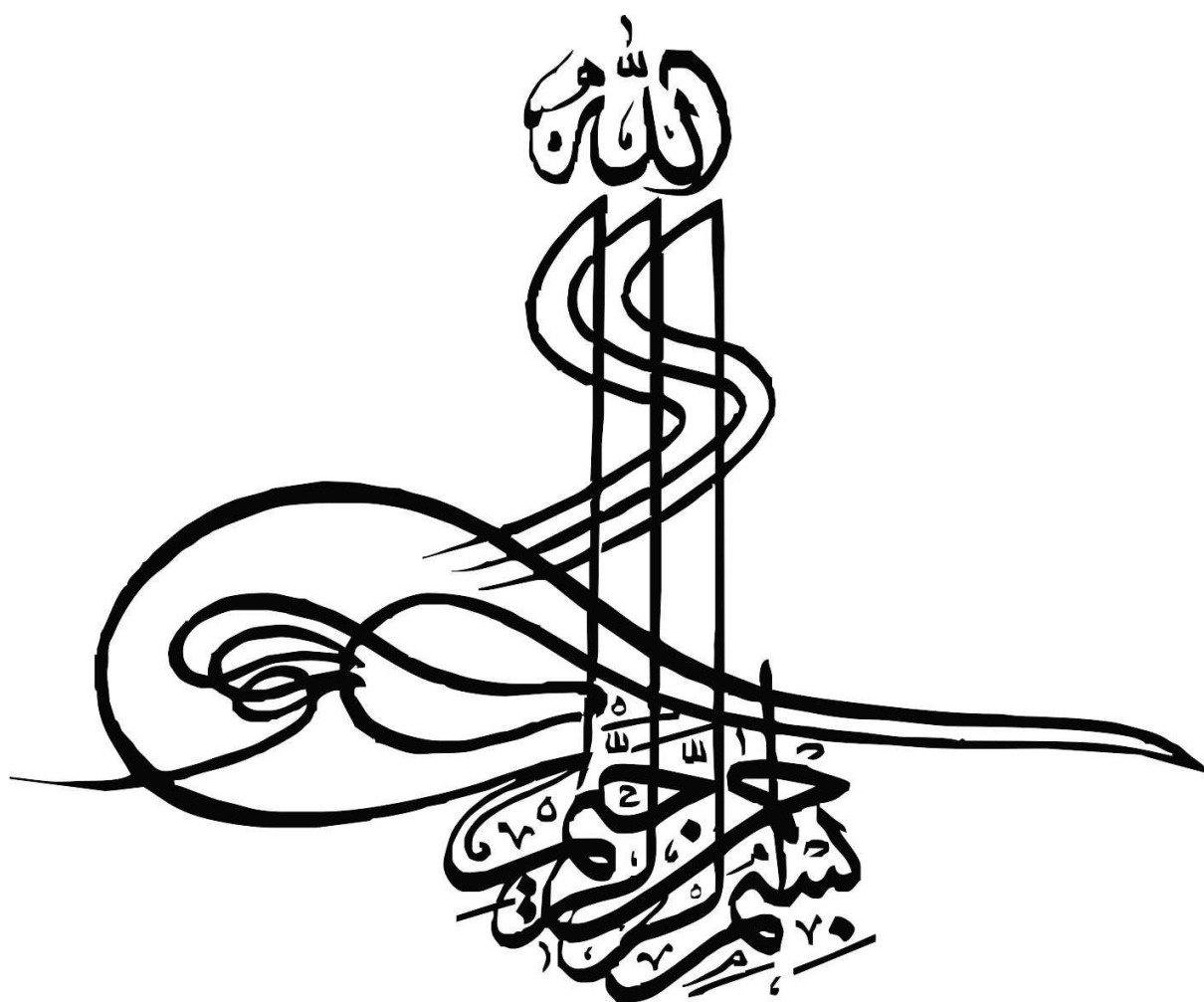






دانشکده: مهندسی صنایع و مدیریت

گروه: مدیریت

پایان نامه کارشناسی ارشد

بررسی رابطه بین استقرار نظام حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

نرگس محمودی

استاد راهنما:

جناب دکتر موسوی شاهرودی

استاد مشاور:

جناب آقای مجید عامری

پایان نامه ارشد جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد

بهمن ۱۳۸۹

پیوست شماره ۲

دانشگاه صنعتی شاهرود

دانشکده: مهندسی صنایع و مدیریت

گروه: مدیریت و حسابداری

پایان نامه کارشناسی ارشد آقای/ خانم نرگس محمودی

تحت عنوان:

بررسی رابطه استقرار نظام حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک در شرکت‌های پذیرفته شده

در بورس اوراق بهادار تهران

در تاریخ ۸۹/۱۱/۱۶ توسط کمیته تخصصی زیر جهت اخذ مدرک کارشناسی ارشد
مورد ارزیابی و با درجه عالی مورد پذیرش قرار گرفت.

امضاء	اساتید مشاور	امضاء	اساتید راهنما
	نام و نام خانوادگی : مجید عامری		نام و نام خانوادگی : سید محمد موسوی شاهرودی
	نام و نام خانوادگی :		نام و نام خانوادگی :

امضاء	نماینده تحصیلات تکمیلی	امضاء	اساتید داور
	نام و نام خانوادگی : سعید حسینی		نام و نام خانوادگی : بزرگمهر اشرفی
			نام و نام خانوادگی : محمد علی مولایی
			نام و نام خانوادگی :
			نام و نام خانوادگی :

تقدیم بہ

تقدیم بہ اساتید دانشمند و پرہاد ام کہ از آغاز راہ ہمارا ہم بودہ اند

و از محضر پر فیض تدریس شان، بہرہ ہا بردہ ام

و تقدیم بہ خانوادہ مہربانم کہ پناہ ہمیشہ و مشوق سعی ام ہستند.

تشکر و قدر دانی

من لم یسکر المخلوق، لم یسکر الخالق...

در این چند سطر بر خود واجب میدانم، از تلا شها و کمکهای بیدریغ استاد راهنمای این پژوهش، جناب آقای دکتر سید محمد موسوی شاهرودی، نهایت تشکر و امتنان را داشته باشم. همچنین از استاد مشاور پژوهش، جناب آقای مجید عامری، برای مشاوره های دقیق و کاربردی ایشان، سپاسگزارم و هرگز حق بزرگ ایشان بر خویش را فراموش نمی نمایم؛ که از ابتدای شاگردی ام راهنمای من بوده اند.

در ادامه از تمامی اساتید گرانقدرم، از ابتدا تا کنون، سپاسگزارم، که از ایشان بسیار آموختم، اساتیدی همچون جناب آقای دکتر شیخ، جناب آقای یآوری، جناب آقای عامری، جناب آقای رجبی، جناب آقای دکتر اشرفی، جناب آقای دکتر موسوی شاهرودی و جناب آقای دکتر مولائی و بقیه اساتید گرانمایه ام که همیشه سپاسگزار آموخته هایشان خواهم بود.

در نهایت، زحمات و همکاریهای کارشناس محترم گروه مدیریت و حسابداری دانشگاه صنعتی شاهرود، آقای حسین رحیمیان، مورد تقدیر اینجانب میباشد.

تعهد نامه

اینجانب نرگس محمودی، دانشجوی دوره کارشناسی ارشد رشته مدیریت اجرایی M. B. A دانشکده مهندسی، صنایع و مدیریت دانشگاه صنعتی شاهرود، نویسنده پایان نامه " بررسی رابطه بین استقرار نظام حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " تحت راهنمایی جناب آقای دکتر سید محمد موسوی شاهرودی، متعهد میشوم:

- تحقیقات در این پایان نامه توسط اینجانب انجام شده است و از صحت و اصالت برخوردار است.
- در استفاده از نتایج پژوهش های محققان دیگر، به مرجع مورد استفاده استناد شده است.
- مطالب مندرج در پایان نامه تا کنون توسط خود یا فرد دیگری برای دریافت هیچ نوع مدرک یا امتیازی، در هیچ جا ارائه نشده است.
- کلیه حقوق معنوی این اثر متعلق به دانشگاه صنعتی شاهرود میباشد و مقالات مستخرج با نام " Shahrood University of Technology " و یا "دانشگاه صنعتی شاهرود" به چاپ خواهد رسید.
- حقوق معنوی تمام افرادی که در به دست آمدن نتایج اصلی پایان نامه تأثیرگذار بوده اند، در مقالات مستخرج از پایان نامه رعایت میگردد.
- در کلیه مراحل انجام این پایان نامه، در مواردی که از موجود زنده (یا بافتهای آنها) استفاده شده است، ضوابط و اصول اخلاقی رعایت شده است.
- در کلیه مراحل انجام این پایان نامه، در مواردی که به حوزه اطلاعات شخصی افراد دسترسی یافته یا استفاده شده است، اصل رازداری، ضوابط و اصول اخلاق انسانی، رعایت شده است.

تاریخ:

امضای دانشجو

مالکیت نتایج و حق نشر

کلیه حقوق معنوی این اثر و محصولات آن (مقالات مستخرج، کتاب، برنامه های رایانه ای، نرم-افزارها و تجهیزات ساخته شده) متعلق به دانشگاه صنعتی شاهرود میباشد. این مطالب باید به نحو مقتضی در تولیدات علمی مربوطه، ذکر شود. استفاده از اطلاعات و نتایج موجود در پایان نامه، بدون ذکر مرجع، مجاز نمیباشد.

چکیده

استقرار مناسب مکانیزم های حاکمیت شرکتی، که اقدامی اساسی برای استفاده بهینه از منابع، ارتقای پاسخگویی، شفافیت، رعایت انصاف و حقوق همه ذینفعان شرکت هاست منجر به استقرار صحیح سیستم های مدیریتی خواهد شد.

هدف از این پژوهش این است که با بررسی رابطه بین عوامل حاکمیت شرکتی با مدیریت ریسک شرکتها با استفاده از مبانی نظری و تئوری های موجود و با کمک داده های آماری نقش و اهمیت استقرار نظام حاکمیت شرکتی در عملکرد شرکتها را مورد بررسی قرار دهیم. در این پژوهش می‌خواهیم بدانیم که آیا شرکتهایی که از نظر دارا بودن ویژگیهای حاکمیت شرکتی در موقعیت خوبی قرار دارند، از نظر مدیریت ریسک هم در موقعیت خوبی هستند یا نه؟ در این تحقیق به منظور بررسی این مسئله، رابطه استقرار ویژگیهای نظام حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، نفوذ مدیر عامل، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره) به عنوان متغیر مستقل با مدیریت ریسک شرکتهای جامعه آماری که با سه شاخص (ریسک غیر سیستماتیک، شاخص بتا، نسبت شارپ) سنجیده می‌شود با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره مورد بررسی قرار می‌گیرد. در خصوص گردآوری داده های مربوط به متغیرهای تحقیق از کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار و گزارش های مالی شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس و نیز اطلاعات و داده های موجود در نرم افزارهای تدبیر پرداز و ره آورد نوین جمع آوری شده است. جامعه آماری مورد مطالعه کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای انتخاب نمونه آماری این تحقیق از روش نمونه گیری حذفی استفاده شده است بدین ترتیب که از بین جامعه آماری تحقیق که کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ملاکهای زیر در نظر گرفته شده است: اول اینکه شرکتهای مورد نظراز شرکتهای سرمایه گذاری و واسطه گری نباشند. دوم اینکه اطلاعات مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای تحقیق در مورد آن شرکتهای، در طول دوره تحقیق در دسترس باشد و سوم اینکه شرکتهایی که در معاملات آنها وقفه بیش از ۳ ماه نباشد. با توجه به شرایط فوق شرکتهایی که

شرایط لازم را دارا بودند شامل ۶۲ شرکت می باشد که نمونه آماری تحقیق را تشکیل می دهد. با توجه به نتایج به دست آمده در دوره زمانی چهار ساله می توان به این نتیجه رسید که بین ریسک غیر سیستماتیک، استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی رابطه معناداری وجود دارد. با این پیش شرط که ویژگیهای نظام حاکمیت شرکتی شامل دو معیار درصد اعضای غیرموظف به کل هیئت مدیره (استقلال هیئت مدیره) و دوگانگی وظیفه مدیر عامل باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیات حاکی از این است که ریسک غیر سیستماتیک با متغیر استقلال هیئت مدیره با شیب منفی و با متغیر دوگانگی وظیفه مدیر عامل با شیب مثبت دارای رابطه معنادار می باشد که بیانگر این موضوع است که با افزایش ریسک غیر سیستماتیک، درصد اعضای غیرموظف به کل هیئت مدیره کاهش یافته و نیز در تصدی وظیفه مدیریت عامل در شرکتها دوگانگی بیشتر مشاهده می شود و نیز معناداری رابطه ضریب بتا با چهار متغیر مستقل تمرکز مالکیت (با شیب منفی)، مالکیت نهادی (با شیب مثبت)، تعداد اعضای هیات مدیره متغیر (با شیب مثبت)، و دوگانگی وظیفه مدیر عامل (با شیب مثبت) تایید شد. و نیز نتایج بدست آمده حاکی از این است که نسبت شارپ با پنج متغیر مستقل از بین شش متغیر مستقل تحقیق رابطه معناداری دارد، بدین صورت که با متغیرهای تمرکز مالکیت (با شیب منفی)، مالکیت نهادی (با شیب مثبت)، درصد اعضای غیرموظف به کل هیئت مدیره (با شیب منفی)، نفوذ مدیر عامل (با شیب مثبت) و دوگانگی وظیفه مدیر عامل (با شیب مثبت) دارای رابطه معنادار می باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیات فرعی بیانگر این موضوع است که فرض صفر این فرضیه رد و در نتیجه وجود رابطه معنادار بین مدیریت ریسک و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی تایید می شود. بدین معنی که بین اجرای اصول حاکمیت شرکتی رابطه معناداری با مدیریت ریسک دارد.

واژه های کلیدی: حاکمیت شرکتی، مدیر غیر موظف، تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، نفوذ مدیر عامل، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره، ریسک، مدیریت ریسک، ریسک غیر سیستماتیک، ضریب بتا، نسبت شارپ

فهرست مقالات مستخرج از پایان نامه

- موسوی شاهرودی، سید محمد، مجیدعامری و نرگس محمودی (۱۳۸۹) "نقش مدیریت ریسک در افزایش اثربخشی خلاقیت، نوآوری و کارآفرینی در سازمان" اولین کنفرانس بین المللی مدیریت، نوآوری و کارآفرینی (۲۷ و ۲۸ بهمن ۱۳۸۹)

فهرست مطالب

صفحه

عنوان

فصل اول: کلیات طرح..... ۱

۲	۱- مقدمه
۳	۱-۱ مساله اصلی تحقیق
۴	۱-۲ اهداف تحقیق
۵	۱-۳ اهمیت موضوع تحقیق
۵	۱-۴ سوالات و فرضیه های تحقیق
۵	۱-۴-۱ سوالات تحقیق
۶	۱-۴-۱-۱ سوال اصلی تحقیق:
۶	۱-۴-۱-۲ سوالات فرعی تحقیق:
۶	۱-۴-۱-۳ سوالات فرعی فرعی تحقیق:
۸	۱-۴-۲ فرضیه های تحقیق
۸	۱-۴-۲-۱ فرضیه اصلی تحقیق
۸	۱-۴-۲-۲ فرضیات فرعی تحقیق
۹	۱-۴-۲-۳ فرضیات فرعی فرعی تحقیق
۱۰	۱-۵ تعاریف عملیاتی متغیرها و واژه های کلیدی

فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه تحقیق..... ۱۳

۱۴	۲-۱ حاکمیت شرکتی
۱۴	۲-۱-۱ تعریف حاکمیت شرکتی
۱۸	۲-۱-۲ تاریخچه حاکمیت شرکتی
۲۰	۲-۱-۳ حادثه انرون
۲۰	۲-۱-۳-۱ تاریخچه شرکت
۲۱	۲-۱-۳-۲ فروپاشی انرون
۲۳	۲-۱-۳-۳ حوادث مشابه انرون
۲۴	۲-۱-۴ قانون ساربنز-اکسلی
۲۵	۲-۱-۵ ضرورت بکارگیری نظام حاکمیت شرکتی
۲۶	۲-۱-۶ مبانی نظری حاکمیت شرکتی
۲۷	۲-۱-۶-۱ تئوری نمایندگی
۲۸	۲-۱-۶-۲ تئوری هزینه معاملات
۳۰	۲-۱-۶-۲ تئوری ذی نفعان
۳۲	۲-۱-۷ معرفی سیستمهای حاکمیت شرکتی در مقیاس جهانی

۳۲	۲-۱-۷-۱ سیستم مبتنی بر عوامل داخلی
۳۳	۲-۱-۷-۲ سیستم مبتنی بر عوامل خارجی
۳۳	۲-۱-۸ نقش ساختار مالکیت در حاکمیت شرکتی
۳۷	۲-۱-۹ تأثیر ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت
۴۰	۲-۱-۱۰ پیش نویس نهایی آیین نامه اصول حاکمیت شرکتی
۴۱	۲-۱-۱۱ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در کشورهای مختلف
۴۲	۲-۱-۱۱-۱ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در آرژانتین
۴۲	۲-۱-۱۱-۲ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در آمریکا
۴۳	۲-۱-۱۱-۳ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در اندونزی
۴۳	۲-۱-۱۱-۴ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در بحرین
۴۳	۲-۱-۱۱-۵ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در بلژیک
۴۴	۲-۱-۱۱-۶ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در چین
۴۵	۲-۱-۱۱-۷ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در مالزی
۴۵	۲-۱-۱۱-۸ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در هندوستان
۴۶	۲-۱-۱۱-۹ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در ایران
۴۶	۲-۱-۱۱-۹-۱ حاکمیت شرکتی در ایران از دیدگاه دکنتر حساس یگانه
۴۸	۲-۱-۱۱-۹-۲ تاریخچه حاکمیت شرکتی در ایران
۴۹	۲-۱-۱۲ ادبیات تجربی مرتبط با حاکمیت شرکتی
۴۹	۲-۱-۱۲-۱ تحقیقات داخلی
۵۳	۲-۱-۱۲-۲ تحقیقات خارجی
۵۸	۲-۲-۱ تعریف ریسک
۶۰	۲-۲-۲ اندازه گیری ریسک
۶۱	۲-۲-۳ روش های اندازه گیری ریسک
۶۱	۲-۲-۳-۱ شاخص بتا
۶۲	۲-۲-۳-۲ دارایی در خطر (VaR)
۶۳	۲-۲-۳-۳ انحراف معیار
۶۴	۲-۲-۳-۴ نیم واریانس
۶۴	۲-۳ مدیریت ریسک
۶۴	۲-۳-۱ تاریخچه و جایگاه مدیریت ریسک
۶۵	۲-۳-۲ تعریف مدیریت ریسک
۶۸	۲-۳-۳ ادبیات تجربی مرتبط با مدیریت ریسک
۷۰	۲-۴ حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک
۷۰	۲-۴-۱ تعارض بین مدیریت ریسک و سیاست های مربوط به بیشینه سازی ارزش شرکت
۷۱	۲-۴-۲ انرون و حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک
۷۲	۲-۴-۳ ارتباط حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک

فصل سوم: روش تحقیق.....۷۴

۷۵	۳- مقدمه
۷۵	۳-۱ فرضیه ها
۷۶	۳-۲ متغیرهای تحقیق
۷۶	۳-۲-۱ متغیرهای مستقل
۷۹	۳-۲-۲ متغیرهای وابسته
۸۲	۳-۳ حوزه تحقیق
۸۲	۳-۳-۱ حوزه موضوعی
۸۲	۳-۳-۲ حوزه مکانی و زمانی
۸۳	۳-۴ ابزار جمع آوری داده ها و اطلاعات
۸۳	۳-۵ روشهای نمونه گیری
۸۴	۳-۶ روش تحقیق
۸۵	۳-۶-۱ علت انتخاب روشهای آماری
۸۶	۳-۶-۲ نحوه آزمون فرضیه های تحقیق
۸۶	۳-۷ فرضیه های لازم برای آزمون فرضیه ها

فصل چهارم: یافته های تحقیق.....۸۷

۸۸	۴- مقدمه
۸۸	۴-۱ چگونگی تحلیل داده ها
۸۹	۴-۱-۱ توصیف داده ها
۹۰	۴-۱-۱-۱ بررسی نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته
۹۳	۴-۲ بررسی فرضیه های تحقیق
۹۴	۴-۳ آزمون فرضیات تحقیق با استفاده از روش رگرسیون خطی
۹۴	۴-۴ بررسی فرضیات فرعی تحقیق
۹۴	۴-۴-۱ بررسی فرضیه فرعی اول
۹۵	۴-۴-۱-۱ بررسی فرضیه فرعی فرعی اول
۹۶	۴-۴-۱-۲ بررسی فرضیه فرعی فرعی دوم
۹۷	۴-۴-۱-۳ بررسی فرضیه فرعی فرعی سوم
۹۷	۴-۴-۱-۴ بررسی فرضیه فرعی فرعی چهارم
۹۸	۴-۴-۱-۴-۱ اعتبار سنجی مدل
۱۰۱	۴-۴-۱-۵ بررسی فرضیه فرعی فرعی پنجم
۱۰۱	۴-۴-۱-۶ بررسی فرضیه فرعی فرعی ششم
۱۰۴	۴-۴-۲ بررسی نتایج آزمون فرضیه فرعی اول
۱۰۵	۴-۴-۳ بررسی فرضیه فرعی دوم
۱۰۶	۴-۴-۳-۱ بررسی فرضیه فرعی فرعی هفتم
۱۰۶	۴-۴-۳-۲ بررسی فرضیه فرعی فرعی هشتم

۱۰۹.....	۴-۴-۳-۳ بررسی فرضیه فرعی فرعی نهم.....
۱۱۲.....	۴-۴-۳-۴ بررسی فرضیه فرعی فرعی دهم.....
۱۱۲.....	۴-۴-۳-۵ بررسی فرضیه فرعی فرعی یازدهم.....
۱۱۳.....	۴-۴-۳-۵ بررسی فرضیه فرعی فرعی دوازدهم.....
۱۱۶.....	۴-۴-۳-۶ بررسی نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم.....
۱۱۷.....	۴-۴-۴ بررسی فرضیه فرعی سوم.....
۱۱۷.....	۴-۴-۴-۱ بررسی فرضیه فرعی فرعی سیزدهم.....
۱۲۰.....	۴-۴-۴-۲ بررسی فرضیه فرعی فرعی چهاردهم.....
۱۲۱.....	۴-۴-۴-۳ بررسی فرضیه فرعی فرعی پانزدهم.....
۱۲۱.....	۴-۴-۴-۴ بررسی فرضیه فرعی فرعی شانزدهم.....
۱۲۲.....	۴-۴-۴-۶ بررسی فرضیه فرعی فرعی هجدهم.....
۱۲۳.....	۴-۴-۵ بررسی نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم.....
۱۲۵.....	۴-۵ آزمون فرضیات تحقیق با استفاده از تحلیل پانلی.....
۱۳۶.....	۴-۵-۴ بررسی فرضیات فرعی با استفاده از روش تحلیل پانلی.....
۱۳۶.....	۴-۵-۱ بررسی فرضیه فرعی اول.....
۱۳۷.....	۴-۵-۲ بررسی فرضیه فرعی دوم.....
۱۳۷.....	۴-۵-۳ بررسی فرضیه فرعی سوم.....
۱۳۸.....	۴-۶ بررسی فرضیه اصلی تحقیق با استفاده از تحلیل پانلی.....
۱۳۹.....	۴-۶-۱ بررسی اعتبار مدل.....

فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات.....۱۴۰

۱۴۱.....	۵- مقدمه.....
۱۴۱.....	۵-۱ تفسیر نتایج فرضیه های تحقیق.....
۱۴۱.....	۵-۱-۱ فرضیه فرعی اول.....
۱۴۲.....	۵-۱-۲ فرضیه فرعی دوم.....
۱۴۳.....	۵-۱-۳ فرضیه فرعی سوم.....
۱۴۳.....	۵-۲ تفسیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی تحقیق.....
۱۴۴.....	۵-۳ محدودیت های تحقیق.....
۱۴۴.....	۵-۳-۱ مشکلات عمومی.....
۱۴۴.....	۵-۳-۲ مشکلات اختصاصی.....
۱۴۴.....	۵-۴ پیشنهادات.....
۱۴۵.....	۵-۴-۱ پیشنهادات کاربردی.....
۱۴۵.....	۵-۴-۲ پیشنهادات پژوهشی.....
۱۴۷.....	منابع و مأخذ.....

فهرست جداول:

<u>عنوان</u>	<u>صفحه</u>
جدول (۳-۱) تعریف متغیرهای مستقل تحقیق	۷۹
جدول (۴-۱) محاسبه شاخص‌های مرکزی متغیرها	۸۹
جدول (۴-۲) محاسبه شاخص‌های مرکزی متغیرها به تفکیک سال	۹۰
جدول (۴-۳) محاسبه آزمون کلموگروف- اسمیرنف	۹۲
جدول (۴-۴) دسته بندی فرضیات تحقیق	۹۳
جدول (۴-۵) رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک غیر سیستماتیک و متغیر مستقل تمرکز مالکیت	۹۶
جدول (۴-۶) رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک غیر سیستماتیک و متغیر مستقل مالکیت نهادی	۹۶
جدول (۴-۷) رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک غیر سیستماتیک و متغیر مستقل نفوذ مدیر عامل	۹۷
جدول (۴-۸) رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک غیر سیستماتیک و متغیر مستقل دوگانگی وظیفه مدیر	۹۷
جدول (۴-۹) ضرایب مدل رگرسیون برازش داده شده با استفاده از متغیر وابسته ریسک غیر سیستماتیک و متغیر مستقل دوگانگی وظیفه مدیر عامل	۹۸
جدول (۴-۱۰) نتایج تحلیل آماری باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ریسک غیر سیستماتیک و دوگانگی وظیفه مدیر عامل	۹۹
جدول (۴-۱۱) بررسی استقلال خطاها	۱۰۰
جدول (۴-۱۲) رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک غیر سیستماتیک و متغیر مستقل اندازه هیئت مدیره	۱۰۱
جدول (۴-۱۳) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک غیر سیستماتیک و متغیر مستقل اندازه استقلال هیئت مدیره	۱۰۲
جدول (۴-۱۴) ضرایب مدل رگرسیون برازش داده شده با استفاده از متغیر وابسته ریسک غیر سیستماتیک و متغیر مستقل اندازه استقلال هیئت مدیره	۱۰۲
جدول (۴-۱۵) نتایج تحلیل آماری باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ریسک غیر سیستماتیک و اندازه استقلال هیئت مدیره	۱۰۳
جدول (۴-۱۶) بررسی استقلال خطاها	۱۰۴
جدول (۴-۱۷) خلاصه‌ای از نتایج تحلیل فرضیه ها	۱۰۵
جدول (۴-۱۸) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک ضریب بتا و متغیر مستقل تمرکز مالکیت	۱۰۶
جدول (۴-۱۹) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته ضریب بتا و متغیر مستقل مالکیت نهادی	۱۰۷

جدول (۴-۲۰) ضرایب مدل رگرسیون برازش داده شده با استفاده از متغیر وابسته ضریب بتا و متغیر مستقل دوگانگی وظیفه مدیر عامل	۱۰۷
جدول (۴-۲۱) نتایج تحلیل آماری باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ضریب بتا و مالکیت نهادی	۱۰۸
نمودار (۴-۳) بررسی نرمال بودن باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ضریب بتا و مالکیت نهادی	۱۰۸
جدول (۴-۲۲) بررسی استقلال خطاها	۱۰۹
جدول (۴-۲۳) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته ضریب بتا و متغیر مستقل نفوذ مدیر عامل	۱۰۹
جدول (۴-۲۴) ضرایب مدل رگرسیون برازش داده شده با استفاده از متغیر وابسته ضریب بتا و متغیر مستقل نفوذ مدیر عامل	۱۱۰
جدول (۴-۲۶) بررسی استقلال خطاها	۱۱۱
جدول (۴-۲۷) رابطه خطی بین متغیر وابسته ضریب بتا و متغیر مستقل دوگانگی وظیفه مدیر عامل	۱۱۲
جدول (۴-۲۸) رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک ضریب بتا و متغیر مستقل اندازه هیئت مدیره	۱۱۳
جدول (۴-۲۹) رابطه خطی بین متغیر وابسته ضریب بتا و متغیر مستقل اندازه استقلال هیئت مدیره	۱۱۳
جدول (۴-۳۰) ضرایب مدل رگرسیون برازش داده شده با استفاده از متغیر وابسته ضریب بتا و متغیر مستقل اندازه استقلال هیئت مدیره	۱۱۴
جدول (۴-۳۱) نتایج تحلیل آماری باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ضریب بتا و اندازه استقلال هیئت مدیره	۱۱۴
جدول (۴-۳۲) بررسی استقلال خطاها	۱۱۵
جدول (۴-۳۳) خلاصه‌ای از نتایج تحلیل فرضیه ها	۱۱۶
جدول (۴-۳۴) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک نسبت شارپ و متغیر مستقل تمرکز مالکیت	۱۱۸
جدول (۴-۳۵) ضرایب مدل رگرسیون برازش داده شده با استفاده از متغیر وابسته نسبت شارپ و متغیر مستقل دوگانگی وظیفه مدیر عامل	۱۱۸
جدول (۴-۳۶) نتایج تحلیل آماری باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین نسبت شارپ و مالکیت نهادی	۱۱۹
جدول (۴-۳۷) بررسی استقلال خطاها	۱۲۰
جدول (۴-۳۸) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته نسبت شارپ و متغیر مستقل مالکیت نهادی	۱۲۰
جدول (۴-۳۹) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته نسبت شارپ و متغیر مستقل نفوذ مدیر عامل	۱۲۱

- جدول (۴-۴۰) رابطه خطی بین متغیر وابسته نسبت شارپ و متغیر مستقل دوگانگی وظیفه مدیر عامل ۱۲۱
- جدول (۴-۴۱) رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک نسبت شارپ و متغیر مستقل انداز هیئت مدیره ۱۲۲
- جدول (۴-۴۲) رابطه خطی بین متغیر وابسته نسبت شارپ و متغیر مستقل انداز استقلال هیئت مدیره ۱۲۳
- جدول (۴-۴۳) خلاصه‌ای از نتایج تحلیل فرضیه ها ۱۲۴
- در جدول زیر نتایج تحلیل پانلی آورده شده است : ۱۲۶
- جدول (۴-۴۴) بررسی فرضیات فرعی فرعی اول تا ششم با استفاده از تحلیل پانلی (مدل اول) ۱۲۷
- جدول (۴-۴۵) بررسی فرضیات فرعی فرعی هفتم تا دوازدهم با استفاده از تحلیل پانلی (مدل دوم) ۱۳۱
- جدول (۴-۴۶) بررسی فرضیات فرعی فرعی سیزدهم تا هجدهم با استفاده از تحلیل پانلی (مدل سوم) ۱۳۴

فهرست نمودارها:

عنوان	صفحه
نمودار (۴-۱) بررسی نرمال بودن باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ریسک غیر سیستماتیک و دוגانگی وظیفه مدیر عامل.....	۹۹
نمودار (۴-۲) بررسی نرمال بودن باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ریسک غیر سیستماتیک و اندازه استقلال هیئت مدیره.....	۱۰۳
جدول (۴-۲۵) نتایج تحلیل آماری باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ضریب بتا و نفوذ مدیر عامل.....	۱۱۰
نمودار (۴-۴) بررسی نرمال بودن باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ضریب بتا و نفوذ مدیر عامل.....	۱۱۱
نمودار (۴-۵) بررسی نرمال بودن باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ریسک غیر سیستماتیک و اندازه استقلال هیئت مدیره.....	۱۱۵
نمودار (۴-۶) بررسی نرمال بودن باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین نسبت شارپ و مالکیت نهادی.....	۱۱۹

فصل اول: کلیات طرح

۱- مقدمه

پیچیدگی روابط اقتصادی و اجتماعی در بنگاه‌های اقتصادی و بروز تضاد منافع در حوزه‌های متفاوت میان گروه‌های مختلفی که به نحوی با بنگاه‌های اقتصادی در تعامل هستند، نیاز به استقرار یک نظام راهبری مناسب در شرکت‌ها که حامی حقوق و منافع همه گروه‌های ذینفع باشد، را بیش از پیش ضروری می‌سازد. ورشکستگی شرکت‌های عظیم جهان همچون انرون و ورلداکام در دهه اخیر اهمیت نظام راهبری شرکت‌ها را در هدایت و اداره موثر بنگاه‌های اقتصادی بیش از پیش روشن ساخت. همچنین تحولات عمده در محیط کسب و کار، مثل جهانی شدن کسب و کار و سرعت بالای تغییرات در فناوری، باعث افزایش رقابت و دشواری مدیریت در سازمانها گردیده است. در محیط کسب و کار امروز، مدیریت ریسک بخش مهمی از سیستم مدیریت را تشکیل می‌دهد.

در اقتصادهای توسعه یافته اهمیت و نقش مدیریت ریسک در تحقق هدف های سازمانی به خوبی شناخته شده و بدرستی از دستاوردهای آن بهره گرفته می‌شود. در حالی که در بیشتر کشورهای در حال توسعه این شناخت هنوز به وجود نیامده است و خسارت های چشمگیری در نتیجه نبود سیستم های مدیریت ریسک وارد آمده است. استقرار مناسب مکانیزم های حاکمیت شرکتی، که اقدامی اساسی برای استفاده بهینه از منابع، ارتقای پاسخگویی، شفافیت، رعایت انصاف و حقوق همه ذینفعان شرکت هاست منجر به استقرار صحیح سیستم های مدیریتی خواهد شد.

۱-۱ مساله اصلی تحقیق

ورشکستگی و رسوایی های شرکت هایی چون انرون و ورلدکام نیاز به ایجاد سیستم های راهبری مناسب شرکت ها را به عنوان یکی از مهمترین مسائل در همه کشورها مطرح کرد، اما این شکست ها محرک اصلی ایجاد قوانین حاکمیت شرکتی نبود. برخی رسوایی ها که به دهه ۱۹۸۰ (مانند ماکسول و پلی پک) و حتی دهه ۱۹۶۰ (فروپاشی پن استیشن) برمی گردد، نیاز به چارچوبی اختیاری یا اجباری جهت استفاده به عنوان رهنمودهای حاکمیت شرکتی را پررنگتر کرد. در واقع دلایل اصلی این امر از ضرورت بازگرداندن اعتماد سرمایه گذاران به فعالیت های تجاری از طریق شفافیت، پاسخگویی، انصاف و مسوولیت پذیری ناشی می شود. (مارلین، ۲۰۰۸)

حاکمیت شرکتی به سازوکارهایی مربوط است که بنگاهها به کمک آن کار می کنند و کنترل می شوند. حاکمیت شرکتی مطلوب این اطمینان را فراهم می آورد که بنگاهها سرمایه خود را بطور موثر به کار گرفته اند، به علاوه این اطمینان را پدید می آورد که بنگاهها دامنه وسیعی از گروههای ذینفع و همچنین کل جامعه را در نظر گرفته اند و هیئت مدیره در برابر سهامداران و شرکت پاسخگوست. چنین نظامی به نوبه خود این اطمینان را ایجاد می کند که بنگاهها در کل، در جهت منافع جامعه فعالیت می کنند و موجب جلب اعتماد سرمایه گذاران و جذب سرمایه های بلندمدت می شوند. (رئیس، ۱۳۸۶)

بررسی ادبیات موجود نشان می دهد تعریف مورد توافقی در مورد حاکمیت شرکتی وجود ندارد و تفاوت های چشمگیری در تعاریف ارائه شده در هر کشور وجود دارد. از یک دیدگاه، حاکمیت شرکتی به رابطه بین شرکت و سهامداران محدود می شود. این یک الگوی قدیمی است که در قالب تئوری نمایندگی بیان می شود. همچنین حاکمیت شرکتی را می توان به صورت یک شبکه از روابط دید که نه تنها بین شرکت و مالکان آنها (سهامداران) بلکه بین شرکت و عده زیادی از ذی نفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و... وجود دارند. چنین دیدگاهی در قالب تئوری ذی نفعان دیده می شود. بررسی کلی تعاریف حاکمیت شرکتی در متون علمی، نشان می دهد

که تمام آنها دارای ویژگی های مشترک و معینی هستند که یکی از مهمترین آنها پاسخگویی است.
(حساس یگانه، ۱۳۸۴)

حال با توجه به توضیحات بالا این سوال مطرح می شود که : آیا استقرار نظام حاکمیت شرکتی بر مدیریت بهتر ریسک تاثیر گذار می باشد؟

این گونه انتظار می رود که با تدوین استانداردهای مناسب و قوی برای حاکمیت شرکتی بتوان فرآیند مدیریت ریسک را بهبود بخشید. بنابر این سوال نیز مطرح می شود که در صورت موثر بودن اجرای سیستم حاکمیت شرکتی بر مدیریت ریسک، کدام یک از ویژگی های حاکمیت شرکتی در بهتر شدن فرآیند مدیریت ریسک نقش دارند؟

در جهت پاسخگویی به سوالات فوق، در این تحقیق ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی از دو منظر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره از جهت تاثیر گذاری بر مدیریت ریسک مورد بررسی قرار می گیرد.

۲-۱ اهداف تحقیق

در پژوهش حاضر سعی بر این است که با بررسی رابطه بین عوامل حاکمیت شرکتی با مدیریت ریسک شرکتها با استفاده از مبانی نظری و تئوری های موجود و با کمک داده های آماری نقش و اهمیت استقرار نظام حاکمیت شرکتی در عملکرد شرکتها را مورد بررسی قرار دهیم.

در این پژوهش می خواهیم بدانیم که آیا شرکتهایی که از نظر دارا بودن ویژگیهای حاکمیت شرکتی در موقعیت خوبی قرار دارند، از نظر مدیریت ریسک هم در موقعیت خوبی هستند یا نه؟

آیا می توان بین رعایت اصول حاکمیت شرکتی و ریسک غیر سیستماتیک، ضریب بتا و نسبت شارپ رابطه معناداری پیدا کرد؟

۳-۱ اهمیت موضوع تحقیق

در سالهای اخیر حاکمیت شرکتی به دلیل رسوائیهای بزرگ انرون^۱ و وردکام^۲ و دیگر رسوائیهای بزرگ توجهات زیادی را به خود جلب کرده است. مدیران اغلب ممکن است پروژه هایی را اختیار کنند که برای خودشان منفعت شخصی زیادی داشته باشد ولی برای شرکت و سهامداران برعکس عمل کنند. (Patibandla, ۲۰۰۶)

حاکمیت شرکتی هزینه نمایندگی را کاهش داده و در عین حال امکان اینکه مدیران در پروژه های با ارزش فعلی خالص^۳ مثبت سرمایه گذاری کنند کاهش می یابد (لاورنس، ۲۰۰۴)

سیاست گذاران در حال حاضر به این مسئله اذعان دارند که اشاعه اصول حاکمیت شرکتی می تواند به ثبات بازارهای مالی، تشویق سرمایه گذاری و رشد اقتصادی منجر شود. شرکتها نیز به این نتیجه رسیده اند که اجرای صحیح حاکمیت شرکتی می تواند در عرصه رقابت به آنها کمک کند. سرمایه گذاران به خصوص سرمایه گذاران نهادی و صندوقهای بازنشستگی که با وجوه امانتی فعالیت می کنند نیز نقش مهمی در اجرای این اصول به دلیل توجیه سرمایه گذاری خود دارند.

۴-۱ سوالات و فرضیه های تحقیق

۴-۱-۱ سوالات تحقیق

مطالعات اولیه و بررسی متون نظری و مطالعات تجربی انجام شده در زمینه های حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک سوالات متعددی را به ذهن متبادر می کند. در پژوهش حاضر سوالات زیر مطرح می شود:

^۱ Enron

^۲ Worldcom

^۳ Net Present Value

۱-۴-۱-۱ سوال اصلی تحقیق:

آیا بین مدیریت ریسک و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه معناداری وجود دارد؟

۱-۴-۱-۲ سولات فرعی تحقیق:

۱. آیا بین ریسک غیر سیستماتیک^۱ و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟
۲. آیا بین ضریب بتا^۲ و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟
۳. آیا بین نسبت شارپ^۳ و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟

۱-۴-۱-۳ سولات فرعی تحقیق:

۱. آیا بین ریسک غیر سیستماتیک و تمرکز مالکیت در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟
۲. آیا بین ریسک غیر سیستماتیک و مالکیت نهادی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟
۳. آیا بین ریسک غیر سیستماتیک و نفوذ مدیر عامل شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟

۱ Unsystematic Risk

۲ Beta Ratio

۳ Sharp Index

۴. آیا بین ریسک غیر سیستماتیک و دوغانگی وظیفه مدیر عامل در شرکتهای عضو بورس

اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟

۵. آیا بین ریسک غیر سیستماتیک واند ازه هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق

بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟

۶. آیا بین ریسک غیر سیستماتیک واند ازه استقلال هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس

اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟

۷. آیا بین ضریب بتا و مالکیت نهادی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه

معناداری وجود دارد؟

۸. آیا بین ضریب بتا و تمرکز مالکیت در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه

معناداری وجود دارد؟

۹. آیا بین ضریب بتا و نفوذ مدیر عامل در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه

معناداری وجود دارد؟

۱۰. آیا بین ضریب بتا و دوغانگی وظیفه مدیر عامل در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار

تهران رابطه معناداری وجود دارد؟

۱۱. آیا بین ضریب بتا واند ازه هیئت مدیره ر شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه

معناداری وجود دارد؟

۱۲. آیا بین ضریب بتا واند ازه استقلال هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار

تهران رابطه معناداری وجود دارد؟

۱۳. آیا بین نسبت شارپ و تمرکز مالکیت در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه

معناداری وجود دارد؟

۱۴. آیا بین نسبت شارپ و مالکیت نهادی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه

معناداری وجود دارد؟

۱۵. آیا بین نسبت شارپ و نفوذ مدیر عامل در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟

۱۶. آیا بین نسبت شارپ و دوگانگی وظیفه مدیر عامل در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟

۱۷. آیا بین نسبت شارپ واندازه هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟

۱۸. آیا بین نسبت شارپ واندازه استقلال هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟

۲-۴-۱ فرضیه های تحقیق

فرضیه (Hypothesis) جمله ای است که بصورت ربطی بیان می شود و به توصیف رابطه بین متغیرها می پردازد. (دلاور، ۱۳۷۴)

برای پاسخ به سولات مطرح شده با توجه به اهداف پژوهش فرضیات به شرح ذیل تنظیم شده است:

۱-۲-۴-۱ فرضیه اصلی تحقیق

بین مدیریت ریسک و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه معناداری وجود دارد.

۲-۲-۴-۱ فرضیات فرعی تحقیق

۱. بین ریسک غیر سیستماتیک و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۲. بین ضریب بتا و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۳. بین نسبت شارپ و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۳-۲-۴-۱ فرضیات فرعی تحقیق

۱. بین ریسک غیر سیستماتیک و تمرکز مالکیت در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۲. بین ریسک غیر سیستماتیک و مالکیت نهادی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۳. بین ریسک غیر سیستماتیک و نفوذ مدیر عامل شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۴. بین ریسک غیر سیستماتیک و دوغانگی وظیفه مدیر عامل در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۵. بین ریسک غیر سیستماتیک واندازه هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۶. بین ریسک غیر سیستماتیک واندازه استقلال هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۷. بین ضریب بتا و تمرکز مالکیت در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۸. بین ضریب بتا و مالکیت نهادی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۹. بین ضریب بتا و نفوذ مدیر عامل در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۱۰. بین ضریب بتا و دوگانگی وظیفه مدیر عامل در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۱۱. بین ضریب بتا واندازه هیئت مدیره ر شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۱۲. بین ضریب بتا واندازه استقلال هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۱۳. بین نسبت شارپ و تمرکز مالکیت در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۱۴. بین نسبت شارپ و مالکیت نهادی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۱۵. بین نسبت شارپ و نفوذ مدیر عامل در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۱۶. بین نسبت شارپ و دوگانگی وظیفه مدیر عامل در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۱۷. بین نسبت شارپ واندازه هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۱۸. بین نسبت شارپ واندازه استقلال هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۵-۱ تعاریف عملیاتی متغیرها و واژه های کلیدی

- **حاکمیت شرکتی:** قوانین، مقررات، ساختارها، فرآیندها، فرهنگ ها و سیستم هایی که موجب دستیابی به هدفهای پاسخگوئی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی نفعان می شود.

- **مدیر غیر موظف:** عضو پاره وقت هیات مدیره است که فاقد مسوولیت اجرایی می‌باشد.
- **تمرکز مالکیت:** مجموع درصد تملک سهامدارانی که حداقل ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند.
- **مالکیت نهادی:** مجموع درصد سهام شرکت که متعلق به بانکها، بیمه ها، نهادهای مالی، شرکتهای هلدینگ، سازمانها و نهادهای دولتی می‌باشد
- **نفوذ مدیر عامل:** اگر رئیس هیات مدیره عضو موظف باشد برابر یک و در غیر اینصورت برابر صفر
- **دوگانگی وظیفه مدیر عامل:** اگر مدیر عامل رئیس هیات مدیره باشد برابر یک و در غیر اینصورت برابر صفر
- **اندازه هیئت مدیره :** تعداد اعضای هیئت مدیره شرکت
- **استقلال هیئت مدیره:** تعداد اعضای غیر موظف در ترکیب هیئت مدیره تقسیم بر تعداد کل اعضای هیئت مدیره
- **ریسک:** ریسک عبارت است از احتمال تغییر در مزایا و منافع پیش بینی شده برای یک تصمیم، یک واقعه و یا یک حالت در آینده. در مدیریت مالی ریسک به احتمال زیان ناشی از سرمایه گذاری اشاره دارد.
- **مدیریت ریسک:** مدیریت ریسک شیوه منطقی و نظام مند شناسایی، تجزیه و تحلیل، ارزیابی، انعکاس و کنترل ریسک حاکم بر عملیات، وظایف و فرآیندها است به ترتیبی که زیان ها را به حداقل و بهره برداری از فرصت ها را به حداکثر می‌رساند.
- **ریسک غیر سیستماتیک:** این ریسک که به ریسک خاص نیز معروف است مختص سرمایه‌گذاری در سهام خاصی است و با افزایش تنوع سهام موجود در یک پرتفوی می‌توان از آن اجتناب کرد. در اصطلاح فنی‌تر، این ریسک نشان دهنده آن قسمت از بازدهی سهام است که با حرکات بازار ارتباطی ندارد. ریسک غیر سیستماتیک، شدت تغییرات بازده سهم در دوره های گذشته

است که برابر با انحراف معیار آن است. انحراف معیار بازده شرکتها نسبت به بازده موردانتظار، ریسک نامیده می‌شود. هر قدر انحراف معیار بازده شرکت نسبت به بازده مورد انتظار بالاتر باشد به معنای این است که سهام شرکت دارای ریسک بالاتری است.

• **ضریب بتا:** بتا شدت تغییرات بازدهی سهم مورد نظر نسبت به بازار یا شاخص شامل آن سهم است. بر طبق مدل CAPM بتا، واحداندازه‌گیری ریسک سیستماتیک مربوط به سهام است. در واقع بتا، میزان بالا و پایین رفتن قیمت سهم با میزان بالا و پایین رفتن قیمت کلیه سهام بازار را اندازه‌گیری می‌کند. اگر حرکت قیمت سهم یک شرکت کاملاً منطبق با حرکت بازار سهام باشد، گفته می‌شود که بتای آن سهام برابر یک است. در مقایسه با صرف ریسک بازار سهام، بتا نشان‌دهنده میزان پاداش مورد توقع سرمایه‌گذاران در بازار سهام برای تحمل ریسک اضافی است.

• **نسبت شارپ:** نسبت شارپ مفهومی مشابه نسبت بازده به ریسک دارد با این تفاوت که بازده بدون ریسک در طی دوره مورد نظر از بازده انتظاری کسر می‌گردد. از نسبت شارپ می‌توان به صرفه بودن سرمایه‌گذاری در شرکت مورد نظر در مقایسه با سرمایه‌گذاری بدون ریسک را نیز استخراج کرد. بدین معنا که منفی بودن نسبت شارپ نشان می‌دهد که بازده انتظاری سهم مورد نظر از بازده بدون ریسک کمتر بوده و لذا سرمایه‌گذاری در چنین شرکتی توجه پذیر بنظر نمی‌رسد.

فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه تحقیق

۱-۲ حاکمیت شرکتی^۱

۱-۱-۲ تعریف حاکمیت شرکتی

برای دستیابی به تعریفی جامع و کامل از نظام حاکمیت شرکتی لازم است به فرایند طرح و تکوین این مفهوم پردازیم. بررسی متون متعدد و معتبر نشان می‌دهد که اولین و قدیمی‌ترین مفهوم عبارت حاکمیت شرکتی، از واژه لاتین Gubenare به معنای هدایت کردن گرفته شده است که معمولاً در مورد هدایت کشتی به کار می‌رود و دلالت بر این دارد که اولین تعریف حاکمیت شرکتی بیشتر بر راهبری تمرکز دارد تا کنترل. تعریفهای مختلفی از حاکمیت شرکتی وجود دارد؛ از تعریفهای محدود و متمرکز بر شرکتها و سهامداران آنها گرفته تا تعریفهای جامع و دربرگیرنده پاسخگویی شرکتها در قبال گروه کثیری از سهامداران، افراد یا ذینفعان.

بررسی ادبیات موجود نشان می‌دهد که هیچ تعریف مورد توافقی در مورد حاکمیت شرکتی وجود ندارد. تفاوتهای چشمگیری در تعریف براسا کشور مورد نظر وجود دارد. حتی در آمریکا یا انگلستان نیز رسیدن به تعریف واحد کار چندان آسانی نیست. تعریفهای موجود از حاکمیت شرکتی در یک طیف وسیع قرار می‌گیرند. دیدگاه‌های محدود در یک سو و دیدگاه‌های گسترده در سوی دیگر طیف قرار دارند. در دیدگاه‌های محدود، حاکمیت شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران محدود می‌شود. این، الگویی قدیمی‌است که در قابل نظریه نمایندگی بیان می‌شود. در آن سوی طیف، حاکمیت شرکتی را می‌توان به صورت شبکه‌ای از روابط در نظر گرفت که نه تنها میان شرکت و مالکان آنها (سهامداران) بلکه میان شرکت و تعداد زیادی از ذینفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و... وجود دارد. چنین دیدگاهی در قالب نظریه ذینفعان دیده می‌شود.

بیان چند تعریف از حاکمیت شرکتی از میان صدها تعریف مطرح شده خالی از فایده نیست و می‌تواند برای ارائه تعریفی جامع و کامل از حاکمیت شرکتی به کار آید. این تعریفها از نگاهی محدود و در عین

حال توصیف کننده نقش اساسی حاکمیت شرکتی آغاز می‌شود (گزارش کادبری ۱۹۹۲)، در میانه بر یک دیدگاه انحصاراً مالی که به موضوع روابط سهامداران و مدیریت (پرکینسون ۱۹۹۴) تأکید می‌کند، می‌رسد و سرانجام به تعریفی گسترده تر خاتمه می‌یابد که پاسخگویی شرکتی را در بابر ذینفعان و جامعه دربرمی‌گیرد (تریگر ۱۹۸۴).

فدارسیون بین المللی حسابداران ۱ (IFAC) در سال ۲۰۰۴ حاکمیت شرکتی را چنین تعریف کرده است: «حاکمیت شرکتی (حاکمیت واحد تجاری) عبارت است از تعدادی مسئولیتها و شیوه های به کار برده شده توسط هیئت مدیره و مدیران مؤلف با هدف مشخص کردن مسیر استراتژیک که تضمین کننده دستیابی به هدفها، کنترل ریسکها و مصرف مسئولانه منابع است.»

کادبری در سال ۱۹۹۲ حاکمیت شرکتی را چنین بیان می‌کند: «... سیستمی که شرکتها با آن، هدایت و کنترل می‌شوند.»

در گزارش کاردون در بلژیک، سال ۱۹۹۵ این تعریف در مورد حاکمیت شرکتی آمده است: «حاکمیت شرکتی مجموعه ای از قواعد ناظر بر هدایت و کنترل است.»

پارکینسون در سال ۱۹۹۴ می‌نویسد: «حاکمیت شرکتی عبارت است از ... فرایند نظارت و کنترل برای تضمین عملکرد مدیر شرکت مطابق با منافع سهامداران.»

صندوق بین المللی پول (IMF) و سازمان توسعه و همکاری اقتصادی (OECD) در سال ۲۰۰۱ حاکمیت شرکتی را چنین بیان کرده‌اند: «ساختار روابط و مسئولیتها در میان یک گروه اصلی شامل سهامداران، اعضای هیئت مدیره و مدیر عامل برای ترویج بهتر عملکرد رقابتی لازم جهت دستیابی به هدفهای اولیه مشارکت.»

هاپ و همکاران وی در سال ۱۹۹۸ پس از تحقیقی که در اکسفورد انجام دادند در تبیین حاکمیت شرکتی می‌نویسند: «حاکمیت شرکتی به تشریح سازماندهی داخلی و ساختار قدرت شرکت، نحوه

ایفای وظایف هیئت مدیره، ساختار مالکیت شرکت و روابط متقابل میان سهامداران و سایر ذینفعان، بخصوص نیروی کار شرکت و اعتبار دهندگان به آن می‌پردازد. «

کیزی و رایت در سال ۱۹۹۳ نوشته‌اند: «حاکمیت شرکتی عبارت است از: ساختارها، فرایندها، فرهنگها و سیستمهایی که عملیات موفق سازمان را فراهم کنند. «

مگینسون در سال ۱۹۹۴ حاکمیت شرکتی را چنین تعریف کرده است: «سیستم حاکمیت شرکتی را می‌توان مجموعه قوانین، مقررات، نهادها و روشهایی تعریف کرد که تعیین می‌کنند شرکتها چگونه و به نفع چه کسانی اداره می‌شوند. «

رابرت مانگزنل مینو، دو صاحب‌نظری که پژوهش‌های متعدد و گسترده‌ای در مکورد حاکمیت شرکتی انجام داده‌اند در سال ۱۹۹۵ حاکمیت شرکتی را چنین تعریف کرده‌اند: «بزاری که هر اجتماع به وسیله آن جهت حرکت شرکت را تعیین می‌کند و یا به عبارت دیگر، حاکمیت شرکتی عبارت است از روابط میان گروه‌های مختلف در تعیین جهت‌گیری و عملکرد شرکت. گروه‌های اصلی عبارتند از: سهامداران، مدیر عامل و هیئت مدیره. سایر گروهها، شامل کارکنان، مشتریان، فروشندگان، اعتباردهندگان و اجتماع. «

ولف سون رییس پیشین بانک جهانی در سال ۲۰۰۰ گفته است: «حاکمیت شرکتی درصدد ارتقای انصاف، شفافیت و پاسخگویی در شرکت است. «

در سال ۱۹۹۹ در فایننشیال تایمز تعریف حاکمیت شرکتی درج شده است: «حاکمیت شرکتی را می‌توان در تعریف محدود آن، رابطه شرکت با سهامدارانش و در تعرف گسترده آن، رابطه شرکت با جامعه دانست. «

شلیفر و ویشنی^۱ در سال ۱۹۹۷ بیان کردند که: «حاکمیت شرکتی اصولاً با روشهایی سروکار دارد باعث ایجاد اطمینان در عرضه کنندگان منابع مالی برای شرکت‌ها درخصوص کسب بازده معقولی از سرمایه‌گذاری آنها در شرکت می‌شود».

تری گر، صاحب‌نظر دیگری است که در سال ۱۹۸۴ نوشته است: «... حاکمیت شرکتی تنها مربوط به اداره عملیات شرکت نیست بلکه به هدایت، نظارت و کنترل اعمال مدیران اجرایی و پاسخگویی آنها به تمام ذینفعان شرکت (اجتماع) نیز مربوط است.»

تعاریفهای محدود حاکمیت شرکتی متمرکز بر قابلیت‌های سیستم قانونی یک کشور برای حفظ حقوق سهامداران اقلیت است (مثلاً IFAC ۲۰۰۴ و پارکینسون ۱۹۹۴). این تعاریفها اساساً برای مقایسه میان کشوری مناسبند و قوانین هر کشور نقش تعیین کننده ای در سیستم حاکمیت شرکتی دارد. بررسی تعریف ها و مفاهیم حاکمیت شرکتی و مرور دیدگاه های صاحب‌نظران، حکایت از آن دارد که: حاکمیت شرکتی یک مفهوم چند رشته ای (حوزه ای) است و هدف نهایی حاکمیت شرکتی دستیابی به چهار مورد زیر در شرکت هاست:

- پاسخگویی،
- شفافیت،
- عدالت (انصاف)،
- رعایت حقوق ذینفعان.

با مرور تعریف های یاد شده و تحلیل آنها می‌توان تعریف جامع و کامل زیر را ارائه کرد: حاکمیت شرکتی قوانین، مقررات، ساختارها، فرایندها، فرهنگ ها و سیستم هایی است که موجب دستیابی به هدف های پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذینفعان می‌شود. (حساس یگانه، ۸۶)

۲-۱-۲ تاریخچه حاکمیت شرکتی

کنترل های داخلی که از دهه ی ۱۹۴۰ مورد توجه حسابرسان و مراجع نظارتی بورس آمریکا قرار گرفته بود بار دیگر در فاصله ی ۷۶-۱۹۷۲ با موضوع رسوایی واترگیت (استقرار شنود در ستاد انتخاباتی حزب دمکرات به وسیله ی جمهوری خواهان امریکا) مطرح شد و امروزه به یک پدیده ی مقررات گذاری عمومی در سراسر دنیا تبدیل شده است. در فاصله ی ۸۵-۱۹۷۸ نیز IACPA (انجمن حسابداران خبره ی امریکا) رهنمودهای خاصی را در مورد استانداردهای حسابرسی که مشتمل بر کنترل های داخلی بود منتشر کرد. در ۱۹۸۵ کمیسیون ملی مبارزه با تقلب در صورت های مالی که بعدها به نام «کمیسیون تردوی» مشهور شد، نقطه نظرات خود پیرامون کنترل های داخلی را منتشر کرد. در ۱۹۹۰ نیز کمیته ای موسوم به کمیته ی سازمان های حامی مالی کمیسیون تردوی (COSO) گزارش خاصی را پیرامون کنترل های داخلی و برقراری سیستم پاسخ گویی منتشر کرد. در ۱۹۸۷ نیز انجمن مدیران مالی با مشارکت پنج انجمن حرفه ای بزرگ امریکا شامل انجمن حسابداری امریکا (AAA)، انجمن حسابداران مدیریت (IMA)، انجمن حسابداران خبره امریکا (CPA)، انجمن حسابداران داخلی (IIA) اولین گزارش کنترل داخلی خود را منتشر کرد. در سال ۱۹۹۱ کنگره ی امریکاقانونی را به تصویب رساند که شرکت های بزرگ را وادار می ساخت در گزارش های سالانه ی خود پیرامون کمیت و موثر بودن سیستم های کنترل داخلی خود به سهامداران گزارش دهند.

پس از سقوط آنرون و ورلد و تقلبات بی شمار در بورس امریکا، کنگره ی امریکا در سال ۲۰۰۲ قانون ساربینز - اوکسلی را به تصویب رسانید که اختیارات قابل ملاحظه ای را به سازمان بورس امریکا (SEC) تفویض می کند. بر اساس این قانون مسئولیت های مدیران اجرایی، حسابرسان داخلی و حسابرسان مستقل افزایش یافته است و در واقع بر حاکمیت شرکتی تاکید شده است.

برخی نکات مهم و قابل توجه این قانون عبارتند از:

- اعضای اجرایی هیأت مدیره از اعضای غیراجرایی منفک شدند و موضوع اعضای هیأت مدیره ی مستقل (غیر وابسته به سهامداران عمده) مطرح شد.

- تشکیل کمیته‌ی حسابرسی در شرکت‌های بزرگ لازم الاجرا شد و مسئولیت این کمیته برعهده‌ی اعضای غیرموظف هیأت مدیره (غیراجرایی) قرار گرفت.
- پاسخ گویی مدیران اجرایی و مدیران مالی در قبال صورت های مالی افزایش یافت.
- موسسات حسابرسی (حسابرسان خارجی) از ارائه‌ی برخی خدمات غیر حسابرسی به مشتریان حسابرسی منع شدند و انجام هر گونه خدمات غیرحسابرسی منوط به کسب اجازه از کمیته‌ی حسابرسی شد.
- کمیته‌ی حسابرسی نقش اساسی را در تقویت نظام حاکمیت بنگاه‌ها و افزایش اعتبار سرمایه گذاری ها بر عهده گرفت.
- مجازات های سنگین در حد مجازات های جنایی برای دستکاری در حساب‌ها (تا حد بیست سال زندان) پیش بینی شد.
- از سوی دیگر (فدراسیون حسابداری اروپا) FEE مقرراتی را به منظور نظارت بر کار موسسات حسابرسی اروپا منتشر کرد و فدراسیون بین المللی حسابداران (IFAC) نیز هیأت مراقبت از منافع عمومی (BIOB) را تشکیل داد.
- همه‌ی موارد فوق حکایت از آن دارد که به علت جهانی شدن سرمایه، ابعاد تقلب و فساد بین المللی شده است و حسابداران نیز ناچار به فراگیری فنون و مهارت‌های جدید حسابرسی می‌باشند تا بتوانند مسئولیت های جدید خود را که در قالب نظام پاسخ گویی و مسئولیت های اجتماعی تبلور می‌یابد ایفا نمایند. بی شک برای ایفای نقش و مسئولیت های جدید حسابرسان تسلط به مهارت‌های حسابرسی در قالب حسابرسی مبتنی بر ریسک، روش های تحلیلی، کنترل های داخلی و فناوری و استخراج داده ها یک نیاز مبرم و ضروری به شمار می رود. زیرا حسابرسانی که به مبانی یاد شده آشنا و مسلط نباشند فاقد مهارت های لازم جهت کشف تقلب و فریب در صورت های مالی هستند و نمی‌توانند مانع انتشار صورت های مالی گمراه کننده شوند. در این راستا با توجه به مسائلی که در دهه ی اخیر در بورس تهران رخ داده است و به ویژه دستکاری در قیمت ها که در سال گذشته مورد

توجه بسیاری قرار گرفته است «آیین نامه‌ی حاکمیت شرکت‌ها» در حال تدوین می باشد که اجرای درست آن می تواند مانع از برخی اعمال نفوذ ها، دستکاری قیمت ها و سودسازی گمراه کننده شود. از دهه‌ی ۱۹۹۰ موضوع برقراری سیستم‌های کنترل های داخلی و چگونگی حاکمیت همه‌ی سهامداران بر جریان سالم فعالیت شرکت‌ها موضوع کار محافل مالی - اقتصادی جهان قرار گرفته است. بی شک حاکمیت شرکتی جزء کوچکی از قلمرو حکمرانی سالم در مجموعه‌ی کشور تلقی می شود. بدین معنی که چنانچه در کشوری حاکمیت شرکتی سالم با مولفه های تعریف شده توسط سازمان جهانی شفاف سازی و یا مقررات OECD وجود نداشته باشد انتظار حاکمیت شرکتی سالم در بازار سالم بیش تر به شوخی می ماند تا واقعیت.

۳-۱-۲ حادثه انرون^۱

۱-۳-۲ تاریخچه شرکت

انرون^۲ یک شرکت فعال در بخش انرژی بود که توسط کن لی^۳ در هوستون^۴ امریکا تاسیس شد. این شرکت در سال ۱۹۸۵ با ادغام دو شرکت لوله گذاری بوجود آمد و در یک دوره ۱۶ ساله این شرکت نسبتا کوچک به یک شرکت بزرگ انرژی در سطح بین الملل انرژی در سطح بین المللی تبدیل شد. موفقیت انرون یک پدیده شگفت انگیز بود.

در سال ۱۹۹۸ این شرکت در ۸ شاخه از جمله خدمات انرژی و سرمایه گذاری فعال بود. در سال ۲۰۰۰ درآمدهای این شرکت بیش از ۱۰۰ میلیارد دلار بود و ارزش بازار این شرکت در بورس اوراق بهادار به بیش از ۶۰۰ میلیارد دلار رسیده بود.

۱ برگرفته از سخنرانی دکتر حساس یگانه با عنوان " حاکمیت شرکتی و تاثیر آن بر گزارشگری "

۲ ENRON

۳ Ken Lay

۴ Hoston

۲-۳-۱-۲ فروپاشی انرون^۱

در ۱۶ اکتبر سال ۲۰۰۱، شرکت انرون از معروفترین شرکتهای فعال در حوزه انرژی، مبلغ ۱/۰۱ میلیارد دلار هزینه غیرمستمر ناشی از شکست یکسری سرمایه گذاری های خاص شرکت را اعلام کرد.^۲ کن لی رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل شرکت با اشاره به چشم‌انداز روشن و اطمینان به رشد مجدد سودآوری شرکت، سعی در آرام کردن سرمایه گذاران کرد، معه‌ذاهزینه مذکور منجر به انعکاس بیش از ۶۰۰ میلیون دلار زیان در صورتهای مالی سه ماهه سوم شرکت شد. زیان مذکور در نتیجه معامله با شرکتی می‌باشد که توسط آن ره اس فستو^۳ مدیر مالی شرکت اداره می‌شده است.

اخبار بد منتشر شده، افشای اطلاعات روابط مالی مبین وجود تضاد منافع، تحقیق و تفحص کمیسیون بورس و اوراق بهادار و سقوط سهام شرکت از بالای ۳۰ دلار به ۲۰ دلار موجب ایجاد بحران در شرکت شد. بسیاری از شرکای تجاری به دلیل احساس وجود ریسک اعتباری، از معامله با آن امتناع کردند. انرون به منظور رفع بحران بناچار سعی کرد با رقیب همشهری خود داینرجی^۴ ادغام شود. در ۸ نوامبر، خبر بد دیگری در بازار منتشر شد. ارائه مجدد سودهای مربوط به سالهای ۱۹۹۷ به بعد در صورتهای مالی فصلی شرکت منجر به کاهش ۲۰ درصدی (۵۸۶ میلیون دلار) سودهای مزبور شد. قسمت عمده کاهش مذکور در نتیجه حسابداری نادرست معاملات شرکت با شرکتهایی بود که توسط مدیران خود شرکت اداره می‌شدند. صورت های مالی مذکور منجر به افشای اطلاعات روابط ناصحیح مالی انرون با شرکتهای مزبور گردید.

گزارش مذکور، تیر خلاصی برانرون بود. داینرجی از ادغام با انرون منصرف و در دوم دسامبر، نزدیک به ۶ هفته بعد از اولین بحران، انرون وارد ورشکستگی شد. واقعه مزبور بسیار عجیب بود. تا یکسال قبل با توجه به میزان معاملات، انرون هفتمین شرکت بزرگ بورس امریکا بود.

۱ حساس یگانه، یحیی، نادری نوعینی، محمد مهدی، درس هایی از فروپاشی انرون در زمینه حاکمیت شرکتی

۲ زیان ناشی از توافق تامین مالی ساختار یافته (Structure Finance Arrangement)

۳ Andrew S Fastow

۴ Dynenergy

نزدیک به یکسال پیش قیمت سهام شرکت به ۹۰ دلار رسیده بود و ارزش بازار شرکت بالغ بر ۸۰ میلیارد دلار و از این شرکت به عنوان یکی از تحسین برانگیز ترین شرکت های بورس یاد می شد و مدیرعامل شرکت به محرم اسرار رئیس جمهور امریکا معروف بود.

سقوط انرون منجر به تحقیق و تفحص توسط کمیته مخصوص هیات مدیره، کمیسیون بورس و اوراق بهادار، دادگستری، ۶ کمیته از از کنگره و شکایات متعددی توسط سهامداران شرکت شد.

نتایج بررسی کمیته هیات مدیره مشخص کرد که بخش قابل توجهی از سود چهار سال گذشته شرکت، دستکاری شده است. انگشت اتهام به سمت مدیران ارشد شرکت، آرتوراند رسون^۱ حسابرس شرکت، هیاتمدیره، کمیته های نظارتی مختلف شرکت و موسسه حقوقی وینسن و الکینز^۲ بود که رفع و رجوع معاملات بحث برانگیز شرکت را بر عهده داشتند.

شرکت نه تنها اقدام به دستکاری صورت های مالی خود کرده بود بلکه فعالان داخلی آشکارا به رغم اعلام صحت و سلامت وضعیت مالی شرکت اقدام به فروش سهام و حق امتیازهای خود کرده بودند. ایندر حالی بود که کارمندان رده پایین شرکت قادر به فروش سهام خود نبودند که در قالب طرح های بازنشستگی سرمایه گذاری کرده بودند. مورد اخیر منجر شد تا ورشکستگی انرون، جنبه سیاسی پیدا کند. شرکت انرون در ماه دسامبر سال ۲۰۰۱ بزرگترین ورشکستگی در تاریخ امریکارا ثبت کرد. شرکت انرون ۳۱ میلیارد و ۸۰۰ میلیون دلار بدهکار شده و ارزش سهام آن به صفر رسید و ۲۱ هزار کارمند آن در سراسر جهان بیکار شدند و مزایای بازنشستگی خود را از دست دادند. این فرو پاشی به از دست رفتن هزاران شغل و همچنین سقوط چند میلیارد دلاری ارزش سهام آن انجامید که عمدتا در اختیار کارمندان این شرکت بود.

^۱ Artor Anderson

^۲ Vinson & Elkins

کنت لی و جفری اسکیلینگ^۱ بلند پایه ترین مدیران سابق شرکت انرون، پنج سال پس از فروپاشی این شرکت که یکی از بزرگترین کلاهبرداری های مالی در تاریخ تجاری امریکا توصیف شد در ارتباط با اتهام توطئه، کلاهبرداری و سایر اتهامات گناهکار شناخته شدند. این دو نفر در زمان فرو پاشی خیره کننده آن شرکت عظیم انرژی در سال ۲۰۰۱ هدایت آن را برعهده داشتند. آنها به دروغگویی به سرمایه گذاران درباره مشکلات مالی آن شرکت متهم بودند.

موسسه آرتوراندروسون، که کار حسابرسی انرون را به عهده داشت، پس از فرو پاشی انرون منحل شد، چرا که تلقی عمومی این بود که این موسسه در تخلفات حسابداری انرون دست داشته است. فروپاشی انرون موجب شد به عنوان یک واکنش سریع، لایحه ساربینز - اکسلی و حرفه حسابرسی پیچیده تر و سختگیرانه تر شود. فروپاشی انرون موجب شد به عنوان واکنشی سریع، لایحه ساربینز اکسلی (ژوئیه ۲۰۰۲) در امریکا تصویب شود که براساس مفاد آن نظارت بر حاکمیت شرکتی و حرفه حسابرسی پیچیده تر و سختگیرانه تر شود. این لایحه کار مشاوره ای را که موسسات حسابرسی مجازند برای صاحبکاران انجام دهند محدود می سازد. افزون بر آن، لایحه مذکور، حوزه های مسئولیت جدیدی بر مسئولیتهای حسابرسان افزود. بدین معنی که براساس مفاد بخش ۴۰۴ قانون مذکور، شرکت های فهرست شده در بورس اوراق بهادار نیویورک ملزم شده اند در گزارشهای سالانه، گزارش جداگانه ای درباره ارزیابی اثربخشی کنترل های داخلی شرکت ارائه کنند. همچنین، حسابرسان مستقل باید ارزیابی هیئت مدیره شرکت از کنترل های داخلی را گواهی و گزارش نمایند. ارائه این گزارش در پایان اولین سال مالی یا پس از ۱۵ ژوئن ۲۰۰۴ الزامی شده است.

۳-۱-۲ حوادث مشابه انرون

پرونده انرون نقطه اوج یک رشته پرونده های پر سر و صدا در ارتباط با تخلفات در شرکت های تجاری بود. چند ماه بعد از ورشکستگی وردکام^۲ بزرگترین شرکت مخابراتی جهان، بهای سهام آن را

^۱ Jefri Skilling

^۲World Com

از حدود صد دلار به یک سنت رساند. ای. او. ال تایم وارنر^۱ بزرگترین شرکت رسانه ای جهان و کوئست^۲، تایکو^۳، آهولد^۴ و زیراکس^۵ در نوبتهای بعدی قرار گرفتند. داستان ورشکستگی های ناگهانی به شرکتهای امریکایی محدود نگردید. از آنجمله می توان به ماکسول^۶، پولی پک^۷ در انگلستان و پارمالات^۸ در ایتالیا اشاره کرد. ویوندی بزرگترین شرکت رسانه ای فرانسه هم ظرفاند ک زمانی ورشکسته شد و موجبات نگرانی فعالان بازار را فراهم آورد. نقطه اشتراک در تمامی حوادث فوق ضعف در ساختارهای حاکمیتی و کنترلی بود. کنترل های فقط بصورت اسمی بود و مدیران براحتی می توانستند منافع خود را دنبال کنند. بنابراین نیاز به سیستم کنترل قوی تر برای حاکمیت در هر جا مشاهده شد.^۹

۴-۱-۲ قانون ساربنز-آکسلی^{۱۰}

شد پس از افشای تقلبات گسترده در بازار سرمایه جهانی به ویژه موضوع شرکتهای انرون، ورلدکام، آجیب، پارمالات، فولکس واگن و... کنگره امریکا کمیته خاصی را مامور این قضیه و یافتن راهکارهای مقابله با فساد و تقلب نمود. راهبری این کمیته بر عهده سناتور امریکائی به نام پل ساربنز و یک نفر نماینده کنگره امریکا بنام آقای میشل اکسلی تفویض شده بود. آنان با همکاری سازمان حسابرسی دولتی، انجمن حسابداران خبره امریکا و سازمان بورس امریکا لایحه ای را تنظیم کرد که بعدها به نام همین دو نفر به نام «قانون ساربنز اکسلی» مشهور شد. آقای آنان پل سپيروس ساربنز سناتور ایالات

^۱ A. O. L. Time Varner

^۲ Quest

^۳ Tyco

^۴ A hold

^۵ Xerox

^۶ Maxol

^۷ Pooli Pak

^۸ Parmalat

^۹ حسابداری، ۱۳۸۳، ۴۶-۴۲

^{۱۰} Sarbense-Oxely Act (SOA)

مریلند از حزب دمکرات متولد ۱۹۳۳ فارغ التحصیل رشته حقوق از دانشگاه اکسفورد انگلستان و هاروارد امریکا در سال ۱۹۶۰ می‌باشد و آقای میشل گارور آکسلی متولد ۱۹۴۴ قانون ساربنز آکسلی متولد ۱۹۴۴ نماینده کنگره از حزب جمهوری‌خواه از ایالت اوهایو فارغ التحصیل رشته حقوق در سال ۱۹۶۹ از دانشگاه ایالتی اوهایو می‌باشد. در واقع محتوای قانون افشای اطلاعات درست و بموقع، شفافیت مالی و رابطه حسابرسان و شرکت بود. قانون مذکور در جلسه ۱۷۰ کنگره در تاریخ ۲۰۰۲/۶/۲۳ به تصویب نمایندگان رسید و در تاریخ ۲۰۰۲/۷/۳۰ پس از امضای جورج بوش جهت اجرا به SEC ابلاغ شد.

بموجب قانون ساربنز برای تخلفات متقلبانه تا ۲۰ سال زندانی پیش‌بینی شده که اولین حاصل آن محاکمه مدیران شرکت انرون بود. قانون «ساربنز - آکسلی» موجبات پیدایش مرجع نظارتی قدرتمندی به نام هیأت نظارت حسابداری شرکتهای سهامی عام (PCBOB) برای نظارت بر حرفه حسابداری و حسابرسی شد. وظیفه این هیأت تهیه استانداردهای جدید حسابرسی، تعیین اصولی حسابداری مورد نیاز، تدوین استانداردهای کنترل کیفیت حسابرسان و انتشار آئین رفتار حرفه‌ای می‌باشد. این نقش بسی فراتر از نقش‌های سایر مراجع نظارتی قبلی بوده زیرا کلیه موسسات حسابرسی عضو SEC موظف شدند در این هیأت ثبت نام کنند و فرمهای اطلاعاتی خاصی را تکمیل نمایند تا از طریق از فرمها امکان کنترل کیفیت اولیه آنها فراهم گردد.

۵-۲-۱ ضرورت بکارگیری نظام حاکمیت شرکتی

برای حصول اطمینان از ایفای مسئولیت پاسخگویی بنگاههای اقتصادی در مقابل عموم و افراد ذینفع باید نظارت و مراقبت کافی به عمل آید. اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه مستلزم وجود ساز و کارهای مناسبی است. از جمله این سازوکارها، طراحی و اجرای نظام راهبری مناسب در شرکت‌ها و بنگاههای اقتصادی است. نظام راهبری شرکت که با حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی سروکار دارد، موجب ترغیب استفاده کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکت‌ها در خصوص ایفای وظیفه مباشرت برای اداره منابع می‌شود. پیچیدگی روابط اقتصادی و اجتماعی

در بنگاه‌های اقتصادی و بروز تضاد منافع در حوزه‌های متفاوت میان گروه‌های مختلفی که به نحوی با بنگاه‌های اقتصادی در تعامل هستند، نیاز به استقرار یک نظام راهبری مناسب در شرکت‌ها که حامی حقوق و منافع همه گروه‌های ذینفع باشد، را بیش از پیش ضروری می‌سازد. ورشکستگی شرکت‌های عظیم جهان همچون انرون و ورلدکام در دهه اخیر اهمیت نظام راهبری شرکت‌ها را در هدایت و اداره موثر بنگاه‌های اقتصادی بیش از پیش روشن ساخت.

ازسوی دیگر، علیرغم گسترش دامنه مالکیت و تعدد سهامداران، کنترل و اداره شرکت‌ها در اختیار گروه خاصی از سهامداران قرار گرفته است که این امر عملاً باعث شده تا از نفوذ سهامداران جزء در انتخاب هیئت مدیره شرکت و نظارت بر عملکرد آنها کاسته شود و کنترل و هدایت شرکت‌ها در اختیار سهامداران خاص متمرکز شود. این گروه از سهامداران نقش اصلی را در تعیین اکثریت اعضای هیئت مدیره، انتخاب حسابرس مستقل و تعیین خط‌مشی کلی شرکت دارند. همین امر باعث تضییع حقوق و منافع سهامداران اقلیت به دلیل عدم مشارکت آنها در نظارت و کنترل مؤثر بر شرکت و تعیین مدیران و حسابرس مستقل آن شده است.

رفع این گونه نارسائیه‌ها، مستلزم وجود یک نظام راهبری مناسب در شرکت‌هاست. نظام راهبری بنگاه که در فضای قانونی، نظارتی و انضباطی و محیط‌های پیرامونی نضج پیدا می‌کند، به مسائلی همچون برقراری عدالت میان گروه‌های مختلف، استفاده کارآمد از منابع اقتصادی بنگاه، فراهم کردن اطلاعات شفاف، ایجاد محیط سالم گزارشگری مالی، استقرار سیستم مناسب نظارتی و جبران خدمات مدیران می‌پردازد.

۶-۱-۲ مبانی نظری حاکمیت شرکتی

چند چارچوب نظری متفاوت برای توضیح و تحلیل حاکمیت شرکتی مطرح شده است. هریک از آنها با استفاده از واژگان مختلف و به صورتی متفاوت به موضوع حاکمیت شرکتی پرداخته‌اند که ناشی از زمینه علمی خاصی است که به موضوع حاکمیت شرکتی می‌نگرند. به عنوان مثال، تئوری نمایندگی ناشی از زمینه مالی و اقتصادی است، در صورتی که تئوری هزینه معاملات ناشی از تئوری‌های

اقتصادی، حقوقی و سازمانی و تئوری ذی نفعان ناشی از یک دیدگاه اجتماعی در مورد موضوع حاکمیت شرکتی است. گرچه تفاوت‌های چشمگیری بین چارچوب‌های نظری مختلف وجود دارد (چون هر یک موضوع را از دیدگاه متفاوتی در نظر می‌گیرند)، اما دارای وجوه مشترک مشخصی هستند، که در مورد هر یک مختصراً توضیح داده خواهد شد. در ادامه تئوری‌های نمایندگی، هزینه معاملات و ذی نفعان را بررسی خواهیم کرد. البته تئوری‌های دیگری مثل تئوری سازمان و مباشرت وجود دارد که نسبت به تئوری‌های پیش گفته، اهمیت کمتری دارند. همچنین باید دانست که زمینه‌های فرهنگی و قانونی بر حاکمیت شرکتی تاثیر بسزایی دارند.

۱-۶-۱-۲ تئوری نمایندگی

تئوری نمایندگی (کارگزاری) درماتون مختلف از جمله اقتصاد (موریس و دیگران، ۲۰۰۱)، بیمه (هابریچ، ۲۰۰۱)، مدیریت (جنسن، ۱۹۹۸) و حسابداری (بیمن، ۱۹۸۲) و نمازی (۱۳۶۹، ۱۹۸۵) ظاهر شده است. این نظریه مربوط به موردی است که یک نفر مسئولیت تصمیم‌گیری در خصوص توزیع منابع مالی و اقتصادی و یا انجام خدمتی را طی قرارداد مشخصی به شخص دیگری واگذار می‌نماید. شخص اول را در اصطلاح، صاحبکار (مالک) و شخص دوم را اصطلاحاً نماینده (کارگزار) می‌نامند. رابطه بین سهامدار و مدیر، مدیر عامل و مدیران دایره‌های مختلف سازمان، شخص (حقیقی یا حقوقی) با وکیل قانونی و بیمه‌گر و بیمه‌گذار نمونه‌هایی از تئوری نمایندگی هستند.

آغاز حاکمیت شرکتی از طریق مالکیت سهام تاثیر چشمگیری بر روش کنترل شرکت‌ها داشت و بدین ترتیب، مالکان اداره شرکت را به مدیران تفویض کردند. جدایی مالکیت از مدیریت (کنترل) منجر به یک مشکل سازمانی مشهور به نام مشکل نمایندگی شد. برل و مینز (۱۹۳۲)، راس (۱۹۷۳) و پرایس (۱۹۷۶) از زوایای مختلف به این موضوع پرداختند و نهایتاً جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) مبانی تئوری نمایندگی را مطرح نمودند. آنها مدیران شرکت‌ها را به عنوان کارگزاران و سهامداران را به عنوان کارگمار تعریف کردند (در تحلیل آنها، یک سهامدار در برابر مدیران قرار دارد). به عبارت دیگر، تصمیم‌گیری روزمره شرکت به مدیران تفویض می‌شود که کارگزاران سهامداران هستند. مشکل در

اینجا آن است که کارگزاران لزوماً به نفع کارگمار تصمیم گیری نمی‌کنند. یکی از فرضیات اصلی تئوری نمایندگی این است که کارگمار و کارگزاران با هم تضاد منافع دارند. در تئوری‌های مالی یک فرض اساسی این است که هدف اولیه شرکت‌ها افزایش ثروت سهامداران است، لکن در عمل همواره این گونه نیست. این احتمال وجود دارد که مدیران ترجیح دهند منافع خود، مثل کسب بیشترین پاداش ممکن را تعقیب کنند. مدیران احتمالاً به افزایش منفعت شخصی تمایل دارند. این امر منجر به تمرکز و سرمایه گذاری آنها بر طرح‌هایی می‌شود که منافع کوتاه مدت دارند (بوژه در مواردی که حقوق، مزایا و پاداش مدیران با سود مرتبط است) و توجهی به منافع بلند مدت سهامداران ندارند. در شرکت‌های بزرگ که مستقیماً توسط مدیران و به طور غیر مستقیم به کمک سرمایه گذاران نهادی کنترل می‌شوند، مدیران در مورد منافع کوتاه مدت تحت فشارند که ممکن است به نفع سایر سهامداران نباشد. در این شرایط مدیران برای دست یابی به عایدی‌های متفرقه تحریک می‌شوند که باز هم منجر به کاهش ارزش منافع و رفاه سهامداران می‌شود. در واژگان تئوری نمایندگی کاهش رفاه سهامدار زیان باقی مانده نامیده می‌شود. این مشکل نمایندگی، ضرورت کنترل مدیریت شرکت‌ها توسط سهامداران را نشان می‌دهد.

۲-۱-۶-۲ تئوری هزینه معاملات

تئوری هزینه معاملات، ترکیبی میان رشته‌ای بین اقتصاد، حقوق و سازمان می‌باشد. . . (ویلیامسون، ۱۹۹۶، ص ۲۵). این تئوری که اول بار توسط سیرت و مارچ (۱۹۶۳) به نام تئوری رفتاری شرکت مطرح شده، یکی از مبانی اقتصاد صنعتی و تئوری مالی گردیده است. در این تئوری شرکت نه تنها به عنوان یک واحد اقتصادی عمومی (سهامی عام)، بلکه به عنوان یک سازمان متشکل از افراد با دیدگاه‌ها و اهداف مختلف است. تئوری هزینه معاملات بر اساس این واقعیت است که شرکت‌ها آنقدر بزرگ شده‌اند که در تخصیص منابع جانشین بازار می‌شوند. در واقع شرکت‌ها آنقدر بزرگ و پیچیده اند که با توجه به نوسانات قیمت در بازار، تولید را هدایت کرده و بازار معاملات را متعادل می‌کنند. در درون شرکت‌ها، برخی از معاملات حذف می‌شوند و مدیران شرکت، تولید را هماهنگ می‌کند

(کواس، ۱۹۳۷). به نظر می‌رسد، سازماندهی شرکت (مثلاً میزان ادغام عمودی) محدوده هایی را تعیین می‌کنند که فراسوی آنها شرکت می‌تواند قیمت و تولید را برای معاملات داخلی معین کند. واضح است داخلی کردن معاملات به نفع مدیریت شرکت ها می‌باشد. دلیل اصلی این امر، این است که داخلی کردن معاملات ریسک و عدم اطمینان‌ها را در مورد قیمت و کیفیت آینده محصول حذف می‌کند. این کار به شرکت اجازه می‌دهد ریسک‌های معامله با عرضه کنندگان را تا حدودی از بین ببرند. هر روشی که برای حذف این عدم تقارن‌های اطلاعاتی اتخاذ شود برای مدیر شرکت سودمند است و منجر به کاهش ریسک تجاری شرکت می‌شود. در انجام معاملات در بازار، هزینه‌های غیر جزئی و بازدارنده‌ای وجود دارند، بنابراین، برای شرکت‌ها مقرون به صرفه تر است که از طریق ادغام عمودی، آن را برای خودشان انجام دهند.

تئوری‌های سنتی اقتصادی، تمام کارگزاران اقتصادی را منطقی و افزایش سود را هدف اولیه تجارت می‌دانند. برعکس، تئوری اقتصادی هزینه معاملات، رفتار انسان را به نحوی واقع بینانه تری در نظر می‌گیرد. در این الگو؛ مدیران و دیگر کارگزاران اقتصادی منطق محدود را به کار می‌برند. سیمون (۱۹۵۷) منطق محدود را به صورت رفتاری تعریف می‌کند که منطقی است، اما مدیران به طور محدود این رفتار را انجام می‌دهند. اقتصاد هزینه معاملات، همچنین فرض اساسی فرصت طلبی را می‌سازد. این تئوری فرض می‌کند که مدیران همچون افراد دیگر در برخی از مواقع فرصت طلبی هستند.

فرصت طلبی، به صورت تمایل کارگزاران در به کارگیری تمام روش‌های موجود برای افزایش منفعت شخصی، تعریف شده است (کروزیو ۱۹۶۴، ص ۲۶۵). با فرض مشکلات منطق محدود و فرصت طلبی، مدیران معاملات را برای حداکثر کردن منفعت شخصی خود ساماندهی می‌کنند. چنین رفتار فرصت طلبانه‌ای می‌تواند نتایج نامطلوبی برای شرکت و سهامداران ببار آورد، در نتیجه این عملکرد نیاز به کنترل دارد. در اینجا، شباهت‌هایی بین تئوری نمایندگی و تئوری هزینه معاملات مشاهده می‌شود، چون هر دو تئوری یک منطق را برای کنترل مدیران ارائه می‌دهند.

۲-۶-۱-۲ تئوری ذی نفعان

تئوری ذی نفعان به تدریج از دهه ۱۹۷۰ توسعه یافت. یکی از اولین توضیحات در مورد این تئوری در رشته مدیریت توسط فری من (۱۹۸۴) ارائه گردید. وی تئوری عمومی شرکت را مطرح و پاسخگویی شرکتی را به گروه گسترده‌ای از ذی نفعان پیشنهاد کرد. از آن زمان ادبیات بیشتری در این مورد مطرح شده است. نقش شرکت‌ها در جامعه درگذشت زمان، توجه افراد زیادی را به خود جلب کرده و با تاثیر خود بر کارکنان، محیط، اجتماعات محلی و همچنین سهامداران، مرکز اصلی مباحثات بوده است. تئوری ذی نفعان ترکیبی از تئوری‌های سازمانی و اجتماعی است. در واقع تئوری مذکور بیشتر یک سنت پژوهشی گسترده است که فلسفه، اخلاق، تئوری‌های سیاسی، اقتصاد، حقوق، علوم سازمانی و اجتماعی را در هم می‌آمیزد. اساس تئوری ذی نفعان این است که شرکت‌ها بسیار بزرگ شده‌اند و تاثیر آنها بر جامعه آنچنان عمیق است که آنها باید به جز سهامداران به بخش‌های بسیار بیشتری از جامعه توجه کرده و پاسخگو باشند. چند روش تعریف بر اساس رشته‌های مختلف برای تئوری ذی نفعان وجود دارد. وجه تشابه تمام آنها، تایید دخالت آنها در یک رابطه مبادله‌ای (تعامل) است (پیریچ ۱۹۸۲، فری من ۱۹۸۴، هیل و مونز ۱۹۹۲). نه تنها ذی نفعان تحت تاثیر می‌گذارند. آنها در شرکت‌ها به جای سهام، دارای منافع هستند. ذی نفعان شامل، سهامداران، کارکنان، فروشندگان، مشتریان، بستانکاران، شرکت‌های مجاور و عموم مردم می‌باشند. افراطی‌ترین حامیان تئوری ذی نفعان بر این باورند که محیط زیست، گونه‌های جانوری و نسل‌های آینده نیز باید در زمره ذی نفعان گنجانده شوند. رابطه ذی نفع به صورت یک مبادله (تعامل) توصیف شده است و گروه ذی نفعان به پیش برد اهداف وجودی شرکت‌ها کمک کرده‌اند و پیش‌بینی می‌شود منافع آنان از طریق تشویق و ایجاد انگیزه، فراهم شود (مارچ و سیمون ۱۹۵۸). با استفاده از این چارچوب تحلیلی، عموم را می‌توان ذی نفع شرکتی در نظر گرفت، چون آنها با پرداخت مالیات زیر ساخت ملی برای انجام عملیات شرکت‌ها را فراهم می‌کنند. در مبادله (تعامل) آنها شرکت‌ها را به عنوان شهروندان شرکتی فرض می‌کنند که کیفیت زندگیشان را ارتقا می‌دهند (هیل و جونز، ۱۹۹۲). در واقع هر ذی نفع بخشی از سلسله

قراردادهای صریح و ضمنی را نشان می‌دهد که یک شرکت را تشکیل می‌دهد. اما بسیاری از نویسندگان ذی نفعان را کسانی می‌دانند که در شرکت نفعی قانونی به گسترده ترین مفهوم دارند (فارار و هانین گان، ۱۹۹۸). در گزارش شرکتی (TASSC، ۱۹۷۵) یک طرح حسابداری مطرح کرد که نشان می‌داد شرکت‌ها باید مسئول تأثیری باشند که بر گروه زیادی از ذی نفعان می‌گذارند. نحوه دست یابی به این امر از طریق تشویق شرکت‌ها به افشای داوطلبانه تعدادی از گزارش‌های مورد نظر برای استفاده ذی نفعان، افزون بر صورت سود و زیان سنتی و ترازنامه بود.

صورت‌های اضافی شامل صورت ارزش افزوده، گزارش استخدام و اشتغال، صورت مبادلات پولی با دولت، صورت معاملات ارزی، صورت مشتریان احتمالی آینده و صورت اهداف آتی، می‌گردید.

یک انگیزه برای تشویق به ایفای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها ناشی از این باور است که شرکت‌ها مسئولیت دارند تا به صورت اخلاقی عمل کنند و منافع تمام ذی نفعان را در نظر بگیرند. این موضوع بسیار گیرا و جالب است. کویم و جونز (۱۹۹۵) می‌گویند، مدیران شرکت قوانین خاصی ندارند که به آنها اجازه دهد تا تعهدات اخلاقی خود را به عنوان انسان نادیده بگیرند. و این رفتار اخلاقی چه سودمند باشد یا خیر باید از آن پیروی کرد. آنها بحث‌های تحلیلی مستدلی ارائه دادند که تئوری نمایندگی در صورتی موثر و قابل استفاده می‌شود که از چهار اصل اخلاقی گردد :

- اجتناب از لطمه زدن به دیگران

- احترام به آرای دیگران

- اجتناب از دروغگویی

- پذیرش توافقات

در واقع آنها مدعی شدند که مدل کارگمار و کارگزار در صورتی صدق می‌کند که در ساختار این چهار اصل اخلاقی گنجانده شود. چرا تعهد اخلاقی مدیر برای عمل به قول افزایش ثروت سهامدار، باید مهمتر از اصول پایه انسانی باشد یا فراتر از آنها رود، مانند لطمه زدن به دیگران؟

این بحث پایه و اساس شرح اخلاق کارگزار را تشکیل می‌داد. کارگزار باید ابتدا به عنوان انسان به وظایف اخلاقی خود عمل کرده و بعد از انجام این تعهدات می‌تواند به تعهد خود برای افزایش ثروت سهامدار عمل کند. اما قانون شرکت‌ها در اکثر کشورها، اعمال روش اخلاقی را معمولاً غیر عملی می‌سازد، چون بر اساس قوانین مذکور مدیران یک تعهد قانونی و مباشرتی نسبت به افزایش ثروت سهامداران دارند. همچنین، سرمایه‌گذاران نهادی نیز یک تعهد قانونی و مباشرتی نسبت به افزایش سود موکلان خود دارند. این تعهدات قانونی بدان معناست که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها در درجه دوم اهمیت قرار گرفته است. به عبارت دیگر، مادامی که ارزشیابی عملکرد شرکت‌ها بر مبنای سود و زیان است، دنبال کردن تجارت اخلاقی تقریباً غیر ممکن است، مگر اینکه ثابت شود نه تنها به دلیل نگرش مدیران و سهامداران بلکه به دلیل سیستم قانونی و ساختارهای حاکمیت شرکتی این کار ضروری است.

۲-۱-۷ معرفی سیستمهای حاکمیت شرکتی در مقیاس جهانی

۲-۱-۷-۱ سیستم مبتنی بر عوامل داخلی^۱

در این سیستم شرکت‌های ثبت شده در بورس توسط تعداد کوچکی از سهامداران عمده به تملک درآمده‌اند و اداره می‌گردند. این سهامداران عمده می‌توانند اعضای خانواده موسس شرکت و یا بانک‌های وام‌دهنده به شرکت یا دولت باشند. به علت رابطه تنگاتنگ مدیران و مالکان این سیستم در نزد عامه به سیستم‌های خویشاوندی شهرت یافته است. این سیستم را سیستم آلمانی یا ژاپنی نیز می‌گویند. در این سیستم به علت رابطه نزدیک بین مالکان و مدیران و حتی در اکثر مواقع یکی بودن آنان، با مشکل نمایندگی کمی‌روبرو هستیم ولی مشکلات جدی دیگری پیش می‌آید. بواسطه تفکیک ناچیز مالکیت و کنترل (مدیریت) از قدرت سوءاستفاده می‌شود، سهامداران اقلیت نمی‌توانند از عملیات شرکت آگاه شوند، شفافیت کمی‌وجود دارد و وقوع سوءاستفاده و تقلب محتمل است. معاملات مالی

۱. Insider-dominated System

مبهم و غیر شفاف است و افزایش سوءاستفاده از منابع مالی از سوءجریانها در این سیستم برشمرده می‌شود.

۲-۷-۱-۲ سیستم مبتنی بر عوامل خارجی^۱

در این سیستم شرکتهای بزرگ بوسیله مدیران کنترل و اداره می‌گردند اما در مالکیت سهامداران بیرونی موسسات مالی یا سهامداران منفرد قرار دارند. وجه بارز و مشخصه اصلی سیستمهای برون سازمانی، تفرق مالکیت و گستردگی آن در دست تعداد زیادی سهامدار است. به عبارت دیگر درصد مالکیت هر یک از سهامداران در مقایسه با سیستمهای درون سازمانی کمتر است. در این سیستم که نمونه بارز آن ایالات متحده آمریکا و انگلستان است، تضاد منافع عمدتاً بین مدیران شرکتهای که از قدرت بالائی برخوردارند و سهامداران پیش می‌آید (سالامون، ۲۰۰۴).

۲-۱-۸ نقش ساختار مالکیت در حاکمیت شرکتی

نویسندگان مختلف سازوکارها و مکانیسمهای گوناگونی را جهت نیل و دستیابی حاکمیت شرکتی به اهداف تعیین شده معرفی نمودند. دنیس و مک کانل^۲ (۲۰۰۳) ابزارهای حاکمیت شرکتی را به مکانیسمهای درون سازمانی^۳ و برون سازمانی^۴ تقسیم بندی نمودند. آنان مکانیسم های داخلی را شامل ساختار مالکیت و هیئت مدیره و از سوی دیگر، بازار سرمایه و نظام قانونی و نظارتی را نیز اجزاء تشکیل دهنده مکانیسمهای برون سازمانی مطرح نمودند. در تقسیم بندی دیگری که توسط اگراول و نوبر^۵ (۱۹۹۶) ارائه شد هفت سازوکار برای حاکمیت شرکتی ذکر شد که عبارت است از:

(۱) سهامداران داخلی^۶،

۱. Outsider-dominated System

۲. Denis & Mcconnel

۳. Internal Mechanisms

۴. External Mechanisms

۵. Agrawal & Knoeber

۶. Insider Shareholder

- (۲) سهامداران نهادی^۱،
- (۳) سهامداران عمده^۲،
- (۴) حضور سهامداران بیرونی^۳ در هیئت مدیره،
- (۵) تامین مالی بدهی^۴،
- (۶) بازار کار مدیران
- (۷) بازار قبضه یا کنترل مالکیت.

همانگونه که ملاحظه می‌گردد، در کلیه تعاریف موجود از راهبری شرکتی، ساختار مالکیت به عنوان یکی از مهمترین مولفه های شکل دهی آن در هر کشور بیان گردیده است. سه شکل کلی برای رابطه میان مالکیت و مدیریت در دنیای واقع وجود دارد: حالت نخست وجود مالکان خرد است. مالکیت شرکت به سهم های بسیار کوچک تقسیم شده و سهامدار عمده به ندرت در شرکت وجود دارد. الگوی برجسته این نوع حکمرانی، اقتصاد انگلستان و آمریکاست. کشور چک نیز براساس این الگو مالکیت شرکت های دولتی را تبدیل به مالکیت خصوصی کرد. درحالت دوم، مالک اصلی شرکت، نهادهای مالی مانند بانک ها و یا صندوق های بازنشستگی و سازمان تأمین اجتماعی هستند. مالکیت شرکت تبدیل به سهام های خرد و ریز نمی‌شود و نهادهای بزرگ غیردولتی، مالکیت شرکت ها را در اختیار می‌گیرند. اقتصاد ژاپن نمونه ای از این نوع می‌باشد. حالت سوم رابطه خانوادگی است که یک خانواده مالک و در عین حال مدیر شرکت است. الگوی رایج مالکیت در کشورهای درحال توسعه و در برخی از کشورهای توسعه یافته مانند کره و ایتالیا، الگوی مالکیت خانوادگی است. در مباحث حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت از دو جنبه تمرکز مالکیت^۵ و ترکیب مالکیت^۱ مدنظر قرار می‌گیرد.

-
- ۱ . Institutional Shareholder
 - ۲ . Blockholder Shareholder
 - ۳ . External Shareholder
 - ۴ . Debt Financing
 - ۵ . Ownership Concentration

میزان تمرکز مالکیت را می‌توان شاخص توزیع قدرت بین مدیران و سهامداران دانست. چنانچه مالکیت پراکنده باشد به دلیل آنکه سهامداران کوچک و جزء انگیزه و توانایی کافی برای نظارت ندارند، کنترل عملکرد مدیریت واحدتجاری تضعیف می‌شود و در نتیجه احتمال سوءاستفاده و تخلف از جانب مدیریت شرکت افزایش می‌یابد به عبارت ساده می‌توان گفت: سهامداران کوچک فاقد انگیزه و توانایی لازم برای نظارت بر عملکرد مدیر و بنگاه هستند. نظارت بر رفتار مدیر نیازمند دانش و توانایی گردآوری و پردازش اطلاعات است، این عمل نیازمند صرف هزینه و تخصص است و سهامداران کوچک نه قدرت انجام این فعالیتها را دارند و نه برای آنها مقرون به صرفه است که هزینه های آنرا متقبل شوند زیرا سایر سهامداران به هزینه آنان از منافع نظارت و کنترل بهره مند می‌شوند. به عبارت دیگر اعمال نظارت توسط سهامداران کوچک، کلیه هزینه های نظارت و کنترل را به آنان تحمیل می‌کند در حالیکه به دلیل مالکیت محدود، منافع آنان می‌گردد، ناچیز می‌باشد (سالامون، ۲۰۰۴). دلیل آنکه در کشوری همچون آمریکا کارآیی و سودآوری شرکت ارتباطی به ساختار مالکیت ندارد و به عبارت دیگر حضور سهامداران جزء نیز می‌تواند به سودآوری و بهبود عملکرد بنگاه منجر شود آن است که مجموعه نهادهای موجود در بازار اوراق بهادار، از سهامداران کوچک حمایت می‌کنند. نهاد نظارتی قوی همچون کمیسیون بورس اوراق بهادار، که از سوی دولت مراقب عملکرد بنگاهها و مدیران است و همچنین استانداردهای حسابداری دقیق و نظام گسترده حسابرسی و موسسات مالی که شرکتهای بورسی را رتبه بندی می‌کنند و محیط رقابتی، همه به سهامداران کوچک کمک می‌کنند تا بدون صرف هزینه زیاد بتوانند بر عملکرد مدیر و بنگاه نظارت نمایند.

هنگامیکه ساختار مالکیت متمرکز باشد، سهامدار عمده می‌تواند نقش موثری در اعمال نظارت روی مدیریت ایفا نماید. در چنین شرایطی مدیریت شرکت مستقیماً تحت کنترل و نظارت سهامدار عمده قرار خواهد داشت. بسیاری از نویسندگان از جمله شلیفر و ویشنی (۱۹۸۶) آدماتی و همکاران (۱۹۹۳) اعتقاد دارند که حضور سهامداران عمده در فعالیتهای کنترل و نظارت به طور بالقوه موجب

محدود نمودن مساله نمایندگی می‌شود. این نویسندگان بیان می‌کنند چون تمام سهامداران از منافع نظارت سهامدار نظارت کننده بهره‌مند می‌شوند بنابراین تنها سهامدار عمده انگیزه لازم برای نظارت را دارند. با اینحال مشکل اساسی حاکمیت شرکتی در ساختار مالکیت متمرکز، تضییع حقوق و سلب مالکیت سهامداران جزء توسط سهامداران عمده خواهد بود.

طبق تحقیقات انجام شده توسط شلیفر (۱۹۹۷)، لاپورتا (۱۹۹۹) در شرایطی که تمرکز مالکیت وجود دارد تضاد منافع بین سهامداران اکثریت و اقلیت پیش می‌آید و تصمیمات اکثریت ممکن است به انتقال منافع اقلیت به اکثریت منجر شود. به همین دلیل شرکتهای سهامی عام با درجات متفاوتی از هزینه نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین سهامداران مواجه هستند. طبق تحقیقات رویه (۱۹۹۰) هنگامی که مالکیت همانند آمریکا وانگلیس پراکنده باشد، مشکل نمایندگی از تضاد بین مدیران و سهامداران ناشی می‌گردد در حالی که طبق پژوهش شلیفر و ویشنی (۱۹۹۷) هنگامی که تمرکز مالکیت به سمتی رود که یک یا چند سهامدار کنترل موثر شرکت را در دست بگیرند، ماهیت مشکلات نمایندگی به تضاد بین سهامداران اکثریت و اقلیت تغییر می‌یابد.

دومین جنبه ساختار مالکیت در مباحث حاکمیت شرکتی، ترکیب مالکیت می‌باشد. در بررسی و تحلیل ترکیب مالکیت واحد تجاری، یافتن پاسخ این سوال که چه کسی سهامدار موسسه است و از آن مهمتر چه کسی سهامدار عمده آن موسسه می‌باشد، مورد تاکید می‌باشد. سهامداران واحد تجاری را بر حسب ماهیت آنان می‌توان به اشخاص^۱، خانوادگی^۲، شرکتهای هلدینگ^۳، بانکها و سرمایه گذاران نهادی طبقه بندی نمود. هر یک از گروههای یاد شده بر حسب دیدگاه و اولویتهای خود، انتظارات مختلفی در زمینه هدایت و کنترل واحد تجاری خواهند داشت. برای مثال، سهامداران خانوادگی در صورتیکه سهامدار کنترل کننده موسسه باشند به کسب منافع کنترل^۴ به اندازه کسب سود توجه

۱ . Individual

۲ . Family

۳ . Holding Corporate

۴ . Control Benefit

خواهند داشت در حالیکه سرمایه گذاران نهادی کسب سود را مدنظر قرار می‌دهند و دید کوتاه مدت خواهند داشت. در یک تقسیم بندی دیگر، می‌توان تاثیر نوع مالکیت بر موسسه را از منظر دولتی یا خصوصی بودن آن نیز بررسی نمود. (شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۹)

۹-۱-۲ تأثیر ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت^۱

هیات مدیره به عنوان یک ابزار حاکمیت شرکتی به وسیله ترکیب، سازماندهی درونی و فرایندهای تصمیم گیری خود به بهبود اثربخشی خود و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت کمک می‌کند. مطالعات انجام شده در بعضی از کشورها نشان می‌دهد که حضور اعضای غیر موظف، به توان هیات مدیره در بهبود عملکرد شرکت کمک می‌کند.

تشکیل شرکت با مسئولیت محدود و گشودن مالکیت شرکت برای عموم، بر روش اداره شرکت ها، تأثیر قابل ملاحظه ای گذاشت. سیستم بازار به گونه ای سازماندهی گردید که مالکان شرکت ها، اداره شرکت را به مدیران شرکت تفویض کنند. جدایی «مالکیت» از «مدیریت» منجر به عمومیت مسئله «نماینده‌گی» گردید. در این مسئله، تضاد بین به حداکثر رساندن منافع کارگماران و کارگزاران، مفروض است. حل مشکل نمایندگی تا حدودی اطمینان خاطر سهامداران را فراهم می‌کند که مدیران در تلاشند تا ثروت آنان را به حداکثر برسانند. برای حصول اطمینان از ایفای مسئولیت پاسخ گوئی بنگاه های اقتصادی در مقابل عموم و افراد ذینفع نظارت و مراقبت کافی به عمل آید. اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه مستلزم وجود سازوکارها، طراحی و اجرای حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت ها و بنگاه های اقتصادی است. حاکمیت شرکتی مجموعه مکانیزم های کنترلی داخلی و خارجی شرکت است که تعیین می‌کند شرکت چگونه و توسط چه کسانی اداره شود. نظام حاکمیت شرکتی که با حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی سروکار دارد، موجب ترغیب استفاده کارآمد از منابع و الزام پاسخ گوئی شرکت ها در خصوص ایفای وظیفه مباشرت

۱ حسن قالیباف اصل، استادیار دانشگاه علوم اجتماعی و اقتصاد دانشگاه الزهرا(س)، فاطمه رضایی کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی (گرایش مالی) دانشگاه الزهرا (س)، " بررسی تأثیر ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله تحقیقات مالی، دوره ۹، شماره ۲۳، بهار و تابستان ۱۳۸۶، ص ۳۳-۴۸.

برای اداره منابع می‌شود. توجه به حاکمیت شرکتی کارا و افزایش کارایی در قراردادهای فی ما بین ذینفعان به منظور تقویت فرهنگ پاسخ‌گویی و ارتقای شفافیت اطلاعات در شرکت‌ها و واحدهای اقتصادی که تمام یا بخشی از سرمایه آنها از طریق مردم تأمین شده است منجر به تخصیص کارای منابع و در نهایت رشد توسعه اقتصادی می‌گردد^۱،^۲ و^۳.

اساسی‌ترین و مهمترین مکانیزم حاکمیت شرکتی، هیات مدیره است که در ادبیات حاکمیت شرکتی و در کشورهای توسعه یافته و نوظهور بسیار به آن پرداخته شده و مورد توجه بوده است. آنچه در مبحث هیات مدیره در مرکز توجه بوده است ویژگی‌های آن است که ترکیب، خصوصیات، ساختار و فرایند را دربردارد^۴.

تحقیق حاضر در نظر دارد تا با نگاهی به ادبیات هیات مدیره، به بررسی ترکیب هیات مدیره در بورس اوراق بهادار تهران بپردازد و دریابد که آیا حضور اعضای غیرموظف در هیات مدیره بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد.

در تئوری نمایندگی، کنترل، مهمترین وظیفه هیأت مدیره است و ترکیب هیأت مدیره، در افزایش عملکرد نقش کنترلی، نقش مهمی دارد. ترکیب هیأت مدیره به عنوان ابزاری کنترلی در شرکت، در توضیح توانایی اعضا برای انجام وظایف و کمک به عملکرد شرکت می‌باشد [۵]، [۱].

۱ سازمان بوری اوراق بهادار تهران (۱۳۸۵). متن کامل پیش نویس ائین نامه اصول راهبری شرکت، مجله بورس، شماره ۵۲، تهران.

۲ John U K. , Senbet, Lemma W. (۱۹۹۸). Corporate governance and board effectiveness", *Journal of Banking & Finance*, ۲۲, pp: ۳۷۱-۴۰۳.

۳ Solomon U jill U and Solomon U Aris. (۲۰۰۵). Corporate governance and accountability U John Wiley & Sons U Ltd.

۴ Zahra, Shaker A. And pearce, John A. (۱۹۸۹). "Board of directors and corporate financial performance: A review and integrative model", *Journal of Management*, ۲, ۲۹۱-۳۳۴.

۵ Johnson, Jonathan L. , Daily, Catherine M. , and Ellstrand, Alan E. (۱۹۹۶). "Board of directors: A review and research agenda", *journal of management*, Vol. ۲۲, No. ۲, pp:

۴۰۹-۴۳۸.

ادبیات حاکمیت شرکتی، چهار مجموعه از ویژگی های هیأت مدیره را به شرح زیر بر می شمرد: ترکیب، خصوصیات، ساختار و فرایند. ترکیب هیأت مدیره مربوط به تعداد اعضای هیأت مدیره متفاوت اعضا موظف/ غیر موظف، زن/ مرد، خارجی/ محلی بودن و درجه وابستگی اعضا با شرکت ها می باشد. خصوصیات هیأت مدیره در برگیرنده سوابق اعضا مانند تجزیه، مدت تصدی پست، سوابق کارکردی، استقلال، مالکیت سهم و سایر متغیرهایی است که بر منافع و عملکرد اعضا تأثیر گذار است.

ساختار هیأت مدیره شامل سازماندهی هیأت مدیره، نقش هیأت مدیره های وابسته در شرکت های هدینگ، کمیته های هیأت مدیره، استقلال رسمی هیأت مدیره های یک رده ای و دو رده ای، رهبری هیأت مدیره و جریان اطلاعات بین ساختارهای هیأت مدیره، می باشد. فرایند هیأت مدیره منعکس کننده فعالیت های تصمیم گیری، سبک های هیأت مدیره، تعداد و مدت جلسات هیأت مدیره، رعایت تشریفات برنامه های هیأت مدیره، رعایت تشریفات برنامه های هیأت مدیره و فرهنگ هیأت مدیره در خصوص ارزشیابی عملکرد اعضا (مدیران) می باشد^۲ و^۳. بنا بر ویژگی های فوق الذکر، دیدگاه های تئوریکی به هیأت مدیره وجود دارد که همان گونه که در نگاره (۱) آمده است نگاه هر یک از آنها به اهمیت این ویژگی ها متفاوت است.

۱ Pearce, John A. , and zahra, Shaker A. (July ۱۹۹۲). "Board composition from a strategic contingency perspective", *Journal of Management Studies* ۲۱.

۲ Kakabadse, Nada Korac, Kakabads, Andrew K., And Kouzmin, Alexander. (۲۰۰۱). Board governance and company perfprnace: any correlation?, *Corporate governance* ۱, pp: ۲۴-۳۰.

۳ Zahra, Shaker A. And pearce, John A. (۱۹۸۹). "Board of directors and corporate financial performance: A review and integrative model", *Journal of Management*, ۲, ۲۹۱-۳۳۴.

شرکتی با مکانیزم های خوب حاکمیت شرکتی همانند تفکیک نقش ها یا تعادل بهینه بین اعضای موظف و غیر موظف، اثربخشی بیشتری در نظارت و کنترل مدیریت را نشان می دهد.^۱

در مبحث ترکیب هیأت مدیره، سؤالی که بیشترین توجه را به خود اختصاص داده است این است که آیا وجود اعضای غیرموظف در هیأت مدیره، عملکرد شرکت را افزایش می دهد یا خیر.^۲ از دیدگاه تئوری در نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف مستقل در هیأت مدیره شرکت، به کاهش تعارضات منافع سهامداران و مدیریت شرکت کمک می کند زیرا آنها از طریق ارائه رأی مستقل به هیأت مدیره، نقش نظارتی را ایفا می کنند^{۳ و ۴}.

از این رو مطالعات بسیاری در زمینه تأثیر ترکیب هیأت مدیره بر عملکرد شرکت ها در کشورهای توسعه یافته و نوظهور، انجام گردیده است. به علت اهمیت ترکیب هیأت مدیره در مکانیزم حاکمیت شرکتی در سازمان ها، انجام تحقیقی مشابه با آن چه در سایر کشورها صورت گرفته است در حوزه حاکمیتی شرکتی در ایران، ضروری به نظر می رسد، بنابراین هدف از تحقیق حاضر پاسخ به سؤال فوق در بورس اوراق بهادار تهران است.

۱۰-۱-۲ پیش نویس نهایی آیین نامه اصول حاکمیت شرکتی

پیش نویس آیین نامه اصول حاکمیت شرکتی مهم ترین آیین نامه جهت حفظ حقوق سهامداران تهیه شده است و این آیین نامه در آستانه تصویب قرار دارد.

^۱ Solomon, Jill, and Solomon, Aris. (۲۰۰۵). Corporate governance and accountability, John Wiley & Sons, Ltd.

^۲ Hermalin, Benjamin E. , and Weisbach, Michael S. (April ۲۰۰۳). Boards of directors az an endogenously determined insitution: Asurvey of the economic literature, *Economic policy review* ۱.

^۳ Morck, Randall. (July ۲۰۰۴). "Behavioral finance in corporate governance independent directors and non-executive chairs, <http://www.nber.org/papers/w10644>.

^۴ Solomon, Jill, and Solomon, Aris. (۲۰۰۵). Corporate governance and accountability, John Wiley & Sons, Ltd.

اصول حاکمیت شرکتی از جمله مهم ترین آیین نامه های حاکم بر شرکتهای سهامی عام به خصوص شرکت های بورسی به شمار می رود که حفظ حقوق سهامداران به ویژه سهامداران خرد را تضمین می نماید. در این آیین نامه که در اکثر بورس های عمده جهان عمل به آن جزو اصول اولیه پذیرش شرکت ها در بورس به شمار می رود، ترتیباتی اتخاذ شده است که حقوق سهامداران جزء در زمینه کسب اطلاعات، حق رای و حق اعمال نظارت بر عملکرد مدیران و حق استقلال مدیران از سهامداران عمده شرکت را با تعریف مدیران مستقل پدید می آورد.

پیش نویس آیین نامه اصول حاکمیت شرکتی توسط بورس اوراق بهادار در مرکز تحقیقات و توسعه بازار تهیه گردید که پس از آن پیش نویس آیین نامه در کمیته های تخصصی در وزارت امور اقتصادی و دارایی مورد بحث و بررسی قرار گرفت. این کمیته تخصصی با عضویت شماری از اعضای سرشناس جامعه حسابداران رسمی، نماینده سازمان حسابرسی، نماینده شرکت های سرمایه گذاری و چند نفر از خبرگان اقتصاد کشور موضوع و بندهای آیین نامه را مورد بررسی قرار دادند که ماحصل آن تهیه پیش نویس نهایی آیین نامه اصول حاکمیت شرکتی در ۵ فصل و ۳۸ ماده است. در سال ۱۳۸۴ آیین نامه مذکور نهائی شد اما متأسفانه موضوع تصویب نهائی آن به تأخیر افتاد.

۱۱-۱-۲ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در کشورهای مختلف^۱

در سطح جهان تنوع زیادی از سیستم های مختلف حاکمیت شرکتی وجود دارد و در تعیین محیط حاکمیت شرکتی در یک کشور، عوامل متعددی از جمله چارچوب قانونی، ساختار مالکیت شرکت ها، عوامل فرهنگی و اقتصادی تأثیر دارند. پژوهش های انجام شده در سیستم حاکمیت شرکتی در کشورهای مختلف نشان می دهد که ارتقا حاکمیت شرکتی موجب گسترش بازار سرمایه در آن کشورها شده است و بین این دو همبستگی بسیار قوی وجود دارد که در ادامه به نمونه هایی از آن اشاره می گردد.

۱ دکتر حساس یگانه، یحیی، عضو هیئت علمی دانشگاه علامه طباطبائی "تأثیر حاکمیت شرکتی در گسترش بازار سرمایه برخی از کشورها".

۱-۱۱-۲ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در آرژانتین

گزارشی از آپردا (۲۰۰۱) شواهدی درباره ارتقا حاکمیت شرکتی و تأثیر آن بر بازار سرمایه آرژانتین فراهم می‌کند. این گزارش مؤید آن است که حاکمیت شرکتی این کشور که با کنترل خانوادگی و مالکیت دولتی شرکت‌ها، عملیات غیر کارآمد شرکتی و اقتصاد بسته مشخص می‌شد در دهه ۱۹۹۰ این موقعیت تغییر یافته و آرژانتین مزره‌های خود را به روی تجارت و سرمایه‌گذاران آزاد باز نمود و تغییر چشمگیری در مالکیت و کنترل از شرکت‌های داخلی و بزرگ به سوی گروه‌های خارجی برای سرمایه‌گذاری صورت گرفت. گسترش بازار سرمایه در کشور مذکور حاصل ارتقا سیستم حاکمیت شرکتی و اصلاح برنامه خصوصی‌سازی و اصلاحات و تغییرات قانون شرکت‌ها بود.

۲-۱-۱۱-۲ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در آمریکا

توجه به حاکمیت شرکتی در آمریکا موضوع جدیدی نیست. متون علمی و تحقیقات مربوط به حوزه حاکمیت شرکتی حول محور سیستم آمریکای می‌چرخد یا حداقل سیستم کشورها را با آمریکا مقایسه می‌کنند. نوشته‌های کاربرل و مینز (۱۹۳۲) و مقالات اولیه در مورد تئوری نمایندگی (مثلاً، جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶) متمرکز بر سیستم حاکمیت شرکتی آمریکایی بودند. همچنین بخش اعظم پژوهش‌های دانشگاهی در مورد هیأت‌مدیره و عملکرد شرکت‌ها، تأثیر مدیران غیرموظف بر عملکرد هیأت‌مدیره، کمیته حسابرسی، عملکرد حسابرسان مستقل، و... ابتدا دانشگاه‌های آمریکا انجام شده است. بنابراین، بدیهی است که یکی از اصلی‌ترین عوامل گسترش بازار سرمایه در آمریکا سیستم حاکمیت شرکتی بوده است.

با این همه در حال حاضر با توجه به فروپاشی شرکت‌های **انرون** و **وردکام**، حاکمیت شرکتی به یک موضوع داغ در آمریکا تبدیل شده است. فروپاشی شرکت‌های مذکور ناشی از ضعف حاکمیت شرکتی در مورد عدم تفکیک وظایف مدیرعامل از ریاست هیأت‌مدیره و تمرکز آن در دست یک فرد، پاداش هنگفت مدیران اجرایی، ضعف کمیته حسابرسی، مشکل استقلال حسابرسی مستقل و... بوده است

تصویب لایحه سرپینز آکسلی در جولای ۲۰۰۲ (که از سال ۲۰۰۴ لازم الاجراست) یک واکنش سریع به این فروپاشی ها برای ارتقا حاکمیت شرکتی بوده است که توضیح در مورد آن خارج از این مقوله مختصر است.

۳-۱۱-۲ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در اندونزی

این کشور دارای بازار سرمایه است و اکثر شرکت ها تحت مالکیت و کنترل خانوادگی هستند. سیستم حاکمیت شرکتی کاملاً درون سازمانی است و به دنبال بحران آسیایی بازار سرمایه، شواهدی در مورد سوء استفاده از ثروت سهامداران اقلیت توسط سهامداران اکثریت وجود دارد. به عنوان مثال، استفاده از مدیران منابع مالی بانک PT اندونزی بین سال های ۱۹۹۷ و ۱۹۹۸ برای حزب سیاسی و انتقال زیان های یک شرکت تولیدی به یک بانک تحت کنترل در گروه سیناماس بین سال های ۱۹۹۷ و ۱۹۹۸، از این موارد است (جانسون و همکاران، ۲۰۰۰). این نمونه در کشور اندونزی اصلاح حاکمیت شرکتی را نشان می دهد.

۴-۱۱-۲ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در بحرین

بحرین از قانون مناسبی در مورد حاکمیت شرکتی برخوردار است. شرکت ها براساس قانون شرکت های تجاری مصوب سال ۲۰۰۱ تأسیس و اداره می شوند. این قانون قید می کند که شرکت ها دارای هیأت مدیره ای می باشند که به صورتی مسئولانه عمل می کند و سهامداران دارای حق رأی می باشند. حسین و مالین (۲۰۰۱) با انجام پژوهشی در مورد وضعیت حاکمیت شرکتی در بحرین دریافتند که شرکت های فهرست بندی شده در بورس دارای برخی از ویژگی های بهترین عملکرد بین المللی هستند و این موضوع موجب گسترش بازار سرمایه آن کشور شده است.

۵-۱۱-۲ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در بلژیک

پژوهش ویرمچ (۱۹۹۴) حکایت از آن دارد که شرکت های بلژیکی عموماً تا زمان اصلاح سال ۱۹۹۱ مرموز و غیر مسئول در برابر دنیای خارجی بودند. زمانی که در قانون شرکت های بلژیک، اصلاحاتی

در زمینه حفظ منافع سهامداران اقلیت اعمال گردید و الزامات افشا در صورت های مالی شرکت ها به طور اساسی تجدید نظر شد، بازار سرمایه گسترش یافت. این مثال شاهد دیگری از یک بازار سرمایه را نشان می دهد. در حال حاضر، سرمایه گذاران نهادی در بلژیک حدود ۲۰ درصد از سهام بازار را در اختیار دارند و عمل گرایی سهام دار رو به افزایش است.

۶-۱۱-۲ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در چین

چین هنوز یک کشور کمونیست است و پیشرفت در بازارهای سرمایه و حاکمیت شرکتی نسبت به چند کشور آسیایی شرقی دیگر کندتر بوده است. اما، همانند بسیاری از اقتصادهای اروپای مرکزی و شرقی حرکت مشخصی به سوی یک سیستم بازار آزادتر و یک سیستم حاکمیت شرکتی بهتر و شفاف تر صورت گرفته است. در چین تا همین اواخر شرکت ها تحت مالکیت دولت بودند. در نتیجه تفکیک محدود مالکیت و کنترل (مدیریت) متناسب با سیستم درون سازمانی می باشد. در گذشته دولت شرکت های چین را تحت مالکیت خود قرار داده و آنها را اداره می کرد. اخیراً، خصوصی سازی گسترده شرکت های تحت مالکیت دولتی را آغاز کرده است. تا (۲۰۰۰) وضعیت اصلاح حاکمیت شرکتی را در چین مورد بحث قرار داده و مشخص نمود شرکت های تحت مالکیت دولت مجدداً در شکل شرکت های سهامی عام ساماندهی شدند که می شد سهام آنها را در یکی از دو بازار سهام چین، یعنی شانگهای و شنزن که به ترتیب در سال ۱۹۹۰ و ۱۹۹۱ افتتاح شدند معامله کرد. یکی از مشکلات اصلی حاکمیت شرکتی برای شرکت های چینی تفکیک بین مدیریت شرکت و دولت بوده است، چون دولت به عنوان مالک اصلی شرکت های چینی تأثیر چشمگیری بر فعالیت ها و تصمیم گیری شرکت ها داشته است، مشکلات مرتبط با سیستم های درون سازمانی اکنون در چین نمایان می شوند. با تبدیل شرکتی دولتی به شرکت سهامی عام، در ظاهر به نظر می رسد که حاکمیت شرکتی در چین به طور قابل توجهی ارتقا یافته است، لکن، سهامداران جزء، حقوق معدودی دارند و مسایل آنان معمولاً توسط سهامداران اکثریت (دولتی) نادیده گرفته می شود. بنابراین، ضعف های حاکمیت شرکتی گسترش بازار سرمایه را کند کرده است.

۷-۱۱-۲ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در مالزی

این کشور پیش از بحران آسیایی، دارای سیستم درون سازمانی حاکمیت شرکت ها بود و اغلب شرکت ها تحت کنترل خانواده های مؤسسين شرکت بودند. تسلیم شدن مالزی و سایر کشورهای آسیای شرقی دیگر مثل کره جنوبی، در برابر بحران مالی سال ۱۹۹۷ ناشی از مشکلات حاکمیت شرکتی در این کشورها بود. این موضوع موجب اصلاح حاکمیت شرکتی در سراسر آسیای شرقی شده است. یک سند سیاسی با هدف ارتقا شیوه حاکمیت شرکتی در شرکت های مالزی در سال ۱۹۹۹ تهیه شد (گزارش کمیته مالی برگزیده در مورد حاکمیت شرکتی، ۱۹۹۹). او- یانگ و کویی گوان (۲۰۰۰) تأثیر بالقوه اولین قانون کاری را برای بحث قرار دادند. مهم ترین ویژگی این قانون ماهیت اجباری آن بود. به نظر می رسد نظارت در مالزی ضروری تر بوده چون در گذشته سهامداران اقلیت حقوق معدودی داشتند. براساس نتایج پژوهش های انجام شده توسط پرایس واتر هاوس کوپرز (۲۰۰۲) بازار بورس سهام کوالالامپور (KLSE) در اثر اجرای قانون مذکور و اصلاح حاکمیت شرکتی شدیداً ارتقا یافته است.

۸-۱۱-۱-۲ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در هندوستان

هر چند که بازار بورس بمبئی بیشترین تعداد شرکت های فهرست شده را در جهان دارد، با این وجود و علی رغم وسعت بازار سهام در هندوستان، تا اوایل دهه ۹۰، مالکیت در خانواده ها متمرکز بوده و سیستم درون سازمانی (رابطه ای) وجود داشت و شواهد حکایت از آن دارد که رسوایی های مالی شرکت ها، ناشی از این ساختار و ضعف حاکمیت شرکتی بوده است. در سال های اخیر و به ویژه پس از بحران آسیایی بازار سرمایه، اصلاحات زیادی انجام شده و سیستم حاکمیت شرکتی به سوی سیستم برون سازمانی در حال تغییر است و فعلاً یک سیستم بینابین وجود دارد.

۹-۱۱-۲ وضعیت سیستم حاکمیت شرکتی در ایران ۱

در سالهای اخیر حاکمیت شرکتی به دلیل رسوائیهای بزرگ انرون و وردکام و دیگر رسوائیهای بزرگ توجهات زیادی را به خود جلب کرده است. سیاست گذاران در حال حاضر به این مسئله اذعان دارند که اشاعه اصول حاکمیت شرکتی می‌تواند به ثبات بازارهای مالی، تشویق سرمایه گذاری و رشد اقتصادی منجر شود. شرکتها نیز به این نتیجه رسیده‌اند که اجرای صحیح حاکمیت شرکتی می‌تواند در عرصه رقابت به آنها کمک کند. سرمایه گذاران به خصوص سرمایه گذاران نهادی و صندوقهای بازنشتگی که با وجوه امانتی فعالیت می‌کنند نیز نقش مهمی در اجرای این اصول به دلیل توجیه سرمایه گذاری خود دارند.

در ایران از اوایل دهه ۱۳۴۰ بورس اوراق بهادار تأسیس شد و در قانون تجارت و بویژه در لایحه اصلاحی اسفند ماه ۱۳۴۷ در موارد مرتبط با نحوه تأسیس و اداره شرکتها تا حدودی مطرح شده بود، ولی موضوع حاکمیت شرکتی با مفهوم کنونی آن، در چند سال اخیر مطرح شده است. این موضوع در اوایل دهه ۸۰ و در مصاحبه‌های مسئولان وقت سازمان بورس اوراق بهادار و در مرکز پژوهشهای مجلس شورای اسلامی مطرح و بررسی می‌شد و در وزارت امور اقتصادی و دارایی کمیته‌ای به موضوع حاکمیت شرکتی پرداخته بود.

۱-۹-۱۱-۲ حاکمیت شرکتی در ایران از دیدگاه دکتر حساس یگانه

سیستم حاکمیت شرکتی در ایران، بیشتر شبیه سیستم درون سازمانی (رابطه ای) است. شواهد موجود نشان می‌دهد، منشأ این سیستم، قانون مدنی مصوب ۱۸ اردیبهشت ماه ۱۳۱۱، عمدتاً قانون اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب ۲۴ اسفندماه ۱۳۴۷ و قوانین و مقررات بورس اوراق بهادار می‌باشد. قانون تجارت که از قوانین فرانسه و بلژیک اقتباس شده قدیمی و منسوخ بوده و دارای نواقص فراوانی است. هر چند که در سال ۱۳۴۷ مفاد ۲۱ تا ۹۴ قانون مذکور اصلاح و ۳۰۰ ماده جدید در

۱ دکتر حساس یگانه، یحیی، عضو هیئت علمی دانشگاه علامه طباطبائی، "حاکمیت شرکتی در ایران از دیدگاه دکتر حساس یگانه"، مجله حسابرسان شماره ۳۲ بهار ۱۳۸۵، ص ۳۹-۳۲.

مورد شرکت ها جایگزین شد، به نظر می‌رسد اصلاحیه انجام شده نیز تغییر با اهمیتی در چارچوب اولیه قانون تجارت و ارتقا حاکمیت شرکتی ایجاد نکرده است.

از زمان تصویب قانون بورس اوراق بهادار در اردیبهشت ماه ۱۳۴۵ تاکنون ۳۸ سال می‌گذرد و به جز تلاش های چند سال اخیر، تغییر با اهمیتی در جهت ارتقا حاکمیت شرکتی در قوانین مربوطه رخ نداده است. با این همه، در این دوران تحولات و تغییرات فراوانی در مناسبات اقتصادی و اجتماعی صورت گرفته است. برای پاسخ گویی به نیازهای جدید بازار، سرمایه در دهه گذشته، و به ویژه سال های اخیر، مقررات متعد و مناسبی جهت گسترش بازار سرمایه توسط مسئولان بورس اوراق بهادار تدوین و به اجرا گذاشته شده است، لکن برای ارتقا سیستم حاکمیت شرکتی کافی به نظر نمی‌رسد و اقبال مردم از بازار سرمایه و ارتقا حاکمیت شرکتی را ضروری ساخته است. افزون برآن، بدون انجام اصلاحات اساسی در سیستم حاکمیت شرکتی، عرضه سهام شرکت های ایرانی در بازارهای بین المللی سرمایه، غیرممکن بوده و ورود گسترده سرمایه داران خارجی در بازار سرمایه نیز بعید به نظر می‌رسد. بررسی سیستم حاکمیت شرکتی در کشورمان حاکی از آن است که قانون تجارت حاضر، همانند روابط تجاری گذشته منسوخ بوده و پاسخ گوی کارکردها و روابط تجاری موجود نمی‌باشد. هرچند که تلاش های فراوانی به ویژه در سال های اخیر توسط مسئولان سازمان بورس اوراق بهادار در قالب دستورالعمل ها و . . . انجام شده، لکن حاکمیت شرکتی ارتقا چندانی نیافته است. بنابراین، براساس مبانی نظری و پیشینه عملی در سراسر دنیا، برای اطمینان از کارکرد مناسب شرکت ها و بازار سرمایه و افزایش اعتماد سرمایه گذاران داخلی و خارجی ارتقا حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه کشورمان ضرورت حیاتی دارد. افزون برآن ارتقا حاکمیت شرکتی موجب افزایش سرمایه گذاری های بلند مدت و رشد اقتصادی خواهد شد و فقدان حاکمیت شرکتی مناسب، سلب حقوق سهامداران (به ویژه سهامداران جزء) سوء استفاده های احتمالی مدیران، فرار سرمایه و . . . را به همراه خواهد داشت.

شواهد موجود نشان می‌دهد یکی از اصلی ترین برنامه های دولت (برنامه های سوم و چهارم) خصوصی سازی است. بنابراین، برای ایجاد بازاری منصفانه برای دادو ستد اوراق بهادار، ارتقاء و اصلاح

حاکمیت شرکتی ضرورتی است. متأسفانه در لایحه و پیش نویس مذکور و یا در لایحه جداگانه ای موارد ذیل مورد عنایت جدی قرار گیرد و اجرای آن برای بقیه شرکت ها اختیار باشد:

- اصلاح ساختار مالکیت شرکت ها و کاهش تمرکز مالکیت
 - توجه به حقوق سهامداران اقلیت و برخورد منصفانه با سهامداران
 - گسترش سرمایه گذاری نهادی
 - شفافیت مالی و افشای اطلاعات (شامل گزارشگری مالی سنتی، گزارش کمیته حسابرسی به مجمع عمومی و...) ()
 - استقرار سیستم های حسابداری و کنترل های داخلی کارآمد (شامل کمیته حسابرسی متشکل از اعضای هیات مدیره غیرموظف و حسابرسی داخلی مناسب و...) ()
 - اصلاح ساختار و وظایف و اختیارات هیأت مدیره غیرموظف، موظف و مدیر عامل
 - توجه به روابط ذینفعان شرکت
- در نهایت باید گفت، اصلاح و ارتقاء حاکمیت شرکتی موجب توسعه بازار سرمایه خواهد شد و رشد و توسعه اقتصادی را به همراه خواهد آورد

۲-۹-۱۱-۱-۲ تاریخچه حاکمیت شرکتی در ایران

موضوع حاکمیت شرکتی نخستین بار در کنفرانس ملی «بازار سرمایه، موتور محرک توسعه اقتصادی ایران»، که توسط دانشگاه علامه طباطبایی در ۷ و ۸ آذر ماه ۱۳۸۳ در مرکز همایشهای ارزی برگزار شد، در مقابله حاکمیت شرکتی و نقش آن در توسعه بازار سرمایه توسط دکتر حساس یگانه ارائه شد و پس از آن در مقطع دکتری حسابداری در درس توسعه عقاید و افکار حسابداری و حسابرسی تدریس شد و می شود. در پس آن، موضوع در دو سمینار «گزارشگری مالی و تحولات پیش رو» و «نظام حاکمیت شرکتی و حسابرسی داخلی» به ترتیب در ۸ و ۹ دی ماه ۱۳۸۳ و ۳۰ آبان و اول آذر ماه ۱۳۸۴ در مرکز همایشهای رازی به همت انجمن حسابداران خبره ایران ارائه شد. در پی آن در اواخر سال ۱۳۸۳ مرکز تحقیقات و توسعه بازار سرمایه سازمان بورس اوراق بهادار دست به انتشار

ویرایش اول آیین نامه حاکمیت شرکتی زد که در پایگاه اطلاع رسانی بورس اوراق بهادار در دسترس است. این آیین نامه در ۲۲ ماده و دو تبصره تنظیم شده و شامل تعریفها، وظایف هیئت مدیره، سهامداران، افشای اطلاعات و پاسخگویی و حسابرسی است. این آیین نامه با توجه به ساختار مالکیت و وضعیت بازار سرمایه و با نگرش به قانون تجارت حاضر تنظیم شده و با سیستم درون سازمانی (رابطه ای) حاکمیت شرکتی سازگار است. انتشار این آیین نامه یادآور تلاش ارزنده ای است که بررسی و تجدیدنظر در برخی از موارد آن، می تواند در توسعه بازار سرمایه نقش موثری ایفا کند. همچنین به نظر می رسد که در اصلاحیه قانون تجارت، توجه کافی و بایسته ای به موضوع حاکمیت شرکتی نشده است.

با عنایت به ویژگیهای سیستمهای حاکمیت شرکتی به نظر می رسد حاکمیت شرکتی در ایران بیشتر به سیستم درون سازمانی نزدیکتر است. با توجه به وجود بازار سرمایه و تلاشهای انجام شده در مورد گسترش آن، سیستم حاکمیت شرکتی درون سازمانی در ایران مطرح است و موضوعیت دارد. در برنامه های سوم و چهارم توسعه کشور، به خصوصی سازی عنایت ویژه ای شده است. بنابراین به نظر می رسد در صورت دستیابی به هدفهای خصوصی سازی در این برنامه ها و افزایش سهامداران و ذینفعان شرکتهای سیستم حاکمیت شرکتی در کشور ما با توجه به تجربه سایر کشورها که به خصوصی سازی دست زده اند، به سمت سیستم برون سازمانی تغییر جهت دهد.

۱۲-۱-۲ ادبیات تجربی مرتبط با حاکمیت شرکتی

۱۲-۱-۲-۱ تحقیقات داخلی

در زمینه حاکمیت شرکتی تاکنون تعداد معدودی سمینار و همایش برگزار شده است. همایش "حسابرس داخلی و نظام حاکمیت شرکتی" در آبان سال ۱۳۸۴ برگزار شده است. کنفرانس "حاکمیت شرکتی و نقش آن در توسعه بازار سرمایه" در آذرماه سال ۱۳۸۳ برگزار شده است.

مهسا رهبری در سال ۱۳۸۳ در دانشگاه علامه طباطبائی، در پایان نامه ای با موضوع "مطالعه و شناخت وضعیت حاکمیت شرکتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و مقایسه آن با کشورهای جهان" به بررسی وضعیت رعایت حقوق سهامداران در بورس اوراق بهادار می‌پردازد. برای انجام این تحقیق پرسشنامه ای مشتمل بر ۳۶ سوال طراحی و بین جامعه آماری متشکل از چهار گروه اساتید مالی دانشگاهها، اعضای هیئت مدیره، مدیران عامل شرکتهای سرمایه گذاری و حسابرسان معتمد سازمان بورس و کارشناسان مالی توزیع شده است. نتیجه پژوهش حاکی از رد فرضیه اصلی تحقیق و عدم رعایت حقوق سهامداران در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌باشد. یزدانیان در سال ۱۳۸۵، در دانشگاه علامه طباطبائی به بررسی تاثیر چند معیار از حاکمیت شرکتی بر کاهش مدیریت سود پرداخته است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که تنها حضور سهامداران نهادی بر کاهش مدیریت سود تاثیر دارد. سایر معیارها اثری بر کاهش مدیریت سود نداشته‌اند.

حسینی در سال ۱۳۸۴ در دانشگاه تهران رابطه بین حاکمیت شرکتی و بازده سهامداران را مورد بررسی قرار داده است. در این تحقیق با مطالعه سهامداران نهادی و بررسی اثر آن بر بازده سهامداران، سعی شده است میزان بازده اضافی سهامداران در شرکتهای با حاکمیت خوب محاسبه شود. نتایج تحقیق بیانگر آن است که بین سهامداران نهادی و بازده سهامداران در ایران رابطه ای وجود ندارد.

قنبری در سال ۱۳۸۶، در دانشگاه الزهراء، اثر نسبت حضور اعضای غیر موظف، شفافیت اطلاعاتی، وجود حسابرس داخلی و حضور سرمایه گذاران نهادی را به عنوان معیارهایی از حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت مورد بررسی قرار داده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که فقط وجود سرمایه گذاران نهادی و حسابرس داخلی تاثیر بر عملکرد شرکت دارند.

رئیزی در سال ۱۳۸۶، در دانشگاه علامه طباطبائی به بررسی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی پرداخته است. که نتایج حاکی از آن است که هیچ گونه رابطه معناداری بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود ندارد. چالاکی در سال ۱۳۸۹، در دانشگاه تربیت مدرس در رساله دکتری خود

تحت عنوان "ارائه مدلی برای رابطه بین ویژگیهای حاکمیت شرکتی، مدیریت سود و محتوای اطلاعاتی سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی رابطه بین قابلیت اتکای سودهای حسابداری و ویژگیهای حاکمیت شرکتی پرداخته است. نتایج تحقیق بیانگر این است که بین مالکیت نهادی و محتوای اطلاعاتی سود رابطه معنا داری وجود دارد. علاوه بر این بین استقلال هیئت مدیره و محتوای اطلاعاتی سود در شرکتهای با مدیریت سود بالا قویتر از شرکتهای با مدیریت سود پایین تر است.

در سال ۱۳۸۰ سید مجید شریعت پناهی اثر ساختار مالکیت بر عملکرد مدیران شرکتهای پذیرفته شده در بورس را بررسی نمود. نویسنده در این تحقیق هفت سازوکار برای کنترل عملکرد مدیریت در نظر گرفت که عبارت بودند از: (۱) سهامداران داخلی شرکت (۲) سهامداران عمده خارج از شرکت (۳) استفاده شرکت از بدهی (۴) سرمایه گذاران نهادی (۵) استفاده شرکتها از نیروی کار مدیریتی (۶) استفاده شرکتها از اعضای غیرموظف در هیئت مدیره (۷) وجود بازار قبضه مالکیت. وی به این نتیجه رسید که بین عملکرد شرکتها و درصد مالکیت سهامداران داخلی ارتباط معکوس و معنا دار وجود دارد و با سایر سازوکارهای مربوط به انواع مالکیت مستقیم رابطه معنا دار ندارد.

احمد میدری در رساله دکتری خود در ۱۳۸۱ با عنوان «سازگاری انواع حکمرانی شرکتی با اقتصاد ایران» تاثیر خرد و کوچک شدن سهام و داراییهای شرکت را بر عملکرد آن بررسی کرد. نتایج نشان داد در ایران رابطه مثبت و معنا دار بین تمرکز مالکیت و عملکرد وجود دارد و کارایی شرکتهای فاقد مالک عمده حتی از شرکتهای دولتی نیز کمتر است. در نهایت وی نتیجه گرفت ساختار نامتمرکز مالکیت به بدتر شدن عملکرد آنها می انجامد.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس را در سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۶ در ۶۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. یافته های پژوهش نشان می دهد که رابطه معنی دار و منفی بین «مالکیت نهادی» و «عملکرد شرکت» و

رابطه مثبت و معنادار بین «مالکیت شرکتی» و «عملکرد شرکت» وجود دارد. وجود مالکیت مدیریتی نیز به صورت معنی دار و منفی بر عملکرد تاثیر می‌گذارد.

نوروش و ابراهیمی‌کردلر (۱۳۸۴) به بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد پرداختند. ایشان برای انجام آزمون دونمونه ازشرکتهای سرمایه پذیر را انتخاب کردند. نمونه اول شامل شرکتهایی با درجه پائینی از مالکیت سرمایه گذاران نهادی و نمونه دوم شامل شرکتهایی با درجه بالایی از مالکیت سرمایه گذاران نهادی می‌باشد. نتایج تحقیق نشان داد، شرکتهای گروه دوم اطلاعات بیشتری در رابطه با سودهای آتی، نسبت به شرکتهای گروه اول گزارش کرده‌اند. بنابراین، عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری در شرکتهای سرمایه پذیر با درجه پائینی از سرمایه گذاران نهادی مشاهده می‌شود.

رحمانسرشت و مظلومی، " رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران شرکتی با سهم مالکیت این مؤسسات در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" را مورد مطالعه قرار دادند. آنان در این پژوهش نقش سرمایه گذاران شرکتی را مورد بررسی قرار دادند و این سؤال را مطرح کرده‌اند که: آیا ساختار مالکیت سازمان ها، توان توجیه عملکردهای متفاوت در آن ها را دارد؟ یافته های تحقیق نشان داد که گروه های مختلف مالک (حقیقی و حقوقی) به یک میزان از قدرت و همسویی در اثرگذاری بر عملکرد شرکت برخوردار نیستند و در مجموع تفاوت در ساختارهای مالکیت شرکت ها توانسته است بخشی از نوسانات در عملکرد شرکت ها را توضیح دهد.

مشایخ و اسماعیلی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه های اصول راهبری شامل درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره و تعداد مدیران غیرموظف در ۱۳۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را باتوجه به آیین نامه اصول راهبری برای دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۳ مورد بررسی قرار دادند.

نتایج این پژوهش حاکی از این است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین کیفیت سود و درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره و تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره رابطه‌ای وجود ندارد. اما رابطه‌ای غیرخطی بین اقلام تعهدی و درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره مشاهده شده است. همچنین تعداد

مدیران غیرموظف و درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره که از سازوکارهای اصول راهبری شرکت محسوب می شوند، در ارتقای کیفیت سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس نقش بااهمیتی ندارند. نورو و ابراهیمی کردلر، نقش سرمایه گذاران شرکتی در کاهش تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش، شرکتهای سرمایه گذاری و سایر موسسات تجاری به عنوان سرمایه گذاران شرکتی تعریف شدند. یافته های این تحقیق نشان داد که شرکتهای با درصد بالای سهامداران شرکتی، نسبت به شرکت های با درصد پایین سرمایه گذاران شرکتی، اطلاعات بیشتری در رابطه با سودهای آتی را گزارش کرده اند و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری در شرکتهای با مالکیت شرکتی کمتر مشاهده شده است. نتایج کلی پژوهشها حاکی از وجود ارتباط معنی دار بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکتهاست.

۲-۱۲-۱-۲ تحقیقات خارجی

تسای و گوارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت در صنعت کازینو برای سالهای ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ را مورد پژوهش قرار دادند. مالکیت نهادی برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکتهای دولتی از کل سهام سرمایه می باشد و این شرکت تهاشامل شرکت های بیمه، مؤسسات مالی، بانکها، شرکتهای دولتی و دیگر اجزای دولت میباشند. آنها نشان دادند که سرمایه گذاری نهادی در کازینوها ممکن است به سرمایه گذاران این صنعت کمک کند تا مسائل نمایندگی حاصله از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند.

کاپوپولس و لازاریتوتأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت را با استفاده از اطلاعات ۱۷۵ شرکت یونانی مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که ساختار مالکیت متمرکزتر به گونه مثبت با سودآوری بالاتر شرکت ارتباط دارد و برای کسب سودآوری بالاتر به مالکیت با پراکندگی کمتر نیاز است. بررسیهای حسابداری و حسابرسی ۸۶، دوره ۱۵، شماره ۵۳، پاییز ۱۳۸۷ میولر و اسپیتزارتباط بین مالکیت مدیریتی (که شامل سهام نگهداری شده توسط اعضای خانواده هیأت مدیره می باشد) و عملکرد شرکتهای خصوصی متوسط و کوچک آلمانی را با آزمایش فرضیات انگیزشی، تحلیل می

نمایند. آنها در پژوهش خود از یک نمونه ۳۵۶ تایی شرکتهای بخش خدمات که با تجارت ارتباط دارند، برای سالهای ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۰، استفاده میکنند. یافته های این پژوهش نشان میدهد که عملکرد شرکت های با درصد مالکیت مدیریتی بالای ۴۰ درصد، در حال بهبود میباشد. پستما و همکاران (۱۹۹۹)، رابطه بین ویژگی های هیأت مدیره و تیم ارشد مدیریت و عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند. از جمله فرضیه هایی که آنها در مطالعه خود مورد بررسی قرار دادند عبارت بود از: «نسبت اعضای غیرموظف در هیأت مدیره و عملکرد شرکت، رابطه معکوس U شکلی دارند». نتیجه حاصل از آزمون این فرضیه روشن ساخت که حضور اعضای غیر موظف تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت ندارد.^۱

پنگ و همکاران (۲۰۰۳)، رابطه مثبت حضور اعضای غیر موظف در هیأت مدیره با عملکرد شرکت در شرکت های روسی را مورد بررسی قرار دادند. یافته های تحقیق نشان می دهد که رابطه مثبت مفروض در سطح معناداری ۵ درصد، مورد تأیید واقع نمی گردد.^۲

شاکر و پیرس (۱۹۹۲) به بررسی ارتباط بین ترکیب هیأت مدیره، عملکرد گذشته و استراتژی های شرکت پرداختند. آنها نتیجه گرفتند که بین حضور اعضای غیرموظف به عنوان معیار ترکیب هیأت مدیره و نرخ بازده و دارایی ها (ROA)، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و سود خالص هر سهم (EPS) به عنوان معیارهای عملکرد مالی شرکت، ارتباطی مثبت و معنادار وجود دارد.^۳

۱ Postma, Theo, Ees, Hans V. , and Sterken, Elmer. (۲۰۰۰). "Top management team and board attributes and firm performance in the Netherland", <http://som.eldoc.ub.rug.nl/reports/۱۹۹۵۱۹۹۹/themeE/۱۹۹۹/۹۹E۲۰/>.

۲ Peng, Mike W. , Buck, Trevor, and Filatotchev. (۲۰۰۳). "Do outside directors and new managers help improv firmperformance? An exploratory study in Russian privatization" *journal of word Business*, ۳۸, pp: ۳۴۸-۳۶۰.

۳ Pearce, John A. , and Zahra, Shaker A. (Julay ۱۹۹۲). "Board composition from a strategic contingency perspective", *Journal of management studies* ۲۹.

لیانگ و ویر (۱۹۹۹)، ارتباط بین ساختار هیأت مدیره و عملکرد شرکت ها را در شانگ های چین مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از این تخمین، حاکی است که وجود غیرموظف ها در هیأت مدیره، عملکرد شرکت ها را افزایش می دهد.^۱

ارگان و همکاران (۲۰۰۵) به بررسی نقش اعضای غیر موظف در فرایند تصمیم گیری پرداختند و به این نتیجه رسیدند که از دیدگاه مدیران مالی، اعضای غیرموظف در حاکمیت خوب نقش مهمی را ایفا می کنند.^۲

ویفس و تئودورو (۱۹۹۸) به بررسی رابطه بین حضور اعضای غیر موظف در هیأت مدیره شرکت با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت در بریتانیا پرداختند. و به این نتیجه رسیدند که درصد مدیران غیر موظف، با عملکرد شرکت، رابطه معناداری ندارد.^۳

کلز و همکاران در سال ۲۰۰۲ رابطه بین مکانیزم های حاکمیت شرکتی را با عملکرد مورد بررسی قرار دادند و با انتخاب معیارهای حاکمیت شرکتی شامل: جبران خدمت مدیر عامل، دوره تصدی مدیر عامل، ترکیب هیأت مدیره، ساختار رهبری و ساختار مالکیت و معیارهای عملکرد شرکت شامل: ارزش افزوده بازار (MVA)، عملکرد حسابداری تعدیل شده و ارزش افزوده اقتصادی (EVA)، به این نتیجه دست یافتند که نسبت اعضای غیرموظف، رابطه معکوس و غیر معناداری با MVA و EVA دارد [۴].

۱ Liang, David, and Weir, Charles M. (April ۱۹۹۹). Governance structure, size and corporate performance in UK firms, *Management Decision* ۳۷, pp: ۴۵۷-۴۶۴

۲ Oregan, Philip, Odonnell, David, Kennedy, Tom, Bonits, Nick, and Clearly, Peter. (۲۰۰۵). "Board composition, non-executive directors and governance cultures in Irish ICT firms: A CFO perspective, Corporate Governance", *International Journal of Business in Society* ۴.

۳ Vafeas, Nikos, and Theodorou, Elena. (۱۹۹۸). "The relationship between board structure and firm performance in the UK". *British Accounting Review*, ۳۵, pp: ۳۸۳-۴۰۷.

۴ Coles, Jerilyn; McWilliams, W. Victoria, B. And Sen, Nilanjan. (۲۰۰۱). "An examination of the relationship of governance mechanisms to performance", *Journal of Management*, ۲۷, pp: ۳۳-۵۰.

آیدین، ساییم و یلام^۱ بررسی می کنند که آیا شرکتها ی که دارای مالکیت خارجی هستند به گونه معنی داری بهتر از شرکتهایی که دارای مالکیت داخلی هستند عمل می کنند؟ در این پژوهش از آزمون تی و متغیرهای حاشیه سود عملیاتی شرکتها، بازده داراییها، بازده حقوق صاحبان سهام و اطلاعات تمام شرکتهای حاضر در بازار بورس استانبول برای سالهای ۲۰۰۳ و ۲۰۰۴، استفاده شده است. نتایج آنها نشان میدهد که شرکتهای دارای مالکیت خارجی، از نظر بازده دارایی ها، بهتر از شرکتهایی که دارای مالکیت داخلی هستند عمل می کنند. شواهد این پژوهش، از این فرضیه که مشارکت مالکیت خارجی عملکرد شرکت را بهبود می بخشد، نیز حمایت میکند.

بیزلی به تجزیه و تحلیل رابطه بین ترکیب هیئت مدیره و تقلب در صورتهای مالی پرداخت. در این تحقیق، این موضوع مورد آزمون قرار گرفت که تعداد بیشتر اعضای غیر موظف هیئت مدیره، احتمال تقلب در صورت های مالی را کاهش می دهد. در این تحقیق کمیته حسابرسی نیز مورد بررسی قرار گرفت و این نتیجه حاصل شد که کمیته حسابرسی اثری با اهمیت روی احتمال تقلب در صورت های مالی ندارد^۱.

نتایج تحقیق یانگ پینسل، پاپ (۲۰۰۰) درباره مدیریت سود نشان داد که تعداد مدیران غیرموظف با احتمال مدیریت اقلام تعهدی غیرعادی به منظور اجتناب از گزارشگری زیان یا کاهش سود، رابطه معکوس دارد^۲.

بسیاری از جنبه های مختلف اصول راهبری شرکت در بحث هیئت مدیره شرکت ها مورد تحقیق محققان مختلف قرار گرفته است. تحقیقات تجربی، شواهدی را ارائه می دهد که مدیران مستقل،

^۱ Hermalian, Benjamin E. , and Weisbach, Michael S. (April ۲۰۰۳). Boards of the directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature, *Economic policy review* ۱.

^۲ Young, S. , Peasnell, K. V. , and Pope, P. F. (۲۰۰۰)"Board monitoring and earnings management:Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?"SSRN.

نشانه های موثرتری را در شرکت ارائه می دهند. همچنین مدیران مستقل ممکن است به میزان زیادی هزینه های نمایندگی را کاهش دهند و به ارزش شرکت ها اضافه کنند.^۱

با افزایش استقلال مدیران، انتظار می رود هزینه های نمایندگی به سمت کمتر شدن برود به طوری که احتمالاً دستکاری سود از طریق افزایش استقلال اعضای هیئت مدیره، انتظار کاهش اقلام تعهدی و بنابراین افزایش کیفیت سود می رود.^۲

محققان، اندازه هیئت مدیره شرکت را نیز مورد بررسی قرار داده اند. یک هیئت مدیره کوچکتر دارای بروکراسی کمتری است و ممکن است یک گزارشگری مالی تجربی را ارائه دهند. شواهدی وجود دارد که نشان می دهد هیئت مدیره بزرگتر با عملکرد بهتر شرکت رابطه کمتری دارد.^۳

اسلون در سال ۱۹۹۶، دیچیو و دیچاو (۲۰۰۲) ریچاردسون و اسلون (۲۰۰۵) به این نتیجه رسیدند که بین اقلام تعهدی و تداوم سودآوری رابطه مستقیمی وجود دارد.^{۴، ۵، ۶، ۷}

-
- ۱ Xie, B. , Davidson, III W. N. and DaDalt, P. J. , (۲۰۰۳), "Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee", *Journal of Corporate Finance*, ۹, ۲۹۳-۳۱۶.
- ۲ McCinnell, J. And Servaes, H. , (۱۹۹۰) "Additional evidence on equity ownership and corporate value" *Journal of financial Economics*, ۷, ۵۹۵-۶۱۲.
- ۳ Young, S. , Peasnell, K. V. , and Pope, P. F. (۲۰۰۰) "Board monitoring and earnings management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?" SSRN.
- ۴ Richardson, S. A. , Sloan, R. G. , Soliman, M. T. Tuna, I. , (۲۰۰۴), "accrual reliability, earnings persistence and stock prices", *Working paper; Univercity of Michigan Business School*.
- ۵ Dechow, P. M. , (۱۹۹۴), "Accounting earnings and cash flows as measure of firm performance: the role of accounting accruals", *Journal of Accounting and Economics*, ۱۸, ۳-۴۲.
- ۶ Becker, C. L. , Defond, M. L. , Jiambalvo, J. And Subrahmanyam, K. R. , (۱۹۹۸), "The effect of audit quality on earnings management", *Contemporary Accounting Research*, ۱۵, ۱-۲۴.
- ۷ Dechow, P. M. Dichev, I. D. , (۲۰۰۲), "The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors", *Accounting Review*, ۷۷, ۳۵-۵۹.

۲-۲ ریسک

عدم اطمینان محیطی و شدت رقابت سازمانها و مدیران، آنها را با چالشهای متعدد مواجه ساخته است. برای مدیر مؤثر این چالشها، رویکردهای نوین مدیریت و شایستگیهای خاص طرح و توصیه شده است. شناسایی و مدیریت ریسک یکی از رویکردهای جدید است که برای تقویت و ارتقای اثربخشی سازمانها مورد استفاده قرار می‌گیرد. به طور کلی، ریسک با مفهوم احتمال متحمل زیان و یا عدم اطمینان شناخته می‌شود که انواع مختلف و طبقه بندیهای متنوع دارد. مدیریت ریسک به مفهوم سنجش ریسک و سپس اتخاذ راهبردهایی برای مدیریت ریسک دلالت دارد. انواع ریسک ها برحسب احتمال وقوع و تأثیر آنها قابل تقسیم است که نتیجه آن پورتفوی ریسک و اعمال استراتژی های مناسب (انتقال، اجتناب، کاهش و پذیرش) است.

۲-۲-۱ تعریف ریسک

با مراجعه به منابع مختلف علمی، تعاریف متعددی از ریسک می‌توان یافت. که البته هر کدام از این تعاریف بسته به بعد یا زاویه دید خود، تعریف متفاوتی از ریسک ارائه کرده‌اند.

در فرهنگ مدیریت رهنما، در تعریف ریسک آمده است :

«ریسک عبارت است از هرچیزی که حال یا آینده دارایی یا توان کسب درآمد شرکت، موسسه یا سازمانی را تهدید می‌کند.»

وستون و بریگام در تعریف ریسک یک دارایی می‌نویسند : ریسک یک دارایی عبارت است از تغییر احتمالی بازده آتی ناشی از آن دارایی.

«نیکلز» مفهوم ریسک را از ابعاد مختلف مدنظر قرار داده و آن را از نظر مفهومی به دو دسته تقسیم می‌کند. وی معتقد است واژه ریسک به احتمال ضرر، درجه احتمال ضرر، و میزان احتمال ضرر اشاره دارد. در این راستا ریسک احتمال خطر هم احتمال سود و هم احتمال زیان را دربر می‌گیرد. در

حالی که ریسک خالص صرفاً احتمال زیان را در بر می‌گیرد و شامل احتمال سود نمی‌شود، مانند احتمال وقوع آتش. (NICKLES, ۱۹۹۹)

لذا، با توجه به مجموعه تعاریف فوق، می‌توان ریسک را به صورت زیر تعریف کرد: «ریسک عبارت است از احتمال تغییر در مزایا و منافع پیش بینی شده برای یک تصمیم، یک واقعه و یا یک حالت در آینده»

منظور از احتمال این است که اطمینانی به تغییرات نیست. در صورتی که اطمینان کافی نسبت به تغییرات وجود داشت، تغییرات مطمئن در چارچوب منافع و مزایای پیش بینی شده پوشش پیدا می‌کرد در حالی که عدم امکان پیش بینی ناشی از احتمالی بودن تغییرات، آن را به ریسک حاکم بر منافع و مزایا تبدیل کرده است.

تغییر اشاره به هرگونه کاهش یا افزایش در منافع دارد. به این معنا که صرفاً تغییرات نامطلوب نیست که در چارچوب ریسک پوشش پیدا می‌کند. بلکه تغییرات مطلوب نیز در این معنا در چارچوب ریسک قرار دارد. تصمیم، واقعه یا حالت اشاره به ارادی و غیر ارادی بودن شرایطی دارد که ریسک بر آن حاکم می‌شود. ممکن است تصمیمی به صورت ارادی گرفته شود، مزایا و منافع آن ارزیابی شود، و بر مزایا و منافع آن ریسک خاصی حاکم باشد. از طرف دیگر ممکن است واقعه یا حالتی در آینده به صورت غیر ارادی پیش آید و پیش بینی های مزایا و منافع آن تحت لوای احتمال تغییر قرار گیرد. ریسک یعنی احتمال متحمل شدن زیان (DOROFEE-۹۶). این تعریف شامل دو جنبه اصلی از ریسک است:

- مقدار زیان می‌بایست ممکن باشد؛
 - عدم اطمینان در رابطه با آن زیان نیز می‌بایست وجود داشته باشد.
- در اکثر تعاریفی که از ریسک شده است، به صورت روشن به دو جنبه آن، یعنی زیان و عدم اطمینان، اشاره شده است. ولی سومین جنبه آن، یعنی انتخاب، معمولاً به صورت ضمنی مورد اشاره قرار

می‌گیرد که منظور از انتخاب، چگونگی توجه نمودن به آن است. این سه شرط، پایه های اساسی ریسک و مبنایی برای بررسی عمیق^۱ تر آن هستند.

ریسک یعنی احتمال اینکه صدمه حاصل از یک خطر به وقوع بپیوندد، در واقع ریسک ترکیبی از احتمال وقوع یک رویداد و پیامد آن می‌باشد. به عبارت دیگر از ریسک بستگی به احتمال رخداد و شدت پیامد آن ندارد. ریسک الزاما منجر به یک نتیجه سوء نمی‌شود زیرا در خیلی از شرایط باید ریسک کرد تا سود عاید گردد. تغییر و تحول در صنعت معمولا همراه با ریسک است و بدون تغییر و تحول، توسعه ای صورت نمی‌گیرد.^۱

بطور خلاصه در مدیریت مالی ریسک به احتمال زیان ناشی از سرمایه گذاری اشاره دارد. یکی از ساده ترین معیارهای محاسبه ریسک انحراف معیار است. هرچه انحراف معیار توزیع بازده داری (سبد دارایی) بیش تر باشد یعنی توزیع، وضعیت تصادفی تری دارد و این غالبا امر مطلوبی به شمار نمی‌رود.^۲

تعریف فوق به خودی خود نشان دهنده وجه منفی این واژه است که این روزها در مدیریت مالی کاربرد بیشتری دارد اما خود واژه ریسک حامل مفهومی از فرصت نیز هست. به بیان روشنتر، اخذ ریسک بیشتر مستلزم وجود بازده انتظاری (و نه لزوما واقعی) بالاتر است.

۲-۲-۲ اندازه گیری ریسک

وقتی از اندازه گیری ریسک صحبت می‌کنیم اصولا مفهوم احتمالات را در نظر داریم. در حقیقت اندازه گیری ریسک به یک تابع توزیع نیاز دارد (مثلا تابع توزیع احتمال مقادیر بازدهی سرمایه گذاری). این تابع توزیع می‌تواند از یک مدل ریاضی یا یک مدل قیاسی بدست آید (که به آن ریسک قیاسی گویند) یا از طریق داده های تاریخی و آماری محاسبه شود (که به آن ریسک تخمینی می‌گویند).

۱ مدیریت ریسک، نشریه پیام ایمنی، شماره ۲

۲ تعریف ریسک از نگاه ریاضیات مالی، سعید اسلامی بیدگلی، دانشجوی دکترای مدیریت مالی، منبع: www.iran-invest.com

اما اگر هیچ داده یا مدلی برای برآورد توزیع احتمالات بازده در دسترس نبود با عدم اطمینان روبه رو هستیم.

در مباحث مالی بیشتر تمایل داریم که روی موضوع ریسک تمرکز کنیم تا عدم اطمینان. در این صورت ابزارهای بسیاری برای تجزیه و تحلیل تصمیم ها در اختیار داریم.^۱

۲-۲-۳ روش‌های اندازه‌گیری ریسک

ریسک عبارت است از احتمال نوسانات آتی. شاخص‌های مختلفی برای تبیین نوسانات مورد استفاده قرار می‌گیرد که بعضی از مهم‌ترین آنها بدین صورت هستند:

۱. دامنه تغییرات

۲. متوسط انحراف خطی (متوسط قدر مطلق انحرافات)

۳. واریانس (متوسط مجذور انحرافات)

۴. انحراف معیار

۵. نیم‌واریانس

۶. نیم انحراف معیار

۷. شاخص بتا

۸. دارایی در خطر

۱-۲-۳-۲ شاخص بتا

استفاده از شاخص بتا به عنوان یکی از شاخص‌های سنجش ریسک از دهه ۱۹۸۰ به بعد رایج شده است. برای توضیح ضریب بتا و تعیین روابط محاسباتی آن، باید خط مشخصه (Characteristic Line) را مورد بررسی قرار دهیم. این خط، رابطه روند بازدهی یک سهم با روند بازدهی شاخص بازار را تعیین می‌کند. معادله کلی خط مشخصه که یک خط رگرسیون است به صورت ذیل نشان داده می‌شود:

۱ تعریف ریسک از نگاه ریاضیات مالی، سعید اسلامی‌پیدگلی، دانشجوی دکترای مدیریت مالی، منبع: www.iran-invest.com

$$r_i = \alpha_i + \beta_i r_m + e_i$$

که در آن، r_i متغیر وابسته و نماینده روند بازدهی سهم می‌باشد. r_m متغیر مستقل و نماینده بازدهی بازار می‌باشد. β_i در معادله فوق، شیب خط رگرسیون است که نشان دهنده تغییرات نرخ بازدهی سهم در مقابل تغییرات بازار است. ضریب بتا برای یک سهم از رابطه زیر نیز قابل محاسبه است:

$$\beta_i = \frac{\text{COV}(r_i, r_m)}{\sigma^2(r_m)}$$

ضریب بتا معیاری برای محاسبه ریسک است و می‌تواند به عنوان شاخصی برای رتبه بندی اعتباری ریسک دارایی‌های مختلف قرار گیرد. در صورتی که ضریب بتا برای یک دارایی بیشتر از یک باشد، نوسان نرخ بازده آن سهم بیشتر از نوسانات بازار خواهد بود و به آن دارایی پرریسک گفته می‌شود. به عکس دارایی‌های با ضریب بتای کمتر از یک، به مفهوم نوسانات کمتر از نوسانات بازار است و به آن دارایی کم‌ریسک گفته می‌شود.

۲-۲-۳-۲ دارایی در خطر (VaR)

دارایی در خطر (VaR) روش ارزیابی و تشخیص ریسک است که از تکنیک‌های آمار استاندارد که به طور روزمره در زمینه‌های تکنیکی دیگر نیز به کار می‌رود، استفاده می‌نماید. به طور قراردادی، دارایی درخطر بیشترین زیان مورد انتظار را در افق زمانی مشخص در سطح اطمینان معین‌اندازه‌گیری می‌نماید. برای مثال، یک بانک ممکن است اعلام کند دارایی درخطر روزانه خرید و فروش پرتفوی بانک در سطح اطمینان ۹۹ درصد، ۳۵ میلیون دلار است. به عبارت دیگر، تنها در یک مورد از ۱۰۰ معامله روزانه ممکن است ضرر و زیانی بیش از ۳۵ میلیون دلار رخ بدهد. این عدد منفرد، (منظور دارایی درخطر است) چگونگی مواجهه بانک با ریسک بازار را به طور خلاصه نشان می‌دهد. و همین‌طور دارایی درخطر، ریسک را برحسب دلاراندازه می‌گیرد.

سهام‌داران و مدیران مؤسسات مالی می‌توانند تصمیم‌گیری کنند که آیا با این سطح از ریسک، آسوده خاطر می‌باشند یا خیر. اگر پاسخ منفی باشد، باید پروسه‌ای که منجر به محاسبه دارایی‌درخطر شود، طی شود تا معین شود که ریسک در کجا باید اصلاح گردد.

دارایی‌درخطر برعکس‌اندازه‌گیری‌های سنتی ریسک، نمایی کلی و جامع از ریسک پرتفوی که برای محاسبه میزان بدهی به دارایی و هم بستگی و وضعیت‌های جاری به کار می‌رود، ارائه می‌نماید. در نتیجه دارایی‌درخطر، واقعاً سنجش ریسک با نگاهی آینده‌نگر می‌باشد. دارایی‌درخطر نه تنها در تمام شعب بانک بلکه برای تمام انواع اسناد مالی کارایی دارد. بعلاوه روش‌شناسی دارایی‌درخطر می‌تواند از ریسک بازار به انواع دیگری از ریسک تعمیم یابد.

مدل دارایی‌درخطر دربردارنده سه عامل اصلی می‌باشد که عبارت‌اند از "افق زمانی سنجش و پیش بینی ریسک"، "درجه اطمینان پیش بینی" و "میزان سرمایه".

رویکردهای محاسبه دارایی‌درخطر:

۱. رویکردهای پارامتری
۱. روش میانگین متحرک MA (نرمال و t-student)
۲. روش میانگین متحرک نمائی Riskmetrics (EWMA) (نرمال و t-student)
۳. روش GRACH (نرمال و t-student)
۲. رویکردهای غیرپارامتری
۱. روش شبیه‌سازی تاریخی
۲. روش شبیه‌سازی تاریخی هیبریدی (Hybrid Historical Simulation)
۳. روش شبیه‌سازی تاریخی متقارن (Antithetic Historical Simulation)

۳-۲-۲-۲ انحراف معیار

یکی از ساده‌ترین و رایج‌ترین معیارهای محاسبه ریسک، انحراف معیار است. انحراف معیار بهترین شاخص برای توصیف پراکندگی در توزیع‌های نرمال می‌باشد. در صورتی که فرض نرمال بودن توزیع

تا حد زیادی بتواند رفتار بازده، قیمت سهام و یا هرنوع دارایی مالی را رقم بزند، انحراف معیار نمایانگر ریسک متغیر مالی خواهد بود. مارکوئیتس نیز بر اساس فرض نرمال بودن توزیع بازده، انحراف معیار را شاخص ریسک معرفی کرده است.

یکی از دلایل پرکاربرد بودن انحراف معیار، قضیه حد مرکزی ۲۰ است. طبق این قضیه، وقتی تعداد زیادی سرمایه گذاری صورت گیرد، برای تعیین توزیع کل سرمایه گذاری (مجموعه سبد دارایی) تنها بازده سرمایه گذاری و انحراف معیار تک تک سرمایه گذاری ها مهم است و نیازی به دانستن توزیع آنها نیست. مجموعه سرمایه گذاری توزیع نرمال خواهد داشت و از آنجا که توزیع نرمال متقارن است، انحراف معیار نماینده خوبی برای ریسک نامطلوب هم هست.

نکته فوق زمانی جاری است که شرایط حد مرکزی برقرار باشد.

برای مثال اگر تعداد سرمایه گذاری ها کم باشد، سرمایه گذاری ها هم بسته باشند یا دارای واریانس نامحدود باشند، آنگاه نمی توانیم از این قضیه استفاده کنیم و انحراف معیار هم شاخص مناسبی برای ریسک نخواهد بود.

۴-۳-۲ نیم واریانس

یکی دیگر از معیارهای انداز گیری ریسک نیم واریانس است که در آن تنها انحرافات نامطلوب بازده مورد توجه قرار می گیرد. این معیار در شاخص عملکرد سورتینو استفاده شده است.^۱

۳-۲ مدیریت ریسک

۱-۳-۲ تاریخچه و جایگاه مدیریت ریسک

مدیریت ریسک، نظام و فرایندی حرفه ای است که هدف اصلی آن بهبود کیفیت تصمیمات در کلیه سطوح بنگاههای اقتصادی به منظور افزایش ثروت سهامداران است. به طور کلی تا دهه ۱۹۵۰ نگرش

۱ تعریف ریسک از نگاه ریاضیات مالی، سعید اسلامی بیدگلی، دانشجوی دکترای مدیریت مالی، منبع: www.iran-invest.com

به ریسک، محدود، یک بعدی و کیفی بوده است. مارکوئیتس^۱، دانشمند امریکایی اولین کسی بود که مقوله ریسک را کمی کرد. مارکوئیتس اعلام نمود که تصمیمات مالی باید بر اساس ریسک-بازده انجام شود و نتیجه کار ایشان ارائه خط مقدم کارا^۲ بود. کلیه نقاط روی این خط بهینه هستند. به این معنی که در یک سطح مشخص بازده، کمترین ریسک و در یک سطح مشخص ریسک، بیشترین بازده را نصیب سرمایه گذار می‌کنند. ویلیام شارپ^۳ بتا^۴ را معرفی کرد. بتا حرکت یک سهم را در مقابل حرکت بازاندازه گیری می‌کند و به آن ریسک نسبی نیز گفته می‌شود. در دهه ۷۰، دیرش^۵ توسط مک کالی^۶ معرفی شد. دیرش نیز معیاری از ریسک است که تغییرات قیمت اوراق بهادار با درآمد ثابت را در مقابل تغییر نرخ بهره‌اندازه گیری می‌کند. ارائه این مدل‌ها نتوانست کلیه انتظارات مدیران سرمایه گذاری را برآورده سازد و همچنان‌اندازه گیری ریسک در کانون توجه شرکتها، بانکها و تحلیل گران و سازمانهای نظارتی قرار دارد. روند فزاینده پدیده جهانی شدن بازارهای مالی و بین المللی شدن اقتصاد، درک اثر تغییرات در شرایط بازار در موقعیت بنگاههای اقتصادی بیش از پیش اهمیت یافته است. نوآوری های مالی و خلق ابزارهای مالی جدید، اهمیت مدیریت ریسک را افزون کرده است. علاوه بر موارد فوق، ورشکستگی شرکتها و بانکهای بزرگ در دهه ۸۰ که ناشی از تغییر در عوامل بازار یا عدم توجه به عوامل بازار بود، در این امر موثر بوده‌اند. اکنون مدیران درصدد تخمین اثر بالقوه تغییر در شرایط بازار روی موقعیت مالی خود هستند.

۲-۳-۲ تعریف مدیریت ریسک

مدیریت ریسک مانند سایر رشته‌های دیگر دانش مدیریت و کاربرد آن، از دانشها، ضابطه‌ها، اصول و قاعده‌های ویژه برای دستیابی به پیش بینی‌ها و هدف‌های از پیش تعیین شده بهره می‌گیرد. آرمان

^۱ Markowitz

^۲ Efficient frontier

^۳ William Sharpe

^۴ Beta

^۵ Duration

^۶ Macaulay

این رشته از دانش مدیریت کمک به انسانها برای حفاظت مستمر از خود، داراییها و فعالیتهایشان در برابر حادثه‌هایی است که در طول تاریخ زندگی انسانها، همواره او را با مخاطره روبرو کرده است. این رشته که کاربرد آن از سالهای نخستین دهه ۱۹۶۰ به طرز گسترده‌ای رواج یافته از جنبه‌هایی با تمدن بشر همزاد است و ظهور دیگر بار آن در واقع نوآفرینی شیوه‌های نوین در سازماندهی روشهای قدیمی است. مدیریت ریسک ضابطه‌ها و روشهایی را به دست داده است که اشخاص، مؤسسه‌های اقتصادی (صنعتی و تجاری) و غیر انتفاعی و دولتها با استفاده از آنها می‌توانند وظیفه آینده‌نگری را در ارزیابی، کنترل و تأمین مالی خسارتهای انجام دهند. بر این پایه مدیریت ریسک برخوردی نظام یافته با ریسک‌ها را سامان می‌دهد. بدین منظور همواره در کار پاسخ گفتن به دو پرسش اساسی درباره پیشامدهای احتمالی آینده است. نخستین پرسش اینکه «چه خواهد شد؟» و دومی اینکه «چه باید کرد؟». مدیریت ریسک بعلاوه همواره در کار برنامه‌ریزی برای رویارویی با رویدادهای احتمالی آینده است.^۱

در زیر به چند تعریف از مدیریت ریسک اشاره می‌شود:

"مدیریت ریسک به منظور محافظت در برابر پیامدهای نامطلوب ناشی از دستیابی به فواید پذیرش ریسک مفید است. در گذشته هرچند سرمایه‌گذاران با مفهوم مدیریت ریسک آشنایی داشتند، لیکن مدیریت ریسک را عمدتاً در قالب روش‌هایی برای کاهش ریسک از طریق کنترل کیفیت، آموزش اصول ایمنی، افزایش ضریب امنیتی و بیمه اشخاص و اموال اعمال می‌کردند. امروزه مدیریت ریسک لزوماً با کاهش ریسک معادل نمی‌باشد. به عبارت دیگر، هدف از مدیریت ریسک، پرهیز از ریسک نیست بلکه ما در مدیریت ریسک به دنبال شکار فرصت‌ها هستیم"^۲

۱ مدیریت ریسک، مظلومی، نادر، مجله حسابدار، سال هشتم، شماره هفتم و هشتم، صص ۱۰-۱۴

۲ CulpT Christopher L. , The Risk Management Process, John Wiley & Sons, ۲۰۰۱, P. ۱۰.

مدیریت ریسک عبارت است از "مجموعه ی تدابیر، ساختارها و فرآیندهایی که برای بهره گیری از فرصت ها یا کاهش آثار منفی تهدیدات احتمالی موفقیت و پایداری بنگاه به کار گرفته می شود."^۱

"مدیریت ریسک شیوه منطقی و نظام مند شناسایی، تجزیه و تحلیل، ارزیابی، انعکاس و کنترل ریسک حاکم بر عملیات، وظایف و فرآیندها است به ترتیبی که زیان ها را به حداقل و بهره برداری از فرصت ها را به حداکثر می رساند."^۲

"مدیریت ریسک، روش منطقی شناسایی، تجزیه و تحلیل، ارزیابی، انعکاس و کنترل کلیه ریسک هایی است که ممکن است دارایی ها، منابع و یا فرصت های افزایش سود را تهدید کند. به عبارت دیگر، مجموعه تدابیر و فرآیندهایی است که از طریق آن شرکت در مقابل انواع ریسک ها از خود واکنش نشان داده و باعث موفقیت و پایداری شرکت می گردد."^۳

باتوجه به مخاطرات گوناگونی که از درون و بیرون سازمانها را تهدید می نماید، مدیریت ریسک به عنوان معیار و نمادی از یک مدیریت موفقیت آمیز است که مبادی تواند بهبود مستمر و پایداری شرکت را تضمین می کند.

بدون توجه به نوع مدیریت ریسک، تمامی شرکتهای بزرگ دارای تیم های مدیریت ریسک هستند و شرکتهای و گروه های کوچک به صورت غیر رسمی، در صورت عدم وجود نوع رسمی آن، مدیریت ریسک را مورد استفاده قرار می دهند.

در نتیجه می توان مدیریت ریسک را یک وظیفه ای شامل فرایندها، روشها، و ابزاری برای اداره ریسک در فعالیتهای سازمانی است. که یک محیط منضبط برای تصمیم گیریهای پیشتازانه و غیر منفعل در موارد زیر فراهم می آورد:

۱ مدیریت ریسک و حسابداران مدیریت، فخاریان، ابولقاسم، نماینده انجمن حسابداران خبره ی ایران در کارگروه حسابداری مالی و مدیریت (FMAC)، مجله حسابدار، سال هفدهم، شماره صد و پنجاه و یک، صص ۴۶-۴۲

۲ Certified Public Accountants Australia

۳ حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک، حساس یگانه، یحیی، عضو هیئت علمی دانشگاه علامه طباطبایی، کاظمی، حسین، دانشجوی دوره دکتری حسابداری

* ارزیابی پیوسته در مورد آنچه که ایجاد اشکال می‌کند (ریسک)

* شناسایی ریسک‌های مهم در راستای برخورد با آنها

* اجرای استراتژی‌های مناسب به‌منظور اداره نمودن آن ریسک‌ها

۳-۲ ادبیات تجربی مرتبط با مدیریت ریسک

تحقیقی که در سال ۱۹۹۷ از شرکتهای کانادایی صورت گرفت نشان می‌دهد که کمی‌کردن نتایج حاصل از مدیریت ریسک کار آسانی نیست، یعنی نمی‌شود سود شرکت را ناشی از مدیریت ریسک یا مدیریت عادی دانست. ولی همه شرکتها به طور کیفی از اینکه به این موضوع پرداخته بودند از نظر زمانی و منابع تخصیصی راضی بودند. شرکتها اعتقاد داشتند که مدیریت ریسک، عدم اطمینان‌ها را کاهش داده است.

یافته‌های یک تحقیق دیگر که بین‌المللی بوده و حاصل کار مشترک استرالیا، آلمان، فرانسه، سوئد، سوئیس، انگلیس و امریکا در سال ۲۰۰۲ می‌باشد این است که اولاً هیئت مدیره مسئول ریسک سازمان است، نکته دوم، فرهنگ پاسخگوئی است، یعنی هر کسی باید خودش را مسئول ریسک در سازمان بداند. به عبارت دیگر، هر ریسکی یک صاحب در سازمان پیدا می‌کند که مسئول است. برای مثال مدیر فنی، ریسک‌های مربوط به خودش و مدیر فناوری اطلاعات، ریسک‌های مربوط به خودش.^۱

توفانو (۱۹۹۶) مشاهده کرد که در صنعت معدن طلای آمریکای شمالی، مدیران اجرایی که براساس اختیار خرید سهام، پاداش دریافت می‌کنند، نسبت به سایر مدیران کمتر به فعالیت‌های مدیریت ریسک مبادرت می‌ورزند. این یافته‌ها را می‌توان با این حقیقت توجیه کرد که ارزش اختیار خرید سهام مدیران اجرایی با تغییر پذیری ارزش شرکت افزایش می‌یابد. حتی اگر مدیران در رابطه با ثروت و دارایی خودشان ریسک‌گریز باشند، به عبارت دیگر، تمایلی به ریسک نداشته باشند، ولی چنانچه در

شرکتی که آن را اداره می‌کنند دارای اختیار خرید سهام باشند نسبت به ارزش شرکت متمایل به ریسک می‌شوند.^۱

کارگروه حسابداری مالی و حسابداری مدیریت (FMAC)، وابسته به کنفدراسیون بین المللی حسابداران (IFAC) مقوله محوری سال ۲۰۰۲ خود را با عنوان "مدیریت ریسک و افزایش ارزش آفرینی برای ذینفعان"^۲ منتشر ساخت.

انجمن حسابداران رسمی استرالیا در قالب یک تحقیق دامنه دار با عنوان "مدیریت ریسک، استاندارد استرالیا"^۳ که در سال ۱۹۹۹ منتشر شد به ابعاد و آثار ریسک هایی که سازمانرا تهدید می‌کنند و ضرورت اعمال مدیریت ریسک برای پایداری بنگاه و نقش حسابداران (مدیران مالی) در تحقق آن پرداخت.

پاتریک آدریانو و همکاران در تحقیقی (مارس و آوریل ۲۰۰۶) تاکید کردند که بین حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک ارتباط وجود دارد. آنها مدل پنج عنصری و یکپارچه را برای حاکمیت شرکتی ارائه دادند که این پنج عنصر عبارتند از: فرهنگ، رهبری، همترازی، سیستم ها و ساختار. آنها مشخص کردند که چگونه با پرداختن به این عناصر در یک چارچوب به توسعه یک شیوه محکم و یکپارچه در پیش بینی ریسک و پیشبرد اهداف استراتژیک به مدیران کمک می‌کند.

نتایج تحقیق بروکریک و همکاران^۴ (۲۰۰۱) نشان می‌دهد که شرکت هایی در مقابله با ریسک فعال ترند که دارای مدیران خارجی بیشتری در هیئت مدیره خود هستند.

^۱ Tufano, ۱۹۹۶, Dionne & Garand, ۲۰۰۳

^۲ Managing Risk to Enhance Stakeholders Value

^۳ Standard Australia Risk Management

^۴ Borokhorich et al. ۲۰۰۱

۲-۴ حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک

۲-۴-۱ تعارض بین مدیریت ریسک و سیاست های مربوط به بیشینه سازی

ارزش شرکت^۱

مسئله تعارض بالقوه بین اهداف و سیاست های مدیریت ریسک و سیاست های مربوط به بیشینه سازی ارزش شرکت ها امری مهم و قابل توجه است. چون بسیاری از شرکت ها به خصوص بانک ها و شرکت های بیمه دارای کمیته ویژه ای هستند که وظیفه مدیریت ریسک را برعهده دارند.

در حال حاضر، در ادبیات مالی این حقیقت به طور گسترده ای مورد پذیرش قرار گرفته که مدیریت ریسک می تواند منجر به تعارض منافع بین مدیران شرکت ها و سهامداران گردد، به ویژه در زمان دریافت پاداش مدیران اجرایی براساس خرید سهام، این تعارض تشدید می شود. به نظر می رسد با تشکیل کمیته مدیریت ریسک با حضور مدیران کارآمد و مستقل، تعارض بالقوه مذکور کاهش می یابد. مسئله تعارض بالقوه بین اهداف مدیریت ریسک و سیاست های مربوط به بیشینه سازی ارزش شرکت، می تواند حاکمیت شرکتی را نیز در برگیرد، چون از هیئت مدیره انتظار می رود که اهداف و سیاست های مدیریت ریسک شرکت را تأکید کند و بر شیوه هایی نظارت داشته باشد که برای دستیابی به آن اهداف به کار می رود. حال این سؤال مطرح می گردد که آیا ترکیب کمیته مدیریت ریسک هیئت مدیره نباید منحصراً متشکل از مدیران مستقل باشد؟

در پی رسوایی های اخیر شرکت های بزرگ، نقص های جدی در سیستم حاکمیت شرکتی آشکار گردید. البته، هیئت مدیره به عنوان بخش مهمی در سیستم حاکمیت شرکتی مدنظر قرار می گیرد و به همین دلیل، بیشتر مورد سرزنش و تهمت واقع می شود. بنابراین، تغییراتی در قوانین حاکمیت شرکتی به وجود آمد. قانون جدیدی به منظور پیشگیری از وقوع رسوایی هایی مشابه شرکت های انرون و ورلدکام تحت عنوان «قانون ساربینز آکسلی» در سال ۲۰۰۲ به تصویب رسید. این قانون

۱ حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک، حساس یگانه، یحیی، عضو هیئت علمی دانشگاه علامه طباطبائی، کاظمی، حسین، دانشجوی دوره

دکتری حسابداری

شرایط سخت تری را برای استقلال حسابرسان مستقل، ایفای وظیفه مباشرت هیئت مدیره و کیفیت افشای اطلاعات مالی در نظر گرفت.

طبق قانون ساربنز آکسلی و قانون جدید بورس اوراق بهادار نیویورک، اعضای کمیته حسابرسی باید از دانش مالی برخوردار باشند. زیرا این موضوع به طور یقین موجب بهبود فرآیند نظارت بر تهیه صورت های مالی می شود. همچنین قانون جدید بورس نیویورک، کمیته حسابرسی را ملزم به بحث، بررسی و ارزیابی ریسک شرکت کرده است. لذا، برای انجام این کار اعضای کمیته حسابرسی علاوه بر دارا بودن دانش مالی باید در زمینه های مختلف نظیر اقتصاد، صنعت، قوانین و مقررات و منابع انسانی از دانش کافی برخوردار باشند.

۲-۴-۲ انرون و حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک

انرون قبل از سقوط، به عنوان شرکتی با ابزارهای مناسب مدیریت ریسک مورد ستایش قرار می گرفت و متقاضی جذب کارشناسان خبره برای مدیریت ریسک بود. این شرکت از چندین ابزار مدیریت ریسک از جمله ابزار مشتقه استفاده می کرد. ولی پس از سقوط، به استفاده از فرآیند مدیریت ریسک ضعیف متهم گردید.

یکی از مشکلات گریبان گیر شرکت انرون این بود که چگونه ریسک های مرتبط با تکمیل پروژه ها، مدیریت و کنترل شوند؟ و در حالی که مدیران آن همواره ادعا می کردند که مدیریت ریسک، هنر ما است. اما این ادعا برای کسب شهرت بوده و به طور واقعی به مرحله اجرا در نمی آمد. در حقیقت، به علت قصور در مدیریت ریسک، پروژه هایی به تصویب می رسید که ارزش شرکت را کاهش می داد. بسیاری از مدیران اجرایی شرکت انرون طبق سیستمی براساس اختیار خرید سهام شرکت، پاداش می گرفتند به عنوان نمونه، یکی از مقامات ارشد اجرایی انرون در سال ۲۰۰۰ بیش از ۱۴۰ میلیون دلار پاداش دریافت کرد در حالی که پایه حقوق وی تنها اندکی بیش از یک میلیون دلار بود. به نظر می رسد این شکل پاداش، عاملی کلیدی در تحریف رفتار مدیران باشد.

دمسکی (۲۰۰۳) معتقد است چارچوب تحلیلی با استفاده از افرادی از قبیل مؤسسه حسابرسی مستقل، کمیته حسابرسی، تحلیل گران مالی، کارگزاران، وکلای حقوقی و سرمایه گذاران باید ارائه گردد تا وضعیت انرون و شرکت های ورشکسته مشابه به نحو واقع بینانه تری مورد ارزیابی قرار گیرد.

۳-۴-۲ ارتباط حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک

بین حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک ارتباط نزدیکی وجود دارد که می تواند به سادگی قابل فهم باشد. با تدوین استانداردهای مناسب و قوی برای حاکمیت شرکت می توان فرایند مدیریت ریسک را بهبود بخشید. و با یکپارچه کردن مدیریت ریسک و سیستم های داخلی می توان به تدوین استانداردهای قوی حاکمیت شرکتی اطمینان بخشید.

فدراسیون بین المللی حسابداران (IFAC) در سال ۲۰۰۴، حاکمیت شرکتی را این گونه تعریف می نماید: «تعدادی مسئولیت ها و شیوه های اعمال شده توسط هیئت مدیره و مدیران اجرایی با هدف مشخص کردن مسیر راهبردی که متضمن دستیابی به اهداف، کنترل ریسک ها به طور مناسب و مصرف مسئولانه منابع می باشد.» شایان ذکر است که در تعریف اخیر از کنترل و مدیریت ریسک به عنوان عامل موفقیت شرکت نام برده شده است.

هدف از رویه شماره سه حاکمیت شرکتی کشور استرالیا تحت عنوان «مدیریت ریسک و سیستم های داخلی» این است که «هیأت مدیره و مدیران شرکت ها ملزم به ایجاد و استفاده از ساختاری نظام مند جهت ابلاغ برنامه های مدیریت ریسک پیرامون کمینه کردن زیان ها و بیشینه کردن بهره برداری از فرصت ها هستند.» بنابراین، رویه مذکور با تمرکز بر موارد زیر تدوین شده است:

- شناسایی، ارزیابی، نظارت و مدیریت بر ریسک.
 - آگاهی دادن به سرمایه گذاران پیرامون تغییرات با اهمیت در ریسک شرکت.
- وجود ریسک در شرکت امر عادی و طبیعی است. لذا انعکاس و گزارشگری ریسک نیز امری عادی تلقی شده و در مجموع به نفع شرکت است. چون سرمایه گذاران- اعم از سهامداران و اعتبار

دهندگان- با آگاهی از ریسک شرکت، اعتماد بیشتری به شرکت خواهند کرد و لذا سطح انتظار آنان از سود یا بهره کاهش خواهد یافت و در نتیجه هزینه سرمایه شرکت کمتر خواهد شد.

ترکیب هیأت مدیره بر سیاست ها و اهداف مدیریت ریسک تأثیرگذار است. هرچه تعداد فعالیت های مقابله علیه ریسک شرکت بیشتر خواهد بود. لذا ارجح است که کمیته حسابرسی به بحث، بررسی و ارزیابی ریسک شرکت بپردازد. اند ازه کمیته حسابرسی و استقلال اعضای آن (که هیچ گونه اختیار خرید سهام شرکت را ندارند) منافی برای سهامداران در بردارد.

فصل سوم: روش تحقیق

۳- مقدمه

تحقیق فرایندی است که از طریق آن می‌توان درباره ناشناخته به جستجو پرداخت و نسبت به آن شناخت لازم را کسب کرد. در این فرآیند از چگونگی گردآوری شواهد و تبدیل آنها به یافته‌ها تحت عنوان روش شناسی یاد می‌شود. روش تحقیق علمی، فرایند جستجوی منظم برای مشخص کردن یک موقعیت نامعین است. تحقیق بطور کلی بر کشف اصول عمومی و کلیت‌ها تاکید دارد و ویژگی‌های کلی مجموعه مورد بررسی، مجموعه‌های کوچک‌تر موجود در آن را بدست می‌دهد. تحقیق کنکاش ماهرانه، منظم و دقیق پدیده‌هاست. هر تحقیق علمی شامل مراحل است که لزوماً باید طی شوند. این مراحل عبارتند از: مشاهده، تفکر، فرضیه‌سازی، پیشگویی، آزمون فرضیه‌ها، ارائه تئوری و نظریه.^۱

در این فصل فرضیه‌های تحقیق و روش آزمون فرضیه‌ها تشریح می‌شود و بطور کلی در مورد چارچوب تحقیق از لحاظ موضوعی، زمانی و مکانی نیز صحبت به میان خواهد آمد. در قسمت پایانی فصل نیز روشهای آماری و علت انتخاب این روشها توضیح داده می‌شود و تعیین خواهد شد که فرضیه‌ها از طریق چه روش آماری مورد آزمون و بررسی قرار خواهد گرفت.

۱-۳ فرضیه‌ها

فرضیه عبارت از حدس یا گمان‌اندیشمندانه درباره ماهیت، چگونگی و روابط بین پدیده‌ها، اشیاء و متغیرها است، که محقق را در تشخیص نزدیکترین و محتمل‌ترین راه برای کشف مجهول کمک می‌نماید (حافظ نیا، ۱۳۸۰).

ما در این تحقیق، بررسی خود را به پاسخ‌دهی به سوال زیر معطوف می‌کنیم:

آیا بین استقرار نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و مدیریت ریسک رابطه معناداری وجود دارد؟

۱ دلاور، علی، مبنای نظری و علمی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی، انتشارات رشد، ۱۳۸۰، ص ۴۷

در این تحقیق نظام حاکمیت شرکتی از دو منظر ساختار مالکیت سهامداران و ترکیب هیئت مدیره دیده می‌شود و مورد بررسی قرار می‌گیرد. برای ارزیابی مدیریت ریسک نیز از سه شاخص: ریسک غیر سیستماتیک، ضریب بتا و نسب شارپ استفاده خواهد شد. با توجه به هدف اصلی تحقیق، فرضیات تحقیق به شرح زیر بیان می‌گردد:

۳-۱-۱ فرضیه اصلی اول

بین ساختار مالکیت سهامداران و مدیریت ریسک در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۳-۱-۲ فرضیه اصلی دوم

بین ترکیب هیئت مدیره و مدیریت ریسک در شرکتهای عضو بورس تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۳-۲ متغیرهای تحقیق

متغیرها فرضیه ها را به صورتی نشان می‌دهند که محققان رفتاری و مدیریتی بتوانند آنها را مشاهده واند ازه گیری کنند. متغیرهای موردبررسی در این پژوهش به دو گروه متغیرهای وابسته و متغیرهای مستقل تقسیم می‌شوند.

با مروری بر ادبیات حاکمیت شرکتی ۶ ویژگی حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، نفوذمدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اند ازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره) که انتظار می‌رود بر نحوه سیاست گذاری در مدیریت ریسک نقش اثر گذار داشته باشند، انتخاب شده است و سنجه هایی که برای بیان مدیریت ریسک شرکتهای انتخاب شده‌اند (ریسک غیر سیستماتیک، ضریب بتا، نسبت شارپ)، متغیرهای وابسته محسوب می‌شوند.

۳-۲-۱ متغیرهای مستقل

محققان معیارهای مختلفی را برای ساختار مالکیت شرکتی به کار برده‌اند: دمستز و لهن (۱۹۸۵) درصد سهام در مالکیت ۵ سهامدار برتر، درصد سهام در مالکیت ۲۰ سهامدار برتر و مورک، شلیفر و

ویشنی درصد سهام تملک شده بوسیله مدیران ارشد شرکت را در نظر گرفتند. تامسون و دیگران (۲۰۰۶) نیز مالکیت عمده را بوسیله بخشی از سهامی مورد بررسی قرار داده‌اند که بوسیله سهامدارانی تحصیل شده که حداقل ۵٪ سهام عادی یک شرکت را دارا هستند.

دراین تحقیق مجموع درصد تملک سهامدارانی که حداقل ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند به عنوان یکی از متغیرهای مستقل (تمرکز مالکیت) در نظر گرفته شده است.

با مروری بر ادبیات حاکمیت شرکتی در می‌یابیم الگوهای متفاوت مالکیت از جمله مالکیت نهادی از ویژگیهای حاکمیت شرکتی موثر بر سیاست های مدیریتی بر شمرده شده است: یزدانیان در سال ۱۳۸۵، در دانشگاه علامه طباطبائی به بررسی تاثیر چند معیار از حاکمیت شرکتی بر کاهش مدیریت سود پرداخته است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که تنها حضور سهامداران نهادی بر کاهش مدیریت سود تاثیر دارد. حسینی در سال ۱۳۸۴ در دانشگاه تهران رابطه بین حاکمیت شرکتی و بازده سهامداران را مورد بررسی قرار داده است. در این تحقیق با مطالعه سهامداران نهادی و بررسی اثر آن بر بازده سهامداران، سعی شده است میزان بازده اضافی سهامداران در شرکتهای با حاکمیت خوب محاسبه شود. بنابراین در تحقیق حاضر میزان مالکیت نهادی یکی از متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده است.

طبق ماده ۱۰۷ قانون تجارت، تعداد اعضای هیات مدیره در شرکتهای سهامی نباید از ۵ نفر کمتر باشد. عمدتا در ساختار هیات مدیره شرکتهای سهامی عام در ایران ۵ نفر عضو هیات مدیره وجود دارد. و طبق پیش نویس آیین نامه شرکتی در شرکتهای بزرگ، تعداد اعضای هیات مدیره حداقل هفت نفر خواهد بود.

دراین تحقیق تعداد اعضای هیئت مدیره شرکت به عنوان متغیر مستقل اند از هیئت مدیره در نظر گرفته شده است. نتایج تحقیقات تجربی انجام شده در زمینه نقش اعضای غیر موظف در استقرار نظام حاکمیت شرکتی بسیار مورد اهمیت می‌باشد: ارگان و همکاران (۲۰۰۵) به بررسی نقش اعضای غیر موظف در فرایند تصمیم گیری پرداختند و به این نتیجه رسیدند که از دیدگاه مدیران مالی، اعضای

غیرموظف در حاکمیت خوب نقش مهمی را ایفا می‌کنند. لیانگ و ویر (۱۹۹۹)، ارتباط بین ساختار هیأت مدیره و عملکرد شرکت‌ها را در شانگ‌های چین مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از این تخمین، حاکی است که وجود غیرموظف‌ها در هیأت مدیره، عملکرد شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. شاکر و پیرس (۱۹۹۲) به بررسی ارتباط بین ترکیب هیأت مدیره، عملکرد گذشته و استراتژی‌های شرکت پرداختند. آنها نتیجه گرفتند که بین حضور اعضای غیرموظف به عنوان معیار ترکیب هیأت مدیره و نرخ بازده و دارایی‌ها (ROA)، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و سود خالص هر سهم (EPS) به عنوان معیارهای عملکرد مالی شرکت، ارتباطی مثبت و معنادار وجود دارد.

ازاین رو برای بررسی ترکیب هیئت مدیره از منظر فوق از دو متغیر مستقل نفوذ مدیر عامل (غیر موظف بودن رئیس هیات مدیره) و استقلال هیات مدیره (تعداد اعضای غیر موظف در ترکیب هیئت مدیره) استفاده شده است.

طبق ماده (۲) آیین نامه اصول حاکمیت شرکتی ریاست هیات مدیره و مدیریت عامل شرکت نباید بر عهده یک شخص واحد (حتی نماینده اشخاص حقوقی عضو هیات مدیره) باشد. متغیر مستقل دوغانگی وظیفه مدیر عامل برای سنجش برقراری ویژگی مذکور از نظام حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده است.

جدول (۱-۳) تعریف متغیرهای مستقل تحقیق

ردیف	متغیر	تعریف
۱	تمرکز مالکیت	مجموع درصد تملک سهامداری که حداقل ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند.
۲	مالکیت نهادی	مجموع درصد سهام شرکت که متعلق به بانکها، بیمه ها، نهادهای مالی، شرکتهای هلدینگ، سازمانها و نهادهای دولتی است.
۳	نفوذ مدیر عامل	اگر رئیس هیئت مدیره عضو موظف باشد برابر یک و در غیر اینصورت برابر صفر است.
۴	دوگانگی وظیفه مدیر عامل	اگر مدیر عامل رئیس هیئت مدیره باشد برابر یک و در غیر اینصورت برابر صفر است.
۵	اندازه هیئت مدیره	تعداد اعضای هیئت مدیره شرکت
۶	استقلال هیئت مدیره	تعداد اعضای غیر موظف در ترکیب هیئت مدیره تقسیم بر تعداد کل اعضای هیئت مدیره

۳-۲-۲ متغیرهای وابسته

بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک شرکتهای نیازمند طراحی شاخص یا شاخص هایی برای سنجش مدیریت ریسک شرکتهای فعال در بازار سهام است. در این تحقیق برای ارزیابی مدیریت ریسک از سه شاخص: ریسک غیر سیستماتیک، ضریب بتا و نسب شارپ استفاده می شود. با استفاده از اطلاعات بازدهی یک سهم در مقاطع زمانی دلخواه اطلاعاتی همچون میزان ریسک غیر سیستماتیک، ضریب بتا، نسبت شارپ و ... بررسی می شود.

۳-۲-۲-۱ ریسک غیر سیستماتیک

این ریسک که به ریسک خاص نیز معروف است مختص سرمایه گذاری در سهام خاصی است و با افزایش تنوع سهام موجود در یک پرتفوی می توان از آن اجتناب کرد. در اصطلاح فنی تر، این ریسک نشان دهنده آن قسمت از بازدهی سهام است که با حرکات بازار ارتباطی ندارد. ریسک غیر سیستماتیک، شدت تغییرات بازده سهم در دوره های گذشته است که برابر با انحراف معیار آنست. انحراف معیار بازده شرکتهای نسبت به بازده مورد انتظار، ریسک نامیده می شود.

هر قدر انحراف معیار بازده شرکت نسبت به بازده مورد انتظار بالاتر باشد به معنای این است که سهام شرکت دارای ریسک بالاتری است.

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (r_i - E(r))^2}$$

فرمول ریسک

که در آن :

% بازدهی واقعی: بازده واقعی چند دوره قبل یک سرمایه گذاری میانگین هندسی بازده چند دوره قبل آنست. (دوره : همان مقاطع انتخاب شده)

$$ra = \left(\sqrt[n]{\left(1 + \frac{r_1}{100}\right) \left(1 + \frac{r_2}{100}\right) \dots \left(1 + \frac{r_n}{100}\right)} - 1 \right) \times 100$$

فرمول بازدهی واقعی

% بازدهی انتظاری : بازده انتظاری یک سرمایه گذاری برای دوره بعد، میانگین ساده بازده چند دوره قبل آن سرمایه گذاری است. (دوره : همان مقاطع انتخاب شده)

$$E(r) = \frac{r_1 + r_2 + \dots + r_n}{n}$$

فرمول بازدهی انتظاری

۲-۲-۳ ضریب بتا

بتا شدت تغییرات بازدهی سهم مورد نظر نسبت به بازار یا شاخص شامل آن سهم است. بر طبق مدل CAPM بتا، واحداً ازه گیری ریسک سیستماتیک مربوط به سهام است. در واقع بتا، میزان بالا و پایین رفتن قیمت سهم با میزان بالا و پایین رفتن قیمت کلیه سهام بازار را اندازه گیری می کند. اگر حرکت قیمت سهم یک شرکت کاملاً منطبق با حرکت بازار سهام باشد، گفته می شود که بتای آن سهم برابر یک است. سهامی که بتای آن ۱/۵ باشد در صورت کسب بازدهی ۱۰ درصد بازار، بازدهی برابر ۱۵ درصد کسب خواهد کرد و در صورت بازدهی منفی ۱۰ درصدی برای بازار، بازدهی منفی معدل ۱۵ درصد خواهد داشت. در مقایسه با صرف ریسک بازار سهام، بتا نشان دهنده میزان پاداش مورد توقع سرمایه گذاران در بازار سهام برای تحمل ریسک اضافی است.

طریقه محاسبه بتا بدین صورت است: در یک دوره زمانی مشخص مثلاً یک یکساله، بازدهی‌های روزانه یک سهم با بازدهی‌های روزانه بازار مقایسه شده و از طریق روش‌های آماری ارتباط حرکتی این دو بازدهی باهم مشخص می‌شود.

$$\beta = \frac{\text{Cov}(\text{بازدهی بازار}, \text{بازدهی سهم})}{\text{بازدهی بازار}}$$

که در آن:

%بازدهی بازار: میزان بازدهی بازار در یک محدوده تاریخی است.

فرمول شاخص بازدهی بازار = شاخص کل + (مجموع DPS های شرکتها / ارزش پایه بورس) * ۱۰۰

ارزش پایه بورس فرمول = (ارزش آن روز بورس / شاخص کل آن روز * ۱۰۰)

بنابراین با استفاده از این فرمول شاخص بازدهی روزانه بازار محاسبه می‌شود . برای تهیه بازدهی در

یک دوره زمانی با مقاطع خاص کافی است تا حاصل اختلاف بین ابتدای دوره تا انتهای دوره را در

۱۰۰ ضرب کرده و بازدهی هر دوره را بدست آورد .

$$k_1, k_2, k_3, k_4, k_5, \dots, k_n = \text{فرمول بازدهی بازار}$$

۳-۲-۲-۳ نسبت شارپ

نسبت شارپ مفهومی مشابه نسبت بازده به ریسک دارد با این تفاوت که بازده بدون ریسک در طی

دوره مورد نظر از بازده انتظاری کسر می گردد. از نسبت شارپ به صرفه بودن سرمایه گذاری در

شرکت مورد نظر در مقایسه با سرمایه گذاری بدون ریسک را نیز می توان استخراج کرد. بدین معنا

که منفی بودن نسبت شارپ نشان می دهد که بازده انتظاری سهم مورد نظر از بازده بدون ریسک

کمتر بوده و لذا سرمایه گذاری در چنین شرکتی توجه پذیر بنظر نمی رسد.

نسب شارپ: میزان ریسک، قسمتی از بازدهی سهم که بیشتر از بازدهی بدون ریسک است .

$$S(x) = \frac{(\text{بازدهی بدون ریسک} - \text{بازدهی انتظاری})}{\sigma_x}$$

فرمول نسبت شارپ

R_f = بازدهی انتظاری

$R_f = 15\%$ = بازدهی بدون ریسک

۳-۳ حوزه تحقیق

۳-۳-۱ حوزه موضوعی

حوزه موضوعی تحقیق بررسی اثر استقرار نظام حاکمیت شرکتی بر مدیریت ریسک شرکتها می باشد.

۳-۳-۲ حوزه مکانی و زمانی

پژوهش های مرتبط با حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک، عموماً مستلزم استخراج و گردآوری داده ها از منابع اطلاعاتی شرکتها می باشند. پذیرفته شدن شرکتها و نیز ادامه حضور آنها در بورس مستلزم پاسخگویی به پیش نیازهای تعیین شده از سوی گردانندگان این بازارها است. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند که در دوره ۴ ساله ۸۴-۸۷ دارای ویژگیهای زیر باشند:

۱. در دوره ۴ ساله ۸۴-۸۷ عضو بورس اوراق بهادار تهران باشد
۲. سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد
۳. شرکتها نایستی سال مالی خود را طی دوره های موردنظر تغییر داده باشند.

۴-۳ ابزار جمع آوری داده ها و اطلاعات

در این پژوهش جمع آوری داده ها مبتنی بر دو روش کتابخانه ای و میدانی است. در روش کتابخانه ای برای جمع آوری داده های مبانی نظری تحقیق، ادبیات تحقیق و پیشینه تحقیق از کتب فارسی و لاتین، پایان نامه های مرتبط با موضوع تحقیق، مقالات فارسی و لاتین و پایگاه های اطلاعاتی استفاده شد. در خصوص گردآوری داده های مربوط به متغیرهای تحقیق از کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار و گزارش های مالی شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس و نیز اطلاعات و داده های موجود در نرم افزارهای تدبیر پرداز و ره آورد نوین و اطلاعات موجود در سایت [www. Rdis. ir](http://www.Rdis.ir) (سایت مرکز پژوهشهای سازمان بورس اوراق بهادار) جمع آوری شده است.

۵-۳ روشهای نمونه گیری

نمونه گیری فرآیندی است که طی آن تعدادی از واحدها به گونه ای برگزیده شوند که معرف جامعه بزرگتری که از آن انتخاب شده اند، باشند (خاکی، ۱۳۸۲، ص ۸۵).

جامعه آماری مورد مطالعه کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. انتخاب شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری به علت قابلیت دسترسی و قابلیت اتکای بیشتر به اطلاعات می باشد چرا که این شرکتها بعد از طی مراحل که باید شرایط و معیارهای پذیرش را دارا باشند در بورس پذیرفته می شوند و مراحل حسابرسی و ارائه اطلاعات و . . . در هر دوره با نظارت و کیفیت بهتری انجام می شود و همچنین تنها شرکتهایی هستند که سهام آنها در بورس قیمت گذاری و معامله شده و بیشتر مورد توجه سرمایه گذاران و اعتباردهندگان که به معیارهای عملکرد شرکت توجه دارند، واقع می شوند. برای انتخاب نمونه آماری این تحقیق از روش نمونه گیری حذفی استفاده شده است بدین ترتیب که از بین جامعه آماری تحقیق که کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ملاکهای زیر در نظر گرفته شده است:

۱- شرکتهای مورد نظرا از شرکتهای سرمایه گذاری و واسطه گری نباشند.

۲- اطلاعات مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای تحقیق در مورد آن شرکتها، در طول دوره تحقیق در دسترس باشد.

۳- شرکتهایی که در معاملات آنها وقفه بیش از ۳ ماه نباشد.

با توجه به شرایط فوق شرکتهایی که شرایط لازم را دارا بودند شامل ۶۲ شرکت می‌باشد که نمونه آماری تحقیق را تشکیل می‌دهد. داده های تحقیق از صورتهای مالی حسابرسی شده شرکتهای نمونه آماری تحقیق وبوسیله نرم افزارهای تدبیر پرداز و ره آورد نوین استخراج شده است. پس از طرح فرضیه و تعریف عملیاتی متغیرهای مستقل و وابسته و جمع آوری داده های تحقیق، داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار Excel محاسبه و با نرم‌افزار Spss و Eviews مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند.

۳-۶ روش تحقیق

فرآیند تحقیق، فرآیندی است که طی آن محقق می‌کوشد با پردازش علمی و منظم درون داده ها، فرضیه ها را به بوته آزمایش بگذارد. هدف اصلی در پژوهش علمی شناخت پدید های طبیعی و کشف رابطه میان آنهاست (خاکی، ۱۳۷۸).

انتخاب روش تحقیق بستگی به هدفها، ماهیت موضوع تحقیق و امکانات اجرایی آن دارد. بنابراین هنگامی می‌توان در مورد بررسی و انجام تحقیق تصمیم گرفت که هدفها، ماهیت موضوع تحقیق و نیز وسعت و دامنه آن مشخص باشد. به عبارت دیگر، هدف از انتخاب روش تحقیق آن است که محقق مشخص نماید چه روش و شیوه هایی او را دقیق تر، سریع تر و آسانتر در دستیابی به پاسخ پرسشهای تحقیق موردنظر یاری می‌نماید.

در تحقیق همبستگی بر کشف وجود رابطه بین دو گروه از اطلاعات تاکید می‌شود. اینها اطلاعاتی است که در خصوص یک متغیر در دو جامعه یا دو موقعیت گردآوری شده، یا اطلاعاتی است که درخصوص دو یا چند متغیر در جامعه تهیه شده است. در این تحقیقات محقق می‌خواهد بداند که آیا بین دو چیز یا دو گروه اطلاعات رابطه و هم بستگی وجود دارد یا خیر، یعنی اینکه آیا تغییر در یکی با

تغییر در دیگری همراه است یا خیر، و اگر چنین ارتباطی وجود دارد از چه نوع بوده و میزان آن چقدر است. (حافظ نیا، ۱۳۷۹)

در این تحقیق به منظور بررسی این مسئله که آیا بین استقرار نظام مالکیت شرکتی و مدیریت ریسک رابطه و همبستگی وجود دارد یا خیر، و اگر چنین ارتباطی وجود دارد، از چه نوع بوده و میزان آن چقدر است، رابطه استقرار ویژگیهای نظام حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، نفوذ مدیر عامل، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره) به عنوان متغیر مستقل با مدیریت ریسک شرکتهای جامعه آماری که با سه شاخص (ریسک غیر سیستماتیک، شاخص بتا، نسبت شارپ) سنجیده می شود با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره مورد بررسی قرار می گیرد.

۱-۶-۳ علت انتخاب روشهای آماری

فنون آماری که به منظور یافتن پاسخ برای پرسشهای پژوهش استفاده می شوند نه فقط به طبیعت پرسش بلکه به ماهیت داده های مورد بررسی نیز وابسته اند. بنابراین شناختن خصوصیات از قبیل مقیاس، طیف و شکل توزیع داده ها مقدم بر تجزیه و تحلیل داده ها انجام می گیرد. حاصل چنین شناختی به محقق در انتخاب نوع آزمونهای آماری یاری می رساند زیرا هر روش آماری برای داده هایی مناسب است که فقط در سطح معین اند ازه گیری شده و از توزیع مشخصی برخوردارند. چهار نوع مقیاس اند ازه گیری مهم برای متغیرها وجود دارد: مقیاس اسمی، مقیاس ترتیبی، مقیاس فاصله ای و مقیاس نسبی. با توجه به نحوه گردآوری داده ها در این تحقیق، مقیاس کلیه متغیرها مقیاس نسبی-فاصله ای ارزیابی شد.

فنون آماری به شدت تحت تاثیر مقیاس متغیرها و توزیع آماری جامعه (نمونه) تحقیق هستند. اگر متغیرها از نوع اسمی و رتبه ای باشند، آزمون آنها صرفا به کمک فنون ناپارامتریک انجام می گیرد. مقیاس های اند ازه گیری شده با مقیاس فاصله ای یا نسبی را می توان با روشهای آماری پارامتری

تجزیه و تحلیل کرد. برای تصمیم گیری در مورد استفاده از آزمونهای روشهای آماری مناسب علاوه بر شناسایی مقیاس ها، شناسایی توزیع متغیرهای اصلی پژوهش نیز یک پیش شرط به شمار می آید. اطلاعات جمع آوری شده حاکی از ارضا شرط اول در استفاده از آزمونهای آماری پارامتریک است. بررسی نرمال بودن توزیع متغیرهای تحقیق نیز شرط دوم است.

۲-۶-۳ نحوه آزمون فرضیه های تحقیق

از آنجا که روش مورد استفاده ما در این تحقیق، روش رگرسیون می باشد و این روش نرمال بودن توزیع را به عنوان پیش شرط می پذیرد، ابتدا لازم است که نرمال بودن داده ها آزمون شود. به منظور آزمون نرمال بودن داده ها از آزمون کلموگروف-اسمیرنف استفاده می شود. در این تحقیق با آزمونها و نمودارهای تشخیصی معنی دار بودن مدلهای رگرسیون چند متغیره بررسی گردیده است.

- ۱- شاخصهای مرکزی از جمله میانگین و میانه
- ۲- شاخصهای پراکندگی از جمله انحراف معیار، کشیدگی و چولگی
- ۳- آزمون کلموگروف اسمیرنف و برای باقیمانده ها
- ۴- نمودارهای هیستوگرام برای باقیمانده ها

۳-۷ فرضیه های لازم برای آزمون فرضیه ها

اگر بخواهیم فرضیهایی را در مورد خط رگرسیون جامعه آزمون نمائیم، داده های پژوهش باید دارای فرضیه های دیگری به شرح زیر باشند:

- ۱- نرمال بودن باقیمانده ها
- ۲- همسانی واریانس
- ۳- عدم خود همبستگی باقیمانده ها
- ۴- وجود ارتباط خطی و نداشتن نقاط پرت و تاثیر گذار

در تحقیق حاضر قبل از آزمون فرضیات تحقیق، برقراری پیش فرضهای مدل رگرسیون چند متغیره مورد آزمون قرار گرفت.

فصل چهارم: یافته های تحقیق

۴- مقدمه

در پژوهش‌های علمی، تجزیه و تحلیل داده‌های آماری جمع‌آوری شده از نمونه‌های آماری، مرحله مهمی از تحقیق تلقی می‌شود به علت اینکه محقق، در این مرحله به نتیجه نهایی خواهد رسید. یعنی با استفاده از یک روش تحقیق، داده‌ها تجزیه و تحلیل و فرضیه آزمون و نهایتاً نتیجه‌گیری نهایی برای گزارش انجام خواهد شد.

در این فصل، اطلاعات مربوط به ۶۲ شرکت که نمونه آماری ما را تشکیل داده‌اند در دوره زمانی ۱۳۸۴-۱۳۸۷ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند تا ارتباط بین متغیرها برای آزمون فرضیه تحقیق بررسی شود. داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار Excel محاسبه و با نرم‌افزار Spss و Eviews مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند.

۴-۱ چگونگی تحلیل داده‌ها

تحلیل داده‌ها در بخش آمار توصیفی با محاسبه شاخص‌های مرکزی از جمله میانگین، میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار چولگی و کشیدگی چولگی شروع شده است. این شاخص‌ها به تفکیک و همچنین بصورت کلی انجام شده است. در ادامه، آزمون نرمال بودن متغیر وابسته را مورد بررسی قرار دادیم.

در این فصل ابتدا با استفاده از مدلسازی رگرسیونی صحت فرضیه‌های تحقیق را بررسی و به تایید یا رد آنها می‌پردازیم و سپس با تحلیل و تفسیر نتایج به دست آمده، چرایی رد یا پذیرش فرضیه‌ها را مطالعه می‌کنیم. در ادامه برای تجزیه و تحلیل مدل‌ها برای داده‌های ادغام شده از تحلیل پانلی (Panel) استفاده کردیم این روش که مشابه رگرسیون چندگانه است بنا به ماهیت داده‌ها (سال - شرکت) مورد استفاده قرار گرفته است. در نهایت با اعتبار مدل مورد بحث واقع شده است.

مبنای استنباط از روی سطح معناداری یا P-value یا Significant Level بوده است بدین گونه که هر گاه مقدار احتمال یا سطح معناداری آزمون کمتر از ۰/۰۵ باشد فرضیه صفر در سطح ۹۵ درصد اطمینان رد میشود.

۴-۱-۱ توصیف داده ها

در جدول زیر شاخصهای مرکزی از جمله میانگین و میانه و شاخصهای پراکندگی از جمله انحراف معیار، کشیدگی و چولگی برای متغیرهای مختلف محاسبه شده است مقدار میانگین، متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد. میانه، نشان دهنده این است که ۵۰٪ داده‌ها کمتر از عدد وسط مجموعه و ۵۰٪ داده‌ها بیشتر از عدد وسط مجموعه هستند. نزدیک بودن مقدار میانگین و میانه، تقارن داده‌ها را نشان می‌دهد. انحراف معیار، پراکندگی را نشان می‌دهد و در نهایت، چولگی، شاخص تقارن داده‌هاست. بزرگ بودن میانگین از میانه وجود نقاط بزرگ را در داده‌ها نشان می‌دهد زیرا میانگین تحت تاثیر این مقادیر قرار می‌گیرد در این موارد توزیع داده‌ها چوله به راست است برای مثال تعداد اعضای هیات مدیره و ریسک چوله به راست دارد و در برخی متغیرها مقادیر میانگین و میانه نزدیک به هم است که در این موارد توزیع متغیرها متقارن است تقریباً بقیه متغیرها به غیر از دو متغیر یاد شده تقارن نسبی دارند این ویژگی اهمیت زیادی دارد زیرا تقارن یکی از ویژگیهای توزیع نرمال است که در بند بعد به آن پرداخته خواهد شد. همچنین متغیرهای تعداد اعضای هیات مدیره و ریسک کشیدگی بیشتر از کشیدگی نرمال داشته ولی سایر متغیرها از نظر کشیدگی تا حدودی مشابه توزیع نرمالند.

جدول (۴-۱) محاسبه شاخص‌های مرکزی متغیرها

Statistics

	Mean	Median	Std. Deviation	Skewness	Kurtosis
تمرکز مالکیت	62.2352	66.0000	25.05664	-.424	-.759
مالکیت نهادی	58.5275	58.9000	23.88220	-.265	-.696
تعداد اعضای هیئت مدیره	5.25	5.00	.593	2.551	6.444
درصد اعضای غیرموظف به کل هیئت مدیره	54.78	60.00	24.693	-.682	-.258
ریسک	19.7237	13.0100	20.06641	1.875	3.979
لگاریتم ریسک	2.3703	2.5825	1.37973	-1.412	1.041
ضریب بتا	-1.252	-.055	6.3534	-1.354	.302
نسبت شارپ	-3.0647	-.9500	6.46230	-.919	1.483

در ادامه آماره های میانگین و میانه برای متغیرهای تحقیق و به تفکیک سال محاسبه شده است.

جدول (۲-۴) محاسبه شاخص های مرکزی متغیرها به تفکیک سال

Statistics							
سال		N	Mean	Median	Std. Deviation	Skewness	Kurtosis
		Valid					
84	تمرکز مالکیت	62	62.0953	64.3850	24.66062	-.449	-.714
	مالکیت نهادی	62	57.3027	58.6000	23.45998	-.247	-.643
	تعداد اعضای هیئت مدیره	62	5.24	5.00	.592	2.827	8.605
	درصد اعضای غیرموظف به کل هیئت مدیره	62	53.33	60.00	26.457	-.803	-.407
	ریسک	62	14.5773	11.2100	12.30564	.743	-.544
	لگاریتم ریسک	62	2.0651	2.4167	1.44069	-1.281	1.319
	ضریب بتا	62	-1.233	-.425	3.9886	-1.278	2.052
	نسبت شارپ	62	-4.7211	-1.2500	8.30573	-.494	.669
85	تمرکز مالکیت	62	61.5761	64.7650	24.44651	-.426	-.618
	مالکیت نهادی	62	58.1421	59.6000	23.55631	-.307	-.540
	تعداد اعضای هیئت مدیره	62	5.23	5.00	.525	2.322	4.616
	درصد اعضای غیرموظف به کل هیئت مدیره	62	53.87	60.00	25.075	-.621	-.273
	ریسک	62	24.5242	17.5050	25.72835	1.728	2.742
	لگاریتم ریسک	62	2.4573	2.8621	1.64008	-1.748	4.762
	ضریب بتا	62	-2.897	-1.410	8.2130	-.888	1.278
	نسبت شارپ	62	-2.3031	-.4900	6.22016	-.495	1.672
86	تمرکز مالکیت	61	62.3443	66.0000	25.84163	-.429	-.789
	مالکیت نهادی	61	59.0866	60.2000	24.37235	-.288	-.704
	تعداد اعضای هیئت مدیره	62	5.26	5.00	.571	2.146	3.575
	درصد اعضای غیرموظف به کل هیئت مدیره	61	53.70	60.00	25.416	-.559	-.360
	ریسک	62	20.6532	12.5200	21.19181	1.500	1.569
	لگاریتم ریسک	62	2.4121	2.5257	1.32215	-1.091	2.602
	ضریب بتا	62	-.959	-.200	8.6693	-.908	1.571
	نسبت شارپ	58	-2.7953	-1.0550	5.80871	-1.046	1.085
87	تمرکز مالکیت	62	62.9268	66.2650	25.85239	-.436	-.792
	مالکیت نهادی	62	59.5877	59.0450	24.64677	-.258	-.756
	تعداد اعضای هیئت مدیره	62	5.29	5.00	.687	2.689	7.195
	درصد اعضای غیرموظف به کل هیئت مدیره	62	58.19	60.00	21.880	-.655	.029
	ریسک	62	19.1402	12.6400	17.78790	1.716	3.109
	لگاریتم ریسک	61	2.5497	2.5487	1.02190	-.766	1.103
	ضریب بتا	62	.081	.150	.5310	-1.153	.468
	نسبت شارپ	61	-2.4111	-.9500	4.79314	-.695	1.013

	نفوذ مدیر عامل(مدیر عامل (موظف باشد		دوگانگی وظیفه مدیر عامل(مدیر (عامل رئیس هیئت مدیره باشد	
	Count	%	Count	%
0	1	.4%	246	99.2%
1	247	99.6%	2	.8%

۴-۱-۱-۱ بررسی نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته

نرمال بودن باقیمانده های مدل رگرسیونی یکی از فرضیهایی رگرسیونی است که نشان دهنده اعتبار آزمونهای رگرسیونی است در ادامه با استفاده از آزمون کلموگروف- اسمیرنف^۱ نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته بررسی شده است. زیرا نرمال بودن متغیرهای وابسته به نرمال بودن باقیمانده های مدل (تفاوت مقادیر برآوردی از مقادیر واقعی) می انجامد.

پس لازم است نرمال بودن متغیر وابسته قبل از برآورد پارامترها کنترل شود و در صورت برقرار نبودن این شرط راه حل مناسبی برای نرمال نمودن آنها (از جمله تبدیل نمودن آن) اتخاذ نمود. فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر نوشته می شود.

$$\begin{cases} H_0: & \text{داده ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی می کند} \\ H_1: & \text{داده ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی نمی کند} \end{cases}$$

مقادیر سطح معنی داری هرگاه کمتر از ۰/۰۵ باشد فرض صفر در سطح ۹۵ درصد اطمینان رد خواهد شد. همانگونه که در جداول زیر دیده می شود سطح معنی داری برای دو متغیر وابسته ضریب بتا و نسبت شارپ در سالهای مختلف بیشتر از ۰/۰۵ است. پس فرض صفر رد نمی شود، یعنی داده ها برای متغیرهای وابسته از توزیع نرمال پیروی می کند.

^۱ Kolmogorev-smirnov test

جدول (۳-۴) محاسبه آزمون کلموگروف - اسمیرنوف

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

نوع متغیر	N	Normal Parameters ^{a,b}		Most Extreme Differences			Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Absolute	Positive	Negative		
ریسک	84	62	14.5773	12.30564	.142	-.119	2.376	.000
	85	62	24.5242	25.72835	.183	-.170	1.437	.032
	86	62	20.6532	21.19181	.203	-.166	1.596	.012
	87	62	19.1402	17.78790	.197	-.141	1.555	.016
لگاریتم ریسک	84	62	2.0651	1.44069	.165	-.165	1.299	.068
	85	62	2.4573	1.64008	.139	-.139	1.093	.184
	86	62	2.4121	1.32215	.101	-.101	.796	.550
	87	61	2.5497	1.02190	.107	-.107	.834	.489
ضریب بتا	84	62	-1.233	3.9886	.145	-.145	1.139	.149
	85	62	-2.897	8.2130	.132	-.132	1.040	.230
	86	62	-.959	8.6693	.137	-.137	1.079	.194
	87	62	.081	.5310	.145	-.145	1.145	.145
نسبت شارپ	84	62	-4.7211	8.30573	.280	-.280	1.120	.163
	85	62	-2.3031	6.22016	.315	-.315	1.125	.159
	86	58	-2.7953	5.80871	.259	-.259	.897	.397
	87	61	-2.4111	4.79314	.304	-.304	1.056	.215

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

اما برای متغیر ریسک مقدار سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ است یعنی این متغیر نرمال نیست یکی از روشهای نرمال نموده توزیع متغیرها استفاده از تبدیلات است به خصوص تبدیل لگاریتمی بر روی توزیع متغیرهای چوله به راست مناسب عمل می نماید همانگونه که در جدول بالا دیده میشود توزیع لگاریتم ریسک در سالهای مختلف نرمال بودن توزیع داده ها را نشان داده است زیرا مقادیر سطح معناداری برای لگاریتم ریسک نرمال است. بنابراین توزیع ترکیب داده های نرمال نیز نرمال خواهد بود. لازم به ذکر است هیستوگرام مربوط به باقیمانده های مدلها نیز ترسیم و در پیوست ارائه شده است این نمودارها نیز نرمالیتی تقریبی باقیمانده ها را نشان میدهند.

۲-۴ بررسی فرضیه های تحقیق

فرضیه اصلی این تحقیق مشتمل بر ۳ فرضیه فرعی است که هر کدام از این ۳ فرضیه برای بررسی دقیق تر به ۶ فرضیه فرعی فرعی تقسیم می شود. هر یک از فرضیات فرعی فرعی به بررسی تعدادی از متغیرهای شناسایی شده می پردازد، تا در نهایت تمام متغیرهای شناسایی شده مورد آزمون قرار گیرند. بنابراین در این بخش با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیات فرعی فرضیات فرعی، فرضیات فرعی را تایید یا رد می کنیم و در نهایت پس از بررسی نتایج فرضیات فرعی به تایید یا رد فرضیه اصلی پژوهش می پردازیم. در جدول زیر ارتباط بین فرضیه اصلی و فرضیات فرعی و فرضیات فرعی فرعی بطور خلاصه نشان داده شده است:

جدول (۴-۴) دسته بندی فرضیات تحقیق

فرضیه فرعی اول	شامل ۶ فرضیه: فرضیه فرعی اول الی ششم
فرضیه فرعی دوم	شامل ۶ فرضیه: فرضیه فرعی هفتم الی دوازدهم
فرضیه فرعی سوم	شامل ۶ فرضیه: فرضیه فرعی سیزدهم الی هجدهم

۳-۴ آزمون فرضیات تحقیق با استفاده از روش رگرسیون خطی

رگرسیون خطی برای مدلسازی متغیر وابسته بر مبنای ارتباط خطی با یک یا چند متغیر مستقل بکار می‌رود. در تحقیق حاضر و با توجه به فرضیات موجود با استفاده از رگرسیون دو متغیره وجود رابطه خطی بین متغیرهای مستقل تحقیق (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، نفوذ مدیر عامل، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، اند از هیئت مدیره واند از استقلال هیئت مدیره) و متغیرهای وابسته (ریسک غیر سیستماتیک، ضریب بتا، نسبت شارپ) را بررسی خواهیم کرد.

۴-۴ بررسی فرضیات فرعی تحقیق

داده های تحقیق از صورتهای مالی حسابرسی شده شرکتهای نمونه آماری تحقیق وبوسیله نرم افزارهای تدبیر پرداز و ره آورد نوین استخراج شده است. پس از طرح فرضیه و تعریف عملیاتی متغیرهای مستقل و وابسته و جمع آوری داده های تحقیق، داده های جمع آوری شده با استفاده از نرم افزار Excel محاسبه و با نرم افزار Spss و Eviews مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند. برای بررسی فرضیه اصلی تحقیق فرضیات فرعی مورد بررسی قرار می گیرند و برای بررسی فرضیات فرعی، ابتدا فرضیات فرعی تحقیق مورد آزمون قرار گرفته اند. با توجه به اهداف و ماهیت تحقیق، از روش رگرسیون خطی ساده و تحلیل پانلی برای آزمون فرضیات، استفاده شده است.

۴-۴-۱ بررسی فرضیه فرعی اول

فرضیه فرعی اول: بین ریسک غیر سیستماتیک و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. برای بررسی این فرضیه ابتدا داده های مربوط به ۶ ویژگی منتخب نظام حاکمیت شرکتی در ۶۲ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران و در بین سالهای ۸۴-۸۷ جمع آوری گردید. در این تحقیق

ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی از دو منظر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره از جهت تاثیر گذاری بر مدیریت ریسک مورد بررسی قرار می گیرد.

۶ معیار منتخب نظام حاکمیت شرکتی شامل تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، نفوذ مدیر عامل، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، اند از هیئت مدیره واند از استقلال هیئت مدیره می باشد. سپس با استفاده از آزمون فرض به بررسی وضعیت هر کدام از معیارها می پردازیم. پس ابتدا به بررسی ۶ فرضیه فرعی فرعی (فرضیه فرعی اول تا ششم) که بیان کننده رابطه معناداری بین میزان ریسک غیر سیستماتیک و معیارهای استقرار نظام حاکمیت شرکتی هستند می پردازیم تا بر مبنای این ۶ فرضیه فرعی فرعی، فرضیه فرعی مورد سنجش قرار گیرد.

۱-۴-۴ بررسی فرضیه فرعی اول

فرضیه فرعی اول: بین ریسک غیر سیستماتیک و تمرکز مالکیت در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

در ابتدا به صورت کلی باید نشان دهیم که آیا متغیر وابسته ریسک غیر سیستماتیک در سطح اطمینان ۹۵ درصد با متغیر مستقل تمرکز مالکیت رابطه خطی دارد یا خیر، که جدول زیر نشان می دهد (sig در این جدول از ۵ درصد بیشتر می باشد) با توجه به مقدار ۰، ۲۹۴ برای sig فرض صفر تایید می شود و نشان دهنده این است که رابطه خطی بین متغیر مستقل و وابسته در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت کلی وجود ندارد.

جدول (۴-۵) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک غیر سیستماتیک و متغیر مستقل تمرکز

مالکیت

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	۱۹۰.۲۷۱	۱	۱۹۰.۲۷۱	۱.۱۲۱	.۲۹۴ ^a
Residual	۱۰۱۸۱.۷۳۶	۶۰	۱۶۹.۶۹۶		
Total	۱۰۳۷۲.۰۰۶	۶۱			

a. Predictors: (Constant), Concentration

b. Dependent Variable: UnsystematicRisk

۴-۴-۱-۲ بررسی فرضیه فرعی دوم

فرضیه فرعی دوم: بین ریسک غیر سیستماتیک و مالکیت نهادی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۴-۶) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک غیر سیستماتیک و متغیر مستقل مالکیت

نهادی

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	.Sig
1 Regression	۲۸۴.۰۷۱	۱	۲۸۴.۰۷۱	۱.۶۹۰	.۱۱۹ ^a
Residual	۱۰۰۸۷.۹۳۵	۶۰	۱۶۸.۱۳۲		
Total	۱۰۳۷۲.۰۰۶	۶۱			

a. Predictors: (Constant), Institutional

b. Dependent Variable: UnsystematicRisk

مطابق جدول بالا، Sig مربوط به آزمون رگرسیون ۰،۱۱۹ است، که بزرگ تر از سطح معنی داری ۵٪ است و در نتیجه فرض H_0 تایید می شود و نشان می دهد که رابطه معناداری بین ریسک غیر سیستماتیک و مالکیت نهادی وجود ندارد.

۴-۴-۱-۳ بررسی فرضیه فرعی سوم

فرضیه فرعی سوم: بین ریسک غیر سیستماتیک و نفوذ مدیر عامل شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۴-۷) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک غیر سیستماتیک و متغیر مستقل نفوذ مدیر عامل

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	۳.۱۷۲	۱	۳.۱۷۲	.۰۱۸	.۸۹۳ ^a
Residual	۱۰۳۶۸.۸۳۵	۶۰	۱۷۲.۸۱۴		
Total	۱۰۳۷۲.۰۰۶	۶۱			

a. Predictors: (Constant), Influence

b. Dependent Variable: UnsystematicRisk

مطابق جدول بالا، Sig مربوط به آزمون رگرسیون ۰.۸۹۳ است، که بزرگ تر از سطح معنی داری ۵٪ است و در نتیجه فرض H_0 تایید می شود و نشان می دهد که رابطه معناداری بین ریسک غیر سیستماتیک و نفوذ مدیر عامل وجود ندارد.

۴-۴-۱-۴ بررسی فرضیه فرعی چهارم

فرضیه فرعی چهارم: بین ریسک غیر سیستماتیک و دوگانگی وظیفه مدیر عامل در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۴-۸) رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک غیر سیستماتیک و متغیر مستقل دوگانگی وظیفه مدیر عامل

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.۲۸۷	۱	.۲۸۷	.۰۰۲	.۰۴۸ ^a
Residual	۱۰۳۷۱.۷۱۹	۶۰	۱۷۲.۸۶۲		
Total	۱۰۳۷۲.۰۰۶	۶۱			

a. Predictors: (Constant), Responsibility

b. Dependent Variable: UnsystematicRisk

با توجه به مقدار ۰،۴۸ برای sig فرض صفر رد می‌شود و نشان دهنده این است که رابطه خطی بین متغیر مستقل و وابسته در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت کلی وجود دارد.

حال ضرایب رگرسیون خطی را برای پیش بینی اثر متغیر مستقل روی متغیر وابسته بوسیله تست T به دست می‌آوریم.

جدول (۴-۹) ضرایب مدل رگرسیون برازش داده شده با استفاده از متغیر وابسته ریسک غیر سیستماتیک

و متغیر مستقل دوگانگی وظیفه مدیر عامل

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	۲۱.۳۴۴	۱.۶۹۷		۱۲.۵۷۵	.۰۰۰		
Responsibility	۱.۵۴۱	۳۷.۸۰۲	.۰۰۵	.۰۴۱	.۰۴۸	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰

a. Dependent Variable: UnsystematicRisk

۱-۴-۱-۴-۴ اعتبار سنجی مدل

برای آنکه یک مدل رگرسیون خطی قابل استفاده باشد، بایستی دارای یک سری شرایط باشد. داشتن توزیع نرمال با میانگین صفر و واریانس یک برای خطاها، یکی از آنها است (مومنی، ۱۳۸۹). به عبارت دیگر، در صورتی که مدل برازش داده شده مناسب باشد، باقیمانده‌ها باید از توزیع نرمال پیروی کنند. خطا یا باقیمانده، تفاوت بین مقدار مشاهده شده متغیر مستقل و مقادیر پیش بینی شده بوسیله مدل رگرسیون است.

همانگونه که در جداول * و اشکال * برای مدل بیان کننده رابطه معناداری بین ریسک غیر سیستماتیک و دوگانگی وظیفه مدیر عامل، با بررسی مقادیر باقیمانده حاصل از مدل برازش داده شده مشاهده شد که توزیع باقیمانده‌ها نرمال است. همچنین واریانس خطاها ثابت بوده و مقادیر خطاها مستقل هستند.

جدول (۴-۱۰) نتایج تحلیل آماری باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ریسک

غیر سیستماتیک و دوگانگی وظیفه مدیر عامل

Residuals Statistics^a

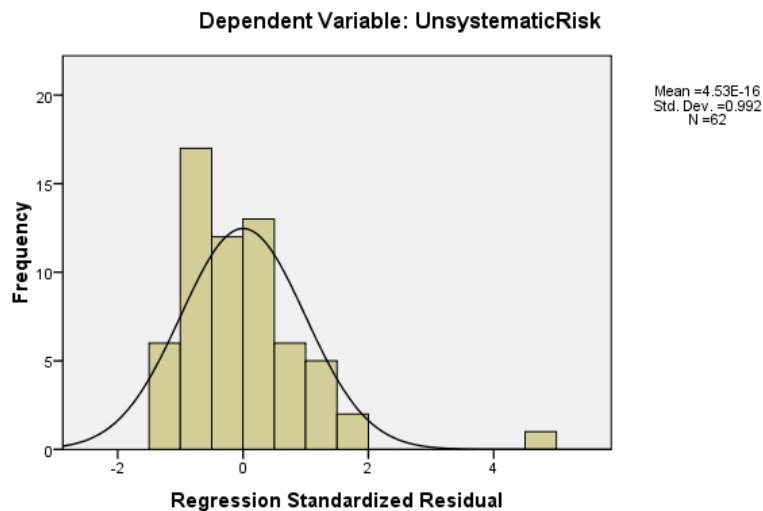
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	۲۱.۳۴۳۶	۲۱.۷۲۸۸	۲۱.۳۵۶۰	.۰۶۸۶۱	۶۲
Residual	-۱.۰۶۶۸۶E۱	۶۴.۲۵۳۹۱	.۰۰۰۰۰	۱۳.۰۳۹۴۹	۶۲
Std. Predicted Value	-.۱۸۱	۵.۴۳۳	.۰۰۰	۱.۰۰۰	۶۲
Std. Residual	-۱.۱۹۲	۴.۸۸۷	.۰۰۰	.۹۹۲	۶۲

a. Dependent Variable: UnsystematicRisk

نمودار (۴-۱۱) بررسی نرمال بودن باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ریسک

غیر سیستماتیک و دوگانگی وظیفه مدیر عامل

Histogram



شرط دیگر رگرسیون خطی آن است که بین خطاها همبستگی وجود نداشته باشد. در صورتی که خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند، امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر از آزمون دوربین واتسون استفاده می شود. چنانچه مقدار حاصل از این آزمون مقداری بین ۰.۱ و ۰.۲ بدست آید، فرض عدم همبستگی بین خطاها پذیرفته می شود.

میزان این آماره برای رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ریسک غیر سیستماتیک و دوگانگی وظیفه مدیر عامل برابر ۱.۸۲۳ به دست آمده است که مقدار آماره در بازه قابل قبول قرار دارد.

جدول (۱۱-۴) بررسی استقلال خطاها

Model Summary^a

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
۱	.۶۳۲ ^a	.۴۰۰	.۳۶۸	.۵۲۰۷۱	۱.۸۲۳

a. Predictors: (Constant), Responsibility

b. Dependent Variable: UnsystematicRisk

فرض دیگر برای اعتبار مدل عدم وجود همبستگی یا هم خطی بین متغیرهای مستقل است. هم خطی وضعیتی است که نشان می دهد یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. اگر همخطی در یک معادله رگرسیون بالا باشد، بدین معنی است که بین متغیرهای مستقل همبستگی بالایی وجود دارد و ممکن است با وجود بالا بودن ضریب تعیین، مدل دارای اعتبار بالایی نباشد. به عبارت دیگر با وجود آن که مدل خوب به نظر می رسد ولی دارای متغیرهای مستقل معنی داری نمی باشد. برای بررسی هم خطی از ضریب تورم واریانس^۱ (VIF) استفاده می شود. در صورتیکه مجموعه متغیرهای مستقل همبسته نباشند، در این صورت ضریب تورم واریانس برابر ۱ می شود. اگر مجموعه متغیرهای مستقل از همبستگی داخلی بالایی برخوردار باشند، در این صورت ضریب تورم واریانس مقدار زیادی پیدا می کند. مارکارت (۱۹۸۰) پیشنهاد کرده است که اگر این ضریب برای یک متغیر بیشتر از ۱۰ شود، همبستگی خیلی زیاد بین آن متغیر با سایر متغیرها وجود دارد. با مشاهده ستون آخر جدول (جدول ضرایب مدل رگرسیون برازش داده شده با استفاده از متغیر وابسته ریسک غیر سیستماتیک و متغیر مستقل دوگانگی وظیفه مدیر عامل) مشاهده می شود که این ضریب

^۱ Variance Inflation Factor

برای متغیر برابر ۱ می‌باشد. بنابراین فرض هم خطی رد می‌شود. بر مبنای توضیحات فوق، مدل رگرسیون برای استدلال فرضیه صحیح بوده و معتبر و قابل اطمینان است.

۴-۴-۱-۵ بررسی فرضیه فرعی پنجم

فرضیه فرعی پنجم: بین ریسک غیر سیستماتیک واند از هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۴-۱۲) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک غیر سیستماتیک و متغیر مستقل انداز هیئت

مدیره

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	۳۰.۲۴۶	۱	۳۰.۲۴۶	.۱۷۵	.۶۷۷ ^a
Residual	۱۰۳۴۱.۷۶۰	۶۰	۱۷۲.۳۶۳		
Total	۱۰۳۷۲.۰۰۶	۶۱			

a. Predictors: (Constant), Size

b. Dependent Variable: UnsystematicRisk

مطابق جدول بالا، Sig مربوط به آزمون رگرسیون ۰،۶۷۷ است، که بزرگ تر از سطح معنی داری ۵٪ است و در نتیجه فرض H_0 تایید می‌شود و نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین ریسک غیر سیستماتیک واند از هیئت مدیره وجود ندارد.

۴-۴-۱-۶ بررسی فرضیه فرعی ششم

فرضیه فرعی ششم: بین ریسک غیر سیستماتیک واند از استقلال هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۱۳-۴) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک غیر سیستماتیک و متغیر مستقل اندازه

استقلال هیئت مدیره

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	۳۹.۸۱۴	۱	۳۹.۸۱۴	.۲۳۱	.۰۳۲ ^a
	Residual	۱۰۳۳۲.۱۹۳	۶۰	۱۷۲.۲۰۳		
	Total	۱۰۳۷۲.۰۰۶	۶۱			

a. Predictors: (Constant), Independence

b. Dependent Variable: UnsystematicRisk

همانگونه که از جدول فوق استخراج می شود مقدار sig برابر ۰.۰۳۲ می باشد که این میزان کمتر از

۵٪ بوده و نشان دهنده این است که رابطه خطی بین متغیر مستقل و وابسته در سطح اطمینان ۹۵

درصد به صورت کلی وجود دارد.

با وجود نتیجه فوق ضرایب رگرسیون خطی را برای پیش بینی اثر متغیر مستقل روی متغیر وابسته

بوسیله تست T به دست می آوریم.

جدول (۱۴-۴) ضرایب مدل رگرسیون برازش داده شده با استفاده از متغیر وابسته ریسک غیر سیستماتیک

و متغیر مستقل اندازه استقلال هیئت مدیره

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	۱۹.۳۹۶	۴.۴۰۴		۴.۴۰۴	.۰۰۰		
	Independence	.۰۳۶	.۰۷۵	.۰۶۲	.۴۸۱	.۰۳۲	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰

a. Dependent Variable: UnsystematicRisk

۴-۴-۱-۶-۱ اعتبار سنجی مدل

همانگونه که در جداول * و اشکال * برای مدل بیان کننده رابطه معناداری بین ریسک غیر سیستماتیک واند ازه استقلال هیئت مدیره، با بررسی مقادیر باقیمانده حاصل از مدل برازش داده شده مشاهده شد که توزیع باقیمانده‌ها نرمال است. همچنین واریانس خطاها ثابت بوده و مقادیر خطاها مستقل هستند.

جدول (۴-۱۵) نتایج تحلیل آماری باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ریسک

غیر سیستماتیک واند ازه استقلال هیئت مدیره

Residuals Statistics^a

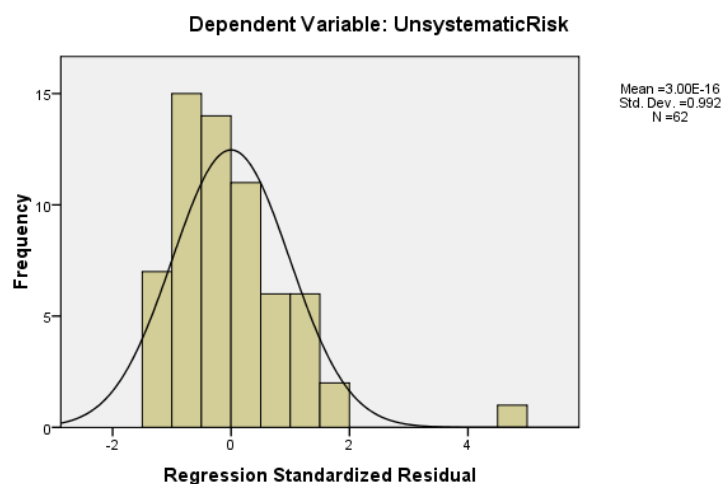
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	۱۹, ۳۹۵۹	۲۲, ۸۰۹۱	۲۱, ۳۵۶۰	, ۸۰۷۸۹	۶۲
Residual	-۱, ۶۲۸۷۷E۱	۶۳, ۶۸۶۶۲	, ۰۰۰۰۰	۱۳, ۰۱۴۶۲	۶۲
Std. Predicted Value	-۲, ۴۲۶	۱, ۷۹۹	, ۰۰۰	۱, ۰۰۰	۶۲
Std. Residual	-۱, ۲۴۱	۴, ۸۵۳	, ۰۰۰	, ۹۹۲	۶۲

a. Dependent Variable: UnsystematicRisk

نمودار (۴-۲) بررسی نرمال بودن باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ریسک

غیر سیستماتیک واند ازه استقلال هیئت مدیره

Histogram



شرط دیگر رگرسیون خطی آن است که بین خطاها همبستگی وجود نداشته باشد. میزان آماره دوربین و اتسون برای رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ریسک غیر سیستماتیک و استقلال هیئت مدیره برابر ۵۱۳.۱ به دست آمده است که مقدار آماره در بازه قابل قبول قرار دارد.

جدول (۴-۱۶) بررسی استقلال خطاها

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
۱	.۰۶۲ ^a	.۳۸۶	.۳۲۰	۱۳.۱۲۲۶۲	۱.۵۱۳

a. Predictors: (Constant), Independence

b. Dependent Variable: UnsystematicRisk

فرض دیگر برای اعتبار مدل عدم وجود همبستگی یا هم خطی بین متغیرهای مستقل است. که میزان ضریب تورم واریانس (VIF) در این مدل برابر ۱ می باشد که در نتیجه آن فرض هم خطی رد می شود.

۴-۴-۲ بررسی نتایج آزمون فرضیه فرعی اول

فرضیه فرعی اول: بین ریسک غیر سیستماتیک و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۴-۱۷) خلاصه‌ای از نتایج تحلیل فرضیه‌ها

فرضیه		متغیرهای مستقل	متغیر وابسته	پذیرش یا رد فرضیه
H۱	وجود رابطه معناداری بین ریسک غیر سیستماتیک و استقرار نظام حاکمیت شرکتی	تمرکز مالکیت	ریسک غیر سیستماتیک	-
		مالکیت نهادی	ریسک غیر سیستماتیک	-
		نفوذ مدیر عامل	ریسک غیر سیستماتیک	-
		دوگانگی وظیفه مدیر عامل	ریسک غیر سیستماتیک	●
		اندازه هیئت مدیره	ریسک غیر سیستماتیک	-
		استقلال هیئت مدیره	ریسک غیر سیستماتیک	●

همانگونه که بطور خلاصه در جدول فوق مشاهده می‌شود نتایج حاصل از آزمون فرضیات فرعی فرعی بیان کننده فرضیه فرعی اول حاکی از این است که بین ریسک غیر سیستماتیک و دو ویژگی از اجزای استقرار نظام حاکمیت شرکتی (دوگانگی وظیفه مدیر عامل و استقلال هیئت مدیره) رابطه معنادار وجود دارد و در خصوص سایر ویژگی‌های مورد نظر (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، نفوذ مدیر عامل، اندازه هیئت مدیره) فرض صفر تایید می‌شود و در نتیجه رابطه معناداری وجود ندارد.

۴-۴-۳ بررسی فرضیه فرعی دوم

فرضیه فرعی دوم: بین ضریب بتا و استقرار ویژگی‌های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

برای بررسی این فرضیه پس از جمع آوری داده‌های مربوط به ۶ ویژگی منتخب نظام حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، نفوذ مدیر عامل، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، اندازه هیئت

مدیره واند ازه استقلال هیئت مدیره) در ۶۲ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران و در بین سالهای ۸۴-۸۷ نرم افزار SPSS برای تجزیه و تحلیل داده ها مورد استفاده قرار گرفت. .

پس ابتدا به بررسی ۶ فرضیه فرعی فرعی (فرضیه فرعی هفتم تا دوازدهم) که بیان کننده رابطه معناداری بین میزان ضریب بتا و معیارهای استقرار نظام حاکمیت شرکتی هستند می پردازیم تا بر مبنای این ۶ فرضیه فرعی فرعی، فرضیه فرعی مورد سنجش قرار گیرد.

۱-۳-۴ بررسی فرضیه فرعی فرعی هفتم

فرضیه فرعی فرعی هفتم: بین ضریب بتا و تمرکز مالکیت در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول زیر نشان دهنده این است که آیا به صورت کلی متغیر وابسته ضریب بتا در سطح اطمینان ۹۵ درصد با متغیر مستقل تمرکز مالکیت رابطه خطی دارد یا خیر، (sig در این جدول از ۵ درصد بیشتر می باشد) با توجه به مقدار ۰، ۷۹۱ برای sig فرض صفر تایید می شود و نشان دهنده این است که رابطه خطی بین متغیر مستقل و وابسته در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت کلی وجود ندارد.

جدول (۱۸-۴) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک ضریب بتا و متغیر مستقل تمرکز مالکیت

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
۱ Regression	.۷۰۷	۱	.۷۰۷	.۰۷۱	.۷۹۱ ^a
Residual	۶۰۰.۰۵۴	۶۰	۱۰.۰۰۱		
Total	۶۰۰.۷۶۱	۶۱			

a. Predictors: (Constant), Concentration

b. Dependent Variable: BetaRatio

۲-۳-۴ بررسی فرضیه فرعی فرعی هشتم

فرضیه فرعی فرعی هشتم: بین ضریب بتا و مالکیت نهادی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۱۹-۴) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته ضریب بتا و متغیر مستقل مالکیت نهادی

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.۰۱۲	۱	.۰۱۲	.۰۰۱	.۰۴۳ ^a
Residual	۶۰۰.۷۵۰	۶۰	۱۰.۰۱۲		
Total	۶۰۰.۷۶۱	۶۱			

a. Predictors: (Constant), Institutional

b. Dependent Variable: BetaRatio

مطابق جدول بالا، Sig مربوط به آزمون رگرسیون ۰.۰۴۳ است، که کوچکتر از سطح معنی داری ۵٪ است و در نتیجه فرض H_0 رد می شود و نشان می دهد که رابطه معناداری بین ضریب بتا و مالکیت نهادی وجود دارد.

در نتیجه در ادامه ضرایب رگرسیون خطی را برای پیش بینی اثر متغیر مستقل روی متغیر وابسته بوسیله تست T به دست می آوریم.

جدول (۲۰-۴) ضرایب مدل رگرسیون برازش داده شده با استفاده از متغیر وابسته ضریب بتا و متغیر مستقل

دوگانگی وظیفه مدیر عامل

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-۱.۲۵۲	۱.۰۷۳		-۱.۱۶۷	.۰۴۳		
Institutional	.۰۰۰	.۰۱۷	-.۰۰۴	-.۰۳۴	.۹۷۳	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰

a. Dependent Variable: BetaRatio

۱-۲-۳-۴-۴ اعتبار سنجی مدل

همانگونه که در جداول و اشکال برای مدل بیان کننده رابطه معناداری بین ضریب بتا و مالکیت نهادی، با بررسی مقادیر باقیمانده حاصل از مدل برازش داده شده مشاهده شد که توزیع باقیمانده ها نرمال است. همچنین واریانس خطاها ثابت بوده و مقادیر خطاها مستقل هستند.

جدول (۲۱-۴) نتایج تحلیل آماری باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ضریب بتا

و مالکیت نهادی

Residuals Statistics^a

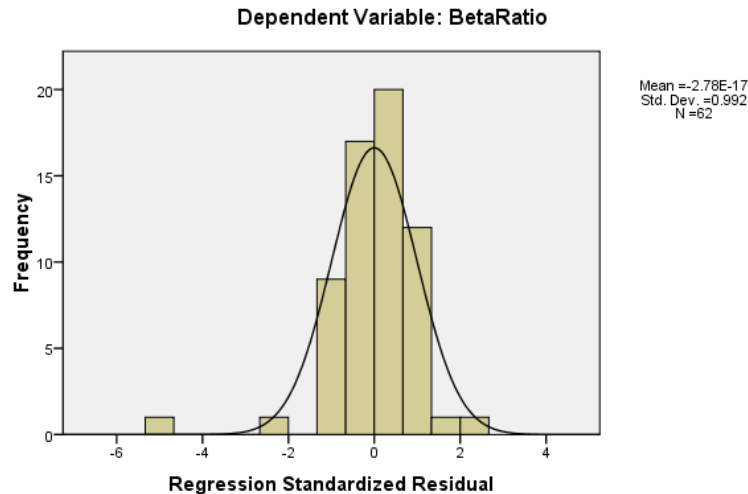
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-۱.۳۰۷۴	-۱.۲۵۸۲	-۱.۲۸۵۴	.۱۳۷۵	۶۲
Residual	-۱.۴۹۲۹۶E۱	۸.۴۱۳۷۶	.۰۰۰۰۰	۳.۱۳۸۲۱	۶۲
Std. Predicted Value	-۱.۶۰۰	۱.۹۷۸	.۰۰۰	۱.۰۰۰	۶۲
Std. Residual	-۴.۷۱۸	۲.۶۵۹	.۰۰۰	.۹۹۲	۶۲

a. Dependent Variable: BetaRatio

نمودار (۳-۴) بررسی نرمال بودن باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین

ضریب بتا و مالکیت نهادی

Histogram



شرط دیگر رگرسیون خطی آن است که بین خطاها همبستگی وجود نداشته باشد. میزان آماره

دوربین واتسون برای رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ریسک غیر سیستماتیک و استقلال

هیئت مدیره برابر ۱.۹۳۳ به دست آمده است که مقدار آماره در بازه قابل قبول قرار دارد.

جدول (۲۲-۴) بررسی استقلال خطاها

Model Summary^a

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
۱	.۰۰۴ ^a	.۰۰۰	-.۰۱۷	۳.۱۶۴۲۵	۱.۹۳۳

a. Predictors: (Constant), Institutional

b. Dependent Variable: BetaRatio

فرض دیگر برای اعتبار مدل عدم وجود همبستگی یا هم خطی بین متغیرهای مستقل است. که میزان ضریب تورم واریانس (VIF) در این مدل برابر ۱ می باشد که در نتیجه آن فرض هم خطی رد می شود

۳-۴-۳-۴ بررسی فرضیه فرعی فرعی نهم

فرضیه فرعی فرعی نهم: بین ضریب بتا و نفوذ مدیر عامل شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۲۳-۴) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته ضریب بتا و متغیر مستقل نفوذ مدیر عامل

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
۱	Regression	.۷۳۴	۱	.۷۳۴	.۰۷۳	.۰۳۹ ^a
	Residual	۶۰۰.۰۲۷	۶۰	۱۰.۰۰۰		
	Total	۶۰۰.۷۶۱	۶۱			

a. Predictors: (Constant), Influence

b. Dependent Variable: BetaRatio

مطابق جدول بالا، Sig مربوط به آزمون رگرسیون ۰،۰۳۹ است، که کوچکتر از سطح معنی داری ۵٪ است و در نتیجه فرض H_0 رد می شود و نشان می دهد که رابطه معناداری بین ضریب بتا و نفوذ مدیر عامل وجود دارد.

در نتیجه در ادامه ضرایب رگرسیون خطی را برای پیش بینی اثر متغیر مستقل روی متغیر وابسته بوسیله تست T به دست می‌آوریم. که نشان دهنده یک رابطه منفی بین متغیر مستقل و وابسته می‌باشد.

جدول (۴-۲۴) ضرایب مدل رگرسیون برازش داده شده با استفاده از متغیر وابسته ضریب بتا و متغیر

مستقل نفوذ مدیر عامل

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-۱.۲۵۲	۱.۰۷۳		-۱.۱۶۷	.۰۴۳		
Institutional	.۰۰۰	.۰۱۷	-.۰۰۴	-.۰۳۴	.۹۷۳	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰

a. Dependent Variable: BetaRatio

۱-۳-۳-۴-۴ اعتبار سنجی مدل

برای مدل بیان کننده رابطه معناداری بین ضریب بتا و نفوذ مدیر عامل، با بررسی مقادیر باقیمانده حاصل از مدل برازش داده شده مشاهده شد که توزیع باقیمانده‌ها نرمال است. همچنین واریانس خطاها ثابت بوده و مقادیر خطاها مستقل هستند.

جدول (۴-۲۵) نتایج تحلیل آماری باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ضریب

بتا و نفوذ مدیر عامل

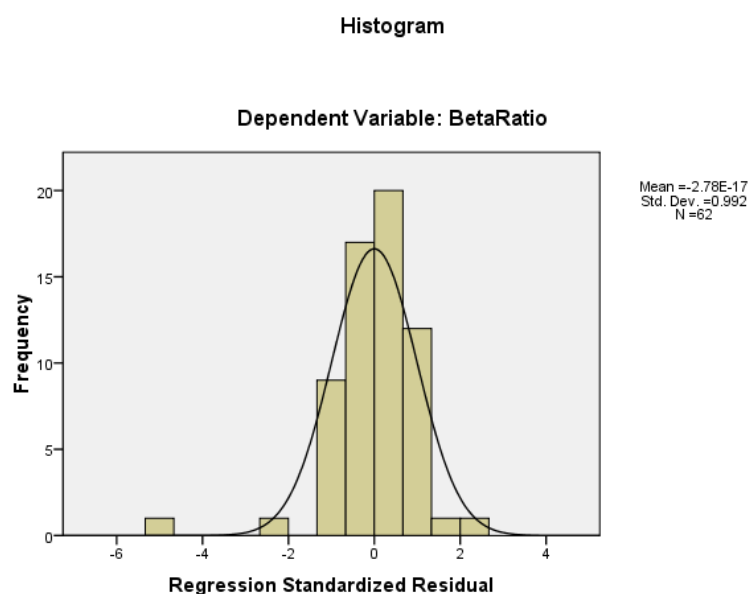
Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-۲.۱۳۵۰	-۱.۲۷۱۴	-۱.۲۸۵۴	.۱۰۹۶۷	۶۲
Residual	-۱.۴۹۴۳۶E۱	۸.۳۹۸۹۳	.۰۰۰۰۰	۳.۱۳۶۳۲	۶۲
Std. Predicted Value	-.۷.۷۴۷	.۱۲۷	.۰۰۰	۱.۰۰۰	۶۲
Std. Residual	-۴.۷۲۵	۲.۶۵۶	.۰۰۰	.۹۹۲	۶۲

a. Dependent Variable: BetaRatio

نمودار (۴-۴) بررسی نرمال بودن باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ضریب بتا

و نفوذ مدیر عامل



شرط دیگر رگرسیون خطی آن است که بین خطاها همبستگی وجود نداشته باشد. میزان آماره

دوربین واتسون برای رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ضریب بتا و نفوذ مدیر عامل برابر ۱.

۹۴۶ به دست آمده است که مقدار آماره در بازه قابل قبول قرار دارد.

جدول (۴-۲۶) بررسی استقلال خطاها

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
۱	.۰۳۵ ^a	.۳۴۱	-.۲۸۵	۳.۱۶۲۳۵	۱.۹۴۶

a. Predictors: (Constant), Influence

b. Dependent Variable: BetaRatio

فرض دیگر برای اعتبار مدل عدم وجود همبستگی یا هم خطی بین متغیرهای مستقل است. که میزان ضریب تورم واریانس (VIF) در این مدل برابر ۱ می‌باشد که در نتیجه آن فرض هم خطی رد می‌شود.

۴-۳-۴ بررسی فرضیه فرعی دهم

فرضیه فرعی دهم: بین ضریب بتا و دوگانگی وظیفه مدیر عامل در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۴-۲۷) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته ضریب بتا و متغیر مستقل دوگانگی وظیفه مدیر عامل

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	۴.۰۹۲	۱	۴.۰۹۲	.۴۱۱	.۵۲۴ ^a
	Residual	۵۹۶.۶۶۹	۶۰	۹.۹۴۴		
	Total	۶۰۰.۷۶۱	۶۱			

a. Predictors: (Constant), Responsibility

b. Dependent Variable: BetaRatio

با توجه به مقدار ۰،۵۲۴ برای sig فرض صفر تایید می‌شود و نشان دهنده این است که رابطه خطی بین متغیر مستقل و وابسته در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت کلی وجود ندارد.

۴-۳-۵ بررسی فرضیه فرعی یازدهم

فرضیه فرعی یازدهم: بین ضریب بتا واندازه هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۴-۲۸) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک ضریب بتا و متغیر مستقل اندازه هیئت مدیره

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	۱۹.۶۷۴	۱	۱۹.۶۷۴	۲.۰۳۱	.۱۵۹ ^a
Residual	۵۸۱.۰۸۷	۶۰	۹.۶۸۵		
Total	۶۰۰.۷۶۱	۶۱			

a. Predictors: (Constant), Size

b. Dependent Variable: BetaRatio

مطابق جدول بالا، Sig مربوط به آزمون رگرسیون ۰، ۱۵۹ است، که بزرگ تر از سطح معنی داری ۵٪ است و در نتیجه فرض H_0 تایید می شود و نشان می دهد که رابطه معناداری بین ضریب بتا و اندازه هیئت مدیره وجود ندارد.

۴-۳-۵ بررسی فرضیه فرعی دوازدهم

فرضیه فرعی فرعی دوازدهم : بین ضریب بتا و اندازه استقلال هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۴-۲۹) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته ضریب بتا و متغیر مستقل اندازه استقلال هیئت مدیره

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	۳۰.۰۱۶	۱	۳۰.۰۱۶	۳.۱۵۵	.۰۲۱ ^a
Residual	۵۷۰.۷۴۵	۶۰	۹.۵۱۲		
Total	۶۰۰.۷۶۱	۶۱			

a. Predictors: (Constant), Independence

b. Dependent Variable: BetaRatio

همانگونه که از جدول فوق استخراج می شود مقدار sig برابر ۰، ۰۲۱ می باشد که این میزان کمتر از ۵٪ بوده و نشان دهنده این است که رابطه خطی بین متغیر مستقل و وابسته در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت کلی وجود دارد.

با وجود نتیجه فوق ضرایب رگرسیون خطی را برای پیش بینی اثر متغیر مستقل روی متغیر وابسته

بوسیله تست T به دست می آوریم. که بیانگر رابطه منفی بین متغیر وابسته و مستقل می باشد.

جدول (۳۰-۴) ضرایب مدل رگرسیون برازش داده شده با استفاده از متغیر وابسته ضریب بتا و متغیر

مستقل اند از استقلال هیئت مدیره

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	.Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	۴۱۷.	۱.۰۳۵		۴۰۲.	۶۸۹.		
Independence	-.۰۳۱	۰.۱۸.	-.۲۲۴	-۱.۷۷۶	۰.۸۱.	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰

a. Dependent Variable: BetaRatio

۱-۵-۳-۴ اعتبار سنجی مدل

با بررسی مقادیر باقیمانده حاصل از مدل برازش داده شده مدل بیان کننده رابطه معناداری بین

ضریب بتا واند از استقلال هیئت مدیره، مشاهده شد که توزیع باقیمانده ها نرمال است. همچنین

واریانس خطاها ثابت بوده و مقادیر خطاها مستقل هستند.

جدول (۳۱-۴) نتایج تحلیل آماری باقیمانده ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ضریب بتا

واند از استقلال هیئت مدیره

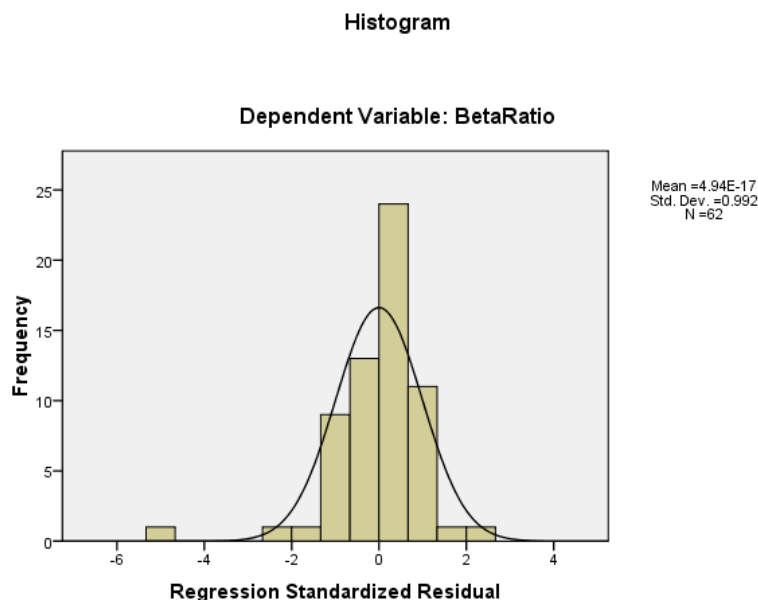
Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-۲.۰۴۷۰	.۴۱۶۵	-۱.۲۸۵۴	.۷۰۱۴۷	۶۲
Residual	-۱.۴۴۴۷۹E۱	۷.۹۵۸۷۹	.۰۰۰۰۰	۳.۰۵۸۸۴	۶۲
Std. Predicted Value	-۱.۷۹۹	۲.۴۲۶	.۰۰۰	۱.۰۰۰	۶۲
Std. Residual	-۴.۶۸۴	۲.۵۸۰	.۰۰۰	.۹۹۲	۶۲

a. Dependent Variable: BetaRatio

نمودار (۴-۵) بررسی نرمال بودن باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ریسک

غیر سیستماتیک و اندازه استقلال هیئت مدیره



شرط دیگر رگرسیون خطی آن است که بین خطاها همبستگی وجود نداشته باشد. میزان آماره دوربین واتسون برای رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ضریب بتا و استقلال هیئت مدیره برابر ۲، ۰۳۱ به دست آمده است که مقدار آماره در بازه قابل قبول قرار دارد.

جدول (۴-۳۲) بررسی استقلال خطاها

Model Summary^a

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
۱	.۲۲۴ ^a	.۵۰۰	.۳۴۰	۳.۰۸۴۲۲	۲.۰۳۱

a. Predictors: (Constant), Independence

b. Dependent Variable: BetaRatio

فرض دیگر برای اعتبار مدل عدم وجود همبستگی یا هم خطی بین متغیرهای مستقل است. که

میزان ضریب تورم واریانس (VIF) در این مدل برابر ۱ می‌باشد که در نتیجه آن فرض هم خطی رد

می‌شود.

۴-۳-۴-۶ بررسی نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

فرضیه فرعی دوم : بین ضریب بتا و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۴-۳۳) خلاصه‌ای از نتایج تحلیل فرضیه ها

فرضیه		متغیرهای مستقل	متغیر وابسته	پذیرش یا رد فرضیه
H۱	وجود رابطه معناداری بین ضریب بتا و استقرار نظام حاکمیت شرکتی	تمرکز مالکیت	ضریب بتا	-
		مالکیت نهادی	ضریب بتا	●
		نفوذ مدیر عامل	ضریب بتا	●(-)
		دوگانگی وظیفه مدیر عامل	ضریب بتا	-
		اندازه هیئت مدیره	ضریب بتا	-
		استقلال هیئت مدیره	ضریب بتا	●(-)

همانگونه که بطور خلاصه در جدول فوق مشاهده می‌شود نتایج حاصل از آزمون فرضیات فرعی فرعی بیان کننده فرضیه فرعی دوم حاکی از این است که بین ضریب بتا و دو ویژگی از اجزای استقرار نظام حاکمیت شرکتی (نفوذ مدیر عامل و استقلال هیئت مدیره) رابطه معنادار منفی وجود دارد و بین ضریب بتا و مالکیت نهادی رابطه معنا دار مثبت وجود دارد. در خصوص سایر ویژگی های موردنظر (تمرکز مالکیت، نفوذ مدیر عامل، اندازه هیئت مدیره) فرض صفر تایید می‌شود و در نتیجه رابطه معناداری وجود ندارد.

۴-۴-۴ بررسی فرضیه فرعی سوم

فرضیه فرعی سوم: بین نسبت شارپ و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

برای بررسی این فرضیه پس از جمع آوری داده های مربوط به ۶ ویژگی منتخب نظام حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، نفوذ مدیر عامل، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، اند از هیئت مدیره و اند از استقلال هیئت مدیره) در ۶۲ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران و در بین سالهای ۸۴-۸۷ نرم افزار SPSS برای تجزیه و تحلیل داده ها مورد استفاده قرار گرفت. .

پس ابتدا به بررسی ۶ فرضیه فرعی فرعی (فرضیه سیزدهم تا هجدهم) که بیان کننده رابطه معناداری بین میزان نسبت شارپ و معیارهای استقرار نظام حاکمیت شرکتی هستند می پردازیم تا بر مبنای این ۶ فرضیه فرعی فرعی، فرضیه فرعی مورد سنجش قرار گیرد.

۴-۴-۴-۱ بررسی فرضیه فرعی سیزدهم

فرضیه فرعی فرعی سیزدهم : بین نسبت شارپ و تمرکز مالکیت در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول زیر نشان دهنده این است که آیا به صورت کلی متغیر وابسته نسبت شارپ در سطح اطمینان ۹۵ درصد با متغیر مستقل تمرکز مالکیت رابطه خطی دارد یا خیر، (sig در این جدول از ۵ درصد کمتر می باشد) با توجه به مقدار ۰، ۰۲۵ برای sig فرض صفر رد می شود و نشان دهنده این است که رابطه خطی بین متغیر مستقل و وابسته در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت کلی وجود دارد.

جدول (۳۴-۴) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک نسبت شارپ و متغیر مستقل تمرکز مالکیت

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	۴.۰۹۶	۱	۴.۰۹۶	.۰۳۱	.۰۲۵ ^a
Residual	۷۸۶۹.۱۲۴	۶۰	۱۳۱.۱۵۲		
Total	۷۸۷۳.۲۲۱	۶۱			

a. Predictors: (Constant), Concentration

b. Dependent Variable: SharpIndex

در ادامه ضرایب رگرسیون خطی را برای پیش بینی اثر متغیر مستقل روی متغیر وابسته بوسیله تست

T به دست می‌آوریم. ضرایب نشان دهنده یک رابطه منفی بین متغیرهای مستقل و وابسته می‌باشد.

جدول (۳۵-۴) ضرایب مدل رگرسیون برازش داده شده با استفاده از متغیر وابسته نسبت شارپ و متغیر

مستقل دوگانگی وظیفه مدیر عامل

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-۴.۴۹۳	۳.۹۴۱		-۱.۱۴۰	.۲۵۹		
Concentration	-.۰۱۰	.۰۵۹	-.۰۲۳	-.۱۷۷	.۰۲۵	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰

a. Dependent Variable: SharpIndex

۱-۱-۴-۴-۴ اعتبار سنجی مدل

برای مدل بیان کننده رابطه معناداری بین نسبت شارپ و مالکیت نهادی، با بررسی مقادیر باقیمانده

حاصل از مدل برازش داده شده مشاهده شد که توزیع باقیمانده‌ها نرمال است. همچنین واریانس

خطاها ثابت بوده و مقادیر خطاها مستقل هستند.

جدول (۳۶-۴) نتایج تحلیل آماری باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین نسبت

شارپ و مالکیت نهادی

Residuals Statistics^a

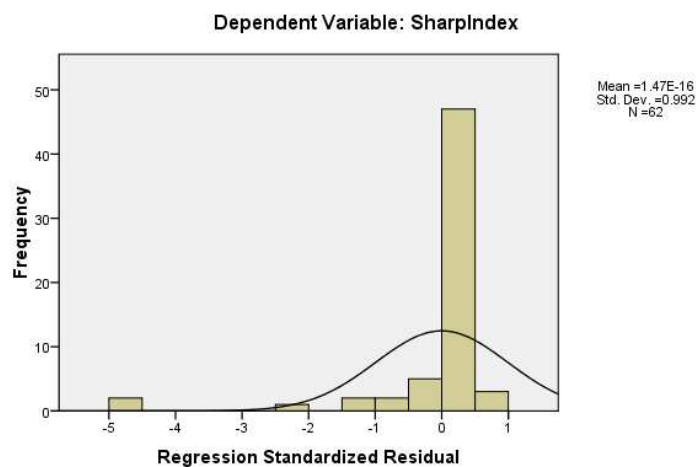
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-۰.۵۱۱۴	-۴.۶۱۱۲	-۰.۱۴۰۵	.۲۵۹۱۴	۶۲
Residual	-۰.۴۹۴۷۴E۱	۸.۵۷۰۲۸	.۰۰۰۰۰	۱۱.۳۵۷۹۱	۶۲
Std. Predicted Value	-۱.۴۳۱	۲.۰۴۳	.۰۰۰	۱.۰۰۰	۶۲
Std. Residual	-۴.۷۹۸	.۷۴۸	.۰۰۰	.۹۹۲	۶۲

a. Dependent Variable: SharpIndex

نمودار (۴-۶) بررسی نرمال بودن باقیمانده‌ها مربوط به رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین نسبت

شارپ و مالکیت نهادی

Histogram



شرط دیگر رگرسیون خطی آن است که بین خطاها همبستگی وجود نداشته باشد. میزان آماره دوربین واتسون برای رگرسیون بیان کننده رابطه معناداری بین ریسک غیر سیستماتیک و استقلال هیئت مدیره برابر ۱.۴۰۷ به دست آمده است که مقدار آماره در بازه قابل قبول قرار دارد.

جدول (۳۷-۴) بررسی استقلال خطاها

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
۱	.۰۲۳ ^a	.۰۰۱	-.۰۱۶	۱۱.۴۵۲۱۶	۱.۴۰۷

a. Predictors: (Constant), Concentration

b. Dependent Variable: SharpIndex

فرض دیگر برای اعتبار مدل عدم وجود همبستگی یا هم خطی بین متغیرهای مستقل است. که

میزان ضریب تورم واریانس (VIF) در این مدل برابر ۱ می باشد که در نتیجه آن فرض هم خطی رد

می شود

۴-۴-۴-۲ بررسی فرضیه فرعی فرعی چهاردهم

فرضیه فرعی فرعی چهاردهم : بین نسبت شارپ و مالکیت نهادی در شرکتهای عضو بورس اوراق

بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۳۸-۴) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته نسبت شارپ و متغیر مستقل مالکیت نهادی

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
۱	Regression	۱.۹۷۷	۱	۱.۹۷۷	.۰۱۵	.۹۰۳ ^a
	Residual	۷۸۷۱.۲۴۳	۶۰	۱۳۱.۱۸۷		
	Total	۷۸۷۳.۲۲۱	۶۱			

a. Predictors: (Constant), Institutional

b. Dependent Variable: SharpIndex

مطابق جدول بالا، Sig مربوط به آزمون رگرسیون ۰،۹۰۳ است، که بزرگتر از سطح معنی داری ۵٪

است و در نتیجه فرض H_0 تایید می شود و نشان می دهد که رابطه معناداری بین نسبت شارپ و

مالکیت نهادی وجود ندارد.

۴-۴-۴-۳ بررسی فرضیه فرعی پانزدهم

فرضیه فرعی پانزدهم: بین نسبت شارپ و نفوذ مدیر عامل شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۴-۳۹) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته نسبت شارپ و متغیر مستقل نفوذ مدیر عامل

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	۲۳.۳۲۵	۱	۲۳.۳۲۵	.۱۷۸	.۶۷۴ ^a
	Residual	۷۸۴۹.۸۹۵	۶۰	۱۳۰.۸۳۲		
	Total	۷۸۷۳.۲۲۱	۶۱			

a. Predictors: (Constant), Influence

b. Dependent Variable: SharpIndex

مطابق جدول بالا، Sig مربوط به آزمون رگرسیون ۰،۶۷۴ است، که بزرگتر از سطح معنی داری ۵٪ است و در نتیجه فرض H_0 تایید می شود و نشان می دهد که رابطه معناداری بین نسبت شارپ و نفوذ مدیر عامل وجود ندارد.

۴-۴-۴-۴ بررسی فرضیه فرعی شانزدهم

فرضیه فرعی شانزدهم: بین نسبت شارپ و دوگانگی وظیفه مدیر عامل در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۴-۴۰) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته نسبت شارپ و متغیر مستقل دوگانگی وظیفه مدیر عامل

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	۴.۰۹۲	۱	۴.۰۹۲	.۴۱۱	.۵۲۴ ^a
	Residual	۵۹۶.۶۶۹	۶۰	۹.۹۴۴		
	Total	۶۰۰.۷۶۱	۶۱			

a. Predictors: (Constant), Responsibility

b. Dependent Variable: BetaRatio

با توجه به مقدار 0.524 برای sig فرض صفر تایید می‌شود و نشان دهنده این است که رابطه خطی بین متغیر مستقل و وابسته در سطح اطمینان 95 درصد به صورت کلی وجود ندارد.

۴-۴-۴-۵ بررسی فرضیه فرعی هفدهم

فرضیه فرعی هفدهم: بین نسبت شارپ واند از هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۴-۴۱) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته ریسک نسبت شارپ و متغیر مستقل انداز هیئت

مدیره

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	۳۵.۴۵۲	۱	۳۵.۴۵۲	.۲۷۱	.۶۰۴ ^a
	Residual	۷۸۳۷.۷۶۸	۶۰	۱۳۰.۶۲۹		
	Total	۷۸۷۳.۲۲۱	۶۱			

a. Predictors: (Constant), Responsibility

b. Dependent Variable: SharpIndex

مطابق جدول بالا، Sig مربوط به آزمون رگرسیون 0.604 است، که بزرگ تر از سطح معنی داری 5% است و در نتیجه فرض H_0 تایید می‌شود و نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین نسبت شارپ و انداز هیئت مدیره وجود ندارد.

۴-۴-۴-۶ بررسی فرضیه فرعی هجدهم

فرضیه فرعی هجدهم: بین نسبت شارپ واند از استقلال هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۴-۴۲) بررسی رابطه خطی بین متغیر وابسته نسبت شارپ و متغیر مستقل اندازۀ استقلال هیئت

مدیره

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
۱	Regression	۲۵.۵۴۳	۱	۲۵.۵۴۳	.۱۹۵	.۶۶۰ ^a
	Residual	۷۸۴۷.۶۷۷	۶۰	۱۳۰.۷۹۵		
	Total	۷۸۷۳.۲۲۱	۶۱			

a. Predictors: (Constant), Size

b. Dependent Variable: SharpIndex

همانگونه که از جدول فوق استخراج می‌شود مقدار Sig برابر ۰،۶۶۰ می‌باشد که این میزان بزرگ‌تر از

۵٪ بوده و نشان دهنده این است که رابطه خطی بین متغیر مستقل و وابسته در سطح اطمینان ۹۵

درصد به صورت کلی وجود ندارد.

۴-۴-۵ بررسی نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم

فرضیه فرعی سوم: بین نسبت شارپ و استقرار ویژگی‌های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای عضو

بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۴-۴۳) خلاصه‌ای از نتایج تحلیل فرضیه‌ها

فرضیه		متغیرهای مستقل	متغیر وابسته	پذیرش یا رد فرضیه
H۱	وجود رابطه معناداری بین نسبت شارپ و استقرار نظام حاکمیت شرکتی	تمرکز مالکیت	نسبت شارپ	●(-)
		مالکیت نهادی	نسبت شارپ	●
		نفوذ مدیر عامل	نسبت شارپ	-
		دوگانگی وظیفه مدیر عامل	نسبت شارپ	-
		اندازه هیئت مدیره	نسبت شارپ	-
		استقلال هیئت مدیره	نسبت شارپ	-

همانگونه که بطور خلاصه در جدول فوق مشاهده می‌شود نتایج حاصل از آزمون فرضیات فرعی فرعی بیان کننده فرضیه فرعی سوم حاکی از این است که بین نسبت شارپ و تمرکز مالکیت رابطه معنادار منفی وجود دارد و بین نسبت شارپ و مالکیت نهادی رابطه معنادار مثبت وجود دارد. در خصوص سایر ویژگی‌های موردنظر (تمرکز مالکیت، نفوذ مدیر عامل، اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره) فرض صفر تایید می‌شود و در نتیجه رابطه معناداری وجود ندارد.

۵-۴ آزمون فرضیات تحقیق با استفاده از تحلیل پانلی

در این بخش برای بررسی و برآورد مدل کلی از تحلیل پانلی^۱ استفاده شده است. دلیل استفاده از این روش به علت نوع ماهیت داده‌ها است. زیرا در تحلیل پانلی، داده‌ها به صورت مقطعی-زمانی^۲ گردآوری شده‌اند. در داده‌هایی که بدین صورت جمع آوری می‌شوند، استقلال مشاهدات حفظ نمی‌گردد؛ زیرا از هر شرکت در سال‌های مختلف چندین مشاهده وجود دارد که این مشاهدات به هم وابسته‌اند. به عبارت دیگر در این تحلیل تعداد داده‌ها عبارت است از تعداد شرکت‌ها ضربدر تعداد سال‌ها.

۱-۵-۴ بررسی فرضیات فرعی اول تا ششم با استفاده از تحلیل

پانلی (مدل اول)

فرضیات فرعی اول تا ششم:

۱۹. بین ریسک غیر سیستماتیک و تمرکز مالکیت در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۲۰. بین ریسک غیر سیستماتیک و مالکیت نهادی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۲۱. بین ریسک غیر سیستماتیک و نفوذ مدیر عامل شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۲۲. بین ریسک غیر سیستماتیک و دوگانگی وظیفه مدیر عامل در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۲۳. بین ریسک غیر سیستماتیک و اندازه هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

^۱ Panel Analysis

^۲ Cross section-time series

۲۴. بین ریسک غیر سیستماتیک واندازه استقلال هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق

بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

مدل به صورت زیر خواهد بود.

$$\ln Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_6 X_{6it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن متغیر X_1 به ترتیب نسبت تمرکز مالکیت و X_6 تا نسبت دوغانگی وظیفه مدیر عامل است.

فرض صفر و فرض مقابل برای معنی داری مدل به صورت زیر است.

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_6 = 0 \\ H_1 : \beta_i \neq 0 \quad i = 1, 2, \dots, 6 \end{cases}$$

$$\begin{cases} H_0 : & \text{مدل معنی داری وجود ندارد.} \\ H_1 : & \text{مدل معنی داری وجود دارد.} \end{cases}$$

در جدول زیر نتایج تحلیل پانلی آورده شده است :

جدول (۴-۴۴) بررسی فرضیات فرعی اول تا ششم با استفاده از تحلیل پانلی (مدل اول)

Dependent Variable: لگاریتم ریسک				
Method: Pooled Least Squares				
Date: ۰۸/۳۰/۰۸ Time: ۲۰:۳۶				
Sample: ۱۳۸۴ ۱۳۸۷				
Included observations: ۴				
Cross-sections included: ۶۲				
Total pool (unbalanced) observations: ۲۴۵				
White cross-section standard errors & covariance (d. f. corrected)				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
۰. ۰۰۴	۲. ۹۱۳	۱. ۰۱۱	۲. ۹۴۵	مقدار ثابت
۰. ۵۲۱	-۰. ۶۴۲	۰. ۰۰۶	-۰. ۰۰۴	تمرکز مالکیت
۰. ۳۲۲	۰. ۹۹۲	۰. ۰۰۵	۰. ۰۰۵	مالکیت نهادی
۰. ۹۳۴	-۰. ۰۸۳	۰. ۱۵۴	-۰. ۰۱۳	تعداد اعضای هیئت مدیره
۰. ۰۰۰	-۹. ۲۲۱	۰. ۰۰۰	-۰. ۰۰۵	درصد اعضای غیرموظف به کل هیت مدیره
۰. ۰۶۵	-۱. ۸۵۶	۰. ۱۸۲	-۰. ۳۳۷	نفوذ مدیر عامل
۰. ۰۰۰	۴. ۴۲۹	۰. ۰۷۳	۰. ۲۲۳	دوگانگی وظیفه مدیر عامل
۲. ۳۶۱	Mean dependent var		۰. ۰۸	R-squared
۱. ۳۷۹	S. D. dependent var		۰. ۰۷	Adjusted R-squared
۳. ۵۲۶	Akaike info criterion		۱. ۳۹۱	S. E. of regression
۳. ۶۲۶	Schwarz criterion		۴۶۰. ۴۶۱	Sum squared resid
۳. ۵۶۶	Hannan-Quinn criter.		-۴۲۴. ۹۳۴	Log likelihood
۲. ۰۷۵	Durbin-Watson stat		۲. ۵۸۷	F-statistic
			۰. ۰۲۸	Prob(F-statistic)

مقدار احتمال (یا سطح معنی داری) F برابر با ۰/۰۲۸ است. چون این مقادیر کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود. یعنی مدل معنی داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین یا R^2 برابر با ۰/۰۸ است. یعنی ۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته (لگاریتم ریسک) توسط متغیرهای ارایه شده در مدل بیان میشود گرچه این مقدار خیلی بزرگ نیست ولی در عمل مقدار قابل اتکایی است به خصوص که مدل معنادار است. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۰۷ است که این مقدار عدم وجود خودهمبستگی را نشان می دهد زیرا مقادیر نزدیک به ۲ حاکی از عدم خودهمبستگی داده هاست (تایید یکی دیگر از پیش فرض های مدل).

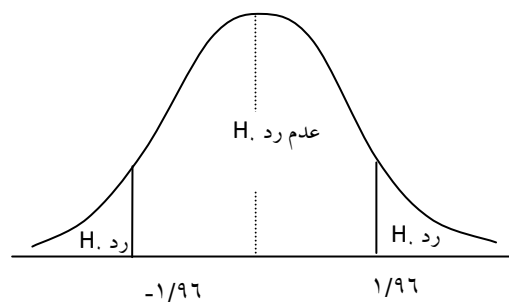
برای برآورد پارامترهای مدل (شیب و عرض از مبدا) فرض صفر و فرض مقابل به شرح زیر است.

$$\begin{cases} H_0: \beta_i = 0 & i = 0, 1, 2, \dots, 6 \\ H_1: \beta_i \neq 0 \end{cases}$$

مقدار آماره آزمون به صورت زیر محاسبه میگردد:

$$t_{\beta_i} = \frac{\hat{\beta}_i - 0}{S_{\beta_i}} \quad i = 0, 1, 2, 3, 4, 5, 6$$

همچنین ناحیه رد و قبول فرض صفر به صورت زیر تعریف می شود:



ناحیه رد و قبول فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪

نحوه داوری به این صورت است که اگر مقدار t در ناحیه رد قرار گیرد فرض صفر رد میشود. بنابراین همانگونه که در مدل دیده میشود مقدار t برای شیب تمرکز مالکیت برابر با ۰/۶۴۲-، مالکیت نهادی برابر با ۰/۹۹، تعداد اعضای هیات مدیره برابر با ۰/۰۸-، درصد اعضای غیرموظف به کل هیت

مدیره برابر با ۹/۲۲-، * نفوذ مدیرعامل برابر با ۱/۸۶- و دوگانگی وظیفه مدیر عامل برابر با ۴/۴۳ است بنابراین مقادیر t برای دو متغیر درصد اعضای غیرموظف به کل هیئت مدیره (با شیب منفی) و دوگانگی وظیفه مدیر عامل (با شیب مثبت) در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است و سایر متغیرها در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نیستند. و مقدار t ، برای عرض از مبدا برابر با ۲/۹۱ است که حاکی از رد فرض صفر برای عرض از مبدا است بنابراین مدل معنادار تنها با متغیرهای معنادار به صورت است.

$$LnY_{it} = 2 / 9450 / 005 X_{4it} + 0 / 323 X_{7it}$$

۴-۵-۲ بررسی فرضیات فرعی فرعی هفتم تا دوازدهم با استفاده از تحلیل

پانلی(مدل دوم)

فرضیات فرعی فرعی هفتم تا دوازدهم:

۱. بین ضریب بتا و تمرکز مالکیت در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۲. بین ضریب بتا و مالکیت نهادی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۳. بین ضریب بتا و نفوذ مدیر عامل در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۴. بین ضریب بتا و دوگانگی وظیفه مدیر عامل در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۵. بین ضریب بتا و اندازه هیئت مدیره ر شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۶. بین ضریب بتا واندازه استقلال هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

مدل دوم به صورت زیر خواهد بود.

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_6 X_{6it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن متغیر X_1 به ترتیب نسبت تمرکز مالکیت و ... X_6 تا نسبت دوگانگی وظیفه مدیر عامل است. و متغیر وابسته ضریب بتا است.

فرض صفر و فرض مقابل برای معنی داری مدل به صورت زیر است.

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_6 = 0 \\ H_1 : \beta_i \neq 0 \quad i = 1, 2, \dots, 6 \end{cases}$$

مدل معنی داری وجود ندارد.

$$\begin{cases} H_0 : \\ H_1 : \end{cases}$$

مدل معنی داری وجود دارد.

در جدول زیر نتایج تحلیل پانلی آورده شده است :

جدول (۴-۴۵) بررسی فرضیات فرعی فرعی هفتم تا دوازدهم با استفاده از تحلیل پانلی (مدل دوم)

Dependent Variable: ضریب بتا				
Method: Pooled Least Squares				
Date: ۰۸/۳۰/۰۸ Time: ۲۰:۴۱				
Sample: ۱۳۸۴ ۱۳۸۷				
Included observations: ۴				
Cross-sections included: ۶۲				
Total pool (unbalanced) observations: ۲۴۶				
White cross-section standard errors & covariance (d. f. corrected)				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
۰. ۱۳۷	-۱. ۴۹۳	۴. ۲۳۷	-۶. ۳۲۶	C
۰. ۰۱۶	-۲. ۴۲۰	۰. ۰۱۲	-۰. ۰۲۹	تمرکز مالکیت
۰. ۰۰۰	۴. ۷۷۹	۰. ۰۰۶	۰. ۰۲۹	مالکیت نهادی
۰. ۰۲۳	۲. ۲۹۲	۰. ۵۷۴	۱. ۳۱۵	تعداد اعضای هیئت مدیره
۰. ۱۸۰	-۱. ۳۴۶	۰. ۰۰۹	-۰. ۰۱۳	درصد اعضای غیرموظف به کل هیئت مدیره
۰. ۳۵۴	-۰. ۹۲۹	۱. ۰۶۷	-۰. ۹۹۱	نفوذ مدیر عامل
۰. ۰۰۳	۲. ۹۶۰	۰. ۷۸۶	۲. ۳۲۶	دوگانگی وظیفه مدیر عامل
-۱. ۱۸۶	Mean dependent var		۰. ۰۷۲	R-squared
۶. ۲۰۰	S. D. dependent var		۰. ۰۷۱	Adjusted R-squared
۶. ۵۱۷	Akaike info criterion		۶. ۲۰۷	S. E. of regression
۶. ۶۱۷	Schwarz criterion		۹۲۰۷. ۰۹۱	Sum squared resid
۶. ۵۵۷	Hannan-Quinn criter.		-۷۹۴. ۶۱۴	Log likelihood
۲. ۱۶۶	Durbin-Watson stat		۵. ۰۵۴	F-statistic
			۰. ۰۰۷	Prob(F-statistic)

مقدار احتمال F برابر با ۰/۰۰۷ است. چون این مقادیر کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرض صفر در

سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود. یعنی مدل معنی داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین یا R^2

برابر با ۰/۰۷ است. یعنی ۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته (ضریب بتا) توسط متغیرهای ارایه شده

در مدل بیان میشود. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۱۷ است که این مقدار عدم وجود خودهمبستگی را نشان می‌دهد.

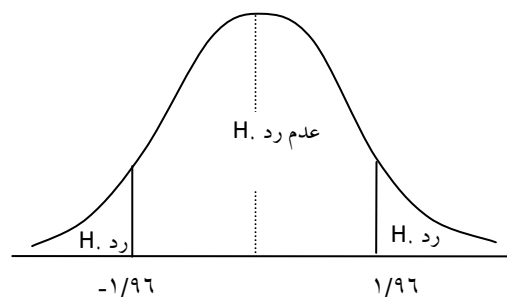
برای برآورد پارامترهای مدل (شیب و عرض از مبدا) فرض صفر و فرض مقابل به شرح زیر است.

$$\begin{cases} H_0: \beta_i = 0 & i = 0, 1, 2, \dots, 6 \\ H_1: \beta_i \neq 0 \end{cases}$$

مقدار آماره آزمون به صورت زیر محاسبه میگردد:

$$t_{\beta_i} = \frac{\hat{\beta}_i - 0}{S_{\beta_i}} \quad i = 0, 1, 2, 3, 4, 5, 6$$

همچنین ناحیه رد و قبول فرض صفر به صورت زیر تعریف می شود:



ناحیه رد و قبول فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪

مقدار t ، برای شیب تمرکز مالکیت برابر با ۲/۴۲، مالکیت نهادی برابر با ۴/۷۷، تعداد اعضای هیات مدیره برابر با ۲/۲۹، درصد اعضای غیرموظف به کل هیات مدیره برابر با ۱/۳۴، نفوذ مدیرعامل برابر با ۰/۹۳ و دوغانگی وظیفه مدیرعامل برابر با ۲/۹۶ است بنابراین مقادیر t برای تمرکز مالکیت (با شیب منفی)، مالکیت نهادی (با شیب مثبت)، تعداد اعضای هیات مدیره متغیر (با شیب مثبت)، و دوغانگی وظیفه مدیرعامل (با شیب مثبت) در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است و سایر متغیرها در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نیستند. و مقدار t ، برای عرض از مبدا برابر با ۱/۴۹- است که حاکی از عدم رد فرض صفر برای عرض از مبدا است بنابراین مدل با متغیرهای معنادار به صورت زیر است:

$$Y_{2it} = -0/029 X_{1it} + 4/78 X_{2it} + 2/29 X_{3it} + 2/96 X_{6it}$$

۳-۵-۴ بررسی فرضیات فرعی فرعی سیزدهم تا هجدهم با استفاده از تحلیل

پانلی (مدل سوم)

فرضیات فرعی فرعی سیزدهم الی هجدهم:

۱. بین نسبت شارپ و تمرکز مالکیت در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۲. بین نسبت شارپ و مالکیت نهادی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۳. بین نسبت شارپ و نفوذ مدیر عامل در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۴. بین نسبت شارپ و دوگانگی وظیفه مدیر عامل در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۵. بین نسبت شارپ واندازه هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۶. بین نسبت شارپ واندازه استقلال هیئت مدیره در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

مدل سوم به صورت زیر خواهد بود.

$$Y_{3it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_6 X_{6it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن متغیر X_1 به ترتیب نسبت تمرکز مالکیت و... X_6 تا نسبت دوگانگی وظیفه مدیر عامل است. و متغیر وابسته ضریب شارپ است.

فرض صفر و فرض مقابل برای معنی‌داری مدل به صورت زیر است.

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_6 = 0 \\ H_1 : \beta_i \neq 0 \quad i = 1, 2, \dots, 6 \end{cases}$$

$$\begin{cases} H_0 : & \text{مدل معنی‌داری وجود ندارد.} \\ H_1 : & \text{مدل معنی‌داری وجود دارد.} \end{cases}$$

در جدول زیر نتایج تحلیل پانلی آورده شده است :

جدول (۴۶-۴) بررسی فرضیات فرعی سیزدهم تا هجدهم با استفاده از تحلیل پانلی (مدل سوم)

نسبت شارپ: Dependent Variable:				
Method: Pooled Least Squares				
Date: ۰۸/۳۰/۰۸ Time: ۲۰:۴۱				
Sample: ۱۳۸۴ ۱۳۸۷				
Included observations: ۴				
Cross-sections included: ۶۲				
Total pool (unbalanced) observations: ۲۴۲				
White cross-section standard errors & covariance (d. f. corrected)				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
۰.۰۰۰	-۴.۰۹۵	۳.۴۰۸	-۱۳.۹۵۷	C
۰.۰۰۰	-۱۳.۸۱۱	۰.۰۰۳	-۰.۰۴۳	تمرکز مالکیت
۰.۰۰۱	۳.۳۶۵	۰.۰۱۰	۰.۰۳۴	مالکیت نهادی
۰.۵۰۶	-۰.۶۶۶	۰.۴۰۳	-۰.۲۶۸	تعداد اعضای هیئت مدیره
۰.۰۰۰	-۳.۷۰۰	۰.۰۱۵	-۰.۰۵۵	درصد اعضای غیرموظف به کل هیت مدیره
۰.۰۰۰	۱۶.۹۵۹	۰.۹۵۳	۱۶.۱۶۶	نفوذ مدیر عامل
۰.۰۰۰	۶.۶۸۵	۰.۴۵۰	۳.۰۰۶	دوگانگی وظیفه مدیر عامل
-۲.۹۲۳	Mean dependent var		۰.۰۸۸	R-squared
۶.۱۵۵	S. D. dependent var		۰.۰۶۵	Adjusted R-squared
۶.۴۳۴	Akaike info criterion		۵.۹۵۳	S. E. of regression
۶.۵۳۵	Schwarz criterion		۸۳۲۷.۲۳۶	Sum squared resid
۶.۴۷۵	Hannan-Quinn criter.		-۷۷۱.۵۲۳	Log likelihood
۱.۷۴۳	Durbin-Watson stat		۳.۷۷۰	F-statistic
			۰.۰۰۱	Prob(F-statistic)

مقدار احتمال F برابر با ۰/۰۰۱ است. چون این مقادیر کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. یعنی مدل معنی‌داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین یا R^2 برابر با ۰/۰۸۸ است. یعنی ۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته (نسبت شارپ) توسط متغیرهای ارایه شده در مدل بیان می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۷۴ است که این مقدار عدم وجود خودهمبستگی را نشان می‌دهد.

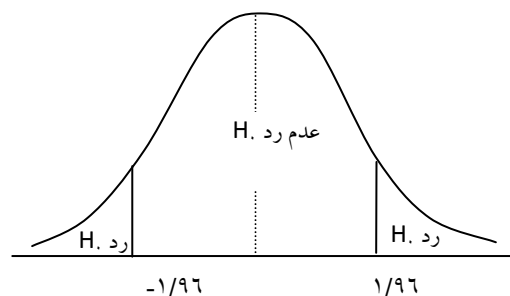
برای برآورد پارامترهای مدل (شیب و عرض از مبدا) فرض صفر و فرض مقابل به شرح زیر است.

$$\begin{cases} H_0: \beta_i = 0 & i = 0, 1, 2, \dots, 6 \\ H_1: \beta_i \neq 0 \end{cases}$$

مقدار آماره آزمون به صورت زیر محاسبه می‌گردد:

$$t_{\beta_i} = \frac{\hat{\beta}_i - 0}{S_{\beta_i}} \quad i = 0, 1, 2, 3, 4, 5, 6$$

همچنین ناحیه رد و قبول فرض صفر به صورت زیر تعریف می‌شود:



ناحیه رد و قبول فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪

مقدار t ، برای شیب تمرکز مالکیت برابر با ۱۳/۸-، مالکیت نهادی برابر با ۳/۳۶، تعداد اعضای هیات مدیره برابر با ۰/۵۱، درصد اعضای غیرموظف به کل هیات مدیره برابر با ۳/۷-، نفوذ مدیرعامل برابر با ۱۶/۹۶ و دوگانگی وظیفه مدیرعامل برابر با ۶/۶۸ است بنابراین مقادیر t برای تمرکز مالکیت (با شیب منفی)، مالکیت نهادی (با شیب مثبت)، درصد اعضای غیرموظف به کل هیات مدیره (با شیب

منفی)، نفوذ مدیر عامل (با شیب مثبت) و دوگانگی وظیفه مدیر عامل (با شیب مثبت) در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است و تنها تعداد اعضای هیئت مدیره در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نیست. و مقدار t برای عرض از مبدا برابر با $4/09$ - است که حاکی از رد فرض صفر برای عرض از مبدا است بنابراین مدل با متغیرهای معنادار به صورت است.

$$\left[Y_{it} = -13/96 - 0/043 X_{1it} + 0/034 X_{2it} - 0/055 X_{3it} \right. \\ \left. + 16/17 X_{4it} + 3/0 X_{5it} \right]$$

۴-۵-۴ بررسی فرضیات فرعی با استفاده از روش تحلیل پانلی

در این بخش با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیات فرعی فرعی، که اجزای فرضیات فرعی را تشکیل می‌دهند، به بررسی فرضیات فرعی می‌پردازیم.

۴-۵-۱ بررسی فرضیه فرعی اول

فرضیه فرعی اول: بین ریسک غیر سیستماتیک و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

با آزمون مدل اول رابطه بین ریسک غیر سیستماتیک و متغیرهای مستقل تحقیق (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، درصد اعضای غیرموظف به کل هیئت مدیره (استقلال هیئت مدیره)، نفوذ مدیر عامل، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، اندازه هیئت مدیره) سنجیده شد و نتایج آزمون بیانگر این است که متغیر وابسته ریسک غیر سیستماتیک با دو متغیر مستقل درصد اعضای غیرموظف به کل هیئت مدیره (با شیب منفی) و دوگانگی وظیفه مدیر عامل (با شیب مثبت) رابطه معنادار دارد. بنابراین این فرض صفر این فرضیه با شرط برقراری رابطه با این دو متغیر مستقل استقلال هیئت مدیره و دوگانگی وظیفه مدیر عامل رد می‌شود و بنابر این با چنین پیش شرطی فرضیه معناداری تایید می‌گردد ولی در مورد سایر متغیر های مستقل فرضیه فوق تایید نمی‌گردد.

۲-۵-۴ بررسی فرضیه فرعی دوم

فرضیه فرعی دوم: بین ضریب بتا و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

با آزمون مدل دوم تحلیل پانلی رابطه بین ضریب بتا و متغیرهای مستقل تحقیق (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، درصد اعضای غیرموظف به کل هیت مدیره (استقلال هیئت مدیره)، نفوذ مدیر عامل، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، انداز هیت مدیره) سنجیده شد و نتایج آزمون بیانگر این است که متغیر وابسته ضریب بتا با چهار متغیرمستقل تمرکز مالکیت (با شیب منفی)، مالکیت نهادی(با شیب مثبت)، تعداد اعضای هیات مدیره متغیر(با شیب مثبت)، و دوگانگی وظیفه مدیر عامل (با شیب مثبت) رابطه معناداری وجود دارد. و فرضیه فرعی دوم با وجود چنین متغیرهای مستقلی تایید می شود.

۳-۵-۴ بررسی فرضیه فرعی سوم

فرضیه فرعی سوم: بین نسبت شارپ و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

با آزمون مدل سوم تحلیل پانلی رابطه بین نسبت شارپ و متغیرهای مستقل تحقیق (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، درصد اعضای غیرموظف به کل هیت مدیره (استقلال هیئت مدیره)، نفوذ مدیر عامل، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، انداز هیت مدیره) سنجیده شد و نتایج آزمون بیانگر این است که متغیر وابسته نسبت شارپ با پنج متغیرمستقل از بین شش متغیر مستقل تحقیق رابطه معناداری دارد، بدین صورت که با متغیرهای تمرکز مالکیت (با شیب منفی)، مالکیت نهادی(با شیب مثبت)، درصد اعضای غیرموظف به کل هیت مدیره (با شیب منفی)، نفوذ مدیر عامل (با شیب مثبت) و دوگانگی وظیفه مدیر عامل (با شیب مثبت) دارای رابطه معنادار می باشد. بنابراین فرضیه فوق با شرط وجود متغیرهای مذکور به عنوان اصول حاکمیت شرکتی تایید می شود.

۴-۶ بررسی فرضیه اصلی تحقیق با استفاده از تحلیل پانلی

فرضیه اصلی تحقیق: بین مدیریت ریسک و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه معناداری وجود دارد.

برای بررسی فرضیه، از فرضیه H_0 و فرضیه H_1 که به صورت زیر بیان می شود استفاده می شود:

$$\begin{cases} H_0: \mu_f = \mu_m \\ H_1: \mu_f \neq \mu_m \end{cases}$$

H_0 : بین مدیریت ریسک و استقرار ویژگیهای نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه معناداری وجود ندارد.

H_1 : بین مدیریت ریسک و استقرار ویژگیهای نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه معناداری وجود دارد.

برای بررسی این فرضیه ابتدا شاخص های سنجه مدیریت ریسک را مشخص شد که سه شاخص برای سنجش کیفیت مدیریت ریسک انتخاب شده است: ریسک غیر سیستماتیک، ضریب بتا و نسبت شارپ. سپس معیارهای مشخص کننده استقرار حاکمیت شرکتی را تعیین کردیم که شش معیار (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، درصد اعضای غیرموظف به کل هیئت مدیره (استقلال هیئت مدیره)، نفوذ مدیر عامل، دوجانگی وظیفه مدیر عامل، اندازه هیئت مدیره) انتخاب شده است.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیات فرعی فرض صفر این فرضیه رد و در نتیجه وجود رابطه معنادار بین مدیریت ریسک و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی تایید می شود.

۱-۶-۴ بررسی اعتبار مدل

میزان اعتبار مدل های برآورد شده به میزان برقراری پیش فرض های لازم برای برآورد مدل است
مهمترین این پیش فرض ها عبارتند از:

- ۵- نرمال بودن باقیمانده ها
 - ۶- همسانی واریانس
 - ۷- عدم خود همبستگی باقیمانده ها
 - ۸- وجود ارتباط خطی و نداشتن نقاط پرت و تاثیر گذار
- در این تحقیق با ازمونها و نمودارهای تشخیصی برقراری پیش فرضها بررسی گردیده است.
- ۵- آزمون کلموگروف اسمیرنوف و هیستوگرام برای باقیمانده ها (پیوست)
 - ۶- نمودار باقیمانده در مقابل مقادیر برآورد شده (نداشتن الگو در این نمودار نشان از همسانی واریانس است این نمودارها در پیوست ارائه شده است)
 - ۷- آزمون دوریین - واتسون (مقادیر نزدیک به ۲ نشانگر عدم خودهمبستگی است)

فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات

۵- مقدمه

در این پایان نامه رابطه بین استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک مورد مطالعه قرار گرفت. بررسی عوامل تاثیر گذار بر مدیریت ریسک می تواند شرکت ها را در جهت مدیریت بهتر ریسک هایی که در محیط چالش برانگیز و رقابتی امروزه با آن مواجهه اند یاری رساند. از طرفی اشاعه اصول حاکمیت شرکتی می تواند به ثبات بازارهای مالی، تشویق سرمایه گذاران و رشد اقتصادی منجر شود. در این فصل با توجه به یافته ها و تجزیه تحلیل های انجام شده پیشنهاداتی ارائه خواهد شد.

۵-۱ تفسیر نتایج فرضیه های تحقیق

در این بخش با توجه به نتایج حاصل از فرضیات فرعی فرضیات فرعی نتایج فرضیات فرعی را تفسیر می کنیم و در نهایت به تفسیر فرضیه اصلی پژوهش می پردازیم.

۵-۱-۱ فرضیه فرعی اول

بین ریسک غیر سیستماتیک و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

شاکر و پیرس (۱۹۹۲) به بررسی ارتباط بین ترکیب هیأت مدیره، عملکرد گذشته و استراتژی های شرکت پرداختند. آنها نتیجه گرفتند که بین حضور اعضای غیرموظف به عنوان معیار ترکیب هیأت مدیره و نرخ بازده و دارایی ها (ROA)، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و سود خالص هر سهم (EPS) به عنوان معیارهای عملکرد مالی شرکت، ارتباطی مثبت و معنادار وجود دارد. پنگ و همکاران (۲۰۰۳)، رابطه مثبت حضور اعضای غیر موظف در هیأت مدیره با عملکرد شرکت در شرکت های روسی را مورد بررسی قرار دادند. یافته های تحقیق نشان می دهد که رابطه مثبت مفروض در سطح معناداری ۵ درصد، مورد تأیید واقع نمی گردد. پستما و همکاران (۱۹۹۹)، رابطه بین ویژگی های هیأت مدیره و تیم ارشد مدیریت و عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند. از جمله فرضیه هایی که آنها در مطالعه خود مورد بررسی قرار دادند عبارت بود از: «نسبت اعضای غیرموظف در هیأت

مدیره و عملکرد شرکت، رابطه معکوس U شکلی دارند). نتیجه حاصل از آزمون این فرضیه روشن ساخت که حضور اعضای غیر موظف تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت ندارد. با توجه به نتایج به دست آمده در فرضیات فرعی فرضیه فرعی اول در دوره زمانی چهار ساله می‌توان به این نتیجه رسید که بین ریسک غیر سیستماتیک، استقرار ویژگی‌های نظام حاکمیت شرکتی رابطه معناداری وجود دارد. با این پیش شرط که ویژگی‌های نظام حاکمیت شرکتی شامل دو معیار درصد اعضای غیرموظف به کل هیت مدیره (استقلال هیئت مدیره) و دوگانگی وظیفه مدیر عامل باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیات فرعی فرعی حاکی از این است که ریسک غیر سیستماتیک با متغیر استقلال هیئت مدیره با شیب منفی و با متغیر دوگانگی وظیفه مدیر عامل با شیب مثبت دارای رابطه معنادار می‌باشد که بیانگر این موضوع است که با افزایش ریسک غیر سیستماتیک، درصد اعضای غیرموظف به کل هیت مدیره کاهش یافته و نیز در تصدی وظیفه مدیریت عامل در شرکتها دوگانگی بیشتر مشاهده می‌شود.

۲-۱-۵ فرضیه فرعی دوم

بین ضریب بتا و استقرار ویژگی‌های نظام حاکمیت شرکتی در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

در خصوص آزمون فرضیه فرعی دوم از دیدگاه مالکیت نهادی نتایج تجربی تحقیقات مشابه پیشین بیانگر این است که ساختار مالکیت نهادی بر عملکرد شرکتها تأثیر گذار است. تسای و گوارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت در صنعت کازینو برای سالهای ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ را مورد پژوهش قرار دادند. مالکیت نهادی برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی از کل سهام سرمایه می‌باشد و این شرکت‌ها شامل شرکت‌های بیمه، مؤسسات مالی، بانکها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت می‌باشند. آنها نشان دادند که سرمایه گذاری نهادی در کازینوها ممکن است به سرمایه گذاران این صنعت کمک کند تا مسائل نمایندگی حاصله از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند.

نتایج حاصل از آزمون فرضیات فرعی فرضیه فرعی دوم بیانگر این است که معناداری رابطه ضریب بتا با چهار متغیر مستقل تمرکز مالکیت (با شیب منفی)، مالکیت نهادی (با شیب مثبت)، تعداد اعضای هیات مدیره متغیر (با شیب مثبت)، و دوغانگی وظیفه مدیر عامل (با شیب مثبت) تایید می شود.

۳-۱-۵ فرضیه فرعی سوم

بین نسبت شارپ و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

در تحقیقات تجربی پیشین بسیاری از جنبه های مختلف اصول راهبری شرکت در بحث هیئت مدیره شرکت ها مورد تحقیق محققان مختلف قرار گرفته است. تحقیقات تجربی، شواهدی را ارائه می دهد که مدیران مستقل، نشانه های موثرتری را در شرکت ارائه می دهند. همچنین مدیران مستقل ممکن است به میزان زیادی هزینه های نمایندگی را کاهش دهند و به ارزش شرکت ها اضافه کنند. در این تحقیق نتایج حاصل از آزمون فرضیت فرعی بیانگر این است که نسبت شارپ با پنج متغیر مستقل از بین شش متغیر مستقل تحقیق رابطه معناداری دارد، بدین صورت که با متغیرهای تمرکز مالکیت (با شیب منفی)، مالکیت نهادی (با شیب مثبت)، درصد اعضای غیرموظف به کل هیئت مدیره (با شیب منفی)، نفوذ مدیر عامل (با شیب مثبت) و دوغانگی وظیفه مدیر عامل (با شیب مثبت) دارای رابطه معنادار می باشد.

۳-۵ تفسیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی تحقیق

فرضیه اصلی: بین مدیریت ریسک و استقرار ویژگی های نظام حاکمیت شرکتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه معناداری وجود دارد.

پاتریک آدریانو و همکاران در تحقیقی (مارس و آوریل ۲۰۰۶) تاکید کردند که بین حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک ارتباط وجود دارد. آنها مدل پنج عنصری و یکپارچه را برای حاکمیت شرکتی ارائه دادند که این پنج عنصر عبارتند از: فرهنگ، رهبری، همترازی، سیستم ها و ساختار. آنها مشخص

کردند که چگونه با پرداختن به این عناصر در یک چارچوب به توسعه یک شیوه محکم و یکپارچه در پیش بینی ریسک و پیشبرد اهداف استراتژیک به مدیران کمک می‌کند.

نتایج حاصل از آزمون فرضیات فرعی بیانگر این موضوع است که فرض صفر این فرضیه رد و در نتیجه وجود رابطه معنادار بین مدیریت ریسک و استقرار ویژگی‌های نظام حاکمیت شرکتی تایید می‌شود. بدین معنی که بین اجرای اصول حاکمیت شرکتی رابطه معناداری با مدیریت ریسک دارد.

۳-۵ محدودیت های تحقیق

هر تحقیقی در مسیر انجام خود با موانع و یا مشکلاتی روبرو است . در این تحقیق محدودیت های تحقیق را می توان به دو گروه تقسیم بندی کرد.

۱-۳-۵ مشکلات عمومی

- کمبود منابع لازم
- عدم حمایت مالی

۲-۳-۵ مشکلات اختصاصی

- مشکلات دسترسی به تحقیقات مشابه انجام شده به دلیل بدیع و نو بودن موضع پژوهش
- مشکلات دسترسی به اطلاعات مرتبط با ترکیب هیئت مدیره و ساختار مالکیت سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- مشکلات دسترسی به اطلاعات مرتبط با در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۴-۵ پیشنهادات

با توجه به نتایج حاصل از تحقیق و نیز تجربیات کسب شده در طی انجام تحقیق، محقق پیشنهادات زیر را مطرح می‌کند:

۱-۴-۵ پیشنهادات کاربردی

با توجه به رسوائیهای اخیر شرکتهای بزرگی چون انرون و وردکام که به دلایل عدم اجرای صحیح نظارت سهامداران به وقوع پیوست برای جلوگیری از رخداد مسایل اینچنین در اقتصاد کشور و نیز تشویق سرمایه گذارن برای سرمایه گذاری بیشتر در منابع داخلی پیشنهاد می شود:

- استقرار کمیته حسابرسی در هیئت مدیره شرکتهای از بین مدیران غیر موظف عضو هیئت مدیره همان گونه که در آیین نامه حاکمیت شرکتی بورس اوراق بهادار تهران مصوب گردیده منجر به اجرای هر چه جدی تر مدیریت ریسک در ایران خواهد شد، در حالی که عدم وجود کمیته مذکور موجب عدم نظارت مدیریت سطوح عالی بر نحوه اجرای مدیریت ریسک در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار ایران گردیده است.

- به منظور افزایش نظارت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در اجرای آیین نامه مصوب حاکمیت شرکتی در بورس اوراق بهادار تهران جدیدت و سرعت بیشتری به کار بسته شود و نیز از اهرم های اجرایی در جهت اجرای صحیح اصول حاکمیت شرکتی در ایران بهره گرفته شود.

- برای تشویق مدیران و سرمایه گذاران در جهت اجرای اصول حاکمیت شرکتی تحقیقات مشابه این پژوهش در جهت روشن ساختن اثرات مثبت اجرای نظام حاکمیت شرکتی در سطوح گسترده تری انجام شود.

۲-۴-۵ پیشنهادات پژوهشی

پژوهش های زیر در راستای تشویق سرمایه گذاران و مدیران در جهت اجرای اصول حاکمیت شرکتی در شرکت های ایرانی ارائه می شود:

- انجام پژوهش حاضر با در نظر گرفتن شاخصها و معیار های متفاوت در زمینه اصول حاکمیت شرکتی و شاخص های سنجش کیفیت مدیریت ریسک در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران

- تدوین مدلی به منظور ارزیابی سطح تاثیر گذاری اجرای هر یک از اصول حاکمیت شرکتی بر نحوه

تامین مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

- ارائه راهکارهای عملی مناسب در راستای بهبود اجرای مدیریت ریسک در شرکتهای عضو بورس

اوراق بهادار تهران

- ارائه مدلی به منظوراندازه گیری سطح تاثیر گذاری اجرای اصول حاکمیت شرکتی بر اقلام سود و

زیانی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

منابع و مآخذ

۱. حساس یگانه، یحیی، نادری نوعینی، محمد مهدی، درس هایی از فروپاشی انرون در زمینه حاکمیت شرکتی

۲. قالیباف اصل، حسن، رضایی، فاطمه " بررسی تأثیر ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله تحقیقات مالی، دوره ۹، شماره ۲۳، بهار و تابستان ۱۳۸۶

۳. سازمان بوری اوراق بهادار تهران (۱۳۸۵). متن کامل پیش نویس ائین نامه اصول راهبری شرکت، مجله بورس، شماره ۵۲، تهران.

۴. حساس یگانه، یحیی، مداحی، آزاده، چالش های استقرار نظام حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه ایران

۵. دکتر حساس یگانه، یحیی، عضو هیئت علمی دانشگاه علامه طباطبائی " تأثیر حاکمیت شرکتی در گسترش بازار سرمایه برخی از کشورها"

۶. دکتر حساس یگانه، یحیی " تأثیر فرهنگ بر سیستم حاکمیت شرکتی، مورد: کره جنوبی، تأثیر فلسفه کنفوسیوس"

۷. دکتر حساس یگانه، یحیی "حاکمیت شرکتی در ایران از دیدگاه دکتر حساس یگانه"، مجله حسابرس شماره ۳۲ بهار ۱۳۸۵

۸. مدیریت ریسک، نشریه پیام ایمنی، شماره ۲

۹. تعریف ریسک از نگاه ریاضیات مالی، سعید اسلامی بیدگلی، دانشجوی دکترای مدیریت مالی، منبع: www.iran-invest.com

۱۰. فخاریان، ابولقاسم، نماینده انجمن حسابداران خبره ی ایران در کارگروه حسابداری مالی و مدیریت (FMAC)، مدیریت ریسک و حسابداران مدیریت، حسابدار، سال هفدهم، شماره صد و پنجاه و

یک

۱۱. مدیریت ریسک، بابایی، محمدعلی، وزیرزنجانی، حمیدرضا، ماهنامه تدبیر، سال هجدهم،

شماره ۱۷۰

۱۲. پارکر، جرج، پارسائیان، علی، مدیریت ریسک ابعاد مدیریت ریسک تعریف و کاربرد آن در

سازمانهای مالی، تحقیقات مالی، سال چهارم، شماره ۱۳ و ۱۴، بهار و تابستان ۱۳۷۸

۱۳. حساس یگانه، یحیی، عضو هیئت علمی دانشگاه علامه طباطبائی، کاظمی، حسین، دانشجوی

دوره دکتری حسابداری حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک

۱۴. John U. K., Senbet, Lemma W. (۱۹۹۸). "Corporate governance and board effectiveness", *Journal of Banking & Finance*, ۲۲

۱۵. Solomon U. jill U and Solomon U. Aris. (۲۰۰۵). Corporate governance and accountability U John Wiley & Sons U Ltd.

۱۶. Zahra, Shaker A. And Pearce, John A. (۱۹۸۹). "Board of directors and corporate financial performance: A review and integrative model", *Journal of Management*, ۲

۱۷. Johnson, Jonathan L., Daily, Catherine M., and Ellstrand, Alan E. (۱۹۹۶). "Board of directors: A review and research agenda", *journal of management*, Vol. ۲۲, No. ۳, pp: ۴۰۹-۴۳۸.

۱۸. Pearce, John A., and Zahra, Shaker A. (July ۱۹۹۲). "Board composition from a strategic contingency perspective", *Journal of Management Studies* ۲۹.

۱۹. Kakabadse, Nada Korac, Kakabads, Andrew K., And Kouzmin, Alexander. (۲۰۰۱). Board governance and company performance: any correlation?, *Corporate governance* ۱

۲۰. Hermalin, Benjamin E., and Weisbach, Michael S. (April ۲۰۰۳). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature, *Economic policy review* ۱.

۲۱. Morck, Randall. (July ۲۰۰۴). "Behavioral finance in corporate governance independent directors and non-executive chairs, <http://www.nber.org/papers/w10744>.

۲۲. Postma, Theo, Ees, Hans V., and Sterken, Elmer. (۲۰۰۰). "Top management team and board attributes and firm performance in the Netherlands", <http://som.eldoc.ub.rug.nl/reports/19951999/themeE/1999/99E20/>.

٢٣. Peng, Mike W. , Buck, Trevor, and Filatotchev. (٢٠٠٣). "Do outside directors and new managers help improve firm performance? An exploratory study in Russian privatization" *Journal of World Business*, ٣٨, pp: ٣٤٨-٣٦٠.
٢٤. Pearce, John A. , and Zahra, Shaker A. (July ١٩٩٢). "Board composition from a strategic contingency perspective", *Journal of management studies* ٢٩.
٢٥. Liang, David, and Weir, Charles M. (April ١٩٩٩). Governance structure, size and corporate performance in UK firms, *Management Decision* ٣٧, pp: ٤٥٧-٤٦٤
٢٦. Oregan, Philip, O'Donnell, David, Kennedy, Tom, Bonits, Nick, and Clearly, Peter. (٢٠٠٥). "Board composition, non-executive directors and governance cultures in Irish ICT firms: A CFO perspective, Corporate Governance", *International Journal of Business in Society* ٤.
٢٧. Vafeas, Nikos, and Theodorou, Elena. (١٩٩٨). "The relationship between board structure and firm performance in the UK". *British Accounting Review*, ٣٠, pp: ٣٨٣-٤٠٧.
٢٨. Coles, Jerilyn; McWilliams, W. Victoria, B. And Sen, Nilanjan. (٢٠٠١). "An examination of the relationship of governance mechanisms to performance", *Journal of Management*, ٢٧
٢٩. Herlihy, Benjamin E. , and Weisbach, Michael S. (April ٢٠٠٣). Boards of the directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature, *Economic policy review* ١.
٣٠. Young, S. , Peasnell, K. V. , and Pope, P. F. (٢٠٠٠) "Board monitoring and earnings management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?" SSRN.
٣١. Xie, B. , Davidson, III W. N. and DaDalt, P. J. , (٢٠٠٣), "Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee", *Journal of Corporate Finance*, ٩, ٢٩٣-٣١٦.
٣٢. McCinnell, J. And Servaes, H. , (١٩٩٠) "Additional evidence on equity ownership and corporate value" *Journal of financial Economics*, ٧, ٥٩٢-٦١٢.
٣٣. Young, S. , Peasnell, K. V. , and Pope, P. F. (٢٠٠٠) "Board monitoring and earnings management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?" SSRN.
٣٤. Richardson, S. A. , Sloan, R. G. , Soliman, M. T. Tuna, I. , (٢٠٠٤), "accrual reliability, earnings persistence and stock prices", *Working paper; University of Michigan Business School*.

٣٥. Dechow, P. M. , (١٩٩٤), "Accounting earnings and cash flows as measure of firm performance: the role of accounting accruals", *Journal of Accounting and Economics*, ١٨, ٣-٤٢.
٣٦. Becker, C. L. , Defond, M. L. , Jiambalvo, J. And Subrahmanyam, K. R. , (١٩٩٨), "The effect of audit quality on earnings management", *Contemporary Accounting Research*, ١٥, ١-٢٤.
٣٧. Dechow, P. M. Dichev, I. D. , (٢٠٠٢), "The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors", *Accounting Review*, ٧٧, ٣٥-٥٩.
٣٨. CulpT Christopher L. , *The Risk Management Process*, John Wiley & Sons, ٢٠٠١, P. ١٠.

Investigating the Relationship between Corporate Governance and Risk Management in Accepted Companies in Tehran Stock Exchange

Abstract:

The purpose of this study is to find the role and importance of corporate governance systems in the companies with investigating the relationship between corporate governance factors with companies risk management.

In this study we want to know whether companies that have the characteristics of corporate governance are in a good position in terms of risk management or not.

In this study, we investigate the characteristics of corporate governance system (ownership concentration, institutional ownership, CEO's Authority, the CEO duality, board size, board independence) as independent variables with risk management companies in this statistical community which is measured with three indicators (non-systematic risk, beta index, Sharpe ratio) by using multiple regression methods are examined.

Key words: Corporate Governance, Ownership Concentration, Institutional Ownership, CEO's Authority, CEO Duality, Board Size, Board Independence, Risk, Risk Management, Non-Systematic Risk, Beta Index, Sharpe Ratio



Shahrood University of Technology

Faculty of Industrial Engineering and Management

**Investigating the Relationship between Corporate Governance and
Risk Management in Accepted Companies in Tehran Stock Exchange**

Narges Mahmoudi

**Supervisor(s):
Seyed Mohammad Mosavi Shahroodi
Majid Ameri**

Date: 05/02/2011