

## بررسی رابطه بین ریسک‌پذیری شرکت و عملکرد مالی با تاکید بر سازوکارهای راهبری شرکتی

حمید محمودآبادی \*

زینب زمانی \*\*

### چکیده

یکی از جنبه‌های موثر بر عملکرد شرکت‌ها، میزان ریسک‌پذیری آن‌ها است. این پژوهش به بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی، ریسک‌پذیری شرکت، عملکرد مالی و همچنین اثر سازوکارهای راهبری شرکتی بر رابطه بین ریسک‌پذیری و عملکرد مالی می‌پردازد. برای این منظور داده‌های مربوط به ۱۰۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۱ جمع‌آوری و به روش همبستگی و با استفاده از رگرسیون خطی مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های حاصل از پژوهش نشان داد که میزان ریسک‌پذیری شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری با عملکرد مالی آن‌ها دارد. همچنین درصد اعضای مستقل هیات مدیره، اثر منفی و معناداری بر میزان ریسک‌پذیری شرکت دارد؛ ولی درصد مالکیت سهامداران نهادی و تعداد اعضای هیات مدیره با میزان ریسک‌پذیری رابطه معناداری ندارند. در رابطه با اثر ساختار هیات مدیره و مالکیت نهادی بر رابطه بین ریسک‌پذیری و عملکرد مالی، یافته‌ها نشان داد که استقلال هیات مدیره، اندازه هیات مدیره و درصد مالکیت سهامداران نهادی بر رابطه بین ریسک‌پذیری و عملکرد مالی اثر مثبتی دارند و این رابطه را تقویت می‌کنند.

واژگان کلیدی: سهامداران نهادی، ساختار هیات مدیره، ریسک‌پذیری شرکت، عملکرد مالی

\* استادیار حسابداری دانشگاه شیراز

\*\* کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی دانشگاه خلیج فارس بوشهر (نویسنده مسئول) z.zamani120@gmail.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۲/۲۶

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۱۱/۱۸

## مقدمه

ریسک و مدیریت ریسک بخش مهمی از مطالعات اخیر را متوجه خود ساخته است. چرا که ریسک‌پذیری بالای مدیران با هدف بهبود قیمت سهام، نقش مهمی در بحران‌های مالی داشته است (برونر<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰ و رز<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰). از سوی دیگر تئوری نمایندگی بیان می‌کند که بین مدیران و مالکان تضاد منافع وجود دارد و در زمینه عملکرد و ریسک‌پذیری، مدیران ترجیحی متفاوت از مالکان دارند. هرچند ریسک‌پذیری می‌تواند عملکرد شرکت را بهبود دهد (مطابق نجوین<sup>۳</sup>، ۲۰۱۱)، لیکن در صورت عدم دریافت مستقیم این منافع توسط مدیران و هم‌چنین با توجه به جنبه‌های منفی ریسک‌پذیری بالا و تهدیدهای مربوط به آن، ممکن است مدیران تمایل زیادی به ریسک‌پذیری نداشته باشند. براین‌اساس بیان می‌شود که پایش مدیران از سوی مالکان با استفاده از سازوکارهای مختلف راهبری شرکتی ضرورت دارد. راهبری شرکتی برای اطمینان از این که سرمایه‌گذاران بازده منصفانه‌ای بر روی سرمایه‌گذاری خود کسب می‌کنند، طراحی شده است (شلیفر و ویشنی<sup>۴</sup>، ۱۹۹۷). تقویت سیستم راهبری شرکتی موجب تخصیص کارای منابع می‌شود که به نوبه خود امکان رشد اقتصادی و کسب بازده مناسب برای سرمایه‌گذاران را فراهم می‌کند (لاپرتا<sup>۵</sup> و همکاران ۱۹۹۹). راهبری شرکتی در خصوص عملیات شرکت، کارکردهای مختلفی دارد که از جمله آن‌ها می‌توان به پایش رفتار مدیران (بوشمن<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۰۴)، افزایش کیفیت اطلاعات (بهاگات و بولتن<sup>۷</sup>، ۲۰۰۸)، بهبود تصمیم‌گیری در راستای منافع سهامداران (چن<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۰۹)، کاهش ناقربینگی اطلاعاتی و کاهش خطر اخلاقی (جیانگ<sup>۹</sup> و همکاران، ۲۰۱۱) و پایش میزان ریسک‌پذیری شرکت‌ها (اخیگبه و مارتین<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۸ و جیراپورن<sup>۱۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۵) اشاره کرد. راهبری شرکتی، با لحاظ کردن دیدگاه هزینه و منفعت، می‌تواند برای سهامداران ارزش افزا باشد و عملکرد شرکت و میزان در معرض ریسک قرار گرفتن سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار دهد. در پژوهش‌های پیشین

1. Bruner
2. Rose
3. Nguyen
4. Schleifer and Vishny
5. La Porta
6. Bushman
7. Bhagat and Bolton
8. Chen
9. Jiang
10. Akhigbe and Martin
11. Jiraporn

سازوکارهای مختلف راهبری شرکتی به‌خصوص ساختار مالکیت و ساختار مدیریت به‌عنوان عوامل اثرگذار بر عملکرد (فیادور<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳) و ریسک‌پذیری (هاتکینسون<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۳؛ جیراپورن و همکاران، ۲۰۱۵) شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفته‌است؛ ولی در ایران تاکنون پژوهشی به بررسی ریسک‌پذیری شرکت‌ها و عملکرد مالی و چگونگی ایفای نقش سازوکارهای راهبری شرکتی در خصوص پایش ریسک‌پذیری و عملکرد مالی نپرداخته‌است. به این ترتیب هدف این مطالعه بررسی رابطه ریسک‌پذیری شرکت با عملکرد مالی، با توجه به سازوکارهای راهبری شرکتی (ساختار مالکیت و ساختار هیات مدیره)، است. افزون بر این پژوهش حاضر اثرگذاری سازوکارهای راهبری شرکتی را در انتخاب راهبردهای با سطوح مختلف ریسک از سوی شرکت‌ها مورد بررسی قرار می‌دهد. در ادامه به بررسی ادبیات و پیشینه پژوهش در زمینه راهبری شرکتی، ریسک‌پذیری و عملکرد پرداخته و سپس روش پژوهش، نتایج آزمون فرضیه‌ها و در نهایت نتایج و پیشنهادها ارائه می‌شود.

## مبانی نظری پژوهش

### ریسک‌پذیری شرکت

ریسک سازمانی اغلب به‌عنوان تغییرات جریان سود یا تغییرات سیستماتیک یا غیرسیستماتیک جریان بازده سهام تعریف می‌شود (برومیلی<sup>۳</sup>، همکاران، ۲۰۰۱). ریسک‌پذیری مدیریت با عنوان تصمیمات واقعی سرمایه‌گذاری که به‌دلیل داشتن نتایج فاقد قطعیت شاخص هستند، مفهوم‌سازی شده است (دورس<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۰۸). از آنجایی که نتایج آتی دارای عدم قطعیت هستند، مدیران در رابطه با سطح و قابل پذیرش بودن ریسک‌های مرتبط با تصمیمات راهبردی شرکت، برآوردهایی انجام داده و قضاوت می‌کنند (سیتکین و پابلو<sup>۵</sup>، ۱۹۹۲). در خصوص پذیرش ریسک پژوهش‌ها در حوزه تئوری نمایندگی فرض می‌کنند مدیران نسبت به سهامداران ریسک‌گریزتر هستند، مگر آنکه به‌طور مناسب تحریک یا پایش شوند (ایسنهاردت<sup>۶</sup>، ۱۹۸۹). مدل رفتاری تئوری نمایندگی

1. Fiador
2. Hutchinson
3. Bromiley
4. Devers
5. Sitkin and Pablo
6. Eisenhardt

نیز بیان می‌کند که تئوری انتظارات و نمایندگی مکمل یکدیگرند و فرض می‌کند مدیران به جای ریسک‌گریزی، زیان‌گریزند. بر این اساس، زمانی که تصمیم‌گیرنده انتظار دارد ریسک‌پذیری موجب دستیابی به نتایج مثبت شود، پذیرش ریسک بسیار محتمل است؛ در حالی که اگر نتایج منفی مورد انتظار باشد ریسک‌پذیری رد می‌شود (ادیا و گرو<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶ و برومیلی و همکاران، ۲۰۰۱). در نهایت اظهار می‌شود که اشخاص به‌طور شناختی<sup>۲</sup> پی‌آمدهای آتی را در زمان حال تعیین می‌کنند، و بر اساس پی‌آمدهای پیش‌بینی شده گزینه‌های پیش‌رو را انتخاب می‌کنند (باندیورا<sup>۳</sup>، ۲۰۰۱). در نتیجه می‌توان بیان داشت که تصمیم‌گیری در خصوص ریسک‌پذیری متفاوت است، زیرا ارزیابی‌های شناختی افراد متفاوت است (که بر اساس تئوری قدرت و رفتاری و ... قابل تبیین است). به این ترتیب عوامل مختلفی که برگرفته از تئوری نمایندگی و انتظارات و فرایند شناخت افراد از رویدادها است، می‌تواند در تعیین میزان ریسک‌پذیری شرکت‌ها (مدیران) نقش داشته باشد.

#### ریسک‌پذیری و عملکرد

ریسک‌عاملی تعیین‌کننده در رابطه با عملکرد شرکت‌ها است (هاتکینسون و همکاران، ۲۰۱۳). موضوع ارزش شرکت و ریسک‌های خاص شرکت در حوزه مدیریت راهبردی مورد بررسی قرار گرفته است. پورتر<sup>۴</sup> (۱۹۸۰) استدلال کرد که یکی از وظایف ضروری مدیران مواجهه با ریسک‌های خاص (غیرسیستماتیک) شرکت است. تغییر در ریسک در نتیجه تغییر در مزایای رقابتی شرکت به راحتی قابل توجیه است. برای نمونه بازده شرکتی که قدرت بازار آن بسیار موثر بوده و کسب‌وکار آن در مقابل عدم قطعیت‌های اقتصادی ایمن است، از تغییرات سطح بازار تاثیر نمی‌پذیرد (نجوین، ۲۰۱۱). با این تفسیر ریسک سرمایه‌گذاری در چنین شرکتی تنها شامل ریسک‌های خاص شرکت است. به این ترتیب با توجه به افزایش عملکرد در نتیجه مزایای رقابتی، می‌توان بیان داشت که رابطه مثبتی بین عملکرد شرکت و ریسک‌های خاص شرکت وجود دارد (نجوین، ۲۰۱۱). پژوهش‌های بسیاری دریافته‌اند که شرکت‌های با رشد بالا (فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا) ریسک

1. Audia and Greve  
2. cognitive  
3. Bandura  
4. port

بالاتری دارند (کمپل<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۱ و ژو و مالکیل<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳). هم‌چنین گویال و سانتاکلرا<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) ادعا کردند که ریسک غیرسیستماتیک در پیش‌بینی بازده آتی سهام موثر است؛ زیرا رویکردهای مالی بیان می‌کنند که رابطه مثبتی بین ریسک و بازده وجود دارد و سرمایه‌گذاران صرف ریسک بیشتری برای پذیرش سطح بالاتری از ریسک دریافت می‌کنند (هاتکینسون و همکاران، ۲۰۱۳). البته یافته‌های برخی از پژوهش‌ها در این حوزه بیان‌گر رابطه منفی بین ریسک و عملکرد (اندازه‌گیری شده با استفاده از معیارهای حسابداری) است (برای نمونه بومن<sup>۴</sup>، ۱۹۸۰ و هاتکینسون و همکاران، ۲۰۱۳).

### راهبری شرکتی و عملکرد

نظام راهبری شرکتی مربوط به روابط میان مدیریت، اعضای هیأت مدیره، سهامداران و سایر ذی‌نفعان است و ساختاری را فراهم می‌کند که از راه آن اهداف شرکت تنظیم و روش‌های دستیابی به اهداف و نظارت بر عملکرد تعیین می‌شود (سازمان همکاری اقتصادی و توسعه، ۲۰۰۴). مطالعات بسیاری (از قبیل کاپریو<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۰۷؛ دی اندرس و والادو<sup>۶</sup>، ۲۰۰۸ و خدادادی و تاکر، ۱۳۹۱) به بررسی رابطه راهبری شرکتی و عملکرد شرکت‌ها پرداختند و دریافتند که راهبری موثر، رابطه مثبتی با عملکرد شرکت دارد. براون و کایلور<sup>۷</sup> (۲۰۰۹) و کور<sup>۸</sup> و همکاران (۲۰۰۶) اظهار کردند که راهبری مناسب مناسب با عملکرد بهتر مالی مرتبط است و رویه‌های راهبری قوی می‌تواند فرصت‌طلبی مدیران (مطابق جنسن و مک‌لینگ<sup>۹</sup>، ۱۹۷۶) را محدود کند. کور و همکاران (۲۰۰۶) به بررسی ارتباط بین راهبری شرکتی و عملکرد عملیاتی شرکت‌ها (نرخ بازده دارایی‌ها) پرداختند و رابطه مستقیمی بین این دو متغیر یافتند. پنی و واهاما<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۲) در بررسی رابطه بین راهبری شرکتی و عملکرد بانک‌ها در بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۸، دریافتند که بانک‌های با راهبری شرکتی قوی‌تر بازده بالاتری بر روی دارایی‌های خود داشته‌اند. برخی دیگر بیان داشتند که حضور سرمایه‌گذاران نهادی از قبیل بانک‌ها و بیمه‌ها، نهادهای دولتی

1. Campbell
2. Xu and Malkiel
3. Goyal and Santa-Clara
4. Bowman
5. Caprio
6. De Andres and Vallelado
7. Brown and Caylor
8. Core
9. Jensen and Meckling
10. Peni and Vahamaa

و ... ممکن است موجب تغییر در رفتار شرکت‌ها شود که این موضوع در نتیجه فعالیت‌های نظارتی نهادها محقق می‌شود (ولوری<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۶). سهامداران عمده (به خصوص نهادی) پایشگران فعالی در رابطه با فعالیت‌های مدیران هستند؛ زیرا آن‌ها بسیاری از منافع پایش را دریافت می‌کنند (جنسن، ۱۹۸۶) و به میزان بیشتری از مشکلات نمایندگی (به‌طور خاص مشکلات افق مدیریت (دیچو و اسلوان<sup>۲</sup>، ۱۹۹۱)) متضرر می‌شوند (الچین و دمستز<sup>۳</sup>، ۱۹۷۲). هرچند سهامداران عمده (به‌طور کلی) و سهامداران نهادی برخی مشکلات نمایندگی را کاهش می‌دهند، اما ممکن است برخی مشکلات را نیز ایجاد کنند. برای نمونه تنوع بالا در پرتفوی سهامداران نهادی مانع از تحت تاثیر قرار دادن راهبرد شرکت توسط آن‌ها می‌شود (هسو و کوه<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵)؛ هم‌چنین وجود سوارکاران مجانی<sup>۵</sup> دلیل دیگری برای کاهش وظیفه پایشگری نهادی‌ها است (وب<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۰۳). افزون بر این، معامله بر مبنای عملکرد کوتاه مدت به دلیل ناقصی اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران برای سهامداران نهادی اثربخش است (فروت<sup>۷</sup> و همکاران، ۱۹۹۲). در نهایت نهادها باید به سرمایه‌گذاران و سایر اشخاص، عملکرد کوتاه مدت خود را نشان دهند؛ زیرا عملکرد آن‌ها به صورت فصلی یا سالانه مورد ارزیابی قرار می‌گیرد (اگیلرا<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۰۷). به‌طور کلی پژوهش‌های مختلفی نقش پایشگری سهامداران نهادی را تایید کردند و بیان داشتند که مالکان نهادی موجب افزایش مخارج تحقیق و توسعه (بوشی، ۱۹۹۸ و وال و مک کانل<sup>۹</sup>، ۲۰۰۰)، گزارشگری به‌موقع و شفاف (آجینکیا<sup>۱۰</sup> و همکاران، ۲۰۰۵)، ارائه پیش‌بینی‌های داوطلبانه و درست‌تر (کارمانو و وافیز<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۵)، افشای اطلاعات اجتماعی، اخلاقی و محیطی (سلمون<sup>۱۲</sup> و سلمون، ۲۰۰۶)، افزایش کارایی مدیریت موجودی کالا (ناظمی و همکاران، ۱۳۹۳) و کاهش ناقصی اطلاعاتی و کاهش مدیریت سود (هسو و کوه، ۲۰۰۵) می‌شوند. هم‌چنین مطالعات شواهدی مثبت و معناداری از رابطه بین مالکیت هیات مدیره و عملکرد مالی یافتند (چن و همکاران، ۲۰۰۳ و هیراکی<sup>۱</sup>

1. Velury
2. Dechow and Sloan
3. Alchian and Demsetz
4. Hsu and Koh
5. free-rider
6. Webb
7. Froot
8. Aguilera
9. Wahal and McConnell
10. Ajinkya
11. Karamanou and Vafeas
12. Solomon

هیراکی<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۳). گاو<sup>۲</sup> (۲۰۰۸) نشان داد که مالکیت بانک‌ها می‌تواند به بهبود عملکرد شرکت‌ها کمک کند. هم‌چنین برخی پژوهش‌ها نشان دادند که تمرکز مالکیت اثر معناداری بر عملکرد شرکت‌ها دارد. آن‌ها استدلال کردند که تمرکز مالکیت مشکلات سوارکاران مجانی مرتبط با مالکیت پراکنده را تقلیل می‌دهد (ادماتی<sup>۳</sup> و همکاران، ۱۹۹۴ و شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۶). تسای (۲۰۰۹) رابطه مالکیت نهادی و بازده سهام را بررسی کرد و دریافت که درصد بیشتر مالکیت سهامداران نهادی، موجب نظارت کارا تر بر مدیران و افشای اطلاعات بیشتری برای سرمایه‌گذاران می‌شود.

یکی دیگر از سازوکار اصلی راهبری شرکتی، هیات مدیره است. مطالعات تجربی شواهدی مبنی بر نقش پایشگری هیات مدیره ارائه کردند (آدامز<sup>۴</sup>، ۲۰۰۹ و اسپونگ و سالیوان<sup>۵</sup>، ۲۰۰۷). پژوهش‌ها بیان می‌کنند منافع سهامداران با افزایش استقلال هیات مدیره در نتیجه مواردی از قبیل کاهش دستکاری سود و تقلب (برای مثال کلین<sup>۶</sup>، ۲۰۰۲ و دیچو و همکاران، ۱۹۹۶)، تصمیم‌گیری بهتر (داهیا و مک کونل<sup>۷</sup>، ۲۰۰۵) و افزایش سطح افشا (کارمانو و وافیز، ۲۰۰۵) افزایش می‌یابد. لارکر و همکاران، (۲۰۰۷) شواهدی در رابطه با بهبود عملکرد شرکت‌های با هیات مدیره مستقل‌تر یافتند؛ ولی برخی از قبیل بگت و بلک<sup>۸</sup> (۲۰۰۲) و اگروال و کنوبر<sup>۹</sup> (۱۹۹۶) شواهد متضادی ارائه نمودند و نمازی و ابراهیمی (۱۳۹۲) نیز ارتباط معناداری در این خصوص نیافتند. البته به کارگیری مدیران مستقل بر مالکان هزینه تحمیل می‌کند؛ ولی در شرکت‌های بزرگ، انتظار می‌رود منافع به کارگیری مدیران مستقل بالاتر از هزینه‌ها باشد؛ زیرا پایش بیشتر، مدیران درونی را به سوی تصمیم‌گیری به نفع سهامداران جهت می‌دهد (آدامز و فریرا<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۷ و راجا<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۵). هم‌چنین بیان می‌شود تصدی هم‌زمان سمت رئیس هیات مدیره و مدیرعامل امکان کنترل اطلاعات در دسترس هیات مدیره و ممانعت از نظارت موثر را فراهم می‌کند (آقای و همکاران، ۱۳۸۷).

1. Hiraki
2. Gao
3. Admati
4. Adams
5. Spong and Sullivan
6. Klein
7. Dahya and McConnell
8. Bhagat and Black
9. Agrawal and Knoeber
10. Adams and Ferreira
11. Raheja

در ایران نیز برخی پژوهش‌ها به بررسی موارد مربوط به راهبری شرکتی پرداختند. مدرس و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی اثر سهامداران نهادی بر بازده سهام شرکت‌ها پرداختند. یافته‌ها نشان داد که هیچ‌گونه رابطه معناداری بین سهامداران نهادی و بازده وجود ندارد. خدادادی و تاکر (۱۳۹۱) به بررسی تاثیر ویژگی‌های راهبری شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های بورسی پرداختند. نتایج نشان داد که تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی رابطه مثبت و معناداری با عملکرد و ارزش شرکت‌ها دارند و سرمایه‌گذار نهادی عمده دارای رابطه مثبتی با ارزش شرکت است. هم‌چنین دوگانگی وظیفه مدیر عامل با ارزش شرکت دارای رابطه منفی و معناداری می‌باشد.

### راهبری شرکتی و ریسک‌پذیری

راهبری شرکتی سازوکاری برای هدایت مشکلات نمایندگی و کنترل ریسک‌پذیری شرکت‌ها است (طرف<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲)؛ هم‌چنین مدیریت ریسک یک جنبه ضروری از راهبری شرکتی است (رز، ۲۰۱۰). به‌طور کلی مدیریت ریسک همراه با راهبری شرکتی به‌عنوان ابزاری برای کنترل هزینه نمایندگی و ارتقای کارایی و احتیاط مدیریت مطرح هستند (طرف، ۲۰۱۲). کنت<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) بیان داشت شرکت‌ها دو رویکرد اصلی را برای کاهش ریسک شامل (۱) برقراری راهبردهای کنترل ریسک و (۲) رویکرد انتقال ریسک به سایر شرکت‌ها، در پیش می‌گیرند. لی<sup>۳</sup> (۲۰۰۹) بیان می‌کند راهبری شرکتی مناسب، هیات مدیره را ملزم به شفافیت در خصوص راهبرد و اشتباهی ریسک شرکت می‌کند. این الزام موجب کارآمدی سیستم گزارشگری می‌شود که به هیات مدیره امکان می‌دهد تا عملیات شرکت را پایش و در صورت نیاز واکنش به موقعی نشان دهند. به‌طور کلی وظیفه هیات مدیره پایش اثربخشی مدیریت شرکت و ایجاد تغییر در صورت نیاز است (لی، ۲۰۰۹).

تئوری نمایندگی بیان می‌کند که ترجیح ریسک بین سرمایه‌گذاران و مدیران متفاوت بوده و این موضوع مستلزم پایش از سوی هیات مدیره است (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). بدون پایش، مدیران ریسک‌گریز ممکن است پروژه‌های سودده (اما ریسک بالا) که برای سهامداران جذاب هستند را رد کنند. ریسک‌پذیری سهامداران موضوعی پیچیده نیست؛ زیرا ورشکستگی شرکت، پرتفوی متنوع سهامداران را به‌طور مستقیم و به میزان زیادی

1. Tarraf  
2. Knott  
3. Li



تحت تاثیر قرار نمی‌دهد. بنابراین می‌توان بیان داشت که سهامداران ریسک بالاتر را ترجیح می‌دهند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶ و پاتان<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹). هم‌چنین تئوری راهبری شرکتی اظهار می‌کند که ساختار مالکیت توانایی مالکان را برای اثرگذاری بر میزان ریسک شرکت تحت تاثیر قرار می‌دهد (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶ و لاون و لوین<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹). مطالعات تجربی نیز نشان می‌دهند که عملکرد و ریسک‌پذیری شرکت‌ها به ویژگی‌های سهامداران کنترل‌کننده وابسته است (باری<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۱ و جان<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۰۸). مالکیت نهادی نیز سازوکار موثری در پایش رفتار مدیران در رابطه با پذیرش ریسک و تصمیمات سرمایه‌گذاری است؛ زیرا در صورتی که تصمیمات مدیران بر اساس دیدگاه کوتاه‌مدت باشد، آن‌ها متضرر می‌شوند (دیچو و اسلوان، ۱۹۹۱ و آلچین و دمستز، ۱۹۷۲). بر این اساس آن‌ها اقدام به پایش مدیران می‌کنند تا از حفظ منافع خود اطمینان یابند. هم‌چنین ساختار هیات مدیره به عنوان سازوکاری برای کاهش ریسک نمایندگی و اقتصادی، مطرح است (فاما و جنسن<sup>۵</sup>، ۱۹۸۳)، که البته چارچوب اصلی تئوری نمایندگی در مورد ویژگی‌های بهینه هیات مدیره مطلبی را ارائه نکرده است.

پژوهش‌های مختلفی به بررسی رابطه ریسک‌پذیری با جنبه‌های مختلف راهبری شرکتی پرداخته‌اند. در این رابطه مطالعات به بررسی رابطه پاداش مدیران اجرایی (به‌عنوان عنصری از راهبری شرکتی) (هایس<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۱۲ و گملی<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۳)، راهبری بیرونی (کیم و لو<sup>۸</sup>، ۲۰۱۱)، ساختار هیات مدیره (کیرک‌پاتریک<sup>۹</sup>، ۲۰۰۹)، قانون سارینز اکسلی (برگرون<sup>۱۰</sup> و همکاران، ۲۰۱۰ و کوهن<sup>۱۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۳)، سهامداران نهادی (هاتکینسون و همکاران، ۲۰۱۳) و مالکیت مدیریت (جیراپورن و همکاران، ۲۰۱۵ و اسپونگ و سلیوان، ۲۰۰۷) با ریسک‌پذیری شرکت‌ها پرداختند. اخیکبه و مارتین (۲۰۰۸) دریافتند که میزان ریسک در شرکت‌های مالی رابطه معکوس با تقویت راهبری شرکتی دارد. جیراپورن و همکاران (۲۰۱۵) در بررسی اثر راهبری شرکتی بر میزان ریسک‌پذیری

1. Pathan
2. Laeven and Levine
3. Barry
4. John
5. Fama and Jensen,
6. Hayes
7. Gomley
8. Kim and Lu
9. Kirkpatrick
10. Bergeron
11. Cohen

شرکت‌ها دریافتند که شرکت‌های با راهبری شرکتی اثربخش، راهبردهایی را به کار می‌گیرند که به طور معناداری دارای ریسک کمتری است. الول و یرامیلی<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) از این ایده حمایت کردند که کنترل‌های مستقل و قوی بر ریسک موجب کاهش ریسک کلی در سطح واحد تجاری می‌شود. اسپونگ و سلیوان (۲۰۰۷) اظهار کردند زمانی که مدیران مالک سهام نیستند، ممکن است برای پذیرش ریسک بالا بی‌میل باشند؛ زیرا مدیران غیرسهامدار مستقیماً بازده ناشی از سرمایه‌گذاری‌های موفق را دریافت نمی‌کنند و همچنین ممکن است شغل خود را به دلیل دست‌نیافتن به نتایج مطلوب در پروژه‌های ریسکی، به خطر بیندازند. بنابراین مالکیت سهام توسط مدیریت می‌تواند به فایده‌آمدن بر ریسک‌گریزی مدیران کمک کند. لی (۲۰۰۹) رابطه‌ای قوی و معناداری بین مدیریت ریسک و راهبری شرکتی یافت. رز (۲۰۱۰) ارتباط متقاعدکننده‌ای بین بحران مالی و ریسک‌پذیری مدیران یافت. وی اظهار کرد که مالکان پراکنده تمایل بیشتری به ریسک‌پذیری شرکت دارند. لاون و لوین (۲۰۰۹) نیز دریافتند که مالکان متنوع محرک‌هایی برای افزایش ریسک‌پذیری دارند. همچنین یافته‌های فورتین<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۰) و پاتان (۲۰۰۹) نشان داد که بانک‌های با راهبری شرکتی قوی ممکن است ریسک بالاتری را بپذیرند. بوهل و برزسینزکی<sup>۳</sup> (۲۰۰۶)، اثر سرمایه‌گذاران نهادی بر بی‌ثباتی قیمت سهام را بررسی کرده و دریافتند، وقتی سرمایه‌گذاران نهادی سهامدار عمده شرکت می‌شوند، نوسان‌پذیری بازده سهام کاهش می‌یابد. گوین و چن (۲۰۰۸) به بررسی رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران نهادی و تأثیر آن بر قیمت سهام پرداختند. آن‌ها بیان کردند وقتی سرمایه‌گذاران نهادی بازیگران اصلی بازار سرمایه می‌شوند، امکان دارد رفتار توده‌ای از طرف آن‌ها باعث بی‌ثباتی قیمت سهام و در نتیجه نوسان بازده شود. بوهل و همکاران (۲۰۰۹)، به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام پرداختند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که افزایش مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی موجب کاهش تغییرپذیری بازده سهام می‌شود. ارکنس<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۱۲) به بررسی اثر راهبری شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌ها در طول بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۸ پرداختند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که شرکت‌های با هیأت مدیره مستقل و مالکیت نهادی بالاتر، بازده

1. Ellul and Yerramilli  
 2. Fortin  
 3. Bohl and Brzeszcynski  
 4. Erkens

پایین‌تری را در دوره بحران داشته‌اند. دلایل این موضوع را می‌توان به مواردی هم‌چون ریسک‌پذیری بالاتر شرکت‌های با مالکیت نهادی بالاتر قبل از بحران و تامین مالی بالا از محل سرمایه سهامداران در شرکت‌های با هیات مدیره مستقل نسبت داد. کریستی<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۳) از تغییرپذیری بازده سهام برای اندازه‌گیری ریسک در بررسی ارتباط بین راهبری شرکتی و ریسک‌پذیری استفاده کردند. آن‌ها دریافتند که تغییرپذیری بازده سهام به‌طور منفی با متغیرهای راهبری، استقلال هیات مدیره و واجدالشرايط بودن آن‌ها مرتبط است. هاتکینسون و همکاران (۲۰۱۳) به بررسی رابطه راهبری شرکتی، ریسک و بازده و مالکیت نهادی پرداختند و نتایج نشان داد که رابطه بین ریسک و عملکرد به‌وسیله کیفیت راهبری شرکتی تعدیل می‌شود. نیکبخت و طاهری (۱۳۹۳) به بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک پرداختند و دریافتند که بین درصد سهامداران نهادی و ریسک سیستماتیک، ارتباط معناداری وجود دارد. هم‌چنین رابطه بین درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و ریسک سیستماتیک در سطح کلی، معکوس و در سایر طبقات شرکت‌ها معنادار نیست.

با توجه به مطالب ارائه شده در بالا، در صورت برقراری راهبری شرکتی مناسب، انجام وظیفه پایشگری از سوی سهامداران نهادی و ایجاد ساختار مناسب هیات مدیره، رفتار مدیران اجرایی پایش خواهد شد و نسبت به کارایی سرمایه‌گذاری و پذیرش مناسب ریسک اطمینان به وجود خواهد آمد.

### تدوین فرضیه‌ها

همان‌طور که بیان شد ریسک شرکت به تغییرات اساسی سود شرکت اشاره دارد و به‌عنوان منبعی از تضاد منافع شناسایی می‌شود (باثالا و رو<sup>۲</sup>، ۱۹۹۵). ریسک‌پذیری شرکت‌ها عملکرد آن‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد (هاتکینسون و همکاران، ۲۰۱۳) و با توجه به جدایی مالکیت از مدیریت و ناقرینگی اطلاعاتی، احتمال ریسک‌پذیری بسیار بالا یا بسیار پایین و در نتیجه عملکرد نامناسب وجود دارد. به‌طور خاص قرارداد بستن به شکل ناکامل و ناقرینگی اطلاعاتی در ارتباط با تصمیمات روزانه مدیران، سهامداران را در معرض خطر اخلاقی و گزینش نادرست قرار می‌دهد. شرکت‌ها سازوکارهای مختلف راهبری را برای

1. Christy  
2. Bathala and Rao

پایش رفتار مدیریت و محدود کردن ریسک‌پذیری نامطلوب طراحی می‌کنند. فاما و جنسن (۱۹۸۳) استدلال کردند که هیات مدیره جنبه‌ای مهم از سیستم کنترل تصمیم‌گیری است و در زمانی که جدایی مالکیت از مدیریت ریسکی را بر مالکان تحمیل می‌کند، می‌تواند موثر واقع شود. به‌طور کلی ساختار مناسب هیات مدیره می‌تواند به پایش رفتار مدیران اجرایی کمک کند (داهیا و مک کونل، ۲۰۰۵) و در نتیجه به بهبود در عملکرد شرکت‌ها و کاهش مشکلات نمایندگی منجر شود. مالکیت نهادی نیز دیگر سازوکار موثری در پایش رفتار مدیران در رابطه با پذیرش ریسک و تصمیمات سرمایه‌گذاری است؛ زیرا در صورتی که تصمیمات مدیران بر اساس دیدگاه کوتاه مدت باشد، آن‌ها متضرر می‌شوند (دیچو و اسلوان، ۱۹۹۱ و آلچین و دمسترز، ۱۹۷۲). بر این اساس آن‌ها اقدام به پایش مدیران می‌کنند و بر تصمیمات ریسک‌پذیری شرکت‌ها اثر می‌گذارند تا از حفظ منافع خود اطمینان یابند. به این ترتیب در رابطه با اثر راهبری شرکتی بر رابطه بین ریسک و بازده می‌توان این‌گونه استدلال کرد که مطابق تئوری پرتفوی، هر سرمایه‌گذار پرتفویی را انتخاب می‌کند که متناسب با ریسک‌پذیرفته شده، بیشینه بازده را ایجاد کند و راهبری مناسب باید به این موضوع توجه داشته باشد و در این راستا رفتار مدیران را در خصوص پذیرش ریسک پایش کند.

با توجه به مطالب ارائه شده در بالا فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر قابل تبیین است:

فرضیه ۱: بین ساختار مالکیت و میزان ریسک‌پذیری رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲: بین ساختار هیات مدیره و میزان ریسک‌پذیری رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۳: بین ریسک‌پذیری و عملکرد مالی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۴: رابطه بین ریسک‌پذیری و عملکرد تحت تاثیر معنادار ساختار مالکیت قرار

می‌گیرد.

فرضیه ۵: رابطه بین ریسک‌پذیری و عملکرد تحت تاثیر معنادار ساختار هیات مدیره

قرار می‌گیرد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر فلسفه، اثبات‌گرایی؛ از نظر هدف، کاربردی؛ از نظر راهبرد، شبه تجربی؛ از نظر دوره زمانی عرضی-مقطعی و روش تحلیل داده‌ها همبستگی است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از داده‌های کتابخانه‌ای مدل‌های رگرسیون خطی به شرح زیر برآزش می‌شود.

### مدل‌های پژوهش

مدل (۱)

$$\text{Risk - Taking}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{CG} 1_t + \beta_2 \text{CG} 2_{i,t} + \beta_3 \text{Leverage}_t + \beta_4 \text{size}_t + \beta_5 \text{M/B}_t + \varepsilon$$

مدل (۲)

$$\text{ROA}_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{CG} 1_t + \beta_2 \text{Risk - Taking}_t + \beta_3 \text{CG} 1_t \times \text{Risk - Taking}_t + \beta_4 \text{Leverage}_t + \beta_5 \text{size}_t + \beta_6 \text{M/B}_t + \varepsilon$$

مدل (۳)

$$\text{ROA}_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{CG} 2_{i,t} + \beta_2 \text{Risk - Taking}_t + \beta_3 \text{CG} 2_{i,t} \times \text{Risk - Taking}_t + \beta_4 \text{Leverage}_t + \beta_5 \text{size}_t + \beta_6 \text{M/B}_t + \varepsilon$$

### اندازه‌گیری متغیرها

#### ۱- متغیرهای مستقل

۱-۱- ساختار هیات مدیره (CG1<sub>i,t</sub>): ساختار هیات مدیره از سه متغیر به شرح زیر تشکیل شده است (این متغیر به عنوان متغیر تعدیل کننده نیز به کار گرفته می‌شود):

ردیف	شاخص	پژوهش‌ها	نحوه اندازه‌گیری
۱	درصد اعضای مستقل هیات مدیره	مطابق با آدامز و مهران (۲۰۰۸) و فیادور (۲۰۱۳)	برابر با نسبت تعداد اعضای هیات مدیره مستقل به تعداد کل اعضای هیات مدیره

تعداد اعضای هیات مدیره هر شرکت	(مطابق با بون <sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۰۷) و هریس و راویو <sup>۲</sup> (۲۰۰۶))	اندازه هیات مدیره	۲
اگر مدیر عامل رئیس هیات مدیره نباشد برابر با ۱ در غیر این صورت صفر	مطابق با بلیس <sup>۳</sup> (۲۰۱۰) و گنزالز (۲۰۰۸)	دوگانگی وظیفه مدیرعامل	۳

۲-۱- ساختار مالکیت ( $CG2_{i,t}$ ): این متغیر با استفاده از درصد سهام در اختیار سهامداران نهادی اندازه گیری می شود. در این پژوهش مجموع سهام نگهداری شده به وسیله شرکت های سرمایه گذاری، صندوق های بازنشستگی، بانک ها و بیمه ها، بنیادها، نهادها و سازمان های دولتی به عنوان شاخص مالکیت نهادی در نظر گرفته شد (مطابق با بوشی، ۱۹۹۸ و رویین<sup>۴</sup>، ۲۰۰۷).

## ۲- متغیرهای وابسته

۲-۱- نرخ بازده دارایی ها ( $ROA_{t+1}$ ): برای اندازه گیری عملکرد مالی در این پژوهش از نرخ بازده دارایی ها استفاده شد (مطابق با هاگات و بولتن، ۲۰۰۸). زیرا انتظار می رود نرخ بازده دارایی های شرکت در نتیجه رفتارهای مرتبط با پذیرش ریسک، تحت تاثیر قرار گیرد و همچنین معیاری قابل مقایسه بین شرکت ها در خصوص عملکرد کوتاه مدت است.

$$ROA = \frac{\text{net income} + (\text{interest expense})(1 - \text{tax rate})}{\text{total assets}}$$

در این محاسبه با هدف از بین بردن اثر نوع تامین مالی بر نرخ بازده دارایی ها، اقدام به اضافه نمودن هزینه بهره خالص از مالیات شد تا قابلیت مقایسه بین شرکت ها افزایش یابد.

## ۲-۲- ریسک پذیری شرکت (Risk - Taking)

ریسک پذیری شرکت با استفاده از خطای استاندارد (انحراف معیار یا جذر واریانس) بازده روزانه سهام برای دوره یک ساله اندازه گیری می شود (مطابق، ساندرز و همکاران<sup>۵</sup>،

1. Boone  
2. Harris and Raviv  
3. Bliss  
4. Rubin  
5. Saunders

۱۹۹۰؛ ارکنس و همکاران، ۲۰۱۲ و ایمهوف و سیوی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴). این اندازه‌گیری هم ریسک سیستماتیک و هم غیرسیستماتیک را در بر می‌گیرد (کار، ۱۹۹۷).

### ۳- متغیرهای کنترلی

۳-۱- اندازه شرکت (*Size*): اندازه شرکت عموماً به‌عنوان متغیر کنترلی در مطالعات حوزه راهبری شرکتی و ریسک‌پذیری شرکت‌ها در نظر گرفته می‌شود (از قبیل پاتان، ۲۰۰۹؛ لاون و لوین، ۲۰۰۹؛ ۲۰۱۰ و بهگات و همکاران، ۲۰۱۵)؛ زیرا با افزایش اندازه شرکت، احتمال پایش و نیاز به سازوکارهای کنترلی افزایش می‌یابد. در این پژوهش این متغیر با استفاده از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها اندازه‌گیری شده است.

۳-۲- ارزش بازار به ارزش دفتری (*M/B*): نسبت ارزش بازار به دفتری به‌عنوان یک عامل ریسک مهم در حوزه قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای مورد توجه است (برای نمونه، فاما و فرنچ، ۱۹۹۲). هم‌چنین این معیار به‌عنوان معیار فرصت رشد مطرح است (باباجانی و همکاران، ۱۳۹۳) و برخی سرمایه‌گذاری‌ها در شرکت‌های با رشد بالا ممکن است در آینده به ثمر نشینند.

۳-۳- اهرم مالی (*Leverage*): نسبت اهرم مالی به‌عنوان عامل دیگری که نشانگر ریسک مالی است (مطابق میتون<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲) در نظر گرفته شد. این نسبت از تقسیم بدهی بر مجموع بدهی به‌علاوه ارزش بازار حقوق صاحبان به‌دست می‌آید (این نوع محاسبه اهرم در مقاله کالان و استوبنز<sup>۳</sup> (۲۰۱۰) به کار رفته است).

$$\text{leverage} = \frac{\text{debt}}{\text{debt} + \text{mv equity}}$$

*Debt*: مبلغ کل بدهی شرکت در ترازنامه؛

*mv equity*: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام که از ضرب قیمت هر سهم در تعداد سهام شرکت به‌دست می‌آید. تنها تفاوت این اندازه‌گیری از اهرم مالی با روش معمول، در نظر گرفتن ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به‌جای ارزش دفتری است و دلیل این امر مربوط بودن بیشتر ارزش بازار (همراه با داشتن ویژگی قابل اتکا بودن) در مقایسه با ارزش دفتری است.

1. Imhof and Seavey  
2. Mitton  
3. Callahan and Stuebs

### دوره زمانی، جامعه و نمونه

دوره زمانی پژوهش حاضر دوره‌ای هفت ساله از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ است. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که: ۱- سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند هر سال باشد، ۲- جزء بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشد، ۳- در سال مورد مطالعه تغییر در سال مالی نداشته باشد و ۴- معامله سهام شرکت طی دوره مورد معامله به‌طور مداوم در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته باشد و توقف معاملاتی بیش از سه‌ماه در مورد سهام مذکور اتفاق نیفتاده باشد. با توجه به معیارهای فوق تعداد ۱۰۱ شرکت به‌روش حذف هدفمند برای انجام پژوهش انتخاب شد. داده‌های مورد نیاز با استفاده از نرم افزارهای تدبیرپرداز، نرم افزارهای ره‌آورد نوین، سایت سازمان بورس، سایت شرکت‌ها، صورت‌های مالی و گزارش فعالیت هیات مدیره شرکت‌ها استخراج گردید. داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم افزار SPSS و EViews مورد بررسی قرار گرفت.

### یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای استفاده شده در پژوهش برای ۸۰۸ مشاهده در نگاره (۱) ارائه شده است.

همان‌طور که در نگاره (۱) مشاهده می‌شود، میانگین درصد مالکیت سهامداران نهادی حدود ۴۵ درصد است که نشان از میزان مالکیت بالا و توان نقش آفرینی مالکان نهادی در شرکت‌های مورد بررسی است. درصد اعضای مستقل هیات مدیره حدود ۶۰ درصد است که نشان می‌دهد به‌طور متوسط بیش از نیمی از مدیران عضو هیات مدیره مستقل اند و در شرکت سمت اجرایی ندارند. هم‌چنین تعداد اعضای هیات مدیره شرکت‌ها بین ۳ تا ۷ نفر است و میانگین آن حدود ۵ است (تعداد اعضای هیات مدیره طبق قانون تجارت دست کم ۵ نفر تعیین شده که تعداد محدودی از شرکت‌ها این موضوع را رعایت نکرده‌اند). هم‌چنین دوگانگی وظیفه مدیرعامل با توجه به این که تقریباً نزدیک به صفر است از متغیرهای پژوهش حذف شد.



نگاره (۱) آماره‌های توصیفی

بیشینه	کمینه	خطای استاندارد	میانه	میانگین	آماره متغیر
۱۵/۶۵	۰/۰۱	۴/۵۳	۲/۹۷	۳/۷۹	ریسک
۰/۹۳	۰/۱۳	۰/۳۵	۰/۲۸	۰/۴۵	سهامداران نهادی
۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۲۲	۰/۶۰	۰/۵۸	نسبت اعضای مستقل هیات مدیره
۱	۰	۰/۰۳۷	۰	۰/۰۰۱	دوگانگی وظیفه هیات مدیره
۷/۰۰	۳/۰۰	۰/۳۴	۵	۵/۰۳	اندازه هیات مدیره
۱۸/۳۵	۹/۰۶	۱/۶۸	۱۲/۴۴	۱۳/۲۴	اندازه
۵۴/۳۱	۰/۷۵	۴/۹۵	۱/۸۲	۳/۶۵	ارزش بازار به دفتری
۰/۹۸	۰/۰۱	۰/۳۳	۰/۴۹	۰/۵۲	اهرم
۰/۸۹	-۰/۲۶	۰/۲۱	۰/۱۳	۰/۲۲	نرخ بازده دارایی‌ها

به منظور بررسی فرضیه‌های یک و دو پژوهش، از مدل رگرسیونی (۱) استفاده شد. در این مدل به بررسی رابطه بین درصد مالکیت نهادی، درصد اعضای مستقل هیات مدیره و اندازه هیات مدیره و ریسک‌پذیری شرکت پرداخته شد. همان‌طور که در نگاره (۲) مشاهده می‌شود، متغیرهای مذکور همراه با متغیرهای کنترلی (اندازه، اهرم، ارزش بازار به دفتری و نرخ بازده دارایی‌ها) حدود ۱۲ درصد از تغییرات متغیر مستقل یعنی ریسک‌پذیری را تبیین می‌کنند.

نگاره (۲) خلاصه نتایج آزمون مدل (۱) پژوهش

مدل ۱	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۸/۲۴	۲/۹۵	۲/۷۹	۰/۰۱
درصد اعضای مستقل هیات مدیره	-۲/۶۵	۱/۱۱	-۲/۳۹	۰/۰۲
اندازه هیات مدیره	-۰/۱۴	۰/۵۸	-۰/۲۴	۰/۸۱
درصد سهامداران نهادی	۰/۰۳	۰/۰۱	۰/۴۳	۰/۶۷
اندازه	-۰/۵۳	۰/۱۴	-۳/۷۹	۰/۰۰
ارزش بازار به دفتری	-۰/۲۱	۰/۴۰	-۰/۵۳	۰/۶۱
اهرم	۰/۵۹	۰/۳۲	۱/۸۳	۰/۰۷
نرخ بازده دارایی‌ها	۵/۳۵	۱/۰۳	۵/۲۱	۰/۰۰

مفروضات مدل	قدرت مدل
۱/۷۶=آماره دوربین واتسون	$R^2 = ۰/۳۶۰$
۱۱/۱۵۶=آماره ANOVA (F)	$R^2 = ۰/۱۳۰$
۰/۰۰۰=سطح معناداری آماره F	اصلاح شده $R^2 = ۰/۱۱۶$

متغیر وابسته: ریسک‌پذیری

مقدار آماره دوربین واتسون در نزدیکی عدد ۲ قرار دارد که نشان از نبود خودهمبستگی بین جملات اخلاقی است. هم‌چنین از نرمال بودن باقیمانده در سطح خطای ۵ درصد با استفاده از آزمون k-s و همسانی واریانس‌ها با استفاده از نمودار باقیمانده‌ها اطمینان حاصل شد. مقدار آماره F مدل برابر با ۱۱/۱۵۶ بوده که در سطح خطای ۵ درصد معنادار و نشان می‌دهد مدل به طور کلی معنادار و دست‌کم یکی از متغیرها دارای رابطه خطی معنادار با متغیر وابسته است. مطابق نگاره (۲)، درصد اعضای مستقل هیات مدیره به‌عنوان یکی از ابعاد ساختار هیات مدیره دارای رابطه منفی (ضریب -۲/۶۵) و معناداری (آماره t برابر با -۲/۳۹) (در سطح خطای ۵ درصد) با میزان ریسک‌پذیری است. اما متغیرهای اندازه هیات‌مدیره و درصد مالکیت سهامداران نهادی فاقد رابطه معنادار با میزان ریسک‌پذیری

هستند. هم‌چنین متغیرهای اندازه شرکت و نرخ بازده دارایی‌ها دارای رابطه معناداری با میزان ریسک‌پذیری هستند.

به منظور بررسی فرضیه سه و چهار پژوهش، از مدل رگرسیونی (۲) استفاده شد. در این مدل به بررسی چگونگی اثر دو متغیر ساختار هیات مدیره بر رابطه بین ریسک‌پذیری و عملکرد (نرخ بازده دارایی‌ها) پرداخته می‌شود. همان‌طور که در نگاره (۳) مشاهده می‌شود، متغیرهای مورد بررسی حدود ۱۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته (نرخ بازده دارایی‌ها) را تبیین می‌کنند. مقدار آماره دوربین واتسون بیشتر از ۱/۵ بوده که نشان از نبود خودهمبستگی است. هم‌چنین از نرمال بودن باقیمانده در سطح خطای ۵ درصد و همسانی واریانس‌ها اطمینان حاصل شد. مقدار آماره  $F$  مدل برابر با ۱۳/۴۵ است که در سطح خطای ۵ درصد معنادار بوده و نشان می‌دهد دست کم یکی از متغیرها دارای رابطه خطی معنادار با متغیر وابسته است.

نتایج حاصل از بررسی مدل (۲) نشان می‌دهد که متغیرهای اندازه هیات مدیره، "اندازه هیات مدیره\*ریسک‌پذیری"، "درصد اعضای مستقل\*ریسک‌پذیری"، ارزش بازار به دفتری، اهرم و ریسک‌پذیری در سطح خطای ۵ درصد معنادارند. با توجه به معناداری متغیر ریسک‌پذیری و علامت مثبت آن می‌توان نتیجه گرفت که با افزایش ریسک‌پذیری بازده دارایی‌ها (عملکرد عملیاتی) شرکت بهبود می‌یابد. هم‌چنین اندازه هیات مدیره دارای رابطه مثبت و معناداری با عملکرد است که نشان می‌دهد هیات مدیره‌های بزرگتر موجب بهبود در عملکرد شرکت‌ها می‌شوند. نتایج بررسی نشان می‌دهد هر دو متغیر ساختار هیات مدیره شامل اندازه هیات مدیره و درصد اعضای مستقل هیات مدیره بر رابطه ریسک‌پذیری و بازده دارایی‌ها اثر مثبت و معناداری دارند؛ زیرا متغیر "اندازه هیات مدیره\*ریسک‌پذیری" با ضریب ۰/۰۱۵ و آماره  $t$ ، ۲/۹ و متغیر "درصد اعضای مستقل\*ریسک‌پذیری" با ضریب ۰/۰۱۷ و آماره  $t$ ، ۳/۴۲ در سطح خطای ۵ درصد معنادارند. به این ترتیب نتیجه‌گیری می‌شود که هیات مدیره‌های بزرگتر و با اعضای مستقل بیشتر، نظارت بیشتری بر رابطه ریسک‌پذیری و عملکرد مالی انجام می‌دهند و در گزینش گزینه‌های سرمایه‌گذاری به تناسب ریسک و بازده دارایی‌ها و افزایش بازده دارایی‌ها در ازای افزایش ریسک‌پذیری توجه می‌کنند.

نگاره (۳) خلاصه نتایج آزمون مدل (۲) پژوهش

مدل ۲	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰/۶۳۱	۰/۲۰۹	۳/۰۱۲	۰/۰۰
درصد اعضای مستقل هیات مدیره	۰/۹۵۴	۱/۰۷۱	۱/۰۲۲	۰/۱۲
اندازه هیات مدیره	۰/۰۶۵	۰/۰۲۳	۲/۲۸۱	۰/۰۲
اندازه هیات مدیره × ریسک پذیری	۰/۰۱۵	۰/۰۰۵	۲/۹۰۰	۰/۰۰
درصد اعضای مستقل × ریسک پذیری	۰/۰۱۷	۰/۰۰۵	۳/۴۲۱	۰/۰۰
اندازه	۰/۰۰۳	۰/۰۰۵	۰/۵۴۲	۰/۵۹
ارزش بازار به دفتری	۰/۰۱۰	۰/۰۰۲	۵/۵۱۰	۰/۰۰
اهرم	-۰/۱۲۳	۰/۰۳۱	-۴/۱۲۴	۰/۰۰
ریسک پذیری	۰/۰۸۴	۰/۰۳۵	۲/۴۰۰	۰/۰۲
قدرت مدل	مفروضات مدل			
$= ۰/۴۵۶R$	$۱/۵۰۷ = \text{آماره دوربین واتسون}$			
$= ۰/۲۰۸R^2$	$\text{ANOVA (F) آماره} = ۱۳/۴۵۱$			
اصلاح شده $= ۰/۱۹۲R^2$	$\text{سطح معناداری آماره F} = ۰/۰۰۰$			

متغیر وابسته: نرخ بازده دارایی‌ها

به منظور بررسی فرضیه پنج پژوهش، از مدل رگرسیونی (۳) استفاده شد. در این مدل به بررسی چگونگی اثر متغیر مالکیت سهامداران نهادی بر رابطه بین ریسک‌پذیری و عملکرد (نرخ بازده دارایی‌ها) پرداخته می‌شود. همان‌طور که در نگاره (۴) مشاهده می‌شود، متغیرهای مورد بررسی حدود ۱۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته (نرخ بازده دارایی‌ها) را تبیین می‌کنند. مقادیر آماره دوربین واتسون بیشتر از ۱/۵ است (۱/۵۶) که نشان از نبود خودهمبستگی است. هم‌چنین از نرمال بودن باقیمانده در سطح خطای ۵ درصد و همسانی واریانس‌ها اطمینان حاصل شد. مقدار آماره F مدل برابر با ۲۰/۰۶ است

که در سطح خطای ۵ درصد معنادار است که نشان می‌دهد دست کم یکی از متغیرها دارای رابطه خطی معنادار با متغیر وابسته است.

نگاره (۴) خلاصه نتایج آزمون مدل (۳) پژوهش

مدل ۳	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰/۳۵۱	۰/۲۰۵	۱/۷۱۲	۰/۰۹
سهامداران نهادی	۰/۰۰۴	۰/۰۰۴	۱/۰۱۹	۰/۱۲
سهامداران نهادی × ریسک‌پذیری	۰/۰۳۱	۰/۰۱۱	۲/۷۴۵	۰/۰۱
اندازه	۰/۰۰۲	۰/۰۰۶	۰/۴۱۴	۰/۶۹
ارزش بازار به دفتری	۰/۰۰۹	۰/۰۰۲	۴/۵۲۷	۰/۰۰
اهرم	-۰/۱۲۴	۰/۰۳۱	-۳/۸۹۴	۰/۰۰
ریسک‌پذیری	۰/۰۱۵	۰/۰۰۲	۷/۵۲۴	۰/۰۰

  

مفروضات مدل	قدرت مدل
۱/۵۵۷=آماره دوربین واتسون	=۰/۴۳۷R
ANOVA (F)=آماره ۲۰/۰۶۱	=۰/۱۹۱R <sup>2</sup>
۰/۰۰۰=سطح معناداری آماره F	اصلاح شده <sup>2</sup> ۰/۱۸۳R =

متغیر وابسته: نرخ بازده دارایی‌ها

نتایج حاصل از بررسی مدل (۳) ارائه شده در نگاره (۴) نشان می‌دهد که متغیرهای "سهامداران نهادی\* ریسک‌پذیری"، ارزش بازار به دفتری، اهرم و ریسک‌پذیری در سطح خطای ۵ درصد معنادارند. ولی متغیر اندازه و درصد مالکیت سهامداران نهادی معنادار نیستند. نتایج بررسی نشان می‌دهد که سهامداران نهادی بر رابطه بین عملکرد و ریسک‌پذیری نظارت می‌کنند و رفتار مدیران در گزینش گزینه‌های سرمایه‌گذاری را پایش می‌کنند؛ زیرا متغیر "سهامداران نهادی\*ریسک‌پذیری" با ضریب ۰/۰۳۱ و آماره t برابر با ۲/۷۵ در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. به این ترتیب نتیجه‌گیری می‌شود که مالکان نهادی بر رفتار مدیران در زمینه پذیرش ریسک نظارت می‌کنند و از متناسب بودن

ریسک پذیرفته شده و بازده عاید شده اطمینان می‌یابند. نبود رابطه بین مالکیت نهادی و نرخ بازده دارایی‌ها ممکن است نشان از توجه بیشتر مالکان نهادی بر عملکرد بلندمدت به جای عملکرد کوتاه مدت است (مطابق باتو<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۰ و نویسی و نایکر<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶).

### خلاصه و نتیجه‌گیری

راهبری شرکتی و سازوکارهای مختلف آن به حفظ ارزش حقوق سهامداران و بهبود عملکرد شرکت‌ها کمک می‌کنند. در پژوهش‌های مختلف بر اهمیت سازوکارهای راهبری شرکتی برای بهبود عملکرد شرکت‌ها تاکید شده است. هم‌چنین سازوکارهای مناسب راهبری شرکتی می‌توانند بر گزینش بهینه گزینه‌های سرمایه‌گذاری اثر داشته باشند. دو موضوع مهم در تئوری‌های مالی در رابطه با سرمایه‌گذاری، ریسک و بازده است و تناسب بین این دو مورد از اهمیت بالایی برخوردار می‌باشد. به این ترتیب انتظار می‌رود سازوکارهای راهبری شرکتی افزون بر توجه به عملکرد شرکت‌ها، بر تناسب آن با میزان ریسک‌پذیری توجه داشته باشند. براین اساس پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین دو سازوکار راهبری شرکتی شامل نوع مالکیت و ساختار هیات مدیره با میزان ریسک‌پذیری و هم‌چنین اثر این دو سازوکار بر رابطه بین ریسک‌پذیری و عملکرد مالی پرداخت. برای این منظور اطلاعات مربوط به ۱۰۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های بین ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ تجزیه و تحلیل شد. یافته‌های حاصل از این بررسی نشان داد که بین استقلال اعضای هیات مدیره و میزان ریسک‌پذیری رابطه منفی و معناداری وجود دارد. این یافته بیان می‌کند که اعضای مستقل هیات مدیره بر میزان ریسک‌پذیری کنترل اعمال می‌کنند و آن را کاهش می‌دهند که این موضوع مطابق با تئوری نمایندگی و ریسک‌گریزی مدیران است (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶ و مک مانوس و ژانگ، ۲۰۰۹). این یافته مشابه با یافته پژوهش‌های پیشین از قبیل واکر<sup>۳</sup> (۲۰۰۹)، میتون و همکاران (۲۰۱۱) و کریستی و همکاران (۲۰۱۳) است. در این پژوهش شواهدی مبنی بر رابطه بین ریسک‌پذیری و مالکیت نهادی یافت نشد. این موضوع با توجه به مختلط بودن شواهد در رابطه با مالکیت سهامداران نهادی و ریسک‌پذیری (بوهل و همکاران (۲۰۰۹) و بوهل و برزسینزکی (۲۰۰۶) (سهامداران نهادی نوسان‌پذیری بازده را کاهش می‌دهند) و گوین و

1. Bartov  
2. Navissi and Naiker  
3. Walker

چن (۲۰۰۸) و بوشی و نو<sup>۱</sup> (۲۰۰۱) (سهامداران نهادی نوسان‌پذیری بازده را افزایش می‌دهند) قابل توجه است. دلیل نیافتن رابطه معنادار بین مالکیت نهادی و ریسک‌پذیری را می‌توان این گونه تبیین کرد که سهامداران نهادی انواع مختلفی از جنبه تنوع و افق سرمایه‌گذاری (اختصاصی، شبه شاخصی و گذرا) دارند و در نتیجه هر کدام در پیروی از نظریه‌های نظارت کارآمد و همگرایی منافع به نحو متفاوتی عمل می‌کنند؛ با توجه به عدم تفکیک انواع مالکان نهادی، این پژوهش به شواهدی مبنی بر رابطه معنادار بین مالکیت نهادی و ریسک‌پذیری دست نیافت. هم‌چنین نتایج نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت موجود دارد که مطابق با نجوین (۲۰۱۱) و کمپل و همکاران (۲۰۰۱) است. در بررسی اثر سازوکارهای راهبری شرکتی بر رابطه بین ریسک‌پذیری و عملکرد مالی، یافته‌ها نشان داد که دو متغیر مربوط به ساختار هیات مدیره موجب بهبود در رابطه بین ریسک و عملکرد می‌شوند. این موضوع نشانگر آن است که ساختار مناسب هیات مدیره موجب بهبود در نظارت بر گزینش گزینه‌های سرمایه‌گذاری می‌شود (لارکر و همکاران، ۲۰۰۷ و راجا، ۲۰۰۵) و استقلال اعضای هیات مدیره و تعداد بیشتر آنها، علاوه بر در نظر گرفتن بازده حاصل از سرمایه‌گذاری بر میزان در معرض ریسک قرار گرفتن نیز نظارت می‌کنند (کریستی و همکاران، ۲۰۱۳ و کیرکپاتریک، ۲۰۰۹). هم‌چنین در مورد مالکان نهادی نیز نتایج بیانگر پایش رفتار مدیران در گزینش گزینه‌های سرمایه‌گذاری (تسای، ۲۰۰۹ و گاو، ۲۰۰۸) در رابطه با تناسب ریسک و عملکرد (بوها و همکاران، ۲۰۰۹) است. این اثر تعدیل‌کنندگی راهبری شرکتی مشابه با یافته هاتکینسون و همکاران (۲۰۱۳) است.

بر اساس یافته‌های این پژوهش می‌توان بیان داشت که وجود هیات مدیره مستقل بر کاهش ریسک‌پذیری موثر است و در نتیجه سهامداران ریسک‌گریز که اقدام به متنوع‌سازی کافی در پرتفوی خود نمی‌کنند، می‌توانند به سراغ شرکت‌های با هیات مدیره دارای اعضای مستقل بیشتر بروند. هم‌چنین با توجه به رابطه مثبت بین ریسک‌پذیری و عملکرد عملیاتی، وجود راهبری مناسب در شرکت‌ها می‌تواند به بهبود رابطه ریسک‌پذیری و عملکرد کمک کند و بر این اساس موجب گزینش گزینه‌های سرمایه‌گذاری بهتر (متناسب با ریسک) از سوی شرکت‌ها و در نهایت بهبود در عملکرد کلی شرکت و افزایش منافع و

ثروت سهامداران شود. این موضوع باید از سوی تحلیل گران مالی و سرمایه گذاران مورد توجه قرار گیرد.

پیشنهاد می شود در پژوهش های آتی به بررسی رابطه ریسک پذیری شرکت با ارزش شرکت، عملکرد بلندمدت، سطح افشای اطلاعات، پیش بینی های آینده نگر، سیاست های مالیاتی و محافظه کاری پرداخته شود. هم چنین پیشنهاد می شود در پژوهش های آتی رابطه بین ریسک پذیری شرکت با مالکیت خانوادگی، تمرکز مالکیت و افق سرمایه گذاری مالکان نهادی مورد بررسی قرار گیرد. لازم به ذکر است که در این پژوهش تعدیلات سنواتی در اقلامی مانند سود حسابداری و سایر متغیرهای حسابداری مورد بررسی لحاظ نشده است.





## منابع

- آقایی، محمد علی و پری چالاکی (۱۳۸۷). «بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود». *تحقیقات حسابداری*. شماره ۳: ۵۴-۷۸.
- باباجانی، جعفر؛ تحریری، آرش؛ ثقفی، علی و احمد بدری (۱۳۹۳). «رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و مدیریت سود». *پیشرفت‌های حسابداری*، ۶۷: ۱-۲۶.
- خدادادی، ولی و رضا تاگر (۱۳۹۱). «تاثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*. ۱۵: ۸۸-۱۰۱.
- مدرس احمد، حسینی، سیدمجتبی و زهره ریسی (۱۳۸۸). «بررسی اثر سهامداران نهادی به‌عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *پژوهشنامه اقتصادی*. ۵: ۲۲۳-۲۵۰.
- ناظمی، امین؛ ممتازیان، علیرضا و محسن صالحی نیا (۱۳۹۳). «رابطه بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و کارایی مدیریت موجودی کالا (مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)». *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*. ۱۲ (۴۲): ۱۵۷-۱۸۴.
- نمازی، محمد و فهیمه ابراهیمی (۱۳۹۲). «تأثیر ترکیب هیأت مدیره بر عملکرد با تأکید بر کارایی ارزش افزوده منابع شرکت». *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*. ۱۱ (۴۰): ۱-۲۶.
- نیکبخت و طاهری. (۱۳۹۳). «بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک». *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*. ۱ (۲۱): ۱۰۹-۱۲۶.
- Adams, R. and Mehran, H. (2008), "Corporate performance, board structure and their determinants in the banking industry", Staff Report No. 330, Federal Reserve Bank of New York, New York, NY.
- Adams, R. B. and Ferreira, D. (2007). "A Theory of Friendly Boards". *Journal of Finance*. 62(1): 217-250.
- Agrawal, A. and Knoeber, C. R. (1996). "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problem between Managers and Shareholders". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31(3): 377-397.
- Aguilera, R.V., Rupp, D. E., Williams, C. A., and Ganapathi, J. (2007). "Putting the S back in CSR: A multi-level theory of social

- change in organizations”. *Academy of Management Review*, 32 (3): 836-863.
- Ajinkya, B., Bhojraj, S., Sengupta, P. (2005). “The association between outside directors institutional investors and the properties of management earnings forecasts”. *Journal of Accounting Research*, 43: 343-376.
- Akhigbe, A., & Martin, A., D. (2008). “Influence of disclosure and governance on risk of US financial services firms following Sarbanes-Oxley”. *Journal of Banking and Finance*, 32: 2124-2135.
- Bargeron, L. L., Lehn, K. M., & Zutter, C. J. (2010). “Sarbanes-Oxley and corporate risktaking.” *Journal of Accounting and Economics*, 49: 34-52.
- Bartov, E., S. Radhakrishnan, and I. Krinsky. (2000). “Investor sophistication and patterns in stock returns after earnings announcements”. *The Accounting Review*, 75(1): 43-63.
- Bhagat, S and Bolton, B. (2008). “Corporate governance and firm performance”. *Journal of Corporate Finance*, 14: 257-273.
- Bhagat, S. and Black, B. (2002). “The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance”. *Journal of Corporation Law*, 27(2): 231-273.
- Bliss, M.A. (2010). “Does CEO duality constrain board independence? Some evidence from audit pricing”. *Accounting & Finance*, 51 (2): 361-80.
- Bohl, M., Brzezczynski, J. (2006). “Do institutional investors destabilize stock prices? Evidence from an emerging market”. *Journal of international Financial market, Institution & Money*, 16: 370-383.
- Bohl, M., Brzezczynski, J., Wilfling, B. (2009). “Institutional investors and stock returns Volatility: Empirical evidence from a natural experiment”, *Journal of Banking & Finance*, 33: 627-639.
- Boone, A., Field, L.C., Karpoff, J., Raheja, C.G. (2007). “The determinants of corporate board size and composition: an empirical analysis”. *Journal of Financial Economics*, 85: 66-101.
- Bromiley, P., Miller, K. D., & Rau, D. (2001). Risk in strategic management research. *The Blackwell handbook of strategic management*. 259-288.
- Brown, L., D., & Caylor, M., L. (2006). “Corporate governance and firm valuation”. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25: 409-434.
- Bruner, C. M. (2010). “Corporate governance reform in a time of crisis”. *The Journal of Corporate Law*, 36(2), 309-341.

- Bushee, b.J., Noe, c. (2001). "Corporate Disclosure practices, Institutional Investors, and Stock returns volatility". *Journal of Accounting Research*, 38:171.
- Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., Smith, A. (2004). "Financial accounting information, organizational Complexity, and corporate governance systems". *Journal of Accounting and Economics*, 37: 167-201.
- Callahan, C. M; Martin Stuebs. (2010). "A Theoretical and Empirical Investigation of the Impact of Labor Flexibility on risk and the cost of equity capital". *Journal of Applied Business Research*, 26 (5): 45.
- Caprio, G., Laeven, L., & Levine, R. (2007). "Governance and bank valuation". *Journal of Financial Intermediation*, 16: 584-617.
- Chen Kevin C.W. Zhihong Chen, K.C. John Wei , (2009). "Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital". *Journal of Corporate Finance*, 15: 273-289.
- Chen, C., Guo, W., Mande, V., (2003). "Managerial ownership and firm valuation: evidence from Japanese firm". *Pacific-Basin Finance Journal*, 11: 267-283.
- Christy, J.A., Matolcsy, Z.P., Wright, A., and Wyatt, A. (2013). "Do board characteristics influence the shareholders' assessment of risk for small and large firms?". Abacus. Doi: 10.1111/Abac.12005.
- Core, J., E., Guay, W., R., & Rusticus, T., O. (2006). "Does weak governance cause weak stock return? An examination of firm operating performance and investors' expectations". *The Journal of Finance*, 61(2): 655-687.
- Dahya, J. and McConnell, J. J. (2005). "Outside Directors and Corporate Board Decisions". *Journal of Corporate Finance*, 11: 37-60.
- De Andres, P., & Vallelado, E. (2008). "Corporate governance in banking: The role of the board of directors". *Journal of Banking and Finance*, 32: 2570-2580.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and Sweeney. A. P., (1996). "Causes and consequences of earnings manipulations". *Contemporary Accounting Research* 13 (spring): 1-35
- Devers, C.E., McNamara, G., Wiseman, R.M., & Aarfelt, M. (2008). Moving closer to the action: Examining compensation design effects on firm risk. *Organization Science*, 19: 548 - 566.
- Ellul, A., & Yerramilli, V. (2010). "Stronger risk controls, lower risk: Evidence from U.S. bank holding companies. Working Paper. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1550361>

- Erkens, D, Hung M & Matos P. (2012). "Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide". *Journal of Corporate Finance*, 18: 389–411.
- Fiador.V.(2013). "Corporate governance and value relevance of financial information: evidence from the Ghana Stock Exchange". *Corporate Governance*, 13 (2): 208-217.
- Fortin, R., Goldberg, G., M., & Roth, G. (2010). "Bank risk taking at the onset of the current banking crisis". *The Financial Review*, 45: 891-913.
- Gao, W., (2008). "Banks as lenders and shareholders: evidence from Japan". *Pacific-Basin Finance Journal*, 16: 389–410.
- Gomley, T.A., Matsa, D.A., Milbourn, T., (2013). CEO compensation and corporate risk: evidence from a natural experiment. *Journal of Accounting and Economics*. 56: 79–101.
- Harris, M. and Raviv, A. (2006). "A theory of board control and size". *Review of Financial Studies*. 21 (4): 1797-832
- Hayes, R.M., Lemmon, M., Qiu, M., (2012). Stock options and managerial incentives for risk taking: evidence from FAS 123R. *Journal of Financial Economics*. 105: 174–190.
- Hiraki, T., Inoue, H., Ito, A., Kuroki, F., Masuda, H., (2003). "Corporate governance and firm value in Japan: evidence from 1985 to 1998". *Pacific-Basin Finance Journal*, 11: 239–265.
- Houston, J., Lin, C., Lin, P., & Ma, Y. (2010). Creditor rights, information sharing, and bank risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 96: 485–512.
- Hsu, G.C.M. and Koh, P.S. (2005). "Does the presence of institutional investors influence accruals management? Evidence from Australia". *Corporate Governance*, 13(6): 809-823.
- Hutchinson, M, Seamer, M & Chapple, L. (2013). "Institutional Investors, Risk/Performance and Corporate Governance: Practical Lessons from the Global Financial Crisis". *The International Journal of Accounting Symposium*, Zhongnan University of Economics and Law, China.
- Imhof, M. J. and Seavey S. E. (2014). Corporate risk-taking, firm value and high levels of managerial earnings forecasts. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting* 30 (2): 328–337
- Jiang, Haiyan, Ahsan Habib, Baiding Hu. (2011). "Ownership concentration, voluntary disclosures and information asymmetry in New Zealand". *The British Accounting Review*, 43: 39–53.
- Jiraporn, P., Chatjuthamard, P., Tong, S.H., Kim, Y.S., (2015). "Does corporate governance influence corporate risk-taking? Evidence from the Institutional Shareholders Services". *Finance Research Letters*. 13: 105–112

- John, K., & Qian, Y. (2003). "Incentives features in CEO compensation in the banking industry". *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 109-121.
- Karamanou, I., Vafeas, N., (2005). "The association between boards, audit committees, and management earnings forecasts: an empirical analysis". *Journal of Accounting Research*, 43: 453-486.
- Kim, E. H., & Lu, Y. (2011). "CEO ownership, external governance, and risk-taking". *Journal of Financial Economics*, 102: 272-292.
- Kirkpatrick, G. (2009). "The corporate governance lessons from the financial crisis". *OECD Journal: Financial Market Trends*, (1): 61-87.
- Klein, A. (2002). "Audit committee, board of director characteristics and earnings management". *Journal of Accounting and Economics*, 33: 375-400.
- Knott, J. H. (2010). "Governance and the financial meltdown: The implications of Madisonian checks and balances for regulatory reform". Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1642079>
- Laeven, L., & Levine, R. (2009). "Bank governance, regulation and risk taking". *Journal of Financial Economics*, 93:259-275.
- Li, P. (2009). How can corporate governance control enterprise's financial risk? Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1523519>
- Minton, B., Taillard, J. P. A. and Williamson, R. (2011). "Do Independence and Financial Expertise of the Board Matter for Risk Taking and Performance?" *Working Paper*, Fisher College of Business, Ohio State University.
- Navissi, Farshid. and Naiker, Vic. (2006). "Institutional Ownership and corporate value". *Managerial Finance*, 32 (3): 247-256.
- Nguyen Pascal., (2011). "Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms". *Pacific-Basin Finance Journal*, 19: 278-297.
- Pathan, S. (2009). "Strong boards, CEO power and bank risk-taking". *Journal of Banking and Finance*, 33(7): 1340-1350.
- Peni, E., & Vahamaa, S. (2012). "Did good corporate governance improve bank performance during the financial crisis?" *Journal of Financial Services Research*, 41, Issue 1: 19-35
- Rose, P. (2010). "Regulating risk by strengthening corporate governance" (Ohio State Public Law Working Paper No. 130). Retrieved from SSRN website: <http://ssrn.com/abstract=1630122>
- Rubin A, (2007). "Ownership level, ownership concentration and liquidity". *Journal of Financial Markets*, 10(3): 219-248.
- Solomon, J. F. and Solomon, A. (2006). "Private social, ethical and environmental disclosure". *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19(4): 564-591.

- Spong, K., R., & Sullivan, R., J. (2007). Corporate governance and bank performance .*Working Paper*. Retrieved from SSRN website: <http://ssrn.com/abstract=1011068>.
- Tarraf, Hussein.(2012). “Exploring the Relationship Among Corporate Governance, Risk Taking and Financial Performance During The 2007-2008 Financial Crisis: Evidence from U.S. Bank Holding Companies “. Lawrence Echnological University. Doctor of Business Administration.
- Walker, D. (2009). “A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities: Final recommendations”. [http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker\\_review\\_261109](http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109).
- Webb, R., Beck, M., and McKinnon, R. (2003). “Problems and limitations of institutional investor participation in corporate governance”. *Corporate Governance: An International Review*, 11: 65-73.
- Xu, Y., Malkiel, B., (2003). “Investigating the behavior of idiosyncratic volatility”. *Journal of Business*, 76: 613–644.

