ها در دسترس نبوده، از جامعه آماری حذف شده‌اند.

از مجموع ۴۱۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۳۸۶، تعداد ۱۳۰ شرکت به دلیل حذف از فهرست بورس، ۷۷ شرکت به دلیل سال مالی متفاوت، ۳۶ شرکت سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و ۴۶ شرکت به دلیل توقف نماد معاملاتی بیش از ۶۰ روز در سال و یا نبود اطلاعات از جامعه آماری حذف و تعداد ۱۲۷ شرکت، حجم نمونه این پژوهش را تشکیل دادند.

۱-۵- متغیر وابسته و نحوه اندازه‌گیری آن

به دلیل آن‌که سرمایه‌گذاری در پروژه‌های ریسکی منجر به افزایش نوسان جریانات نقدی و در نتیجه نوسان بیشتر بازده سهام شرکت می‌شود، مجموع ریسک، متأثر از نوسان بازده سهام و برابر با انحراف معیار بازده ماهانه سهام شرکت است.

در این پژوهش، همسو با نگوین (۲۰۱۱)، انحراف معیار بازده تشریح شده در مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳)، تعیین کننده ریسک سامانمند (ریسک بازار) و انحراف معیار باقی‌مانده مدل، به عنوان جانشین ریسک اختصاصی (ریسک غیر سامانمند) شرکت در نظر گرفته شده است. مدل رگرسیونی فاما و فرنچ به شرح زیر است:

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

$$R_{i,t} - R_f = a + b(MKT_{i,t}) + s\,(SMB_i) + h\,(HML_i) + \varepsilon_{i,t}$$

$R_{i,t}$ بازده سهام شرکت است که با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌گردد:

$$R_{i,t} = \{(1+\alpha)p_1 - p_0 + DPS - 1000\beta\}/p_0$$

p_0 قیمت سهام در ابتدای دوره

p_1 قیمت سهام در پایان دوره

DPS سود تقسیمی هر سهم

α درصد افزایش سرمایه به صورت سهمی

β درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات

R_f نرخ بازده بدون ریسک است و به منظور محاسبه آن از نرخ سود اوراق مشارکت بانک مرکزی استفاده شده است.

$R_{i,t} - R_f$ برابر با بازده اضافی شرکت نسبت به بازده بدون ریسک است که به سه عامل مربوط است. عامل اول ریسک بازار[1] یا همان بتای معرفی شده در مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای[2] می‌باشد. عامل دوم تفاوت بین میانگین بازده سبد شرکت‌های کوچک و میانگین بازده سبد شرکت‌های بزرگ است که توسط فاما و فرنچ تحت عنوان عامل اندازه[3] نامیده شده است و عامل سوم تفاوت بین میانگین بازده سبد ارزشی (شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا) و میانگین بازده سبد رشدی (شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین) است که توسط فاما و فرنچ تحت عنوان عامل ارزش[4] نامیده شده است.

در نهایت عبارت اختلال مدل رگرسیون ($\varepsilon_{i,t}$) است که اثر تمامی متغیرهای حذف شده مدل بر بازده شرکت i در دوره t را در بردارد و در این پژوهش، انحراف معیار آن به عنوان جانشین ریسک اختصاصی در نظر گرفته شده است.

۲-۵- الگوهای پژوهش

در این پژوهش همانند کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴)، به منظور آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. مدل‌های آماری پژوهش به شرح زیر می‌باشند:

1 Market (MKT)
2 Capital Asset Pricing Model
3 Small Minus Big (SMB)
4 High Book to Market Minus Low Book to Market (HML)

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

مدل اول:

$$RISK = \beta_0 + \beta_1 BRDSIZ_{i,t} + \beta_2 BRDIND_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل دوم:

$$RISK = \beta_0 + \beta_1 CEODUAL_{i,t} + \beta_2 CEODMN_{i,t} + \beta_3 CEOTEN_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

RISK: ریسک اختصاصی شرکت. انحراف معیار سالانه عبارت اختلال مدل سه عاملی فاما-فرنچ،

BRDSIZ: اندازه هیئت‌مدیره. تعداد اعضای هیئت‌مدیره شرکت،

BRDIND: استقلال هیئت‌مدیره. نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره،

CEODUAL: متغیر موهومی دوگانگی نقش مدیرعامل. اگر مدیرعامل رئیس هیئت‌مدیره باشد، برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر،

CEODMN: متغیر موهومی نفوذ مدیرعامل. اگر رئیس هیئت‌مدیره عضو غیرموظف باشد (نفوذ مدیرعامل کم)، صفر و در غیر این صورت (نفوذ مدیرعامل زیاد)، یک،

CEOTEN: متغیر مدت تصدی مدیرعامل. تعداد سال‌های تصدی مدیرعامل.

LEV: اهرم مالی. نسبت مجموع بدهی‌های بلندمدت بر مجموع دارایی‌های شرکت،

ROA: نرخ بازده دارایی‌ها. نسبت سود قبل از بهره و مالیات به جمع دارایی‌های شرکت،

AGE: سن شرکت. لگاریتم فاصله زمانی بین تاریخ تأسیس شرکت و تاریخ آزمون.

i شاخص شرکت و t شاخص سال است.

بر اساس مبانی نظری پیش‌گفته و پیرو پژوهش‌های ارائه شده در پیشینه داخلی و خارجی، ریسک‌پذیری شرکت‌ها تحت تأثیر عواملی همچون نقش سایر ذینفعان، وضعیت سودآوری و چرخه عمر شرکت‌ها قرار دارد. با توجه به این امر لازم است تأثیر متغیرهای اهرم مالی، نرخ بازده دارایی‌ها و سن، بر متغیر وابسته پژوهش کنترل گردد.

داده‌ها در مرحله اول در نرم‌افزار اکسل تجمیع و طبقه‌بندی گردیدند و در مرحله بعد، تجزیه و تحلیل آماری با استفاده از نرم‌افزار ایویوز (استفاده از رگرسیون برای رابطه خطی) صورت پذیرفته است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

۶- یافته‌های پژوهش

۱-۶- آمار توصیفی

به منظور کسب شناخت بیشتر از متغیرها و جامعه‌ای که برای پژوهش انتخاب شده است، خلاصه ویژگی‌های آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش در جدول شماره ۱ خلاصه شده است. آماره‌های گزارش شده در برگیرنده بیشینه، کمینه، شاخص‌ها و معیارهای مرکزی میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی چولگی و انحراف معیار می باشد. همان‌طور که مشهود است متغیرهای وابسته و عمده متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش از توزیع نسبتاً نرمالی پیروی می‌کنند. میانگین تعداد اعضای هیئت‌مدیره برابر با ۵/۰۹ و بسیار نزدیک به میانه می‌باشد. این امر را می‌توان به عدم تمایل شرکت‌ها به تشکیل هیئت‌مدیره‌های بزرگ نسبت داد. میانگین تعداد اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره شرکت‌ها برابر ۰/۶۵ و حاکی از توجه شرکت‌ها به حفظ استقلال هیئت‌مدیره است. میانگین و میانه مدت تصدی مدیران عامل به ترتیب ۴/۴ و ۳ سال و نشان‌دهنده تغییرات سریع در ساختار مدیریتی شرکت‌ها است.

در خصوص متغیرهای موهومی دوگانگی نقش و نفوذ مدیرعامل، در ۸۹ درصد موارد دوگانگی نقش مدیرعامل وجود نداشته و در ۸۴ درصد موارد، نفوذ مدیرعامل کم بوده است.

جدول ۱. نتایج آماره‌های توصیفی مورد استفاده در این تحقیق

متغیر	بیشینه	کمینه	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی
بازده	٦٨/٢٥	۰/۰٦	۳/۷۰۸۲	-۱/۰۳۷۱	۲۳/۳۸۰٦	۲/۷٦۳۷
عامل بازار	١٦/٦٣	-۱۱/۹۹	۱/۷۲۰٤۳	۱/٤۰۹۹	٦/٤۰۸۸	۰/۱٦٥۷
عامل اندازه	١٦/٢٥	-۱۱/۸۷	۱/۳۱۱۲	۰/۷۸٤۲	٤/۸۰٦٦	۰/٥٤۹۲
عامل ارزش	٤۱/۱۱	-۹/۷۷	۳/۸۲٦۱	۲/۸۳٦۳	۷/۹٤۰۸	۱/۷٤۰٥
ریسک	٦٨/٢٥	۰/۰٦٥	۱۲/۳٥۸۸	۸/۷۷۲٤	۱۰/٥۲۱۹	۲/۰۹۰۰
اندازه هیئت‌مدیره	۷	٥	٥/۰۹۲۱	٥/۰۰۰۰	۰/۲۸۹٤	۲/۸۱۹۸
استقلال هیئت‌مدیره	۰/۸۳	۰/۲	۰/٦٥۱۲	۰/٦۰۰۰	۰/۱٥٥۹	-۰/٦۸۰۳
مدت تصدی مدیرعامل	۳۰	۱	٤/٤٤۳۹	۳/۰۰۰۰	٤/۹۹٥٤	۲/۷٦۲۸
بازده دارایی‌ها	۰/٦٦	-۰/۲۷	۰/۲۰۱۳	۰/۱۸۰۰	۰/۱۲۲٥	۰/۷۲۸۳
اهرم	۰/٥۳	۰/۰۰۰	۰/۰۷۳۸	۰/۰٤٥۳	۰/۰۸۳۲	۲/۲۷۳۰
سن	۱/۷۹	۰/۹	۱/٥۰٦٥	۱/٥٥٦۳	۰/۱۸٥۱	-۰/٦۳۷۸

منبع: یافته‌های پژوهش

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

۲-۶- آمار استنباطی

۱-۲-۶- بررسی پایایی داده‌ها

در این پژوهش برای کسب اطمینان از پایایی داده‌ها از آزمون ریشه واحد استفاده گردید. بدین منظور آزمون دیکی فولر تعمیم‌یافته[1] مورد استفاده قرار گرفت. نتایج آزمون پایایی داده‌های مدل‌های پژوهش در جدول شماره ۲ آورده شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود، تمامی داده‌ها پایا هستند و پایا بودن داده‌ها گواهی بر غیر کاذب بودن برآورد مدل رگرسیونی است.

جدول ۲. آزمون پایایی داده‌ها

متغیر	آماره	سطح معنی‌داری
ریسک	۲٦۸/۲	۰/۰۲
اندازه هیئت‌مدیره	۲۱/۸	۰/۰۰
استقلال هیئت‌مدیره	۱٤۱/۷	۰/۰۰
دوگانگی مدیرعامل	۹/۰۷	۰/۰٤
نفوذ مدیرعامل	۳۱/۳	۰/۰۰
مدت تصدی مدیرعامل	۲۰٤/٥	۰/۰۰
بازده دارایی‌ها	۳۰۱	۰/۰۰
اهرم	٤۲٦/۲	۰/۰۰
سن	۲۰۸۱	۰/۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

۲-۲-۶- بررسی مدل‌های آماری پژوهش

به منظور اطمینان از عدم وجود هم خطی متغیرهای مستقل از آزمون عامل تورم واریانس استفاده شده است. نتایج حاصل از این آزمون در جدول شماره ۳ ارائه شده است. با بررسی نتایج حاصل می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین متغیرهای مستقل مدل‌های رگرسیون، هم خطی وجود نداشته و نتایج حاصل از آن‌ها قابل‌اتکا است.

جدول ۳. عامل‌های تورم واریانس

مدل ۱	اندازه هیئت‌مدیره	استقلال هیئت‌مدیره	بازده دارایی‌ها	اهرم	سن	
VIF	۱/۰٥۲۱	۱/۰٥٥۳	۱/۰٤۷۳	۱/۰٦۲۳	۱/۰۰٤٥	
مدل ۲	دوگانگی مدیرعامل	نفوذ مدیرعامل	مدت تصدی مدیرعامل	بازده دارایی‌ها	اهرم	سن
VIF	۱/۱۱۲۳	۱/۱۰۹۰	۱/۰۲٦٤۰	۱/۰٤۷۹۰	۱/۰٦۳۱۹	۱/۰۲۲٦٥

منبع: یافته‌های پژوهش

1Augmented Dickey-Fuller

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

همان‌طور که در جداول شماره ۵ و ۶ مشاهده می‌شود، مقدار آماره دوربین واتسون مدل‌های ۱ و ۲ پژوهش به ترتیب برابر با ۲/۲۰۹ و ۲/۲۲۱ است که نشان دهنده عدم وجود همبستگی بین باقیمانده‌ها است.

برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس جملات اختلال از آزمون آرچ استفاده شده است. با توجه به اینکه در هر دو مدل، آماره این آزمون در سطح ۵ درصد معنادار است، فرض همسانی واریانس رد شده و ناهمسانی واریانس جملات اختلال پذیرفته می‌شود. با توجه به نتایج این آزمون لازم است از روش کمترین مجذورات تعمیم‌یافته[1] استفاده گردد.

برای تعیین به‌کارگیری مدل اثرهای تابلویی در مقابل تلفیق کل داده‌ها و آزمون معنی‌دار بودن روش اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی از دو آزمون F لیمر و هاسمن[2] استفاده شده است. با توجه به نتایج این دو آزمون که در جدول شماره ۴ ارائه شده است، در هر دو آزمون، احتمالات به دست آمده کمتر از ۵ درصد بوده و بنابراین لازم است در مدل رگرسیونی مربوط، از روش تابلویی و اثرات ثابت استفاده شود.

جدول ٤. نتایج آزمون‌های F لیمر و هاسمن مدل‌های پژوهش

رابطه	آزمون	مقدار آماره	درجه آزادی	احتمال	نتیجه
رابطه ۲	F لیمر	٤/٥٣٧٠٨٨	(۱۲۵/۵۲۰)	۰,۰۰۰۰	روش تابلویی
	هاسمن	۷۰/۳۵۹۷٤۸	۵	۰,۰۰۰۰	اثرات ثابت
رابطه ۳	F لیمر	۳/٥۱۷۳۲۸	(۱۲۵/۵۱۹)	۰,۰۰۰۰	روش تابلویی
	هاسمن	۷۰/۱۹۸٤۹۷	٦	۰,۰۰۰۰	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهش

۳-۲-۶- آزمون مدل‌های پژوهش

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل‌های پژوهش به شرح جداول شماره ۵ و ۶، مشاهده می‌شود که مقدار احتمال آماره f که بیانگر معنی‌دار بودن کل رگرسیون می باشد، در هر دو مدل برابر (۰/۰۰۰۰) بوده و حاکی از آن است که هر دو مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار می‌باشند. ضریب تعیین تعدیل‌شده دو مدل پژوهش به ترتیب برابر با ۰/۷۰۳ و ۰/۴۴۵ بوده و بیانگر این مطلب است که در مدل‌های ۱ و ۲، تقریباً ۷۰ درصد و ۴۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مدل قابل تبیین است.

1 Generalized Least Squares (GLS)
2 Hausman Test

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

جدول ٥. نتایج آزمون رگرسیون ترکیبی مدل اول پژوهش

متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
عرض از مبدأ	-۱٤۲/٦۲۹۷	-۱۰/٦۸۳۷٥	۰/۰۰۰۰
اندازه هیئت‌مدیره	-۳/۸۷۹۷۸۱	-۳/۳۸۸۰٦٦	۰/۰۰۰۸
استقلال هیئت‌مدیره	-۷/۳۷٦٤۳۹	-۳/۷۹۸۱۱۷	۰/۰۰۰۲
بازده دارایی‌ها	۱٥/۸٤۲۷۷	٤/۸۲٦٥۹۷	۰/۰۰۰۰
اهرم	٥/۸۹۳٦٥۱	۱/۱۷۱۱۹٦	۰/۲٤۲۱
سن	۸٤/۱٦۹٥٤	۱۰/۳۰۳۲۲	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل‌شده	آماره f (احتمال)	دوربین واتسون
۰/۷٦۲	۰/۷۰۳	۱۲/۸٥(۰/۰۰۰۰)	۲/۲۰۹

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ٦. نتایج آزمون رگرسیون ترکیبی مدل دوم پژوهش

متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
عرض از مبدأ	-۱۲۳/۳٤۰۱	-۹/٤۰۷٥۰٦	۰/۰۰۰۰
دوگانگی مدیرعامل	-۳/۰۳۹۲٥۸	-۱/۰۹٥٤٦٤	۰/۲۷۳۸
نفوذ مدیرعامل	۳/۱٥۸۲۲۹	۲/۲٥۲۷۷۳	۰/۰۲٤۷
مدت تصدی مدیرعامل	-۰/۱۹٤۹۹۲	-۱/۳۸۱۷٦۷	۰/۱٦۷٦
بازده دارایی‌ها	۱۳/٤۸۱۸٥	۳/۷۰۹۲۷۰	۰/۰۰۰۲
اهرم	٤/٦۹۸۲۳۸	۰/۹۲۳۰٥۷	۰/۳٥٦٤
سن	۹۰/٤۲۲٥۷	۱۰/٤۹۷۲۱	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل‌شده	آماره f (احتمال)	دوربین واتسون
۰/٥٥٦	۰/٤٤٥	٤/۹۷۹(۰/۰۰۰۰)	۲/۲۲۱

منبع: یافته‌های پژوهش

۴-۲-۶- آزمون رگرسیون فرضیه‌های پژوهش

همان‌طور که از جداول شماره ۵ و ۶ برمی‌آید، ضریب متغیرهای اندازه و استقلال هیئت‌مدیره به ترتیب برابر ۳/۸۷۹- و ۷/۳۷۶- و ضریب متغیر نفوذ مدیرعامل برابر ۳/۱۵۸ است. مقادیر آماره t و احتمال آن نشانگر معنادار بودن این ضرایب در سطح خطای ۵ درصد می باشد؛ بنابراین می توان نتیجه گرفت که متغیرهای اندازه و استقلال هیئت‌مدیره و نفوذ مدیرعامل بر ریسک اختصاصی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیر قابل ملاحظه دارند؛ اما در خصوص متغیرهای دوگانگی نقش و مدت تصدی مدیرعامل، مقادیر آماره t و احتمال آن نشان می‌دهد که این دو متغیر در سطح خطای ۵ درصد معنادار نمی‌باشند و می‌توان نتیجه گرفت که بین دوگانگی نقش و

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

مدت تصدی مدیرعامل و ریسک اختصاصی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد.

در خصوص متغیرهای کنترلی، همان‌طور که مشاهده می‌شود، در هر دو مدل، ارتباط بین نسبت بازده دارایی‌ها و سن شرکت با ریسک اختصاصی مثبت و معنادار است، اما متغیر اهرم مالی رابطه معناداری با ریسک اختصاصی ندارد.

۷- بحث و نتیجه‌گیری

ریسک اختصاصی، نقش بسیار بااهمیتی در حفظ مزیت رقابتی شرکت‌ها دارد و می‌تواند آن‌ها را به سمت رشد اقتصادی بالاتر رهنمون سازد. مطالعات صورت پذیرفته در ادبیات مالی نشان می‌دهد که ریسک اختصاصی، بازده سهام شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. هدف این پژوهش بررسی میزان تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره و مدیرعامل به عنوان سازوکارهای مدیریتی راهبری شرکتی بر ریسک اختصاصی شرکت‌ها در محیط تجاری ایران است.

در این پژوهش با تحلیل ۱۲۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲، تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره و مدیرعامل بر ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش نشان می‌دهد، بین اندازه و استقلال هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری، رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بدین معنی که با افزایش تعداد اعضا و همچنین افزایش نسبت اعضای غیرموظف که به معنی افزایش استقلال هیئت‌مدیره است، ریسک‌پذیری شرکت‌ها کاهش می‌یابد. در این رابطه می‌توان این امر را به نقش تعدیلی گروه‌های بزرگ و وجود مشکلات در همکاری، سازمان‌دهی و ارتباط اعضای هیئت‌مدیره‌های بزرگ با یکدیگر نسبت داد. از دیگر عوامل مؤثر در این خصوص می‌توان به نقش کنترلی هیئت‌مدیره و کاستن اختیارات مدیرعامل اشاره نمود. این نتایج همسو با یافته‌های چنگ (۲۰۰۸) و ناکانو و نگوین (۲۰۱۰)، آدامز (۲۰۱۰)، بار و همکاران (۲۰۰۵)، برایک و چیدامباران (۲۰۰۸)، مک نالتی و همکاران (۲۰۱۲) و کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴) است. نتایج آزمون فرضیه‌های سوم و پنجم پژوهش نشان می‌دهد که دو متغیر دوگانگی نقش و مدت تصدی مدیرعامل، تأثیر فراوانی بر ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نداشته‌اند. همان‌گونه که در مقدمه تشریح گردید، این امر را می‌توان به تفاوت خصوصیات نهادی و مشکل نمایندگی و ضعف

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

سازوکارهای راهبری و کنترلی شرکت‌ها نسبت داد. نتیجه آزمون فرضیه چهارم پژوهش نیز نشان می‌دهد که بین متغیر نفوذ مدیرعامل و ریسک‌پذیری، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این امر همسو با نتایج فرضیه دوم پژوهش و به این معنی است که در صورت موظف بودن رئیس هیئت‌مدیره، نفوذ مدیرعامل در هیئت‌مدیره و توان او در اتخاذ تصمیمات عملیاتی افزایش یافته و این امر می‌تواند افزایش ریسک‌پذیری شرکت را در پی داشته باشد. در این خصوص آدامز و همکاران (۲۰۰۵) در ایالات‌متحده نیز نشان دادند، شرکت‌هایی با مدیرعامل پرقدرت، نوسان بیشتری را در عملکرد تجربه می‌نمایند.

۸- پیشنهادهای ناشی از پژوهش

یافته‌های پژوهش مؤید تأثیر بااهمیت دو متغیر اندازه و استقلال هیئت‌مدیره بر کاهش ریسک‌پذیری و در نتیجه کاهش بازدهی شرکت‌ها است. همچنین دریافتیم که نفوذ مدیرعامل موجب افزایش ریسک‌پذیری شرکت‌ها می‌شود. درمجموع، نتایج فوق نشان می‌دهند که استقلال رئیس هیئت‌مدیره که از طریق غیرموظف بودن او تقویت می‌گردد، از طریق کاهش قدرت مدیرعامل، تأثیر به سزایی بر کاستن از ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت‌ها دارد. این امر در سطح کلان اقتصادی می‌تواند کاهش توان ثروت آفرینی کشور را در پی داشته باشد. در این راستا پیشنهاد می‌شود، سیاست‌گذاران بازار سرمایه از طریق آسیب‌شناسی نقش هیئت‌مدیره و مدیران عامل و تدوین مقررات و اتخاذ سیاست‌های مناسب، با ترغیب مدیران به پذیرش سطح بهینه ریسک، بازدهی بازار سرمایه و توان ثروت آفرینی کشور را افزایش دهند. همچنین با توجه فرایند رو به رشد خصوصی‌سازی و کوچک‌سازی دولت که از جمله مهم‌ترین مأموریت‌های دولت و بورس به شمار می‌رود، به نظر می‌رسد آسیب‌شناسی نظام راهبری شرکتی و تصویب آیین‌نامه آن با توجه ویژه به نقش هیئت‌مدیره و مدیرعامل ضروری باشد.

۹- محدودیت‌های پژوهش

با توجه به غیر عینی بودن متغیر ریسک‌پذیری، در این پژوهش برای کمی نمودن آن از متغیر جانشین استفاده گردید. در این خصوص، متغیر جانشین شاید قادر به اندازه‌گیری دقیق ریسک پذیری نباشد. همچنین در این پژوهش همانند بسیاری از پژوهش‌های مشابه، نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره به عنوان شاخص استقلال هیئت‌مدیره و موظف بودن رئیس هیئت‌مدیره به عنوان شاخص نفوذ مدیرعامل در نظر گرفته شده است. این امر در شرایطی صورت پذیرفته که عواملی نظیر خصوصیات فردی،

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

روابط شخصی و خانوادگی، وابستگی‌های شغلی و موارد دیگر می‌توانند در این خصوص تعیین کننده باشند.

منابع

۱. بادآور نهندی، یونس، برادران‌حسن‌زاده، رسول و شریف زاده، غفور (۱۳۹۳)، "بررسی تأثیر ساختارهای مدیریتی و مالکیتی حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی"، **فصلنامه حسابداری مالی**، سال ششم، شماره بیست و چهارم، صص ۱۴۳- ۱۶۹.

۲. روانا، احسان (۱۳۹۲)، "بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و ریسک: مطالعه ساختار و فرایندهای هیئت‌مدیره"، **پایان‌نامه کارشناسی ارشد**، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، دانشکده مدیریت.

۳. عرب صالحی، مهدی و ضیایی، محمدعلی (۱۳۸۹)، "ارتباط بین نظام راهبری و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه حسابداری مالی**، سال دوم، شماره پنجم، صص ۳۹- ۵۶.

۴. فروغی، داریوش و نعل شکن، اکبر (۱۳۸۹)، "تأثیر ریسک غیر سیستماتیک بر بازده سهام"، **فصلنامه حسابداری و مدیریت مالی**، شماره ۳، صص ۲۳۳- ۲۱۵.

۵. معصومی، سمانه (۱۳۹۳)، "بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک (شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)"، **پایان‌نامه کارشناسی ارشد**، دانشگاه مازندران، دانشکده علوم اداری و اقتصاد.

۶. نیکبخت، محمدرضا و طاهری، زهرا (۱۳۹۳)، "بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک"، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، دوره بیست‌ویک، شماره یک، صص ۱۲۶ – ۱۰۹.

7. Adams, R., & Ferreira, D. (2010). "Moderation in groups: Evidence from betting on ice break-ups in Alaska". **Review of Economic Studies**, 77: 882–913.
8. Adams, R., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). "Powerful CEOs and their impact on corporate performance". **Review of Financial Studies**, 18: 1403–1432.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

9. Bar, M., Kempf, A., & Ruenzi, S. (2005). "**Team management and mutual funds"**. Working Paper, Cologne University.
10. Brick, I. E., & Chidambaran, N. K. (2008). "Board Monitoring, Firm Risk, and External Regulation". **Journal of Regulatory Economics**, 33(1): 87–116.
11. Cadbury, A. (1992). "**Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance"**, London: Gee Publishing.
12. Chen, D., & Zheng, Y. (2014). "CEO Tenure and Risk-Taking". **Global Business and Finance Review**, 19(1): 1-27.
13. Cheng, S. (2008). "Board size and the variability of corporate performance". **Journal of Financial Economics**, 87: 157–176.
14. Coombes, p., & Wong, S, C, Y. (2004). "Chairman and CEO - One Job or Two?". **The McKinsey Quarterly**, 2. Available at SSRN: http://ssrn.com/ abstract=897485.
15. Dey, A. (2008). "Corporate Governance and Agency Conflicts". **Journal of Accounting Research**, 46(5): 1143- 1181.
16. Eling, M., & Marek, S. (2014). "Corporate Governance and Risk Taking: Evidence From the U.K. and German Insurance Markets". **Journal of Risk and Insurance**, 81 (3): 653–682.
17. Fama, F., & French, K. (1993). "Common risk factors in the returns on stocks and bonds". **Journal of Financial Economics**, 33: 3-56.
18. Jensen, M. C. (1993). "Presidential address: the modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems". **Journal of Finance**, 18: 831- 880.
19. Johnson, J. L., Daily, C. M., & Ellstrand, A. E. (1996). "Board of directors: A review and research agenda". **Journal of Management**, 22: 409–438.
20. Judge, W. Q., & Zeithaml, C. P. (1992). "Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process". **Academy of Management Journal**, 35: 766–794.
21. Koerniadi, H., Krishnamurti, C., & Tourani Rad, A. (2014). "Corporate governance and risk taking in New Zealand". **Australian Journal of Management**, 39(2): 227-245.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]

22. Kumar, P., & Sivaramakrishnan, K. (2008). "Who monitors the monitor? The effect of board independence on executive compensation and firm value". **Review of Financial Studies**, 21: 1371–1401.
23. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). "Corporate ownership around the world". **Journal of Finance**, 54: 471–518.
24. Mc Nulty, T., Florackis, C., & Ormrod, P. (2012). "**Corporate Governance and Risk: A Study of Board Structure and Process"**. Managment School University of Liverpool.
25. Nakano, M., & Nguyen, P. (2010). "Board size and corporate risk-taking: Further evidence from Japan". **Corporate Governance: An International Review**, 20: 369-387.
26. Nguyen, P. (2011). "Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms". **Pacific-Basin Finance Journal**, 19: 278-297.
27. Pathan, S. (2009). "Strong Boards, CEO Power and Bank Risk-Taking". **Journal of Banking & Finance**, 33(7): 1340–1350.
28. Victoravich, L., Buslepp, W. L., Xu, T., & Grove, H. (2011). "**CEO Power, Equity Incentives, and Bank Risk Taking"**. Available at SSRN: http://ssrn.com/ abstract =1909547.
29. Yu, J. (2011). "Stock Price Informativeness and Corporate Governance: An International Study". **International Review of Finance**, 11: 477-514.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-19]