

بررسی رابطه بین ویژگی های مدیریت، ریسک شرکت با سیاستهای شرکت

منصور دهقانی اشکذری^۱، محمد صادقیان^۲

^۱ مدیر گروه کارشناسی، مدیریت مالی، دانشگاه علم و هنر یزد

^۲ دانشجوی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، دانشگاه علم و هنر یزد

نویسنده مسئول:

محمد صادقیان

چکیده

هدف ما در این پژوهش بررسی رابطه بین ویژگی های مدیریت، ریسک شرکت با سیاستهای شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی یک دوره زمانی ۵ ساله از سال ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ می باشد. این پژوهش از نظر ماهیت و روش توصیفی و از نظر هدف، یک پژوهش کاربردی بوده و از آنجایی که در پژوهش حاضر وضعیت موجود متغیرها با استفاده از جمع آوری اطلاعات، از طریق اطلاعات گذشته مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است، در ردیف مطالعات توصیفی و از نوع پس رویدادی گنجانده می شود. در مسیر انجام این پژوهش، دو فرضیه تدوین و ۱۱۲ شرکت از طریق نمونه گیری به روش حذف سیستماتیک برای دوره زمانی مورد مطالعه انتخاب شده و با استفاده از روش آماری داده های پانل، داده های مربوط به متغیرهای پژوهش بعد از گردآوری در نرم افزار اکسل با استفاده از نرم افزار آماری ایویوز مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. نتایج تحقیق نشان می دهد که بین اندازه هیئت مدیره با سیاستهای شرکت رابطه مستقیم و معنادار دارد. بین دانش مالی هیئت مدیره با سیاستهای شرکت رابطه مستقیم و معنادار وجود دارد. بین ریسک مالی با سیاستهای شرکت رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. بین ریسک تجاری با سیاستهای شرکت رابطه منفی و معنی داری وجود دارد.

کلمات کلیدی: اندازه هیئت مدیره، دانش مالی هیئت مدیره، ریسک مالی، ریسک تجاری، سیاستهای شرکت.

مقدمه

با توجه به افزایش رسوایی ها و ورشکستگی شرکتها در سالهای اخیر، این امر باعث شد منافع عمومی با توجه به نقش مدیریت شرکتها بیش از پیش مورد توجه قرار گیرد. هدف از حاکمیت شرکتی حفاظت از سهامداران می باشد تا بتوانند بازده مناسبی از سرمایه گذاری داشته باشند (گلی و همکاران، ۲۰۱۲). با این حال، با افزایش رسوایی ها و شکست شرکتها، شک و تردیدهایی در مورد سازوکارهای مدیریت شرکت به وجود آمد.

از دیدگاه نظری، سهامداران از طریق ساختارهای حاکمیت شرکتی نظیر هیئت مدیره، کمیته های هیئت مدیره بر فعالیتها نظارت می کنند یا منفعی را برای سهامداران ایجاد می کنند (عبدالراف، ۲۰۱۱). بهترین مکانیزم های حاکمیت شرکتیهای بزرگ برای بهبود عملکرد شرکتها و منافع سهامداران استفاده از دیدگاه نظری متنوع هستند. کنس و همکاران (۲۰۰۷) پیشنهاد کرده اند یکی از دلایل احتمالی این ابهام در رابطه بین ساختارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد خلاصه می شود که می تواند برخی از عوامل احتمالی ارتباط را تعدیل کند. در گذشته، موضوع تنوع هیئت مدیره، نظر محققان و سیاستگذاران را به خود جلب کرده است. دولت انگلستان از سال ۲۰۱۲ تاکنون تنوع هیئت مدیره را به عنوان یکی از مکانیزمهای حاکمیت شرکتی در نظر گرفته است اما شواهدی مبنی بر رابطه تنوع هیئت مدیره، ریسک شرکت با سیاستهای شرکت وجود ندارد. پرداختن به این موضوع از این حیث دارای اهمیت است که می تواند به پژوهشگران، سرمایه گذاران، فعالان و خصوصا سیاستگذاران بازار سرمایه کمک نمایند تا تاثیر ویژگی های هیئت مدیره را بر کاهش مشکلات نمایندگی از منظر انتخاب سطح بهینه ریسک شرکت و در نهایت بهبود عملکرد شرکت مورد ارزیابی قرار دهند.

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

در صورت کامل بودن بازار، قراردادهای فاقد هزینه خواهند بود و این بدان معناست که در صورت تخصیص مجدد ایجادکننده ارزش، بدون هیچگونه هزینه ای می توان به این منابع دسترسی داشت. در چنین بازاری، یک شرکت در هر نقطه ای از دنیا قادر است سرمایه عرضه شده توسط ارائه دهندگان منابع را دریافت دارد و در اینصورت ارزش شرکت از دیدگاه ارائه دهندگان سرمایه برابر است با ارزش فعلی جریان نقدی شرکت که به آنان پرداخت می شود. در شرایط وجود بازار کامل کلیه سرمایه گذاران، پروژه خاص را به نحوی مشابه ارزیابی می نمایند و هزینه سرمایه در کشورهای مختلف یکسان می باشد. در بازار کامل، یک شرکت می تواند پروژه ارزشمند خود را به سادگی تامین مالی نماید. لیکن در عمل به دو دلیل اصلی فرض وجود بازار کامل نقص می گردد. اولین دلیل اینکه سرمایه گذاران قادر به مشاهده کلیه فعالیتها انجام شده توسط مدیران نیستند و دومین دلیل اینکه مدیران دارای اطلاعاتی هستند که سرمایه گذاران از دسترسی به آنها محرومند. آروو (۲۰۱۰) دلیل اول را مسئله فعالیتها پنهان و دلیل دوم را مسئله اطلاعات پنهان نامیده است که این مسائل خود مشکل نمایندگی بین مدیران و سرمایه گذاران را ایجاد می نماید (احدی سرکانی، ۱۳۸۵). حاکمیت ضعیف شرکتهایی نظیر انرون و ورلدکام و سقوط شگفت انگیز بازارهای سهام در آغاز قرن حاضر منجر به تجدید نظر در بحث حاکمیت شرکتی شده است. منطق حاکمیت شرکتی عموماً دیدگاه جایگزینی را پیشنهاد می دهد، کانون توجه حاکمیت ایجاد ارزش افزوده برای تعداد زیادی از ذینفعان سازمانی است. از طرفی دیگر جریان نقدی یکی از شاخص های مهم در ارزیابی واحد اقتصادی می باشد که در بسیاری از تصمیمات مالی، الگوهای ارزش گذاری اوراق بهادار، روش های ارزیابی طرح های سرمایه ای و، نقش محوری دارد. بر همین اساس با توجه به اهمیت جریان نقدی ممکن است این مهم دستخوش یکسری نفوذهای نمایندگی شود. چگونگی به کارگرفتن وجوه داخلی، تصمیمی مهم در تضاد بین سهامداران و مدیران است. در دوران رشد اقتصادی شرکت، همان طور که ذخایر وجه نقد افزایش می یابد، مدیران تصمیم می گیرند که آیا وجه نقد بین سهامداران توزیع شود، صرف مخارج داخلی شود، برای تحصیل خارجی به کارگرفته شود و یا همچنان نگهداری شود؟ این که مدیران منفعت طلب چگونه بین مصرف یا نگهداشت ذخایر وجه نقد یکی را انتخاب می کنند، موضوعی مبهم است (فخاری و تقوی، ۱۳۸۸). با وجود اختلاف نظرهایی که در مورد ارتباط بین ریسک و ساختار هیئت مدیره وجود دارد، اجماع عمومی بر این است در صورت مساوی بودن سایر شرایط، با افزایش ریسک غیر قابل کنترل شرکت، میزان سرمایه گذاری نیز به خاطر پذیرش سطح بالاتری از ریسک، افزایش می یابد (سیمونیک، ۱۹۸۰؛ پالماس، ۱۹۸۶؛ سیمونیک و استین، ۱۹۹۶).

ریسک عاملی تعیین کننده در رابطه با بازدهی شرکت ها است. موضوع ارزش شرکت و ریسک های خاص شرکت در حوزه مدیریت راهبردی مورد بررسی قرار گرفته است. پروتر (۱۹۸۰) استدلال کرد که یکی از وظایف ضروری مدیران مواجهه با ریسک های خاص (غیرسیستماتیک) شرکت است. تغییر در ریسک در نتیجه تغییر در مزایای رقابتی شرکت به راحتی قابل

توجیه است. برای نمونه بازده شرکتی که قدرت بازار آن بسیار موثر بوده و کسب و کار آن در مقابل عدم قطعیت های اقتصادی ایمن است، از تغییرات سطح بازار تاثیر نمی پذیرد (نجوین، ۲۰۱۱). با این تفسیر ریسک سرمایه گذاری در چنین شرکتی تنها شامل ریسک های خاص شرکت است. به این ترتیب با توجه به افزایش عملکرد در نتیجه مزایای رقابتی، می توان بیان داشت که رابطه مثبتی بین عملکرد شرکت و ریسک های خاص شرکت وجود دارد پژوهش های بسیاری دریافته اند که شرکت های با رشد بالا (فرصت های سرمایه گذاری بالا) ریسک بالاتری دارند (ژو و مالکیل، ۲۰۰۳). هم چنین گوپال و سانتاکلا (۲۰۰۳) ادعا کردند که ریسک غیرسیستماتیک در پیش بینی بازده آتی سهام موثر است؛ زیرا رویکردهای مالی بیان می کنند که رابطه مثبتی بین ریسک و بازده وجود دارد و سرمایه گذاران صرف ریسک بیشتری برای پذیرش سطح بالاتری از ریسک دریافت می کنند (هاتکینسون و همکاران، ۲۰۱۳).

اصل بابت در فرهنگ سرمایه گذاری وجود دارد مبنی بر اینکه سرمایه از ریسک و خطر گریزان است و به سوی بازده و سود تمایل دارد. به همین خاطر است که سرمایه گذاران ریسک گریز از ورود سرمایه خود به جایی که خطر و ریسک وجود دارد یا افق نامشخصی در برابر سود و اصل سرمایه شان هست، امتناع می کنند. اما آیا می توان جایی را پیدا کرد که سرمایه گذاری در آن ریسک نداشته باشد؟ ریسک و خطر از دست دادن اصل و فرع سرمایه در همه جا هست، بعضی سرمایه گذاری ها پرخطرند و برخی کم خطر. سرمایه گذار با توجه به میزان خطر و ریسک سرمایه گذاری، انتظار سود و بازده متناسب را دارا می باشد. معمولاً سرمایه گذاران به وسیله تجزیه و تحلیل های مالی خود به دنبال بازده متناسب با توجه ریسک مربوط می باشند. در یک بازار متعارف که در آن عوامل بازار واجد اطاعات میباشند، بازده بار همواره ریسک بالاتری را نیز به دنبال خواهد داشت. این موضوع موجب می شود که همواره تصمیم گیری جهت سرمایه گذاری بر اساس روابط میان ریسک و بازده صورت گیرد و یک سرمایه گذار همواره دو فاکتور ریسک و بازده را در تجزیه و تحلیل و مدیریت سبد سرمایه گذاری های خود مدنظر قرار دهد. به عبارت دیگر، سرمایه گذاری به عنوان یوک تصمیم مالی همواره دارای دو مؤلفه ریسک و بازدهی بوده که مبادله این دو ترکیب های گوناگون سرمایه گذاری را عرضه می کند. از یک طرف، سرمایه گذاران به دنبال بیشینه کردن عایدی خود از سرمایه گذاری هستند و از طرف دیگر؛ با شرایط عدم اطمینان حاکم بر بازارهای مالی مواجه هستند که عامل اخیر، دستیابی به عواید سرمایه گذاری را با عدم اطمینان مواجه می سازد (پیرصالحی، ۱۳۹۰).

سو و لی (۲۰۱۳) به دنبال پاسخ این سوال بودند که آیا مکانیزم های داخلی و خارجی راهبری شرکتی میتوانند تاثیری بر پذیرش ریسک توسط شرکتهای خانوادگی داشته باشند؟ برای این منظور، آنان نمونه ای از شرکتهای خانوادگی تایوان را مورد بررسی قرار دادند. آنان به این نتیجه رسیدند که استفاده از مدیران خارجی، ارتباط منفی بین مالکیت خانوادگی و پذیرش ریسک را کاهش می دهد.

علام و علیشاه (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی رابطه راهبری شرکتی و ریسک شرکت پرداختند. این دو محقق ۱۰۶ شرکت پاکستانی را طی دوره ۲۰۱۰ تا ۲۰۰۵ مورد بررسی قرار دادند و در پایان به این نتیجه رسیدند که بین معیارهای راهبری شرکتی و ریسک شرکت ارتباط معنی داری وجود دارد. کنترل خانوادگی و کنترل بانکی ارتباط معکوس با ریسک شرکت، ساختار مالکیت و دوگانگی وظیفه مدیرعامل ارتباط مستقیم با ریسک شرکت داشتند.

هاتکینسون و همکاران (۲۰۱۳) به بررسی رابطه راهبری شرکتی، ریسک و بازده و مالکیت نهادی پرداختند و نتایج نشان داد که رابطه بین ریسک و عملکرد به وسیله کیفیت راهبری شرکتی تعدیل می شود. کریستی و همکاران (۲۰۱۳) از تغییرپذیری بازده سهام برای اندازه گیری ریسک در بررسی ارتباط راهبری شرکتی و ریسک پذیری استفاده کردند. آنها دریافته اند که تغییرپذیری بازده سهام به طور منفی با متغیرهای راهبری، استقلال هیئت مدیره و واجدالشرایط بودن آنها مرتبط است.

نیکبخت و طاهری (۱۳۹۳) به بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک پرداختند و دریافته اند که بین درصد سهامداران نهادی و ریسک سیستماتیک، ارتباط معنی داری وجود دارد. همچنین رابطه بین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و ریسک سیستماتیک در سطح کلی، معکوس و در سایر طبقات شرکتهای معنی داری نیست.

ملکیان و شایسته مند (۱۳۹۴) به تبیین تاثیر سازوکارهای مدیریتی راهبری شرکت بر ریسک پذیری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش انحراف معیار باقی مانده مدل سه عاملی فاما و فرنچ (ریسک غیر سامانمند) به عنوان جانشین ریسک پذیری شرکت در نظر گرفته شده است. همچنین آثار سه متغیر اهرم مالی، نرخ بازده دارایی ها و سن شرکت که انتظار می رفت بر روابط بین متغیرهای مستقل و وابسته تاثیرگذار باشد کنترل گردید. با بررسی ۱۲۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ و با بهره گیری از تحلیل رگرسیونی

پانل دیتا، نتایج پژوهش نشان می دهد، اندازه و استقلال هیئت مدیره و نفوذ مدیرعامل بر ریسک پذیری شرکتها تاثیرگذار بوده لکن شواهدی حاکی از تاثیر مدت تصدی و دوگانگی نقش مدیرعامل بر ریسک پذیری مشاهده نگردید.

پاک مرام و لطفی (۱۳۹۵) ارتباط حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی و ریسک شرکتهای بیمه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. در این تحقیق از ۴ شاخص حاکمیت شرکتی شامل اندازه هیئت مدیره، ترکیب هیئت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و تمرکز مالکیت و همچنین از دو معیار ارزیابی عملکرد شامل نرخ بازده دارایی ها و حقوق صاحبان سهام و دو معیار ارزیابی ریسک شرکت شامل ریسک تجاری و مالی استفاده شده است. جامعه آماری این تحقیق شرکتهای بیمه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند که با روش نمونه گیری حذف سیستماتیک ۱۸ شرکت در طی ۷ سال (جمعا ۸۸ سال شرکت) در نمونه آماری این تحقیق قرار گرفتند. بازه زمانی تحقیق شامل سالهای ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۲ است. برای آزمون فرضیه های صورت بندی شده از رگرسیون چندگانه خطی و روش حداقل مربعات معمولی استفاده شده است. یافته های پژوهش نشان می دهد بین ترکیب هیئت مدیره و عملکرد مالی در هر دو بعد (نرخ بازده دارایی ها و حقوق صاحبان سهام) ارتباط مثبت و بین ترکیب هیئت مدیره و ریسک در هر دو بعد شامل (ریسک مالی و تجاری) ارتباط منفی و معنی داری وجود دارد. بین اندازه هیئت مدیره و نرخ بازده دارایی ها نیز رابطه منفی و معنی داری مشاهده می شود.

محمودآبادی و زمانی (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین ریسک پذیری شرکت و عملکرد مالی با تاکید بر سازوکارهای راهبری شرکتی پرداختند. برای این منظور داده های مربوط به ۱۰۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال های ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۱ جمع آوری و به روش همبستگی و با استفاده از رگرسیون خطی مورد بررسی قرار گرفت. یافته های حاصل از پژوهش نشان داد که میزان ریسک پذیری شرکت ها رابطه مثبت و معناداری با عملکرد مالی آن ها دارد. همچنین درصد اعضای مستقل هیات مدیره، اثر منفی و معناداری بر میزان ریسک پذیری شرکت دارد؛ ولی درصد مالکیت سهامداران نهادی و تعداد اعضای هیات مدیره با میزان ریسک پذیری رابطه معناداری ندارند. در رابطه با اثر ساختار هیات مدیره و مالکیت نهادی بر رابطه بین ریسک پذیری و عملکرد مالی، یافته ها نشان داد که استقلال هیات مدیره، اندازه هیات مدیره و درصد مالکیت سهامداران نهادی بر رابطه بین ریسک پذیری و عملکرد مالی اثر مثبتی دارند و این رابطه را تقویت می کنند.

روش تحقیق

این تحقیق از نظر هدف، تحقیقی کاربردی محسوب می شود. از آن جا که این نوشتار به توصیف آنچه که هست یا توصیف شرایط موجود بدون دخل و تصرف (و نه به الزام و توصیه خاص) می پردازد و با توجه به آن که قضاوت های ارزشی در این تحقیق کم رنگ است، تحقیق حاضر در زمره تحقیقات توصیفی حسابداری به شمار می رود. به علاوه با توجه به این که از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیه ها (همبستگی ارتباط بین متغیرها) استفاده می شود، با در نظر گرفتن ماهیت و روشی که در این مطالعه استفاده می شود، نوعی تحقیق توصیفی - همبستگی به شمار می رود. همچنین از نظر هدف کاربردی (در پی حل یک مشکل خاص)، از بعد فرآیند، تحقیقی کمی (دارای نگرشی عینی به جمع آوری و تحلیل داده های کمی)، از نظر شیوه گردآوری و تحلیل اطلاعات، توصیفی - همبستگی (در پی تعریف و به دست آوردن اطلاعات از یک مشکل یا موضوع مشخص در روابط بین متغیرها) و از بعد منطقی، یک تحقیق استقرایی (درصد طراحی یک مدل کلی بر اساس مشاهدات تجربی و جمع آوری داده های کمی) است. روش گردآوری اطلاعات مورد نیاز این پژوهش، کتابخانه ای می باشد و با استفاده از کتب، مقالات داخلی و بخصوص خارجی و پایان نامه های دانشجویی گردآوری می شود. داده های مورد نیاز جهت پردازش فرضیه های پژوهش از منابع مختلفی از جمله سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار ره آورد نوین و سایتهای *irbourse*، *rdis*، *tse* و ایران تحلیل و دیگر سایتهای معتبر استفاده و سپس منابع استخراج شده به نرم افزار اکسل منتقل و محاسبات اولیه انجام صورت می گیرد، سپس با استفاده از نرم افزار *stata* تجزیه و تحلیل شد. فرضیه در تحقیق، اثبات و یا ابطال نمی شود؛ بلکه بر اساس داده های به دست آمده، تأیید یا رد می شود (دلاور، ۱۳۷۹).

فرضیه های مرتبط با پژوهش را به شرح زیر تدوین می کنیم:

بین ریسک مالی با سیاستهای شرکت رابطه وجود دارد.

بین ریسک تجاری با سیاستهای شرکت رابطه وجود دارد.

بین اندازه هیئت مدیره با سیاستهای شرکت رابطه وجود دارد.

بین دانش مالی هیئت مدیره با سیاستهای شرکت رابطه وجود دارد.

به منظور آزمون فرضیات پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده می شود:

$$\text{Investment}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Board Size}_{it} + \beta_2 \text{SpeciCEOs}_{it} + \beta_3 \text{OL}_{it} + \beta_4 \text{FL}_{it} + \beta_5 \text{Lev}_{it} + \beta_6 \text{ROA}_{it} + \beta_7 \text{SIZE}_{it} + \beta_8 \text{BM}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته

سیاست شرکت

برای اندازه گیری این متغیر از معیار سیاست سرمایه گذاری شرکت استفاده شده است

سیاست سرمایه گذاری شرکت (Investment)

مجموع مبالغ پرداخت شده بابت مخارج سرمایه ای، سرمایه گذاری بلندمدت و مخارج تحقیق و توسعه منهای دریافتی بابت فروش اموال، ماشین آلات و تجهیزات و سرمایه گذاری برای نگهداری دارایی ها در شرایط موجود (استهلاک) برای سال مالی t.

متغیر مستقل

الف) ویژگیهای مدیریت

اندازه هیئت مدیره (Board Size): هیات مدیره بالاترین قسمت در بنیاد سازمان است که نقش مهمی در تصمیمات راهبردی و مدیریت عملیات شرکتها ایفا میکند (حسن و بوت، ۲۰۰۹). در این پژوهش متغیر اندازه هیئت مدیره به وسیله تعداد اعضای هیئت مدیره سنجیده می شود (ابور، ۲۰۰۷).

دانش مالی هیئت مدیره (SpeciCEOs): چنانچه مدیرعامل در رشته ی حسابرسی یا مدیریت مالی باشد متخصص است و عدد یک داده می شود، در غیر اینصورت صفر.

ب) ریسک شرکت

برای محاسبه ریسک شرکت از دو معیار ریسک تجاری و ریسک مالی استفاده می شود:

ریسک تجاری (OL)

درجه اهرم عملیاتی بالا منجر به ایجاد ریسک تجاری می شود. اهرم عملیاتی تاثیر تغییرات فروش را بر سود عملیاتی بیان می کند. اگر شرکتی دارای درجه اهرم عملیاتی بالایی باشد تغییرات جزئی در فروش تاثیر زیادی در سود عملیاتی خواهد داشت. اگر تغییرات در جهت افزایش فروش باشد این امر موجب افزایش سود به نحو قابل ملاحظه ای می شود (احمدپور و یحیی فر، ۱۳۸۳). ولی اگر تغییرات در جهت کاهش فروش باشد سود عملیاتی ممکن است به کلی حذف و منجر به زیان شود. ریسک تجاری به صورت زیر محاسبه می شود:

ریسک تجاری = سود قبل از بهره و مالیات / فروش

ریسک مالی (FL)

ریسک مالی احتمال توقف فعالیتهای شرکت به خاطر نبودن وجوه کافی است که اهرم هزینه های بهره، شاخصی برای اندازه گیری آن است. اهرم هزینه های بهره معیاری است که میزان تغییرات سود عملیاتی و تاثیر آن بر سود قبل از کسر مالیات را مشخص می سازد و به عبارت دیگر این اهرم درصد تغییرات سود قبل از کسر مالیات را به ازاء درصد تغییرات در سود عملیاتی نشان می دهد (احمدپور و یحیی فر، ۱۳۸۳). ریسک مالی به صورت زیر محاسبه می شود:

ریسک مالی = سود قبل از مالیات / سود قبل از بهره و مالیات

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (Size): در این پژوهش برای سنجش اندازه شرکت، از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سرمایه شرکت i در پایان سال t استفاده خواهد شد.

ارزش صاحبان سهام (BM): بیانگر نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t است.

بازده دارایی ها (ROA): نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی های شرکت.

اهرم مالی (Lev): اهرم مالی شرکت که برابر است با تقسیم بدهی های شرکت بر دارایی های پایان دوره شرکت i در سال t.

جامعه و نمونه آماری

در این پژوهش سعی بر آن است که با توجه به شرایطی که در مطالعات دیگر برای نمونه در نظر گرفته شده و نیز شرایطی که منطبق بر وضعیت بازار سرمایه ایران می باشد، نمونه ای از مجموعه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در واقع به عنوان جامعه آماری شناخته می شود، انتخاب گردد. معیارها و شروط مد نظر برای انتخاب نمونه به شرح ذیل است:

طی سال های مورد مطالعه تحقیق ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶، نماد معاملاتی آن ها از تابلوی بورس خارج نشده باشد و سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد (فعالیت مستمر و پایدار در بازار سرمایه).

شرکت های مورد مطالعه نایستی سال مالی و فعالیت خود را طی دوره های مورد نظر تغییر داده باشند (همگن بودن سال مالی و فعالیت در طول دوره مطالعه).

اطلاعات مالی مورد نیاز، به خصوص یادداشت های همراه صورت های مالی در دسترس باشد.

شرکت مورد نظر طی دوره تحقیق فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد و وقفه معاملاتی^۱ نداشته باشد.

شرکت های بیمه، بانکها، سرمایه گذاری، واسطه گری مالی-پولی به دلیل تفاوت از ماهیت فعالیت اینگونه شرکتها از جامعه حذف شد.

در نتیجه اعمال شرایط و محدودیت های ذکر شده ۱۱۲ شرکت از جامعه آماری جهت انجام آزمونها انتخاب شدند. دوره تحقیق ۵ سال متوالی می باشد بنابراین تعداد ۵۶۰ سال شرکت می باشد.

آماره توصیفی

به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه ای که در پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده های آماری، لازم است این داده ها توصیف شود. همچنین توصیف آماری داده ها، گامی در جهت تشخیص الگوی حاکم بر آن ها و پایه ای برای تبیین روابط بین متغیرهایی است که در پژوهش به کار می رود (خورشیدی و قریشی، ۱۳۸۱، ص ۲۵۴).

بنابراین، قبل از این که به آزمون فرضیه های پژوهش پرداخته شود، متغیرهای پژوهش به صورت خلاصه در جدول شماره (۱) مورد بررسی قرار می گیرد. این جدول حاوی شاخص هایی برای توصیف متغیرهای تحقیق می باشد. این شاخص ها شامل، شاخص های مرکزی، شاخص های پراکندگی و شاخص های شکل توزیع است.

جدول ۱: توصیف آماری داده ها

نام	تعداد	میانگین	انحراف معیار	واریانس	چولگی	کشیدگی	کمترین	بیشترین
سیاست سرمایه گذاری شرکت	۵۶۰	۱۵۳۲۰۷۲	۴۴۴۷۷۹۱	۱۰۹۸۰	۵۰۲۳۴	۳۴۰۲۷۰	۷۲۱۳	۳۰۹۷۰
اندازه هیئت مدیره	۵۶۰	۵۰۴۱	۰۰۲۸۰	۰۰۷۸	۶۰۷۶۰	۴۶۰۹۸۱	۵	۷
دانش مالی هیئت مدیره	۵۶۰	۰۰۷۰۷	۰۰۴۵۵	۰۰۲۰۷	-۰۰۹۱۰	۱۰۸۲۸	۰	۱
ریسک مالی	۵۶۰	۰۰۷۱۱	۵۰۰۳	۲۵۰۳۸	۲۰۴۳	۱۵۱۰۹۱۲	-۵۷۰۹۰۵	۷۸۰۴۰۲
ریسک تجاری	۵۶۰	۴۰۶۷۸	۳۵۰۷۵۹	۱۲۷۸۰۷۶۱	۱۲۰۲۰۸	۱۶۱۰۸۸۰	-۳۰۱۰۳	۵۲۷۰۶۴۵
اندازه شرکت	۵۶۰	۱۳۰۲۵۱	۱۶۰۰۶	۲۰۵۸۰	۰۰۸۶۴	۴۰۳۳۸	۷۰۷۸۳	۱۸۰۴۸۴
ارزش صاحبان سهام	۵۶۰	۰۰۴۰۳	۰۰۲۵۴	۰۰۰۶۴	۱۰۵۸۴	۶۰۹۹۵	۰۰۰۰۹	۱۰۹۰۶
اهرم مالی	۵۶۰	۰۰۵۷۱	۰۰۱۸۹	۰۰۰۳۵	-۰۰۱۹۱	۲۰۳۸۰	۰۰۰۹۰	۰۰۹۹۱
بازده دارایی ها	۵۶۰	۰۰۱۲۷	۰۰۱۳۸	۰۰۰۱۹	۰۰۷۴۶	۳۰۹۹۰	-۰۰۲۸۹	۰۰۶۳۱

^۱ منظور از وقفه معاملاتی این است که در داد و ستد سهام شرکت در دوره مورد مطالعه بیشتر از ۶ ماه وقفه ایجاد شده باشد.

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر سیاست سرمایه گذاری شرکت برابر با (۱۵۳۲۰۷۲) می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن ها نسبت به میانگین است. از مهم ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر سیاست سرمایه گذاری شرکت برابر با ۴۴۴۷۷۹۱ و برای بازده دارایی ها برابر است با ۰/۱۳۸ می باشد که نشان می دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. کمترین و بیشترین هم نشان دهنده این می باشد که کدام متغیر دارای بیشترین عدد است و کدام متغیر دارای کمترین عدد است که به عنوان مثال متغیر ریسک مالی با ۵۷/۹۰۵- دارای کمترین عدد و متغیر ریسک تجاری با ۵۲۷/۶۴۵ دارای بیشترین عدد می باشد. در ادامه توصیف آماری داده ها به بررسی برخی توزیع فراوانی متغیرهایی که نحوه اندازه گیری آنها به صورت صفر و یک می باشد پرداخت شده است. به عبارت دیگر این نوع متغیرها همان متغیرهای مجازی می باشند که نشان می دهند چند درصد از کل متغیرهای ما در مرحله رشد قرار دارند و از ۱۰۰ درصد چند درصد شامل این مرحله رشد می باشد، همانطور که در جداول زیر نشان داده شده است از ۵۶۰ سال مالی شرکت ۱۶۴ سال شرکت بدون دانش مالی هیئت مدیره می باشند که ۲۹/۲۹ درصد را به خود اختصاص داده است. از ۵۶۰ سال مالی شرکت ۳۹۶ سال شرکت بدون زیان می باشند که ۷۰/۷۱ درصد را به خود اختصاص داده است. توزیع فراوانی هر کدام از متغیرهای مجازی به شرح زیر هستند:

جدول ۲: توزیع فراوانی متغیر دانش مالی هیئت مدیره

درصد فراوانی	فراوانی	
۲۹.۲۹	۱۶۴	شرکتهای بدون دانش مالی هیئت مدیره
۷۰.۷۱	۳۹۶	شرکتهای با دانش مالی هیئت مدیره
۱۰۰	۵۶۰	جمع

نرمال بودن مقادیر خطا

مقادیر خطا باید طبق مفهوم رگرسیون کاملا تصادفی باشد. در صورتی که مقادیر خطاهای مدل تصادفی باشد میانگین خطاها در سطح مقادیر مختلف متغیر مستقل باید برابر صفر باشد. به بیان دیگر، توزیع خطاهای مدل باید نرمال (با میانگین صفر و واریانس متناهی) باشد. چنانچه توزیع مقادیر خطا در مدل نرمال نباشد، نتیجه می شود که سایر عوامل به صورت تصادفی بر بازده سهام تاثیر گذار نیستند. لذا، نتایج رگرسیون چندان قابل اتکا نخواهد بود (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۵).

جدول ۳: نتایج آزمون آزمون شاپیرو ویلک (برای جملات خطا)

مدل های پژوهش	تعداد مشاهدات	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه
مدل اول	۵۶۰	۱.۸۰۶	۰.۷۹۷	نرمال بودن مقادیر خطا
مدل دوم	۵۶۰	۴.۳۸۱	۰.۹۸۷	نرمال بودن مقادیر خطا
مدل سوم	۵۶۰	۷.۸۲۶	۰.۹۵۱	نرمال بودن مقادیر خطا
مدل چهارم	۵۶۰	۷.۱۳۲	۰.۹۸۸	نرمال بودن مقادیر خطا

طبق نتایج آزمون شاپیرو ویلک، سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد می باشد و بیانگر نرمال بودن توزیع خطاهای باقی مانده در مدل های رگرسیونی فوق می باشد.

آزمون F لیمبر (چاو) و آزمون هاسمن^۲

برای آزمون فرضیه های تحقیق از مدل رگرسیونی اثرات ثابت استفاده شده است. برای تعیین اینکه داده های مورد بررسی از نوع ترکیبی هستند یا داده های تابلویی از آزمون اف لیمبر استفاده شده است، که نتایج در جدول زیر ارائه شده است.

H_0 : pooled model

H_1 : Fixed Effect Model

²Limmer & Hausman

همانطور که مشاهده می شود، سطح معنی داری آزمون ها کمتر از ۵ درصد می باشد که بیانگر این مطلب می باشد که داده های مورد بررسی از نوع تابلویی بوده که داده های تابلویی خود به دو دسته اثرات تصادفی و اثرات ثابت تقسیم می شوند و برای تعیین اینک موضوع باید از آزمون هاسمن استفاده شود، که نتایج مربوط به این آزمون در جدول زیر ارائه شده است. در صورتی که سطح معنی داری آزمون هاسمن بیشتر از ۵ درصد باشد باید از مدل رگرسیونی اثرات ثابت استفاده شود که نتایج این آزمون بیانگر همین مطلب بود.

جدول ۴: نتایج آزمون اف لیمر (چاو) و هاسمن برای مدل های رگرسیونی پژوهش

آزمون هاسمن			آزمون اف لیمر			
نتیجه	سطح معنی داری	آماره آزمون	نتیجه	سطح معنی داری	آماره آزمون	فرضیه ها
تصادفی	۰.۲۲۷	۶.۹۱	تابلویی	۰.۰۰۰	۸.۰۶	مدل اول
تصادفی	۰.۲۵۱	۶.۶۱	تابلویی	۰.۰۰۰	۸.۰۹	مدل دوم
تصادفی	۰.۱۹۵	۷.۳۶	تابلویی	۰.۰۰۰	۸.۰۹	مدل سوم
تصادفی	۰.۲۰۳	۷.۲۳	تابلویی	۰.۰۰۰	۸.۰۸	مدل چهارم

آزمون فرضیه اول پژوهش

H0: بین اندازه هیئت مدیره با سیاستهای شرکت رابطه وجود ندارد.

H1: بین اندازه هیئت مدیره با سیاستهای شرکت رابطه وجود دارد.

جدول ۵: تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره Z	سطح معناداری
اندازه هیئت مدیره	۸۱۷۴۴۲.۷	۱۰۹۵۷۲۰	۰.۷۵	۰.۴۵۶
اندازه شرکت	-۲۲۰۲۲۹.۱	۱۲۲۱۸۹.۴	-۱.۸۰	۰.۰۷۱
ارزش صاحبان سهام	۱۲۰۹۳۸۷	۶۷۵۰۵۰.۲	۱.۷۹	۰.۰۷۳
اهرم مالی	-۷۸۷۴۵.۶۲	۹۹۰۸۵۹.۱	-۰.۰۸	۰.۹۳۷
بازده دارایی ها	۳۹۷۳۲۲	۱۲۱۰۳۶۰	۰.۳۳	۰.۷۴۳
عرض از مبدا	۲۷۶۴۰.۷۷	۵۸۰۶۵۸۱	۰.۰۰	۰.۹۹۶
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین		۴۲ درصد		
ضریب تعیین تعدیل شده		۴۱ درصد		
آماره والد و سطح معناداری آن		۸.۳۴ (۰.۱۳۸)		

طبق نتایج جدول ۵، مشاهده می شود که متغیر اندازه هیئت مدیره دارای ضریب مثبت و سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که اندازه هیئت مدیره با سیاستهای شرکت تاثیر معکوس و معنادار دارد و فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می گیرد.

متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و ارزش صاحبان سهام و اهرم مالی و بازده دارایی ها دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد می باشد لذا با متغیر وابسته (سیاستهای شرکت) ارتباط ندارند.

ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۴۱ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۴۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۸.۳۴ و سطح معناداری آن بیشتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

آزمون فرضیه دوم پژوهش

H0: بین دانش مالی هیئت مدیره با سیاستهای شرکت رابطه وجود ندارد.

H1: بین دانش مالی هیئت مدیره با سیاستهای شرکت رابطه وجود دارد.

جدول ۶: تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره z	سطح معناداری
دانش مالی هیئت مدیره	۱۰۴۹۱۲.۸	۲۲۶۸۷۲	۰.۴۶	۰.۶۴۴
اندازه شرکت	-۱۷۷۸۴۵	۱۲۸۲۲۳.۹	-۱.۳۹	۰.۱۶۵
ارزش صاحبان سهام	۱۱۸۸۴۸۹	۶۷۲۱۲۰.۲	۱.۷۷	۰.۰۷۷
اهرم مالی	۲۶۳۹۹۵.۴	۱۰۶۲۳۶۴	۰.۲۵	۰.۸۰۴
بازده دارایی ها	۴۷۱۵۴۷.۹	۱۲۳۰۲۹۸	۰.۳۸	۰.۷۰۲
عرض از مبدا	۳۴۱۶۲۹۸	۱۹۶۲۳۲۲	۱.۷۴	۰.۰۸۲
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین	۴۱ درصد			
ضریب تعیین تعدیل شده	۴۰ درصد			
آماره والد و سطح معناداری آن	۶.۲۹ (۰.۲۷۸)			

طبق نتایج جدول ۶، مشاهده می شود که متغیر دانش مالی هیئت مدیره دارای ضریب مثبت و سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که دانش مالی هیئت مدیره با سیاستهای شرکت تاثیر معکوس و معنادار دارد و فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می گیرد.

متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و ارزش صاحبان سهام و اهرم مالی و بازده دارایی ها دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد می باشد لذا با متغیر وابسته (سیاستهای شرکت) ارتباط ندارند.

ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۴۰ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۴۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۶.۲۹ و سطح معناداری آن بیشتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آزمون فرضیه سوم پژوهش

H0: بین ریسک مالی با سیاستهای شرکت رابطه وجود ندارد.

H1: بین ریسک مالی با سیاستهای شرکت رابطه وجود دارد.

جدول ۷: تخمین نهایی مدل رگرسیونی سوم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره z	سطح معناداری
ریسک مالی	-۶۲۳۶.۰۸۴	۱۲۸۷۷.۴۱	-۰.۴۸	۰.۶۲۸
اندازه شرکت	-۱۶۵۶۶۸.۹	۱۲۶۱۹۴.۹	-۱.۳۱	۰.۱۸۹
ارزش صاحبان سهام	۱۲۰۱۴۰.۲	۶۷۲۵۵۴.۸	۱.۷۹	۰.۰۷۴
اهرم مالی	۴۰۳۰۴۹	۱۰۶۲۴۶۸	۰.۳۸	۰.۷۰۴
بازده دارایی ها	۵۲۰۱۱۳.۷	۱۲۳۷۳۸۳	۰.۴۲	۰.۶۷۴
عرض از مبدا	۳۲۳۰۳۲۷	۱۹۱۸۲۷۶	۱.۶۸	۰.۰۹۲
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین	۴۱ درصد			
ضریب تعیین تعدیل شده	۴۰ درصد			
آماره والد و سطح معناداری آن	۵.۵۵ (۰.۳۵۲)			

طبق نتایج جدول ۷، مشاهده می شود که متغیر ریسک مالی دارای ضریب منفی و سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که ریسک مالی با سیاستهای شرکت تاثیر معکوس و معنادار دارد و فرضیه سوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می گیرد.

متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و ارزش صاحبان سهام و اهرم مالی و بازده دارایی ها دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد می باشد لذا با متغیر وابسته (سیاستهای شرکت) ارتباط ندارند.

ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۴۰ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۴۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۵.۵۵ و سطح معناداری آن بیشتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

آزمون فرضیه چهارم پژوهش

H0: بین ریسک تجاری با سیاستهای شرکت رابطه وجود ندارد.

H1: بین ریسک تجاری با سیاستهای شرکت رابطه وجود دارد.

جدول ۸: تخمین نهایی مدل رگرسیونی چهارم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره z	سطح معناداری
ریسک تجاری	-۲۴۹۹.۴۱۲	۱۱۹۰.۷۲۳	-۲.۱۰	۰.۰۳۶
اندازه شرکت	-۱۷۴۴۶۰.۶	۱۲۷۱۸۷.۳	-۱.۳۷	۰.۱۷۰
ارزش صاحبان سهام	۱۱۷۳۵۱۷	۶۷۶۷۷۷.۳	۱.۷۳	۰.۰۸۳
اهرم مالی	۳۰۹۶۵۸.۱	۱۰۷۲۸۱۳	۰.۲۹	۰.۷۷۳
بازده دارایی ها	۴۲۳۸۰۰.۳	۱۲۱۱۳۹۶	۰.۳۵	۰.۷۲۶
عرض از مبدا	۳۴۴۰۵۶۷	۱۹۵۴۷۴۹	۱.۷۶	۰.۰۷۸
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین	۴۱ درصد			
ضریب تعیین تعدیل شده	۴۰ درصد			
آماره والد و سطح معناداری آن	۱۶.۹۷ (۰.۰۰۴)			

طبق نتایج جدول ۸، مشاهده می شود که متغیر ریسک تجاری دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که ریسک تجاری با سیاستهای شرکت تاثیر معکوس و معنادار دارد و فرضیه چهارم در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می گیرد.

متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و ارزش صاحبان سهام و اهرم مالی و بازده دارایی ها دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد می باشد لذا با متغیر وابسته (سیاستهای شرکت) ارتباط ندارند.

ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۴۰ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۴۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۱۶.۹۷ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

نتیجه گیری

در پژوهش حاضر این نتیجه حاصل شد که: بین ویژگیهای مدیریت و سیاست های شرکت رابطه مستقیم وجود دارد. و همچنین بین ریسک شرکت و سیاست های شرکت رابطه معکوس وجود دارد.

این نتایج مطابق با پژوهش بمیله و همکاران (۲۰۱۷) می باشد که با استفاده از مقیاس چند بعدی، نتایج نشان داد که زیاد بودن تنوع هیات مدیره منجر به کاهش نوسان و عملکرد بهتر می شد. پایین بودن سطح ریسک نیز بیشتر به دلیل متنوع بودن هیات مدیره و استفاده از سیاست های مالی با ریسک کم است. اما، همچنانکه تنوع هیات مدیره باعث افزایش ریسک پذیری بهتر می شود، شرکتهایی که تنوع هیات مدیره در آنها بیشتر است، نیز سرمایه گذاری مستمری در تحقیق و توسعه دارند و فرآیندهای نوآوری بهتری دارند. آزمون های متغیرهای ابزاری که از تنوع بیرونی در دسترسی شرکت به عرضه متنوع مدیران غیرمحملی بهره برداری می کند، نشان داد که این روابط سببی هستند.

پیشنهاد می شود حسابرسان دقت لازم را در ارائه گزارش های حسابرسی به عمل آوردند چون ممکن است مدیران در جهت جذب سرمایه گذاری بیشتر و فروش سهام تحت تملک خود صورت های مالی را به واقعیت نمایش ندهند.

امروزه سرمایه گذاران و سهامداران شرکتهای به اطلاعات قابل اطمینانی از وضعیت مالی شرکتهای نیاز دارند تا بتوانند بر اساس آن تصمیم گیری کنند. فلذا این حسابرسان هستند که این اطمینان را به آنها می دهند پس برای اثربخش بودن حسابرسی و ارائه گزارشات درست توسط حسابرسان، شرکتهای باید سیستم کنترل داخلی مناسبی را استقرار دهند تا بتوانند بر اثربخشی برنامه حسابرسی و نتایج آن کمک شایانی کرده باشند.

در زمان انتخاب پرتفوی مناسبی از سهام، از روش های متفاوت سرمایه گذاری استفاده شود و هر دو نوع سهام رشدی و ارزشی در پرتفوی قرار گیرد تا علاوه بر کاهش ریسک، نتایج بهتری نصیب سرمایه گذار شود.

به سازمان بورس و اوراق بهادار پیشنهاد میشود شرکت را ملزم به ارائه اطلاعات مربوط به گزارش فعالیت هیات مدیره و صورتهای مالی به صورت فایل های متنی نمایند تا قابلیت تحلیل محتوای آنها از طریق نرم افزار مهیا شود.

مدل های این پژوهش برای تمام صنایع عضو نمونه ی آماری به صورت یک جا برآورد شده اند. از این رو، پیشنهاد می شود در مطالعات آتی هر یک از مدل های این پژوهش برای صنایع مختلف به تفکیک برآورد شود.

از سایر متغیرهای تعدیلی و اثرگذار بر رابطه بین تنوع هیات مدیره و ریسک شرکت با سیاست های سرمایه گذاری مورد بررسی قرار گیرد.

رابطه تنوع هیات مدیره و ریسک شرکت با سیاست های سرمایه گذاری در شرکت های زبان ده در مقایسه با سایر شرکتهای بررسی و آزمون گردد.

منابع و مراجع

- احمد پور، احمد. ملکیان، اسفندیار. بهنمیری، جوادزاد. نادى، زینب. بررسی نقش ساختار هیئت مدیره بر سرمایه فکری شرکتهای با رویکرد فازی، مطالعه موردی شرکتهای داروسازی بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش حسابداری/ سال سوم/ ش ۸/ بهار ۱۳۹۱/ صص ۷۳-۹۳.
- احمدی، سید محمد مهدی. شهریار، بهنام. ۱۳۸۶. تعیین میزان بهینه سرمایه گذاری در بازار بورس اوراق بهادار با رویکرد ارزش در معرض ریسک. مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۴، شماره ۴۹، پاییز ۱۳۸۶، صفحات ۳ تا ۲۴.
- احمدی، محمدرضا. (۱۳۸۰). ارتباط ساختار سرمایه و بازده شرکت های بورس. رساله کارشناسی ارشد حسابداری. دانشگاه آزاد واحد علوم تحقیقات تهران.
- اسدی، غلامحسین. محمدی، شاپور. خرم، اسماعیل. (۱۳۹۰) رابطه بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت، مجله دانش حسابداری، سال دوم، شماره ۴، بهار ۱۳۹۰، صفحات ۲۹-۴۸.
- امید، فاطمه. (۱۳۹۰). "تاثیر کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه اصفهان. دانشکده علوم اداری و اقتصاد.

- انواری رستمی، علی اصغر؛ تجویدی، الناز؛ جهانگرد، میثم. (۱۳۹۴). تاثیر ساختار سرمایه و پاداش هیئت مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری. پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال پنجم، شماره ۱۸، صص ۱۰۹-۱۲۹.
- باغومیان رافیک، عزیززاده مقدم کیوان. (۱۳۹۳). رابطه ویژگی‌های شرکت و ساختار سرمایه. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی. سال یازدهم، شماره ۴۳، ۱۱۱-۱۳۳.
- تقوی مهدی، لطفی علی اصغر، سهرابی عبدالرضا. ۱۳۸۷. مدل ریسک اعتباری و رتبه بندی مشتریان حقوقی بانک کشاورزی. پژوهشنامه اقتصادی زمستان ۱۳۸۷؛ (۴) (ویژه نامه طرح تعدیل اقتصادی): ۹۹-۱۲۸.
- جلالی نائینی، ا. ر، ۱۳۸۵، " بررسی نقش اهمیت نظارت بر مبتنی بر ریسک در نظام بانکی و مقایسه آن با نظارت تطبیقی "، مجموعه مقالات هفدهمین همایش بانکداری اسلامی
- جهان خانی، علی؛ عبده تبریزی، حسین. (۱۳۷۲). نظریه بازار کارآی سرمایه. نشریه تحقیقات مالی. وره ۱، شماره ۱ صص ۷-۲۴.
- حیدریپور، فرزانه. السادات احسانی طباطبایی، مریم (۱۳۹۴) نقش سرمایه‌گذاران نهادی در سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت. پیشرفت های حسابداری. مقاله ۱، دوره ۷، شماره ۱، بهار و تابستان، صفحه ۱-۲۱.
- خانی عبدالله، افشاری حمیده، حسینی کندلجی میرهادی. (۱۳۹۲). بررسی تصمیمات تامین مالی، زمان بندی بازار و سرمایه‌گذاری واقعی در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی، سال اول، شماره اول، شماره پیاپی (۱)، ۱۰۹-۱۲۲.
- رادپور، میثم، رسولی زاده، علی، رفیعی، احسان و لهراسبی، علی اصغر، ۱۳۸۸، مدیریت ریسک بازار: رویکرد ارزش در معرض خطر، تهران، شرکت ماتریس تحلیلگران سیستم های پیچیده.
- راعی، ر، و علی سعیدی، " مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک "، انتشارات دانشگاه تهران و سمت، تهران، ۸۳ نوبت اول.
- رایلی، فرانک. براون، کیت. (۱۳۸۶). تجزیه و تحلیل سرمایه گذاری و مدیریت سبد اوراق بهادار، ترجمه اسلامی بیدگلی، غلامرضا. هیتی، فرشاد. رهنمای رودپشتی، فریدون. چاپ دوم، تهران: انتشارات پژوهشکده امور اقتصادی.
- سپاسی، سحر. عبدلی، لیلا (۱۳۹۵) تأثیرات حضور زنان در هیئت مدیره بر ارزش شرکت و عملکرد مالی. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. مقاله ۳، دوره ۸، شماره ۲۹، بهار، صفحه ۳۹-۵۸.
- ستایش، محمدحسین و کاظم‌نژاد، مصطفی (۱۳۸۹)، " بررسی تاثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیات مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران "، مجله دانش حسابداری، سال اول، شماره ۱، صص ۵۱-۲۹
- سعید اردکانی، سعید؛ فرهادی پور، محمدرضا و محمدرضا جعفری ندوشن. (۱۳۹۳). بررسی ارتباط بین ریسک نقدینگی معیار پوشش تقاضا و ریسک اعتباری بانک ها. توسعه مدیریت پولی و بانکی، سال دوم، شماره ۳، صص ۲۲-۱.
- شفائی، بهنام و مهدی آقابگی، (۱۳۹۵) بررسی تنوع جنسیتی در ساختار هیئت مدیره و ارتباط آن با ریسک شرکت ها: یک تحلیل کیفی از پیشینه های پژوهش، دومین کنفرانس بین المللی پارادایم های نوین مدیریت، نوآوری و کارآفرینی، تهران، دانشگاه شهید بهشتی، https://www.civilica.com/Paper-OICONFERENCE02-OICONFERENCE02_193.html.
- طالب تبار، میثم. (۱۳۹۰). رابطه بین ویژگی‌های هیات مدیره و حق الزحمه حسابرسی، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران.

- علی نژاد ساروکلائی، مهدی و مریم بحرینی، (۱۳۹۲) تأثیر سرمایه گذاری نهادی بر ریسک سیستماتیک در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه گذاری، گرگان، انجمن علمی و حرفه ای مدیران و حسابداران گلستان، https://www.civilica.com/Paper-CAFM02-CAFM02_052.html
- قالیبافصل، حسن و فاطمه رضایی (۱۳۸۶) بررسی تأثیر ترکیب هیأتمدیره بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، دوره ۹، شماره ۲۳، صص ۳۳-۴۸.
- کردستانی غلامرضا و نجفی عمرانی مظاهر . (۱۳۸۷). بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی. دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، شماره ۲۵، ۷۳-۹۰.
- گرامی اصل، امیر. سربازی آزاد، صادق. ابراهیمی، سیدکاظم. بهرامی نسب، علی (۱۳۹۴) بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ریسک سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار. مقاله ۳، دوره ۶، شماره ۱۰، بهار، صفحه ۲۷-۳۶.
- نفر، فهیمه و مجتبی مشدی، (۱۳۹۶) بررسی تأثیر تنوع جنسیتی در هیات مدیره بر ریسک در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه. غیر دولتی - دانشگاه آزاد اسلامی - دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود - دانشکده مدیریت و حسابداری. کارشناسی ارشد.
- نوروش، ایرج و علی ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴) ، بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲.
- نیکومرام، هاشم و بهمن، بنی مهد (۱۳۸۸) تئوری حسابداری (مقدمه ی بر تئوری های توصیفی) انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران. چاپ اول.
- الوانی، سید مهدی؛ سید نقوی، میرعلی (۱۳۸۱). سرمایه اجتماعی: مفاهیم و نظریه ها. مطالعات مدیریت بهبود و تحویل، بهار و تابستان ۱۳۸۱-شماره ۳۳ و ۳۴.
- هاشمی سیدعباس، کشاورزمهر داوود. (۱۳۹۴). بررسی عدم تقارن سرعت تعدیل ساختار سرمایه: مدل آستانه ای پویا. مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۲۳.
- Adams, R., & Ferreira, D. (2009), "Women in The Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309.
- Afza T. and Hussain A. (2011). Determinants of capital Structure: A Case Study of Automobile Sector of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 2 No.10, pp. 219-230.
- Awojobi, O., & Amel, R. (2011). Analysing risk management in banks: Evidence of bank efficiency and macroeconomic impact. *Journal of Money, Investment and Banking*, 22: 147-162.
- Bagchi , S. K (2004), "Defining Risk and Credit Risk Management", Gylan A. Holton, pp.142-148.
- Carter, D., D'Souza, F., Simkins, B., & Simpson, W. (2010), "The gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance", *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), PP. 396-414.

- Castro, Vítor (2013) Macroeconomic determinants of the credit risk in the banking system: The case of the GIPSI, *Economic Modeling*, 31, 672-683.
- Dang V. A. Kim M. and Shin Y. (2012). Asymmetric Capital Structure Adjustments: New Evidence from Dynamic Panel Threshold Models. *Journal of Empirical Finance*, 19(4), 465-482.
- Gennaro Bernile , Vineet Bhagwat , Scott Yonker , Board Diversity, Firm Risk, and Corporate Policies, *Journal of Financial Economics* (2017), doi: 10.1016/j.jfneco.2017.12.009.
- Glantz, Morton , (2003) , "Managing Bank Risk", Academic Press , pp.590-606.
- Moscovici, S., & Faucheux, C. ,(1972),"Social Influence, Conformity Bias and The Study of Active Minorities. In L. Berkowitz (Ed.)", *Advances in Experimental Social Psychology*, New York: Academic Press, 36) Vol. 6 (PP.149–202).
- Nemeth, C. ,(1986),"Differential Contributions of Majority and Minority Influence, *Psychological Review*, 93, PP.23–32.
- Saunders, A and L Allen (2002): *Credit Risk Measurement: New Approaches to Value at Risk and Other Paradigms*, New York: John Wiley and Sons.
- Sung Won Seo and Hae Jin Chung, Capital structure and corporate reaction to negative stock return shocks, *International Review of Economics and Finance*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.iref.2017.02.005>.
- Treacy, William F, (1998) "Credit Risk Rating Systems At Large U.S. Bank, " *Journal of Banking and Finance*, 24 (1-2), 167-201.
- Tsui, A., Egan, T., & O'Reilly, C. ,(1992),"Being Different: Relational Demography and Organizational Attachment," *Administrative Science Quarterly*, 37,PP. 549–579.
- Westphal, J., & Milton, L. ,(2000), "How Experience and Network Ties Affect The Influence of Demographic Minorities on Corporate Boards," *Administrative Science Quarterly*, 45(2),PP. 366–398.
- Williams, K., & O'Reilly, C. ,(1998),"Forty Years of Diversity Research: A review. In B. M. Staw & L. L. Cummings (Eds.)", *Research in Organizational Behavior* ,Greenwich, CT: JAI Press, PP. 77–140.