

بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری شرکت‌های پذیرفته شده  
در بورس اوراق بهادار تهران

لیلا کربلایی

چکیده

در چارچوب فعلی شرکت‌ها، اطلاعات در مورد ریسک شرکت‌ها نقش مهمی را در فرایند تصمیم‌گیری و ارزیابی مناسب از سازمان‌های مختلف ایفاء می‌کند. تجزیه و تحلیل محتوای انجام شده نشان می‌دهد که شرکت‌ها اطلاعات نسبتاً کمی در مورد ریسک افشاء می‌کنند. هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۷-۱۳۹۰ می‌باشد. روش پژوهش توصیفی-پیمایشی و از نظر هدف کاربردی و از لحاظ رویداد، پسا رویدادی و از نظر زمان، مقطعی است. برای آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون با استفاده از روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت و نرم افزار ایویوز و روش ضریب همبستگی با استفاده از نرم افزار SPSS، استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیات نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و تمرکز مالکیت با ریسک نقدینگی وجود دارد. زیرا مقدار احتمال به دست آمده این متغیرها کمتر از مقدار استاندارد ۰/۰۵ می‌باشد. همچنین نتایج نشان داد بین اندازه هیئت مدیره و ریسک اعتباری رابطه معناداری وجود دارد ولی بین استقلال هیئت مدیره و تمرکز مالکیت با ریسک اعتباری رابطه معناداری یافت نشد.

واژه‌های کلیدی: داده‌های تابلویی، حاکمیت شرکتی، ریسک نقدینگی، ریسک اعتباری

امروزه یکی از مهمترین نیازهای انسان، چگونگی اظهار و برطرف نمودن نیازهای اطلاعاتی است. در میان مسائلی که می‌تواند دامنه ارتباطات شرکتهای بزرگ را بهبود دهد، افشاء ریسک است که شرکتهای در عملیات خود و به خصوص تداوم شان با آن روبرو هستند (میری و اربابیان، ۱۳۹۷). ریسک شرکت را می‌توان به عنوان احتمال یک تأثیر منفی در آینده بر موقعیتهای اقتصادی شرکت تعریف کرد (آبراهام و کوکس<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). در چارچوب فعلی، مدیریت ریسک به یک بخش اساسی از کنترل سازمانهای داخلی و حاکمیت شرکتی و یک عنصر اساسی از حوزه کسب و کار تبدیل شده است. با این وجود، عدم شفافیت در افشاء اطلاعات در ریسک، با توجه به عدم وجود هنجارها و اقدامات یکنواخت در میان عوامل دیگر وجود دارد (احمد و کورتیس<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹).

بحرانهای مالی مختلف در سرتاسر جهان تأثیر غیرقابل انکار رفتار مخاطره آمیز شرکتهای بر ثبات و رفاه اقتصاد جهان را به خوبی نشان می‌دهد. و قانونگذاران در پاسخ، اقدام به اجراء قوانین سختگیرانه کفایت سرمایه به منظور ممانعت از رفتارهای مخاطره آمیز شرکتهای می‌کنند (ترشیزی و برازاده، ۱۳۹۷). اثربخشی قوانین سرمایه‌ای، محل اختلاف نظر بسیاری از سیاستگذاران، قانونگذاران و محققان حوزه بازار سرمایه است. مخالفان این قوانین بیان می‌کنند که خودتنظیمی از طریق حاکمیت شرکتی مؤثر و انضباط بازار<sup>۳</sup>، ریسک‌پذیری بهینه شرکتهای را به شکل بهتری تضمین می‌کند (آمران و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶).

با توجه به تغییرات سریع محیطی، شرکتهای در انجام عملیات کسب و کارشان با انواع مختلف ریسک از قبیل ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی مواجه می‌شوند (باغومیان و نقدی، ۱۳۹۳). اداره کردن این ریسک-ها به شیوه‌ای کارآمد و یکپارچه برای حفظ سلامت مالی شرکتهای با اهمیت بوده و شکست در مدیریت چنین ریسک‌هایی تأثیر منفی بر ثبات مالی شرکتهای گذاشته و به درماندگی و ورشکستگی شرکتهای منجر می‌شود (الویریا و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۸).

در یک تعریف محدود، حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از قوانین و مقرراتی است که تضاد بالقوه بین مدیران و سهامداران را حل می‌کند. به ویژه برای شرکتهای که مالکان به منظور افزایش ارزش سهام خود، از استراتژی-های سرمایه‌ای مخاطره آمیز حمایت می‌کنند (پترووا و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۲). در تعریفی دیگر، حاکمیت شرکتی مدیریت تضاد بین تمامی ذینفعان سازمان است (رودریگوئز و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۶). این تعریف مبتنی

<sup>1</sup>Abraham, S., & Cox, P

<sup>2</sup>Ahmed, K., &Courtis, J. K

<sup>3</sup> Market discipline

<sup>4</sup>Amran et al

<sup>5</sup>Oliviera et al

<sup>6</sup>Petrova et al

<sup>7</sup>Rodríguez et al

بر تئوری ذینفعان است. براساس تئوری ذینفعان، هر فرد یا گروهی که بر عملکرد بنگاه تأثیر می‌گذارد یا از عملکرد بنگاه تأثیر می‌پذیرد، ذینفع محسوب می‌شود و مدیریت سازمان در تصمیم‌گیری‌های خود باید به منافع متضاد همه این گروه‌ها توجه نمایند. به طور کلی حاکمیت شرکتی به مکانیسم‌هایی اشاره دارد که برای شناسایی مسائل نمایندگی و کنترل ریسک‌های بنگاه به کار می‌رود (پورحسینی، ۱۳۹۱).

یکی از مهمترین جنبه‌های شفافیت شرکتها، شفافیت مالی است. در بحث حاکمیت شرکتی، موضوع شفافیت و افشاء مالی با کیفیت، اهمیت بیشتری می‌یابد و علت این اهمیت، افزایش سطح محافظت از سهامداران اقلیت است (سجادی و همکاران، ۱۳۹۲). مشکل مسئله دوم نمایندگی یعنی در حالتی که تمرکز مالکیت وجود دارد، ماهیت مسئله نمایندگی از تضاد بین مدیر و مالک به تضاد بین مالکان کنترل کننده و مالکان اقلیت تغییر می‌کند و مالکان اقلیت نیاز به محافظت بیشتری دارند (یینگ و وانگ<sup>۸</sup>، ۲۰۱۵). این محافظت می‌تواند با افزایش سطح افشاء اطلاعات توسط شرکت فراهم شود. در تمام مطالب بیان شده، میزان شفافیت و افشاء، شاخصی از کیفیت حاکمیت شرکتی است (لیم و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۰۷). یعنی هرچه سطح افشاء داوطلبانه بالاتر باشد، ساختار حاکمیت شرکتی سالم تر و با کیفیت تر بوده و باعث کاهش تضاد منافع می‌شود. بنابراین در صورت عملکرد مناسب این ساز و کارها، نیازهای اطلاعاتی تمام ذینفعان به نحو مناسب‌تری تأمین می‌شود (راس<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۶). به همین دلیل، موضوع ارتباط بین حاکمیت شرکتی با انواع ریسک‌ها، همواره مورد توجه پژوهشگران حاکمیت شرکتی قرار گرفته است بنابراین بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری شرکت‌ها از اهمیت به سزایی برخوردار است. هدف از انجام این پژوهش بررسی این موضوع است که آیا حاکمیت شرکتی تأثیر معناداری بر ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری دارد یا خیر؟

ادامه این مقاله بدین صورت خواهد بود که ابتدا به مرور مبانی نظری موجود در حوزه تحقیق پرداخته، پس از آن در قسمت روش‌شناسی تحقیق به ارائه مدل تحقیق، جامعه آماری و نحوه محاسبه متغیرهای تحقیق می‌پردازیم. در قسمت یافته‌های تحقیق به ارائه آمار توصیفی و آزمون مدل پرداخته و نهایتاً در قسمت بحث و نتیجه‌گیری به ارائه یافته‌های تحقیق خواهیم پرداخت.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

### ۲-۱- مبانی نظری

<sup>8</sup>Ying - Wang

<sup>9</sup>Lim et al

<sup>10</sup> Rose

همانگونه که بحران اخیر مالی نشان می‌دهد، رفتار مخاطره‌آمیز شرکت‌ها بر حساسیت و شکنندگی اقتصادی و مالی تأثیر می‌گذارد. در حقیقت، مراجع قانونی ملی و بین‌المللی به دنبال راهی برای شکل دهی به ریسک شرکت‌ها هستند. از این رو تعامل مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی با قوانین سرمایه‌ای در شکل دهی به رفتار مخاطره‌آمیز شرکت‌ها مسئله‌ای مهم است. این موضوع اهمیت دارد زیرا مطابق تئوری نمایندگی، ساختار مالکیت بر ریسک تأثیر می‌گذارد. از طرف دیگر، تأثیر الزامات سرمایه‌ای بر ریسک‌پذیری شرکت به قدرت نسبی سهامداران در ساختار مالکیت هر بانک بستگی دارد.

تئوری‌های مختلفی به رابطه ساختار مالکیت، کفایت سرمایه و ریسک‌پذیری شرکت‌ها پرداخته‌اند. لیون و لوین<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۹) سه رویکرد نظری را در این خصوص مطرح می‌کنند. طبق رویکرد اول، مالکان متنوع یعنی کسانی که بخش عمده‌ای از ثروت خود را در شرکت‌ها سرمایه‌گذاری نکرده‌اند، طرفدار ریسک‌پذیری بیشتر شرکت در مقایسه با سپرده‌گذاران و مدیران غیر سهامدار (مدیرانی که منافع سرمایه‌ای قابل توجهی در شرکت ندارند) هستند. همانند هر بنگاه دارای بدهی‌های محدود، مالکان متنوع انگیزه افزایش ریسک شرکت را بعد از جمع‌آوری وجوه از دارندگان اوراق قرضه و سهامداران دارند. به طور مشابه مدیران دارای مهارت مدیریت سرمایه انسانی و کنترل، در مقایسه با سهامداران، طرفدار ریسک‌پذیری کمتر هستند. براساس این رویکرد، شرکت‌های با ساختار مالکان متنوع ریسک بیشتری را نسبت به شرکت‌های با مالکانی که نقش حاکمیتی را ایفاء می‌کنند، می‌پذیرند.

دوم، رویکردی است که بیان می‌کند، قوانین به طور متفاوتی بر انگیزه‌های ریسک‌پذیری در شرکت‌های دارای مالکان متنوع نسبت به شرکت‌های دارای دارندگان اوراق بدهی و مدیران غیر سهامدار تأثیر می‌گذارد. به عنوان مثال ضمانت سپرده، توانایی و انگیزه سهامداران را برای افزایش ریسک، تشدید می‌کند. انگیزه و عزم ریسک‌پذیری بیشتر ایجادشده توسط ضمانت سپرده بر مالکان تأثیر می‌گذارد و نه الزاماً بر مدیران غیر سهامدار. علاوه بر این، الزامات سرمایه‌ای ممکن است ریسک‌پذیری را افزایش دهد. مالکان ممکن است در جبران کاهش بهره‌وری منابع ناشی از الزامات سرمایه‌ای شدیدتر، پرتفوی سرمایه‌گذاری پر ریسک را انتخاب کنند و از این طریق تضاد بین مالکان و مدیران درخصوص ریسک‌پذیری شرکت افزایش یابد. همانند الزامات سرمایه‌ای، این محدودیت‌ها نیز ارزش سهام مالکان را کاهش می‌دهد و در نتیجه انگیزه ریسک‌پذیری مالکان را در مقایسه با مدیران تشدید می‌کند؛ بنابراین تأثیر قوانین بر ریسک به نفوذ نسبی مالکان در ساختار حاکمیتی شرکت بستگی دارد. رویکرد سوم بیان می‌کند، قوانین شرکتی تأثیر متفاوتی بر انگیزه‌های ریسک-پذیری مالکان در مقایسه با مدیران دارد، تئوری حاکمیت شرکتی پیشنهاد می‌کند که ساختار مالکیت بر توانایی مالکان برای تأثیر بر ریسک اثرگذار است. سهامداران عمده نسبت به سهامداران جزء، قدرت و انگیزه

<sup>11</sup> Leaven and levine

بیشتری برای شکل دهی به رفتار بنگاه دارند. از این منظر، ساختار مالکیت بر توانایی مالکان برای تغییر ریسک شرکت در پاسخ به انگیزه انتقال ریسک استاندارد و هم انگیزه ایجاد شده توسط قوانین رسمی، تأثیر دارد؛ بنابراین بررسی نظام حاکمیت شرکتی و ریسک‌های نقدینگی و اعتباری در شکل دهی رفتار مخاطره آمیز شرکت‌ها امری مهم می‌باشد.

## ۲-۲- پیشینه پژوهش

تا به حال، پژوهش‌های متعددی عوامل موثر بر ریسک شرکت را بررسی کرده‌اند که یکی از عوامل مورد بررسی حاکمیت شرکتی است (مانند عرب مازار و روئین تن، ۱۳۸۵؛ صمدی و همکاران، ۱۳۸۶؛ نیکبخت و طاهری، ۱۳۹۳)، اما تأثیر حاکمیت شرکتی بر ریسک در پژوهش‌های مختلف نتایج متفاوتی به همراه داشته است. به عنوان مثال شاه و علم<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۳)، دریافتند کنترل خانوادگی و کنترل بانکی تأثیر منفی بر ریسک شرکت دارد، در حالیکه دوگانگی مدیرعامل رابطه مثبت با ریسک دارد. همچنین رابطه معناداری بین وجود حسابرس مستقل، اندازه هیئت مدیره و نسبت مدیران غیرموظف با ریسک وجود ندارد. در پژوهش لی و همکاران<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۶)، مشخص گردید مالکیت خارجی و اندازه هیئت مدیره با ریسک رابطه منفی و معنادار دارد. در حالیکه رابطه معناداری بین مالکیت مدیریتی و نسبت مدیران غیرموظف با ریسک وجود ندارد. در پژوهش‌های داخلی، نیکبخت و طاهری (۱۳۹۳)، دریافتند بین درصد سهامداران نهادی و ریسک سیستماتیک ارتباط معناداری وجود دارد. در حالیکه بین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و ریسک سیستماتیک، در سطح کل و نیز در سایر طبقات شرکتها رابطه معنادار وجود نداشت. در راستای توجیه این نتایج متضاد، تأثیر تعدیل کنندگی مسئولیت اجتماعی شرکت توسط لی و همکاران (۲۰۱۶)، مورد ارزیابی قرار گرفت و نشان دادند که مسئولیت اجتماعی شرکت در رابطه بین مالکیت مدیریتی و ریسک شرکت و در رابطه اندازه هیئت مدیره و ریسک شرکت اثر تعدیل کنندگی دارد، در صورتی که در رابطه مالکیت خارجی و نسبت مدیران غیرموظف با ریسک شرکت اثر تعدیل کنندگی ندارد.

از سوی دیگر، مسأله تعارض بالقوه بین اهداف مدیریت ریسک و سیاست‌های مربوط به بیشینه‌سازی ارزش شرکت، می‌تواند حاکمیت شرکتی را نیز در بر گیرد، چون از هیئت مدیره انتظار می‌رود که اهداف و سیاست‌های مدیریت ریسک شرکت را تایید کند و بر شیوه‌هایی نظارت داشته باشد که برای دستیابی به آن اهداف به کار می‌رود. از این رو بین حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک ارتباط نزدیکی وجود دارد که می‌تواند به سادگی قابل فهم باشد. با تدوین استانداردهای مناسب و قوی برای حاکمیت شرکتی می‌توان فرآیند مدیریت ریسک را بهبود بخشید و با یکپارچه کردن مدیریت ریسک و سیستم‌های داخلی می‌توان از تدوین

<sup>12</sup> Shah & Alam

<sup>13</sup> Lee et al

استانداردهای قوی حاکمیت شرکتی اطمینان حاصل نمود؛ بنابراین با توجه به اهمیت مدیریت ریسک در شرکت و تأثیری که حاکمیت شرکتی بر آن دارد، شناسایی عوامل موثر بر این رابطه می تواند ما را در مدیریت ریسک شرکتی و طراحی مناسب مکانیسم های حاکمیت شرکتی کمک کند.

میری و اربابیان (۱۳۹۷)، در پژوهشی به بررسی ساز و کارهای حاکمیت شرکتی برگزارشگری ریسک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران طی سال های ۱۳۹۶-۱۳۹۱ پرداختند. نتایج آزمون فرضیات نشان داد که رابطه معناداری بین اندازه هیئت مدیره، نسبت مدیران خارجی در هیئت مدیره، سهام اعضای هیئت مدیره، تعداد جلسات هیئت مدیره، اندازه شرکت و سهامداران نهادی با سطح افشاء ریسک اجباری وجود دارد، در حالی که رابطه بین بازده و اهرم مالی با سطح افشاء ریسک اجباری از نظر آماری معنادار نیست. همچنین وجود رابطه معنادار بین نسبت مدیران خارجی در هیئت مدیره، سهام اعضای هیئت مدیره، تعداد جلسات هیئت مدیره، اندازه شرکت، بازده، اهرم مالی و سطح افشاء ریسک اختیاری را تأیید می کند. اما وجود رابطه بین اندازه هیئت مدیره، اندازه شرکت، بخش و سهامداران نهادی با سطح افشای ریسک اختیاری از نظر آماری معنادار نیست.

ترشیزی و بزاز زاده (۱۳۹۷)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آزمون فرضیه های پژوهش با استفاده از روش رگرسیون بر روی داده های تابلویی انجام شد. بررسی ها بر روی ۱۰۴ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۴ نشان داد نسبت مدیران غیرموظف، اندازه هیئت مدیره و مسئولیت اجتماعی شرکت با ریسک شرکت رابطه مثبت دارند. همچنین مسئولیت اجتماعی شرکت بر رابطه بین معیارهای حاکمیت شرکتی مورد بررسی با ریسک شرکت تأثیر تعدیل کننده دارد و با ورود متغیر مسئولیت اجتماعی، افزایش نسبت مدیران غیرموظف و تعداد اعضای هیئت مدیره منجر به کاهش ریسک می شود.

سلگی (۱۳۹۷)، در پژوهشی به بررسی حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک در بانک های ایران در بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۳۹۰ پرداخت. با استفاده از رویکرد کمی و با بهره گیری از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM)، نتایج تحقیق نشان داد که رابطه مثبتی بین شاخص های حاکمیت شرکتی با نسبت کفایت سرمایه و نسبت پوشش هزینه سپرده وجود دارد. نتایج همچنین بیانگر رابطه غیرخطی بین تمرکز مالکیت و شاخص های ریسک است. این یافته ها از تئوری حاکمیت شرکتی پشتیبانی می کنند. بر این اساس، توانایی مالکان در تأثیرگذاری بر ریسک، تحت تأثیر ساختار مالکیت قرار دارد. همچنین یافته های این تحقیق در راستای تئوری هایی است که بیان می کنند سهامداران در مقایسه با مدیران و سپرده گذاران تمایل بیشتری برای افزایش ریسک دارند.

بلاخی و صباخیان (۱۳۹۴)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک‌های تجاری، مالی و نقدینگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۸۶ پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که بین دوگانگی مدیر عامل بر ریسک‌های مالی، تجاری و نقدینگی شرکت‌ها و همچنین بین اندازه هیئت مدیره بر ریسک‌های مالی رابطه معناداری وجود ندارد. اما بین اندازه هیئت مدیره بر ریسک تجاری و نقدینگی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد. بین استقلال هیئت مدیره بر ریسک‌های مالی و تجاری رابطه معنا داری وجود ندارد، اما بین استقلال هیئت مدیره بر ریسک نقدینگی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد. بین مالکیت نهادی بر ریسک‌های مالی، تجاری و نقدینگی شرکت‌ها رابطه معنا داری وجود دارد. بین نوع حسابرس بر ریسک‌های مالی رابطه معنا داری وجود ندارد، اما بین نوع حسابرس بر ریسک تجاری و نقدینگی شرکت‌ها رابطه معنا داری وجود دارد.

کالومیریس و کارلسون<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۹)، در مطالعه‌ای به بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک در بانکهای محافظت نشده پرداختند. آنها در این مطالعه به بررسی حاکمیت بانک و ریسک از دهه ۱۹۸۰ در ۲۰۶ بانک آمریکایی و بهره‌گیری از مدل حداقل مربعات معمولی (OLS) پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد ساختار حاکمیت رسمی که به صورت درونی انتخاب شده است، ریسک بیشتری را ایجاد می‌کند و تأکید نسبی بیشتری بر سرمایه برای مدیریت ریسک دارد اما حقوق مدیریتی کمتری را اعمال می‌نماید.

چن و لین<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۸)، در مطالعه‌ای به بررسی نقش حاکمیت شرکتی در رابطه بین ریسک‌های اعتباری، نرخ بهره و نقدینگی پرداختند. به طور ویژه، این مطالعه به بررسی این موضوع می‌پردازد که بانک‌ها چگونه بین این ریسک‌ها تحت مدل کسب و کار تبدیل سررسید، توازن ایجاد می‌کنند. این تحقیق با استفاده از داده‌های بانکهای ۴۳ کشور و در بازه زمانی ۲۰۱۰-۲۰۰۲ و با استفاده از روش معادلات ساختاری و سیستم معادلات انجام شد. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که ریسک‌های اعتباری، نرخ بهره و نقدینگی با همدیگر مرتبط هستند و اینکه این تعامل میان آنها را با استفاده از حاکمیت شرکتی و قوانین می‌توان کاهش داد. همچنین یافته‌ها بیان می‌کند که مالکیت بر ریسک‌پذیری بانک تأثیر می‌گذارد. بنابراین ریسک‌های اعتباری، نقدینگی و نرخ بهره دارای ارتباط درونی هستند و در نتیجه بانک‌ها باید به همزمانی این ریسک‌ها در فعالیتهای مدیریت ریسک که وابسته به حاکمیت شرکتی آنهاست، توجه کنند.

لی و همکاران (۲۰۱۶)، در پژوهشی به بررسی تاثیر حاکمیت خارجی بر ریسک شرکت‌ها پرداختند. ایشان دریافتند مالکیت خارجی و اندازه هیئت مدیره رابطه معنا داری با ریسک شرکت دارد در حالیکه مالکیت

<sup>14</sup> Calomiris, C. W., & Carlson, M

<sup>15</sup> Chen, H., & Lin, K

مدیریتی و نسبت مدیران خارجی اینطور نیست. از این جهت، پیشنهاد می‌شود که شرکت بتواند با حفظ هیئت مدیره بزرگ، ریسک شرکت را کاهش دهد.

روس<sup>۱۶</sup> (۲۰۱۶)، با هدف بررسی این موضوع که آیا وجود ویژگیهای حاکمیت شرکتی ضعیف منجر به پذیرش ریسک اعتباری بیشتری می‌شود به بررسی بانکهای دانمارکی در سنجش ریسک سال قبل از بحران مالی ۲۰۰۷ پرداخت. او از الماس نظارت اعتباری استفاده کرد: سهم مشتریان بزرگ، رشد وام دهی، نسبت وام دهی به سپرده‌ها، محافظ نقدینگی و سهم وامهای مستغلات. همچنین از شاخصهای اندازه هیئت مدیره، پاداش مدیرعامل، تنوع هیئت مدیره برای سنجش حاکمیت شرکتی استفاده شد. با تکیه بر دادههای بانکهای دانمارکی در بازه زمانی ۲۰۰۵-۲۰۰۹ و با استفاده از مدل اثرات ثابت و رویکرد دادههای تابلویی نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که افزایش پاداش هیئت مدیره منجر به افزایش ریسک اعتباری بانک می‌شود. از طرف دیگر افزایش تعداد هیئت مدیره موظف منجر به کاهش ریسک اعتباری خواهد شد. زیرا افزایش اعضاء هیئت مدیره موظف، سیستم کنترل قوی‌تر و تعادل بهتری را ایجاد می‌کنند.

جیمز و جوزف<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۵)، در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر مکانیسمهای حاکمیت شرکت بر عملکرد بانک با استفاده از رویکرد مبتنی بر منابع پرداختند. بحرانهای مالی و اقتصادی اهمیت حاکمیت شرکتی را در سازمانهای مختلف به ویژه بانکها نشان می‌دهد. در این مطالعه تأثیر مکانیسم پایش مالکیت، مکانیسم پایش کنترل داخلی (استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره) و مکانیسمهای قانونی (نسبت کفایت سرمایه) بر عملکرد بانک بررسی می‌شود. با استفاده از دادههای ۱۸ بانک مالزیایی در بازه زمانی ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۳ و با استفاده از مدل حداقل مربعات معمولی یافته‌های این تحقیق نشان دهنده رابطه معنادار بین مکانیسمهای پایش قانونی و عملکرد بانک است.

چالرمچاتویچین و همکاران<sup>۱۸</sup> (۲۰۱۴)، به بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر رفتار مخاطره‌آمیز بانکها پرداختند. این مطالعه در ۱۱ کشور شرق آسیا و در بازه زمانی ۲۰۰۵ تا ۲۰۰۹ و با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی (OLS) انجام شد. بررسی رابطه تمرکز مالکیت و کفایت سرمایه نشان می‌دهد که افزایش تمرکز مالکیت منجر به بهبود کفایت سرمایه می‌شود. همچنین نتایج این بررسی وجود یک رابطه غیرخطی را تأیید می‌کند. بر این اساس در سطوح پایین تمرکز مالکیت، افزایش در مالکیت متمرکز ثبات سرمایه را کاهش می‌دهد، در سطوح بالایی مالکیت، تمرکز مالکیت بیشتر، ثبات سرمایه را افزایش خواهد داد. که نقطه عطف منحنی ۴۱٫۹۱ درصد است. یافته‌ها مطابق بحث تضاد نمایندگی است. در سطوح پایین تمرکز مالکیت، منافع

<sup>16</sup> Rose

<sup>17</sup> James & Joseph

<sup>18</sup> Chalermchatvichien et al

متضاد مدیریت و سهامداران منجر به ثبات مالی بیشتر می‌شود. با افزایش تمرکز مالکیت در سطوح پایین، سهامداران برای پذیرش ریسک بیشتر به مدیران فشار می‌آورند. اما در سطوح بالایی تمرکز مالکیت، سهامداران بزرگتر تلاش بیشتری برای پایش کرده و مدیران را به دنبال کردن استراتژی‌هایی با نرخ بازدهی مشخصتر وادار می‌کنند. این امر منجر به محدود شدن اقدامات مدیریتی در انجام سرمایه‌گذاری‌های ریسکی می‌شود. این یافته نشان می‌دهد تمرکز مالکیت انگیزه‌های مدیریت برای ریسک‌پذیری را زمانی کنترل می‌کند که تمرکز به سطح مشخصی برسد.

### ۳. فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه اصلی:
  - ✓ بین حاکمیت شرکتی و ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری رابطه معناداری وجود دارد.
  - فرضیه‌های فرعی:
    - ✓ بین اندازه هیئت مدیره و ریسک نقدینگی رابطه معناداری وجود دارد.
    - ✓ بین اندازه هیئت مدیره و ریسک اعتباری رابطه معناداری وجود دارد.
    - ✓ بین تمرکز مالکیت و ریسک نقدینگی رابطه معناداری وجود دارد.
    - ✓ بین تمرکز مالکیت و اعتباری رابطه معناداری وجود دارد.
    - ✓ بین استقلال هیئت مدیره و ریسک نقدینگی رابطه معناداری وجود دارد.
    - ✓ بین استقلال هیئت مدیره و ریسک اعتباری رابطه معناداری وجود دارد.

### ۴. روش پژوهش

تحقیق حاضر به لحاظ هدف از نوع تحقیقات کاربردی و به لحاظ روش گردآوری داده‌ها از روش توصیفی-همبستگی است. با بهره‌گیری از رویکرد کمی و طرح پژوهشی توصیفی - همبستگی موضوع تحقیق مورد بررسی قرار می‌گیرد.

### ۴-۱- داده‌ها و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش از نمونه گیری استفاده نشد و داده های مربوط به شرکتهای جامعه آماری پس از اعمال شرایط ذیل به عنوان جامعه آماری در دسترس، مورد استفاده قرار گرفت. همچنین داده‌های آماری این پژوهش به صورت ترکیبی طی سال‌های ۱۳۹۷-۱۳۹۰ از سازمان بورس اوراق بهادار و سایت اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی- سازمان بورس اوراق بهادار (وب سایت [www.rdis.ir](http://www.rdis.ir)) استخراج شدند.

۱. دوره مالی آن ها به ۱۲/۲۹ هر سال ختم شود، تا بتوان داده ها را در کنار یکدیگر قرار داد و در قالبهای تابلویی یا تلفیقی به کار برد.

۲. در طول دوره پژوهش تغییر در دوره مالی نداشته باشند، تا نتایج عملکرد مالی، قابل مقایسه باشند.

۲. جزء شرکت های فعال در حوزه فعالیت های مالی، از جمله شرکت های سرمایه گذاری، بانک ها، بیمه ها و موسسات مالی نباشند. بدلیل اینکه این موسسات از لحاظ ماهیت فعالیت متفاوت بوده و درآمد اصلی آنها حاصل از سرمایه گذاری بوده و وابسته به فعالیت سایر شرکت ها است و ماهیتاً با سایر شرکت ها متفاوت می باشند، لذا از تحقیق حذف خواهند شد.

۴. در طول سال مالی بیش از ۶ ماه توقف معاملاتی نداشته باشند. از آنجایی که توقف در معاملات موجب ناتوانی در برآورد ارزش بازار می شود که این ناتوانی موجب عدم تأمین متغیرهای مورد نیاز تحقیق می شود.

۲-۴- متغیرها و مدل پژوهش

در پژوهش حاضر جهت بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری شرکت ها از مدل ارائه شده توسط کالمیریس و کارلسون (۲۰۱۹) استفاده شد.

$$LiR_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ind_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Spe_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 Size_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$CrR_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ind_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Spe_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 Size_{it} + \varepsilon_{it}$$

• متغیرهای وابسته:

$LiR$ : نشان دهنده ریسک نقدینگی می باشد. که از نسبت زیر محاسبه می شود.

(بدهی به بانک مرکزی + سپرده های پس انداز + جاری + سپرده کوتاه مدت) - (وجه نقد + سکه + خالص مانده حساب نزد بانک مرکزی + سپرده گذاری نزد سایر بانکها + اوراق مشارکت خریداری شده از سایر بانکها + موجودی نزد بانکهای داخلی پس از پایاپای)

کل دارایی ها

$CrR$ : نشان دهنده ریسک اعتباری می باشد. که از نسبت زیر محاسبه می شود.

$$\text{ریسک اعتباری} = \frac{\text{مانده وام های اعطایی} + \text{مانده تعهدات}}{\text{کل دارایی ها}}$$

• متغیرهای مستقل:

*Ind*: نشان دهنده استقلال هیئت مدیره است که از نسبت اعضاء موظف به کل اعضاء هیئت مدیره بدست آید.

*SIZE*: نشان دهنده اندازه هیئت مدیره است که شامل تعداد اعضاء عضو هیئت مدیره شرکت می باشد.

*Spe*: نشان دهنده تمرکز مالکیت است که برای محاسبه این شاخص از نسبت اعضاء غیرموظف به کل اعضاء هیئت مدیره استفاده شده است.

• متغیرهای کمکی:

*LEV*: نشان دهنده اهرم مالی شرکت است که از نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها محاسبه می شود.

*Size*: نشان دهنده اندازه شرکت است که از لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت محاسبه می شود.

۵. یافته های پژوهش

در این پژوهش ابتدا با استفاده از ابزار آمار توصیفی به تجزیه و تحلیل داده ها می پردازیم و در ادامه برای آزمون فرضیه ها از الگوی پانل دیتا استفاده خواهیم کرد و مدل ها را با روش حداقل مربعات تعمیم یافته ( $GLS^{19}$ ) در چارچوب رگرسیون های مقطعی وزنی و با در نظر گرفتن اثرات تصادفی برآورد می کنیم. همچنین، از نرم افزار EViews برای پردازش اطلاعات و آزمونهای آماری استفاده شده است.

۵-۱- آمار توصیفی متغیرها

در جدول زیر آمار توصیفی متغیرهای تحقیق شامل میانگین، میانه، حداقل، حداکثر، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی متغیرهای تحقیق ارائه شده اند. همانگونه که مشاهده می شود تمامی متغیرهای تحقیق از نظر آمار توصیفی مورد بررسی قرار گرفته اند و از نظر چولگی و کشیدگی نیز تمام متغیرها دارای وضعیت مطلوبی می باشند. اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که بیانگر نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده ها است. مقدار میانگین برای متغیر ریسک نقدینگی برابر با ۰/۳۴۷ می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. انحراف معیار یکی از مهمترین پارامترهای پراکندگی است و معیاری است برای میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است. مقدار این پارامتر برای متغیر ریسک نقدینگی برابر با ۰/۳۰۲ است.

<sup>19</sup>. Generalized Least Square

جدول (۱)، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| متغیر       | میان               | میانگین | انحراف معیار | چولگی | کشیدهی |
|-------------|--------------------|---------|--------------|-------|--------|
| <i>LiR</i>  | ریسک نقدینگی       | ۰,۴۲۸   | ۰,۳۴۷        | ۰,۳۰۲ | ۰,۰۰۳  |
| <i>CrR</i>  | ریسک اعتباری       | ۰,۴۳۲   | ۰,۴۱۲        | ۰,۶۲۵ | ۱,۱۲۵  |
| <i>Ind</i>  | استقلال هیئت مدیره | ۰,۶۸۵   | ۰,۵۶۲        | ۰,۴۱۲ | ۰,۰۱۴  |
| <i>SIZE</i> | اندازه هیئت مدیره  | ۰,۵۸۴   | ۰,۸۵         | ۰,۵۱۴ | ۰,۶۲۵  |
| <i>Spe</i>  | تمرکز مالکیت       | ۰,۷۴۵   | ۰,۶۱۲        | ۰,۳۵۹ | ۰,۹۰۷  |

ماخذ: یافته‌های پژوهش

۵-۲- آزمون ریشه واحد پانل برای پایایی متغیرها

آزمون ریشه واحد مبتنی بر داده‌های تابلویی برای افزایش قدرت آزمون‌ها ضروری است. لذا پیش از برآورد مدل تحقیق، لازم است مانایی تمام متغیرهای مورد استفاده در تخمین‌ها، مورد آزمون قرار گیرد. زیرا مانایی متغیرها چه در مورد داده‌های سری زمانی و چه داده‌های تابلویی باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود.

در تحقیق حاضر برای بررسی مانایی متغیرهای تحقیق از دو آزمون لوین، لین و چو و همچنین آزمون ایم، پسران و شیم استفاده شده است که نتایج هر یک از دو آزمون در جدول زیر ارائه شده است. همانگونه که مشاهده می‌شود فرض صفر آزمون لوین، لین و چو مبنی بر عدم مانایی برای تمام متغیرها در سطح احتمال ۹۵٪ رد شده است. لذا تمام متغیرها در سطح مانا می‌باشند.

جدول (۲)، آزمون ریشه واحد متغیرهای پژوهش

| متغیر      | آماره آماری لوین، لین، چو | ارزش احتمال | مانا در سطح |
|------------|---------------------------|-------------|-------------|
| <i>LiR</i> | -۱۶/۰۹                    | ۰,۰۰۰       | مانا در سطح |
| <i>CrR</i> | -۱۹/۵۶                    | ۰,۰۰۰       | مانا در سطح |
| <i>Ind</i> | -۲۰/۷۲                    | ۰,۰۰۰       | مانا در سطح |

|             |       |        |      |
|-------------|-------|--------|------|
| مانا در سطح | ۰,۰۰۰ | -۱۸/۰۶ | SIZE |
| مانا در سطح | ۰,۰۰۰ | -۳۰/۴۵ | Spe  |

ماخذ: یافته‌های پژوهش

### ۵-۳- آزمون همجمعی

بررسی وجود همجمعی در داده‌های ترکیبی بسیار اهمیت دارد. در صورتی متغیرهای مدل‌ها ایستا نباشند برآورد مدل ممکن است به یک رگرسیون کاذب منجر شود. بنابراین در این حالت برای جلوگیری از بروز رگرسیون کاذب قبل از برآورد مدل، آزمون همجمعی انجام می‌گیرد تا پس از اطمینان از وجود رابطه بلند مدت الگوی مورد نظر تخمین زده شود.

### جدول (۳)، نتایج آزمون همجمعی کائو برای مدل‌های پژوهش

| احتمال (Prob) | آماره t-Statistic |                               |
|---------------|-------------------|-------------------------------|
| ۰/۰۰۰         | -۱/۳۹             | آزمون همجمعی ADF برای مدل اول |
| ۰/۰۰۰         | -۲/۴۹             | آزمون همجمعی ADF برای مدل دوم |

ماخذ: یافته‌های پژوهش

با توجه به آماره‌های ADF و احتمال مربوط به آن می‌توان وجود همجمعی در مدل‌ها را پذیرفت. به بیان دیگر فرضیه صفر مبنی بر وجود عدم همجمعی در مدل‌ها رد می‌شود. بنابراین می‌توان گفت بین متغیرهای وابسته و متغیرهای مستقل یک رابطه بلند مدت وجود دارد.

### ۵-۴- آزمون والد و آزمون جاک-برا

پیش از بررسی نتایج برآورد مدل‌های رگرسیونی معناداری کلی مدل‌ها و نکویی مدل‌های برازش شده با استفاده از آزمون والد مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به نتایج آزمون والد که در جدول (۴) ارائه شده است، احتمال آماره کای دو محاسبه شده برای هر دو مدل کمتر از ۵ درصد است که نشان دهنده ی معنادار بودن کلی مدل‌های رگرسیونی برازش شده است.

جدول (۴)، خلاصه نتایج آزمون والد برای بررسی معنی داری مدل لاجیت برازش شده

| مدل | نوع آزمون | آزمون کای دو | احتمال آمار | نتیجه                   |
|-----|-----------|--------------|-------------|-------------------------|
| اول | والد      | ۱۳/۶۷        | ۰/۰۰۳۴      | مدل در کل معنی دار است. |
| دوم | والد      | ۱۶/۵۱        | ۰/۰۰۰۹      | مدل در کل معنی دار است. |

ماخذ: یافته‌های پژوهش

فرض صفر آزمون جاک-برا دلالت بر نرمال بودن پسماندهای مدل دارد و لذا ارزش احتمال آزمون باید بیش از ۰,۰۵ باشد تا نرمال بودن پسماندها در سطح ۹۵٪ تایید شود. نتایج آزمون نشان دهنده ی تایید فرض صفر و نرمال بودن پسماندهای مدل می باشد.

جدول (۵)، نتایج آزمون جاک-برا

| متغیرهای وابسته | آماره ی جاک-برا | ارزش احتمال | نتیجه |
|-----------------|-----------------|-------------|-------|
| <i>LiR</i>      | ۰/۶۳۵           | ۰/۲۱۹       | نرمال |
| <i>CrR</i>      | ۰/۷۸۹           | ۰/۰۸۴       | نرمال |

ماخذ: یافته‌های پژوهش

۵-۵- آزمون چاو (F لیمر) و هاسمن

در برآورد مدل پانل دیتا با دو حالت کلی روبرو هستیم. حالت اول این است که عرض از مبدأ برای کلیه مقاطع یکسان است که در این صورت با مدل پول دیتا<sup>۲۰</sup> مواجه هستیم. حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام مقاطع متفاوت است که به این حالت پانل دیتا گفته می شود. برای تعیین روش به کارگیری داده های ترکیبی و تشخیص همگن یا نا همگن بودن آن ها از آزمون چاو و آماره ی F لیمر استفاده می شود. نتایج آزمون چاو در جدول (۶)، نشان دهنده تایید اثرات ثابت در برابر روش حداقل مربعات تجمیع شده است (به بیان ساده تر تایید داده های ترکیبی (Panel) در برابر داده های تلفیقی (Pool))، زیرا مقدار احتمال کمتر از مقدار استاندارد ۰,۰۵ درصد می باشد.

جدول (۶)، نتایج آزمون چاو

| آماره | احتمال (Prob) |
|-------|---------------|
|-------|---------------|

<sup>20</sup> panel data

|       | Statistic |                          |         |
|-------|-----------|--------------------------|---------|
| ۰/۰۰۰ | ۱/۵۹      | Cross-section F          | مدل اول |
| ۰/۰۰۰ | ۹۶/۴۲     | Cross-section Chi-square |         |
| ۰/۰۰۲ | ۲/۷۹      | Cross-section F          | مدل دوم |
| ۰/۰۰۳ | ۱۱۲/۳۶    | Cross-section Chi-square |         |

ماخذ: یافته‌های پژوهش

تصریح هاسمن به منظور تعیین روش اثرات ثابت یا تصادفی جهت برآورد مدل‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد. نتیجه آزمون هاسمن برای مدل‌های تحقیق در جدول (۷) دلالت بر رد فرضیه صفر دارد. بعبارتی نتایج بیانگر تایید اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی است. زیرا مقدار احتمال کمتر از مقدار استاندارد ۰,۰۵ درصد است. بنابراین مدل این تحقیق باید به صورت اثرات ثابت تخمین زده شود.

#### جدول (۷)، نتایج آزمون هاسمن

| احتمال (Prob) | آماره Statistic |                      |         |
|---------------|-----------------|----------------------|---------|
| ۰/۰۰۲         | ۱۰/۱۲           | Cross-section random | مدل اول |
| ۰/۰۰۰         | ۹/۰۱            | Cross-section random | مدل دوم |

ماخذ: یافته‌های پژوهش

#### ۵-۶- آزمون فرضیه‌ها

با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون‌های F و هاسمن، مدل را با روش حداقل مربعات تعمیم یافته ( $GLS^{21}$ ) در چارچوب رگرسیون‌های مقطعی وزنی و با در نظر گرفتن اثرات تصادفی برآورد می‌کنیم. به طور کلی حداقل مربعات تعمیم یافته، هم خطی بین جملات پسماند را کنترل می‌کند. نتایج تخمین مدل به روش مدل اثرات تصادفی در جدول (۸) ارائه شده است.

#### جدول (۸)، نتایج حاصل از برآورد الگوی پنل مدل‌های پژوهش

| ریسک نقدینگی (مدل اول) |         |     | ریسک اعتباری (مدل دوم) |         |              | متغیر |
|------------------------|---------|-----|------------------------|---------|--------------|-------|
| ضریب                   | مقدار t | سطح | ضریب                   | مقدار t | سطح معناداری |       |

<sup>21</sup> . Generalized Least Square

|                                                 |        |        | معناداری                                        |        |        |             |
|-------------------------------------------------|--------|--------|-------------------------------------------------|--------|--------|-------------|
| ۰/۲۵۱                                           | -۲/۱۶۹ | -۰/۸۹۴ | ۰/۰۰۰                                           | -۱/۷۶۷ | -۰/۷۲۶ | <i>Ind</i>  |
| ۰/۰۰۰                                           | -۱/۰۶۴ | -۰/۵۴۷ | ۰/۰۱۴                                           | -۱/۲۴۷ | -۰/۶۴۱ | <i>SIZE</i> |
| ۰/۶۵۷                                           | -۱/۱۵۵ | -۰/۴۱۵ | ۰/۰۰۰                                           | -۲/۳۷۸ | -۰/۸۴۵ | <i>Spe</i>  |
| ۰/۰۶۸                                           | ۰/۸۷۹  | ۰/۱۴۸  | ۰/۱۵۶                                           | ۱/۲۱۵  | ۰/۳۴۸  | <i>LEV</i>  |
| ۰/۰۰۰                                           | ۱/۹۸۴  | ۰/۳۱۴  | ۰/۰۶۷                                           | ۱/۴۱۲  | ۰/۲۵۴  | <i>size</i> |
| $D.W = 1.64$<br>$probF = 0.000$<br>$R^2 = 0.98$ |        |        | $D.W = 1.52$<br>$probF = 0.000$<br>$R^2 = 0.86$ |        |        |             |

ماخذ: یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از الگوی پنل دیتابری مدل اول، نشان داد که بین استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره و تمرکز مالکیت با ریسک نقدینگی رابطه معناداری وجود دارد زیرا مقدار احتمال آنها از مقدار استاندارد ۰/۰۵ درصد کمتر می‌باشد. بنابراین فرضیه پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین حاکمیت شرکتی و ریسک نقدینگی، پذیرفته می‌شود. همانطور که ضریب تعیین مدل اول نشان می‌دهد، متغیرهای مستقل توانسته‌اند ۸۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را پیش‌بینی کنند. عبارتی قدرت توضیح‌دهندگی مدل ۸۶ درصد می‌باشد. آماره  $F$  وسط معناداری مربوط و مقایسه آن با سطح خطای (۰/۰۰۰)، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد می‌باشد. آمار دوربین-واتسون نیز برابر با ۱/۵۲ است که وجود خود همبستگی سریالی (مرتبه اول) را در بین اجزای اخلاص رگرسیون رد می‌نماید. رد خود همبستگی سریالی (مرتبه اول) را در بین اجزای اخلاص رگرسیون نشان دهنده این است که ضرایب رگرسیونی مدل و ضریب تعیین کاذب نمی‌باشند.

نتایج حاصل از الگوی دوم نیز نشان داد که بین اندازه هیئت مدیره و ریسک اعتباری رابطه معناداری وجود دارد زیرا مقدار احتمال بدست آمده از مقدار استاندارد ۰,۰۵ درصد کمتر می‌باشد. همچنین نتایج گویای آن است که بین استقلال هیئت مدیره و تمرکز مالکیت و ریسک اعتباری رابطه معنی‌داری وجود ندارد. همچنین ضریب تعیین نشان داد که متغیرهای مستقل توانسته‌اند ۹۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را پیش‌بینی کنند. آماره دوربین-واتسون نیز در این مدل برابر با ۱/۶۴ می‌باشد که وجود خودهمبستگی را بین اجزای اخلاص رگرسیون رد می‌نماید.

## ۶- بحث و نتیجه‌گیری

بحث حاکمیت شرکتی در شرکتها، و تأثیر آن بر ریسک، از جمله موضوعهای قابل پژوهش در حوزه حاکمیت شرکتی است که چندین دهه مورد توجه محققان بوده است. با توجه به تفکیک مالکیت از مدیریت، ساختار مالکیت به عنوان یکی از ابزارهای محرک کاهش هزینه‌های شرکت و افزایش ارزش و عملکرد شرکت محسوب می‌شود. در این میان، ساختار مالکیت متمرکز و یا به عبارت دیگر، تمرکز مالکیت در دست یک یا چند سهامدار عمده مکانیسمی برای کنترل شرکتها تلقی می‌گردد و در حالت کلی تأثیر مثبتی بر ریسک شرکتها دارد. این پژوهش برای یافتن روابط بین تمرکز مالکیت، استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره با ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی شرکتهای پذیرفته شده در بورس انجام گرفته است.

با توجه به نتایج آزمون می‌توان گفت که بین ضریب ریسک اعتباری و تمرکز مالکیت شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معنادار وجود ندارد و این مسئله بیانگر این است که هرگونه کاهش ضریب تمرکز مالکیت موجب افزایش یا کاهش در ریسک اعتباری شرکت نمی‌شود. به بیان دیگر بین تمرکز مالکیت و ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی رابطه منفی و معناداری وجود ندارد. نتایج به دست آمده نشان داد بین تمرکز مالکیت و ریسک نقدینگی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بنابراین فرضیه پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین تمرکز مالکیت و ریسک نقدشوندگی شرکتها، پذیرفته می‌شود. نتایج به دست آمده از این پژوهش با پژوهش چالرمچا و همکاران (۲۰۱۴) که با تمرکز بر کشورهای آسیای غربی طی سالهای ۲۰۰۵ تا ۲۰۰۹، به بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و رفتار ریسکی بانکها پرداختند و نشان دادند که افزایش در تمرکز مالکیت موجب افزایش ریسک نقدینگی می‌شود، در تناقض است.

با توجه به نتایج آزمون می‌توان گفت که بین ضریب ریسک اعتباری و استقلال هیئت مدیره شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معنادار وجود ندارد و این مسئله بیانگر این است که هرگونه کاهش ضریب ریسک اعتباری موجب افزایش یا کاهش در استقلال هیئت مدیره شرکت نمی‌شود. به بیان دیگر بین استقلال هیئت مدیره و ریسک اعتباری رابطه منفی و معناداری وجود ندارد. همچنین با توجه به نتایج بین استقلال هیئت مدیره و ریسک نقدینگی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بنابراین فرضیه پژوهش پذیرفته می‌شود. نتایج این پژوهش با مطالعات صورت گرفته توسط بادآور نهندی و همکاران (۱۳۹۰) و هائو لی و همکاران<sup>۲۲</sup> (۲۰۱۲) سازگار است. درحالیکه ابراهیمو کاکس (۲۰۱۷)، بیان می‌

---

<sup>22</sup>Hauli et al

کند انواع مختلف هیئت مدیره وظایف متفاوتی دارند، که تعدادمدیران چه اجرایی و چه مستقل رابطه مثبت با سطح ریسک شرکت‌ها دارد ، اما با تعداد مدیران غیر اجرایی بستگی ندارد و نیکبخت و همکاران (۱۳۸۹)، نشان می دهد که هیئت مدیره در بازار سرمایه ایران در یک جایگاه سمبولیک قرار دارد و پژوهش قربانی و همکاران (۱۳۹۲)، بیانگر این است که درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره رابطه معناداری با کیفیت افشاء ریسک ندارد و رقابت در بازار محصول نیز باعث بهبود و تقویت رابطه بین ایندو متغیر نمی- شود. مطالعات هوووانگ<sup>۲۳</sup> (۲۰۰۱)، نیز بر خلاف نتایج این مطالعه می باشد.

نتایج به دست آمده نشان داد بین اندازه هیئت مدیره و ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد زیرا مقدار احتمال به دست آمده کمتر از مقدار استاندارد ۰/۰۵ درصد است بنابراین فرضیه پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین اندازه هیئت مدیره و ریسک نقدینگی و اعتباری شرکت‌ها، پذیرفته می‌شود. نتایج این پژوهش با پژوهش کالومیریس و کارلسون (۲۰۱۹) همسو می‌باشد . بطور کلی هیئت مدیره های بزرگتر ممکن است تمایل به افشاء اطلاعاتی که صرفاً توسط قوانین جاری مورد نیاز نیست ، با تمرکز بر پیامدهای منفی از این

گزارش داشته باشند. درحالیکه هیئت مدیره ، کیفیت بالاتری را در افشاء اطلاعات که در واقع مورد نیاز است را پرورش می دهد ، تمایل به فاش کردن اطلاعاتی پیدا می کند که قبلاً لازم نبوده است.

## ۷- پیشنهادات

باتوجه به نتایج ارائه شده مبتنی بر یافته های هر فرضیه، پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌شود:

- با توجه به نتایج به شرکتها توصیه می‌شود شرایط حضور فعالانه سرمایه‌گذاران نهادی و همچنین افزایش سهم مالکانه سرمایه‌گذاران نهادی را در بازارهای سرمایه فراهم آورند. سرمایه‌گذاران نهادی در ترکیب سهامداران، عملکرد مدیران شرکت را کنترل می‌کنند و معمولاً خواهان آرایه اطلاعات صحیح و به موقع در مورد شرکت می‌باشند و به طور مستمر به تجزیه و تحلیل اطلاعات می‌پردازند. در واقع وجود سهامداران نهادی می‌تواند موجب همسوس شدن منافع سهامداران شود و این همسویی باعث افزایش نفوذ سهامداران بر مدیریت گردد که این موضوع موجب افزایش در عملکرد شرکتها و کاهش ریسک

<sup>23</sup>Ho, S. S. M., & Wong, K. S

می‌شود. و در صورت افزایش عملکرد، ریسک نقدینگی کاهش خواهد یافت و در صورت کاهش ریسک اعتباری منجر به افزایش تمرکز مالکیت شرکت خواهد گردید.

- با توجه به نتایج شرکتها باید تعداد اعضاء غیرموظف در هیئت مدیره خود را حفظ و افزایش دهند، و حضور مدیران غیرموظف و مستقل در هیئت مدیره شرکتها که تخصص، استقلال و قدرت قانونی لازم را برای نظارت بر نحوه تامین مالی شرکت دارند، می‌تواند باعث بهبود عملکرد شرکت شود و در صورت افزایش عملکرد شرکت منجر به کاهش ریسک اعتباری و به دنبال آن افزایش بیشتر استقلال هیئت مدیره خواهد شد. همچنین سهامداران و سایر سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد برای کسب بازدهی بالاتر از دارایی‌ها، حقوق صاحبان سهام و همچنین بدست آوردن ارزش افزوده اقتصادی بالاتر از سرمایه‌گذاری‌های خود سعی بر آن داشته باشند تا سهام شرکت‌هایی را نگهداری و یا بخرند که دارای تغییرات کمتری در سطوح مدیریتی خود می‌باشند زیرا با توجه به نتایج بدست آمده از تحقیق در صورتی که تغییرات مدیریتی در شرکت‌های بورسی کمتر باشد در این صورت این شرکت‌ها دارای عملکرد بهتری می‌باشد و بازدهی دارایی‌ها، بازدهی حقوق صاحبان سهام و همچنین ارزش افزوده اقتصادی آنها بیشتر و ریسک اعتباری و کاهش ریسک نقدینگی می‌باشد.

#### ۸- منابع

- باغومیان، ر. نقدی، س. (۱۳۹۳)، تأثیرسازوکارهای حاکمیت شرکتی بر میزان افشای اختیاری درگزارشگری سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله دانش حسابداری*، سال پنجم، شماره ۱۹.
- بلاخلی، س. صباغیان، م. (۱۳۹۴)، بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی بر ریسک های تجاری، مالی و نقدینگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *اولین کنفرانس بین المللی حسابداری، مدیریت و نوآوری در کسب و کار، گیلان، موسسه پویندگان اندیشه های نو و شهرداری صومعه سرا، مجتمع فرهنگی و هنری فارابی اداره فرهنگ و ارشاد.*
- پیرحسینی، ج. (۱۳۹۱)، *رابطه بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی با شفافیت مالی و افشاء داوطلبانه*، پایان نامه کارشناسی ارشد، محمدرضا نیکبخت و منصور مؤمنی، دانشکده مدیریت.
- ترشیزی، ع. بزاز زاده، ح. (۱۳۹۷)، بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری مالی*، دوره ۵، شماره ۳.
- سجادی، سیدحسین، حسن فرازمنند و جواد نیک کار (۱۳۹۲)، تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه گذاری در شرکتها، *پژوهشهای حسابداری مالی و حسابرسی*، سال پنجم، شماره ۲۰.

سلگی، م. (۱۳۹۷)، بررسی حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک در بانک‌های ایران، فصلنامه پژوهش-های پولی-بانکی، سال ۱۱، شماره ۳۷.

قربانی، س. موحدمجد، م. منفرد مهارلوئی، م. (۱۳۹۲)، رقابت در بازار محصول؛ ترکیب هیئت مدیره و کیفیت افشاء اطلاعات: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال ۵، شماره ۱۹.

میری، ن. اربابیان، ع. (۱۳۹۷)، بررسی ریسک اصلی افشاء شده از سوی شرکتهای بزرگ ایران از نظر میزان فروش/ درآمد که در بورس اوراق بهادار ایران، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال دهم، شماره ۴۰.

نیکبخت، م. سیدی، ع. هاشم الحسینی، ر. (۱۳۸۹)، بررسی تاثیر ویژگیهای هیئت مدیره بر عملکرد شرکت، مجله پیشرفتهای حسابداری دانشگاه شیراز، دوره دوم، شماره اول.

- Abraham, S., & Cox, P, (2017), "Analyzing the Determinants of Narrative Risk Information in UK FTSE 100 Annual Reports", British Accounting Review, Vol. 39, PP. 227-248.
- Ahmed, K., & Courtis, J. K, (2009), "Associations between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports: A Meta Analysis", British Accounting Review, Vol. 31, PP. 35-61.
- Ames, B. J., & Joseph, C. (2015). Corporate Governance Mechanism and Bank Performance: Resource-Based View. *Procedia Economics and Finance*, 31, 117-123.
- Amran, A., Manaf, A., & Che, B, (2016), "Risk Reporting: An Exploratory Study on Risk Management Disclosure in Malaysian Annual Reports", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 24, PP. 39-57.
- Calomiris, C. W., & Carlson, M. (2019). Corporate Governance and Risk Management at Unprotected Banks: National Banks in the 1890s. *Journal of Financial Economics*, 119(3), 512-532.
- Chalermchatvichien, P., Jumreorvong, S., Jiraporn, P., & Singh, M. (2014). The Effect of Bank Ownership Concentration on Capital Adequacy, Liquidity, and Capital Stability. *Journal of Finance Serv Res*, 45, 219-240.
- Chen, H., & Lin, K. (2018). How Do Banks Make the Trade-Offs Among Risks ? The Role Of Corporate Governance. *Journal of Banking and Finance*.
- Ho, S. S. M., & Wong, K. S, (2001), "A Study of the Relationship between Corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure", *International Journal of Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 10, PP. 139-156.
- Lim, S., Matolcsy, Z., & Chow, D, (2007), "The Association between Board Composition and Different Types of Voluntary Disclosure", *European Accounting Review*, Vol. 16, PP. 555-583.
- Oliviera, L., Rodrigues, L. L., & Craig, R, (۲۰۱۸), "Risk-Related Disclosure Practice in the Annual Reports of Portuguese Credits Institutions: An Exploratory Study", *Journal of Banking Regulation*, 12 (2), PP. 100-118.

- Petrova, E., Georgakopoulos, G., Sotiropoulos, I., & Vasileiou, K, (2012), "Relationship between cost of Equity Capital and Voluntary Corporate Disclosures", International Journal of Economics and Finance, 4 (3).
- Rodríguez Domínguez, L., GallegoÁlvarez, I., & García Sánchez, I. M, (2011), "Corporate Governance and Strategic Information on the Internet: A Study of Spanish Listed Companies", Accounting, Auditing and Accountability Journal, Vol. 24, PP. 471–501.
- Rose, C. (2016). The Relationship between Corporate Governance Characteristics and Credit Risk Exposure in Banks: Implications for Financial Regulation. European Journal of Law and Economics, <https://doi.org/10.1007/s10657-016-9535-2>.
- Ying Sophie Huang, Chia-Jane Wang, (2015), "Corporate Governance and Risk-Taking of Chinese Firms: The Role of Board Size", International Review of Economics & Finance, Pages PP. 96–113