

بررسی نقش تعدیلی اندازه شرکت و جریان وجه نقد آزاد در ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری شرکت در بورس اوراق بهادار تهران

حبیب اله نخعی

دانشیار گروه حسابداری، واحد بیرجند، دانشگاه آزاد اسلامی، بیرجند، ایران.

habibollahnakhaei@yahoo.com

راضیه اکبرآبادی

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد بیرجند، دانشگاه آزاد اسلامی، بیرجند، ایران. (نویسنده مسئول).

r.akbarabadi1368@gmail.com

چکیده

پژوهش حاضر با هدف بررسی نقش تعدیلگری اندازه شرکت و جریان وجه نقد آزاد در ارتباط بین حاکمیت شرکتی (با تأکید بر استقلال هیأت مدیره) و ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر ماهیت همبستگی با رویکرد پس‌رویدادی می‌باشد. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۳ بوده و پس از اعمال معیارهای نمونه‌گیری، ۱۶۸ شرکت به عنوان نمونه نهایی انتخاب گردید. برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون پانلی تعمیم‌یافته استفاده شد. یافته‌های پژوهش نشان داد که بین حاکمیت شرکتی (استقلال هیأت مدیره) و ریسک‌پذیری شرکت رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. همچنین اندازه شرکت و جریان وجه نقد آزاد هر دو رابطه مذکور را تضعیف می‌کنند؛ به این معنا که در شرکت‌های بزرگتر و شرکت‌هایی با جریان وجه نقد آزاد بالاتر، شدت اثر منفی استقلال هیأت مدیره بر ریسک‌پذیری کاهش می‌یابد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که استقلال هیأت مدیره به تنهایی نمی‌تواند ضامن کنترل کامل ریسک‌پذیری باشد و توجه همزمان به ویژگی‌های ساختاری و مالی شرکت ضروری است. از منظر کاربردی، به ناظران حاکمیت شرکتی توصیه می‌شود برای شرکت‌های بزرگ و دارای جریان نقد آزاد بالا، مکانیزم‌های نظارتی تکمیلی نظیر ایجاد کمیته ریسک تخصصی، افزایش نسبت سود تقسیمی و طراحی سیستم‌های پاداش مبتنی بر عملکرد بلندمدت را الزامی نمایند.

واژه‌های کلیدی: اندازه شرکت، جریان وجه نقد آزاد، استقلال هیأت مدیره، ریسک‌پذیری شرکت.

مقدمه

در اقتصاد پرنوسان و پیچیده امروزی، ریسک‌پذیری شرکتی به عنوان یکی از محوری‌ترین تصمیمات راهبردی، نقش تعیین‌کننده‌ای در بقا، سودآوری و خلق ارزش بلندمدت بنگاه‌های اقتصادی ایفا می‌کند. مدیران با اتخاذ سطح بهینه از ریسک‌پذیری می‌توانند ضمن بهره‌گیری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور، شرکت را در مسیر رشد پایدار هدایت نمایند؛ با این حال، اتخاذ ریسک‌های بیش از حد یا کمتر از حد بهینه، هر دو می‌توانند پیامدهای جبران‌ناپذیری را به دنبال داشته باشند. در این میان، حاکمیت شرکتی به عنوان مجموعه‌ای از سازوکارهای نظارتی و کنترلی، نقشی کلیدی در تعدیل رفتار ریسک‌پذیری مدیران و جلوگیری از اقدامات فرصت‌طلبانه ایفا می‌کند. استقلال هیأت مدیره به عنوان

یکی از مهمترین مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی، با فراهم آوردن امکان نظارت بی‌طرفانه بر عملکرد مدیران اجرایی، می‌تواند از تصمیمات پرریسک و خارج از چارچوب منافع سهامداران جلوگیری نماید. با این وجود، تأثیر استقلال هیئت‌مدیره بر ریسک‌پذیری شرکت نمی‌تواند فارغ از ویژگی‌های ساختاری بنگاه‌ها مورد بررسی قرار گیرد؛ عواملی نظیر اندازه شرکت و جریان وجه نقد آزاد، به عنوان متغیرهای زمینه‌ای مهم، می‌توانند شدت و جهت این رابطه را تحت تأثیر قرار دهند. شرکت‌های بزرگ به دلیل پیچیدگی عملیاتی، تنوع ذی‌نفعان و مواجهه با نظارت‌های گسترده‌تر، ممکن است الگوی متفاوتی از رابطه میان استقلال هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری نسبت به شرکت‌های کوچک تجربه کنند. از سوی دیگر، جریان وجه نقد آزاد به عنوان منبع بالقوه تعارضات نمایندگی، می‌تواند انگیزه مدیران برای اتخاذ ریسک‌های غیربهبینه و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ارزش فعلی منفی را تشدید نماید. در بازار سرمایه ایران که با ویژگی‌هایی نظیر ساختار مالکیت متمرکز، تحریم‌های اقتصادی، نوسانات ارزی و بی‌ثباتی محیط کلان اقتصادی مواجه است، شناخت چگونگی تأثیر متقابل استقلال هیئت‌مدیره، اندازه شرکت و جریان وجه نقد آزاد بر ریسک‌پذیری، از اهمیت دوچندانی برخوردار می‌باشد. پژوهش حاضر با هدف بررسی نقش تعدیل‌گر اندازه شرکت و جریان وجه نقد آزاد در ارتباط بین حاکمیت شرکتی (با تأکید بر استقلال هیئت‌مدیره) و ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در صدد است تا با ارائه شواهد تجربی معتبر، رهنمودهای کاربردی برای ارتقای اثربخشی سازوکارهای حاکمیت شرکتی و مدیریت بهینه ریسک در شرکت‌های ایرانی فراهم آورد.

مبانی نظری تحقیق

در عرصه پیچیده راهبری شرکتی و مالی رفتاری، شناخت عوامل مؤثر بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها و چگونگی تعدیل این عوامل توسط سازوکارهای حاکمیت شرکتی، به یکی از مهمترین دغدغه‌های پژوهشگران و سیاست‌گذاران بازار سرمایه تبدیل شده است. حاکمیت شرکتی به عنوان مجموعه‌ای از سازوکارهای کنترلی و نظارتی، نقش تعیین‌کننده‌ای در شکل‌دهی به رفتار ریسک‌پذیری مدیران و جهت‌گیری راهبردی بنگاه ایفا می‌کند. در این میان، استقلال هیئت‌مدیره به عنوان یکی از مهمترین مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی، بیانگر توانایی اعضای غیرموظف و مستقل در نظارت بر عملکرد مدیران اجرایی و اتخاذ تصمیمات بی‌طرفانه به نفع سهامداران است. پژوهش کاجومبولا و ماکونی^۱ (۲۰۲۵) در مطالعه‌ای بر روی بانک‌های تجاری اوگاندا با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته نشان دادند که استقلال هیئت‌مدیره به عنوان یک سازوکار حاکمیت شرکتی، رابطه میان قدرت مدیرعامل و ریسک بانکی را تعدیل می‌کند و حضور اعضای مستقل در هیئت‌مدیره می‌تواند از تصمیمات پرریسک مدیران اجرایی جلوگیری نماید. همچنین پژوهش فائزی (۱۴۰۴)، در بورس اوراق بهادار تهران نشان داد که استقلال هیئت‌مدیره رابطه مستقیمو معناداری با میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد و با افزایش استقلال هیئت‌مدیره، سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد. این یافته حاکی از آن است که هیئت‌مدیره‌های مستقل ممکن است رویکرد متعادل‌تری در مواجهه با ریسک داشته باشند و شرکت را به سمت سرمایه‌گذاری‌های سودآور سوق دهند. با این حال، رابطه میان حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری شرکت نمی‌تواند یک رابطه خطی، ساده و بدون قید و شرط تلقی شود و عوامل متعددی نظیر اندازه شرکت و جریان وجه نقد آزاد می‌توانند بر شدت و جهت این رابطه تأثیر بگذارند. اندازه شرکت به عنوان یکی از ویژگی‌های ساختاری بنگاه، می‌تواند نقش تعدیل‌گر تعیین‌کننده‌ای در رابطه میان حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری ایفا کند. شرکت‌های بزرگ معمولاً از ساختارهای حاکمیت شرکتی پیچیده‌تر و رسمی‌تری برخوردارند، منابع مالی بیشتری برای پیاده‌سازی سیستم‌های نظارتی مؤثر در اختیار دارند، و تحت نظارت شدیدتری از سوی نهادهای ناظر، تحلیلگران مالی و سرمایه‌گذاران نهادی قرار دارند. شواهد تجربی نشان

¹ Kajumbula & Makoni

می‌دهد که شرکت‌های بزرگ، به دلیل پیچیدگی عملیاتی و تنوع ذی‌نفعان، نیازمند سیستم‌های حاکمیت شرکتی قوی‌تری هستند و استقلال هیئت‌مدیره در این شرکت‌ها می‌تواند تأثیر متفاوتی بر ریسک‌پذیری نسبت به شرکت‌های کوچک داشته باشد. پژوهش بلک و کیم^۱ (۲۰۲۵)، در مطالعه‌ای بر روی شرکت‌های کره‌ای نشان داد که اندازه شرکت از جمله مهمترین عوامل تعیین‌کننده کیفیت حاکمیت شرکتی است و شرکت‌های بزرگتر از حاکمیت شرکتی بهتری برخوردارند. همچنین پژوهش شی و همکاران^۲ (۲۰۲۵)، نشان داد که اندازه شرکت به عنوان یک ویژگی ساختاری، رابطه میان سودآوری و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در بازار سرمایه ایران نیز با توجه به تفاوت‌های چشمگیر میان شرکت‌های بزرگ و کوچک از نظر منابع مالی، ساختار مالکیت و سطح نظارت‌پذیری، انتظار می‌رود اندازه شرکت نقش تعدیل‌گر مهمی در رابطه میان استقلال هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری ایفا کند. جریان وجه نقد آزاد به عنوان دومین متغیر تعدیل‌گر در این پژوهش، بیانگر وجوه نقدی است که شرکت پس از تأمین مالی تمام پروژه‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت، در اختیار دارد. جنسن^۳ (۱۹۸۶)، در نظریه معروف هزینه‌های نمایندگی جریان نقد آزاد، استدلال کرد که هنگامی که شرکت‌ها جریان نقد آزاد قابل توجهی دارند، مدیران ممکن است به جای پرداخت آن به سهامداران، آن را در پروژه‌های با بازده منفی در جهت منافع شخصی خود سرمایه‌گذاری کنند که این امر منجر به تشدید تعارضات نمایندگی و افزایش ریسک‌پذیری غیربهرینه می‌شود. در چنین شرایطی، حضور هیئت‌مدیره مستقل می‌تواند به عنوان یک سازوکار نظارتی مؤثر، مدیران را از سوءاستفاده از جریان نقد آزاد بازدارد و ریسک‌پذیری شرکت را کاهش دهد. با این حال، در شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد بالایی دارند اما استقلال هیئت‌مدیره در سطح پایینی قرار دارد، انتظار می‌رود که رابطه میان حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری تحت تأثیر قرار گرفته و اثربخشی سازوکارهای نظارتی تضعیف شود. پژوهش‌های اخیر در زمینه آزادسازی قوانین فرصت‌های شرکتی^۴ نشان داده است که زمانی که مدیران مجاز به دنبال کردن فرصت‌های شخصی خارج از شرکت باشند، تمایل به کاهش پرداخت‌های سود سهام و انحراف منابع به سمت منافع شخصی پیدا می‌کنند و این اثر در شرکت‌هایی با جریان نقد آزاد بالاتر تشدید می‌شود. در بازار سرمایه ایران، با توجه به ساختار مالکیت متمرکز و وجود شرکت‌های با جریان نقد آزاد قابل توجه، بررسی نقش تعدیل‌گر این متغیر در رابطه میان استقلال هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. علیرغم اهمیت موضوع، کماکان شکاف پژوهشی عمیقی در خصوص نقش توأمان اندازه شرکت و جریان وجه نقد آزاد به عنوان متغیرهای تعدیل‌گر در رابطه میان حاکمیت شرکتی (با تأکید بر استقلال هیئت‌مدیره) و ریسک‌پذیری شرکت در بازار سرمایه ایران وجود دارد. پژوهش‌های پیشین داخلی عمدتاً به بررسی رابطه مستقیم حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی، ارزش شرکت یا ریسک‌پذیری پرداخته‌اند و کمتر به نقش تعدیل‌گر ویژگی‌های ساختاری بنگاه نظیر اندازه شرکت و جریان نقد آزاد توجه نشان داده‌اند. این خلأ پژوهشی از آن رو اهمیت می‌یابد که شرکت‌های ایرانی با چالش‌های متعددی نظیر تحریم‌های اقتصادی، نوسانات نرخ ارز، تورم مزمن و بی‌ثباتی محیط کلان اقتصادی مواجه هستند و درک صحیح از چگونگی تأثیر اندازه شرکت و جریان نقد آزاد بر رابطه میان استقلال هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری، می‌تواند رهنمودهای ارزشمندی برای مدیران، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سیاست‌گذاران به ارمغان آورد. بر اساس نظریه نمایندگی، استقلال هیئت‌مدیره با کاهش تضاد منافع میان مدیران و سهامداران، می‌تواند ریسک‌پذیری فرصت‌طلبانه را کاهش دهد، اما این اثر در شرکت‌های بزرگ با ساختارهای نظارتی پیچیده‌تر و در شرکت‌های با جریان نقد آزاد بالا که مستعد سوءاستفاده مدیریتی هستند، می‌تواند متفاوت باشد. از این رو،

¹ Black & Kim

² Xie et al

³ Jensen

⁴ COW laws

پژوهش حاضر در پی آزمون تجربی بررسی نقش تعدیلی اندازه شرکت و جریان وجه نقد آزاد در ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ریسک پذیری شرکت می باشد.

حاکمیت شرکتی و ریسک پذیری شرکت

بر اساس نظریه نمایندگی، جدایی مالکیت از مدیریت بستری را فراهم می آورد که در آن مدیران ممکن است به جای حداکثرسازی ارزش سهامداران، منافع شخصی خود را دنبال کنند. در چنین شرایطی، حاکمیت شرکتی قوی با مکانیزم های نظارتی مؤثر می تواند رفتارهای فرصت طلبانه را محدود کرده و ریسک پذیری شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. استقلال هیأت مدیره به عنوان یکی از ارکان اصلی حاکمیت شرکتی، با کاهش تضاد نمایندگی، نقش مهمی در تعدیل تصمیمات ریسک پذیرانه مدیران ایفا می کند. بر اساس مطالعات تجربی، اعضای مستقل هیأت مدیره به دلیل عدم وابستگی مدیریت، توانایی نظارت بی طرفانه تری داشته و می توانند از اتخاذ تصمیمات پرریسک و غیربهبهانه توسط مدیران اجرایی جلوگیری کنند. پژوهش نیونگ و همکاران^۱ (۲۰۲۴)، در مطالعه شرکت های ویتنامی نشان داد که نسبت بالاتر اعضای مستقل هیأت مدیره با کاهش سطح ریسک پذیری شرکت همراه است. از منظر نظری، مدیران مستقل به دلیل نگرانی از مسئولیت های قانونی و حفظ شهرت حرفه ای خود، تمایل دارند از پذیرش ریسک های غیرضروری اجتناب کرده و رویکرد محافظه کارانه تری را در تصمیم گیری های راهبردی اتخاذ کنند. بنابراین انتظار می رود که بین حاکمیت شرکتی (با تأکید بر استقلال هیأت مدیره) و ریسک پذیری شرکت رابطه معکوس و معناداری وجود داشته باشد؛ به این معنی که هرچه سطح استقلال هیأت مدیره بالاتر باشد، ریسک پذیری شرکت کاهش بیشتری می یابد.

اندازه شرکت، حاکمیت شرکتی و ریسک پذیری شرکت

در خصوص فرضیه دوم، نظریه پیچیدگی سازمانی و رویکرد اقتضایی در حاکمیت شرکتی، چارچوب نظری مناسبی برای تحلیل نقش تعدیلگر اندازه شرکت فراهم می آورد. اندازه شرکت به عنوان یکی از مهم ترین ویژگی های ساختاری، می تواند رابطه بین استقلال هیأت مدیره و ریسک پذیری را تحت تأثیر قرار دهد. در شرکت های بزرگ، به دلیل پیچیدگی عملیاتی، تنوع جغرافیایی فعالیت ها و تعداد بیشتر ذینفعان، نیاز به نظارت مؤثرتر و دقیق تری احساس می شود. با این حال، همین پیچیدگی می تواند اثربخشی مکانیزم های نظارتی از جمله اعضای مستقل هیأت مدیره را کاهش دهد. بر اساس مطالعه کروکی و همکاران^۲ (۲۰۲۳)، تأثیر منفی استقلال هیأت مدیره بر عملکرد شرکت در شرایط بحرانی، در شرکت های پیچیده (که معمولاً شرکت های بزرگ هستند) تضعیف می شود. به عبارت دیگر، در شرکت های بزرگ که ساختار سازمانی پیچیده تری دارند، اعضای مستقل هیأت مدیره با چالش دسترسی به اطلاعات تخصصی و درک کامل از تمامی ابعاد عملیاتی مواجه هستند که این امر توانایی آن ها را در اعمال نظارت مؤثر و محدودسازی ریسک پذیری کاهش می دهد. از سوی دیگر، پژوهش تاريسکا و همکاران^۳ (۲۰۲۴)، در سریلانکا نشان داد که اندازه شرکت به عنوان متغیر تعدیلگر، رابطه بین ویژگی های هیأت مدیره و عملکرد مالی را تحت تأثیر قرار می دهد. همچنین یافته های مطالعه چن و همکاران^۴ (۲۰۱۵)، حاکی از آن است که استقلال هیأت مدیره در شرکت های بزرگ با توجه به پیچیدگی فرآیندهای تصمیم گیری، اثرگذاری متفاوتی نسبت به شرکت های کوچک دارد. بنابراین اندازه شرکت می تواند به عنوان یک عامل

¹ Le Thi Nhung et al

² Croci et al

³ Tharsika et al

⁴ Chen et al

تعدیلگر، رابطه معکوس بین حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری را تضعیف کند؛ بدین معنا که در شرکت‌های بزرگتر، شدت تأثیر منفی استقلال هیأت مدیره بر ریسک‌پذیری به دلیل پیچیدگی بیشتر و چالش‌های اطلاعاتی، کاهش می‌یابد.

جریان وجه نقد آزاد، حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری شرکت

نظریه جریان نقدی آزاد که توسط جنسن (۱۹۸۶)، مطرح شد، چارچوب نظری اصلی برای تحلیل نقش تعدیلگر جریان نقدی آزاد در رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری فراهم می‌آورد. بر اساس این نظریه، مدیران در شرکت‌هایی با جریان نقدی آزاد بالا، انگیزه بیشتری برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ارزش خالص فعلی منفی انجام اقدامات توسعه‌طلبانه دارند که این رفتارها معمولاً با ریسک‌پذیری بیشتر همراه است. در چنین شرایطی، مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی قوی از جمله استقلال هیأت مدیره، به عنوان یک عامل بازدارنده عمل می‌کنند. با این حال، وجود جریان نقدی آزاد بالا می‌تواند اثربخشی نظارت اعضای مستقل را تحت تأثیر قرار دهد. پژوهش چونگ و همکاران^۱ (۲۰۲۵)، در مطالعه شرکت‌های کره جنوبی نشان داد که جریان نقدی آزاد به عنوان یکی از شاخص‌های هزینه نمایندگی، رفتار مدیریتی و اثربخشی مکانیزم‌های نظارتی را تعدیل می‌کند. مشکل جریان نقدی آزاد عمدتاً سرمایه‌گذاری‌های فیزیکی را تحت تأثیر قرار داده و مدیران خودخواه تمایل دارند در شرایط وجود جریان نقدی آزاد بالا، فراتر از سطح بهینه سرمایه‌گذاری کنند. در چنین محیطی، اگرچه هیأت مدیره مستقل باید از رفتارهای فرصت‌طلبانه جلوگیری کند، اما حجم بالای جریان نقدی آزاد، منابع مالی فراوانی در اختیار مدیران قرار می‌دهد که می‌تواند توانایی نظارتی اعضای مستقل را تحت الشعاع قرار دهد. به عبارت دیگر، جریان نقدی آزاد بالا با تأمین منابع مالی برای پروژه‌های پرریسک و افزایش اختیارات مدیریتی، می‌تواند رابطه منفی بین استقلال هیأت مدیره و ریسک‌پذیری را تضعیف کند. زمانی که شرکت از جریان نقدی آزاد قابل توجهی برخوردار است، مدیران انعطاف بیشتری برای دنبال کردن استراتژی‌های ریسک‌پذیرانه دارند و اعضای مستقل هیأت مدیره ممکن است با وجود نظارت مؤثر، نتوانند به طور کامل از وقوع این رفتارها جلوگیری کنند. بنابراین جریان نقدی آزاد به عنوان یک متغیر تعدیلگر، می‌تواند رابطه معکوس بین حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری را تضعیف کرده و باعث شود که حتی شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی نیز در حضور جریان نقدی آزاد بالا، سطح ریسک‌پذیری نسبتاً بیشتری از خود نشان دهند.

پیشینه تحقیق

نصرتی و همکاران (۱۴۰۴)، پژوهش‌ها با عنوان بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و مسئولیت اجتماعی بانکها بر نوع ریسک‌پذیری بانکها (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران) انجام دادند. در این پژوهش جامعه آماری تمامی بانکهای فعال در سیستم بانکی طی سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ بود. نمونه تحقیق شامل بانکهایی که داده‌های آنها در طول بازه زمانی تحقیق در دسترس بوده است. روش برآورد در تحقیق حاضر با توجه به ماهیت داده‌ها روش پانل دیتا انتخاب شده است. بر اساس نتایج تحقیق حاکمیت شرکتی بر ریسک‌کنندگی، ریسک عملیاتی و ریسک اعتباری بانکها تأثیر منفی و معناداری دارد؛ اما مسئولیت اجتماعی بر ریسک عملیاتی و ریسک اعتباری بانکها تأثیر منفی و معناداری دارد؛ اما تأثیر معناداری بر ریسک‌کنندگی ندارد.

ماشینی (۱۴۰۲)، پژوهشی را با عنوان بررسی تأثیر نقش تعدیلی سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط میان ریسک‌پذیری و خلق ارزش شرکت انجام داد. برای این منظور اطلاعات ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ مورد استفاده قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روشهای آماری رگرسیون نشان داد

¹ Chunget al

که اندازه موسسه حسابرسی دارای اثر تعدیل کنندگی بر رابطه بین ریسک پذیری و خلق ارزش شرکت است و جهت این رابطه مثبت (مستقیم) می باشد. همچنین متغیر تداوم انتخاب حسابرس دارای اثر تعدیل کنندگی بر رابطه بین ریسک پذیری و متغیر خلق ارزش تاثیر گذار نیست. در نهایت می توان گفت تخصص حسابرس دارای اثر تعدیل کنندگی بر رابطه بین ریسک پذیری و خلق ارزش شرکت است و جهت این رابطه مثبت (مستقیم) می باشد. تمرکز مالکیت دارای اثر تعدیل کنندگی بر رابطه بین ریسک پذیری و خلق ارزش شرکت نیست تایید می گردد. همچنین که درصد مدیران غیر اجرایی به کل اعضای هیئت مدیره دارای اثر تعدیل کنندگی بر رابطه بین ریسک پذیری و خلق ارزش شرکت نیست.

تقوایی کشتکار و همکاران (۱۴۰۱)، پژوهشی را با عنوان تاثیر مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه بر ریسک پذیری و عملکرد بانک ها انجام دادند. به منظور یافتن اهداف تحقیق، اطلاعات ۱۲ بانک پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که برای یک قلمرو ده ساله (از ابتدای سال ۱۳۹۱ تا پایان سال ۱۴۰۰) انتخاب شده بودند، استخراج و آزمون های آماری لازم بر روی آنان صورت گرفت. یافته های پژوهش بیان داشت که اندازه هیات مدیره بر ریسک پذیری بانک ها تاثیر ندارد، استقلال هیات مدیره بر ریسک پذیری بانک ها تاثیر دارد، دوگانگی نقش مدیرعامل بر ریسک پذیری بانک ها تاثیر ندارد، ساختار سرمایه بر ریسک پذیری بانک ها تاثیر دارد. اندازه هیات مدیره بر عملکرد مالی، بانک ها تاثیر ندارد، استقلال هیات مدیره بر عملکرد مالی بانک ها تاثیر دارد دوگانگی نقش مدیر عامل بر عملکرد مالی بانک ها تاثیر داشته و ساختار سرمایه بر عملکرد مالی بانک ها تاثیر ندارد.

نمازی و همکاران (۱۴۰۰)، پژوهشی را با عنوان نقش تعدیل کننده حاکمیت شرکتی در رابطه بین سیکل عمر محصول یک شرکت و ریسک پذیری انجام دادند. این مطالعه از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. از تجزیه و تحلیل داده های پانل آماری استفاده شده و نمونه شامل ۱۲۸ شرکت بود. نتایج نشان داد مرحله افول سیکل عمر محصول تنها مرحله ای است که بر ریسک پذیری شرکت های منتخب تاثیر می گذارد. به گونه قابل ملاحظه ای، بین مرحله افول سیکل عمر محصول و ریسک پذیری رابطه مثبت وجود دارد. افزون بر این، نتایج نشان دهنده رابطه مثبت بین مراحل رشد و کاهش سیکل عمر محصول یک شرکت است و ریسک پذیری آن زمانی که حاکمیت شرکتی نقش تعدیل کننده را ایفا می کند، رخ می دهد. به طور خلاصه، هنگامی که حاکمیت شرکتی به عنوان یک متغیر تعدیل کننده عمل می کند، رابطه بین سیکل عمر محصول یک شرکت و ریسک پذیری آن کمتر از زمانی است که چنین متغیری وجود ندارد. از این رو، نهادهای نظارتی و مدیران باید نقش حاکمیت شرکتی را در همه مراحل سیکل عمر محصول برای اطمینان از تصمیمات و استراتژی های شرکت موفق مورد توجه قرار دهند.

جها و تیواری^۱ (۲۰۲۵)، در پژوهشی با عنوان "ارزیابی ارتباط حکمرانی و ریسک: نقش اندازه شرکت و جریان نقدی آزاد در بافت هند" به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر ریسک پذیری شرکتی با در نظر گرفتن نقش تعدیل کننده اندازه شرکت و جریان نقدی آزاد پرداختند. این پژوهش با استفاده از داده های ۲۶۱ شرکت هندی در دوره زمانی ۲۰۱۴ تا ۲۰۲۳ انجام شد. نتایج نشان داد که روبه های قوی حاکمیت شرکتی منجر به کاهش ریسک پذیری شرکتی می شود. همچنین، تاثیر منفی حاکمیت شرکتی بر ریسک پذیری برای شرکت های بزرگتر تضعیف می شود و تاثیر کاهش دهنده ریسک حاکمیت شرکتی با افزایش جریان نقدی آزاد تقویت می گردد.

لونگ و همکاران^۲ (۲۰۲۴)، در پژوهشی با عنوان "تاثیر ویژگی های هیأت مدیره بر ریسک پذیری شرکت ها در بورس ویتنام" به بررسی رابطه بین ساختار هیأت مدیره (شامل اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره و دوگانگی وظیفه

¹ Jha & Tiwari

² Long et al

مدیرعامل) و ریسک‌پذیری شرکت‌ها پرداختند. این پژوهش با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس ویتنام انجام شد. نتایج نشان داد که استقلال هیأت مدیره تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک‌پذیری شرکت دارد، در حالی که اندازه هیأت مدیره تأثیر منفی بر ریسک‌پذیری دارد. همچنین، اندازه شرکت به عنوان یکی از متغیرهای کنترلی در این رابطه مورد استفاده قرار گرفت.

تئودوسیو و لیسبوا^۱ (۲۰۲۰)، در پژوهشی با عنوان "تأثیر ساختار هیأت مدیره بر ریسک شرکت: شواهدی از پرتغال" به بررسی تأثیر ویژگی‌های هیأت مدیره (از جمله استقلال هیأت مدیره و اندازه هیأت مدیره) بر ریسک شرکت (ریسک کل، ریسک اختصاصی و ریسک سیستماتیک) پرداختند. این پژوهش با استفاده از داده‌های شرکت‌های پرتغالی انجام شد. نتایج نشان داد که استقلال هیأت مدیره و اندازه هیأت مدیره تأثیر معناداری بر ریسک شرکت دارند. همچنین، جریان نقدی آزاد به عنوان یکی از متغیرهای کنترلی (نسبت جریان نقدی آزاد به دارایی‌ها) در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است.

چومبا^۲ (۲۰۱۵)، در پژوهشی با عنوان "تأثیر ساختار هیأت مدیره بر ریسک‌پذیری: نقش تعدیل‌کننده عملکرد شرکت" به بررسی رابطه بین ساختار هیأت مدیره (شامل اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل) و ریسک‌پذیری شرکت با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌کننده عملکرد شرکت پرداخت. این پژوهش با استفاده از داده‌های ۳۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس کنیا در دوره زمانی ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۰ انجام شد. نتایج نشان داد که اندازه هیأت مدیره تأثیر منفی و معناداری بر ریسک‌پذیری دارد و استقلال هیأت مدیره تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک‌پذیری دارد. همچنین، عملکرد شرکت رابطه بین اندازه هیأت مدیره و استقلال هیأت مدیره با ریسک‌پذیری را تعدیل می‌کند. اندازه شرکت نیز به عنوان متغیر کنترلی در این پژوهش لحاظ شده است.

ال‌دحمیری و اسماعیل^۳ (۲۰۱۴)، در پژوهشی با عنوان "بررسی تأثیر جریان نقدی آزاد، حاکمیت شرکتی و اندازه شرکت بر قابلیت پیش‌بینی سود" به بررسی تأثیر جریان نقدی آزاد، حاکمیت شرکتی و سود و نقش تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی و اندازه شرکت پرداختند. این پژوهش با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس مالزی انجام شد. نتایج نشان داد که شرکت‌های دارای جریان نقدی آزاد، حاکمیت شرکتی و سود کمتری دارند. همچنین، نقش مالکیت نهادی و استقلال رئیس هیأت مدیره در کاهش تعارضات نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد و بهبود قابلیت پیش‌بینی سود در شرکت‌های بزرگ‌تر برجسته‌تر است.

اهداف

پژوهش حاضر به دنبال بررسی سه هدف اصلی به شرح زیر می‌باشد:

بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری شرکت.

بررسی نقش تعدیلی اندازه شرکت در ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری شرکت.

بررسی نقش تعدیلی جریان وجه نقد آزاد در ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری شرکت.

فرضیه‌ها

با توجه به مبانی نظری مطرح شده در قسمت‌های قبل، فرضیات پژوهش حاضر به شرح زیر تدوین می‌گردند:

بین حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری شرکت رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

¹ Teodósio & Lisboa

² Chumba

³ AL-Dhamari & Ku Ismail

اندازه شرکت، رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک پذیری شرکت ها را تعدیل می کند. جریان نقدی آزاد، رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک پذیری شرکت ها را تعدیل می کند.

روش تحقیق

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی است. پژوهش های کاربردی پژوهش هایی هستند که نظریه ها، قانونمندیها، اصول و فنونی که در پژوهش های هتدوین میشوند را برای حل مسائل اجرایی و واقعی به کار میگیرد. از نظر ماهیت از نوع همبستگی است. در واقع هدف تحقیق همبستگی، مطالعه حدود تغییراتیک متغیر با حدود تغییراتیک یا چندمتغیر دیگر است. از نظر زمان انجام پژوهش گذشته نگرو از نظر نحوه اجرای پژوهش توصیفی پیمایشی و از نظر نوع داده ها کمیاست.

سنجش متغیر های تحقیق

سنجش حاکمیت شرکتی (متغیر مستقل)

در پژوهش حاضر، به منظور اندازه گیری حاکمیت شرکتی، از معیار استقلال هیات مدیره استفاده خواهد شد. استقلال هیات مدیره برابر با نسبت اعضای مستقل به کل اعضای هیات مدیره می باشد.

سنجش ریسک پذیری شرکت (متغیر وابسته)

در پژوهش حاضر به منظور سنجش ریسک پذیری بر اساس پژوهش آقایی و همکاران (۱۳۹۷)، از معیار انحراف استاندارد بازده داراییها به عنوان معیار ریسک پذیری استفاده شده است. بازده داراییها برابر با سود خالص تقسیم بر مجموع داراییها است.

سنجش اندازه شرکت (متغیر تعدیلگر)

در پژوهش حاضر جهت سنجش اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی های شرکت استفاده خواهد شد.

سنجش جریان وجه نقد آزاد (متغیر تعدیلگر)

در مطالعه حاضر، جریان وجه نقد آزاد شرکت از رابطه زیر بدست می آید:

$$\text{جریان نقدی آزاد} = \frac{(\text{سود سهام پرداختی} - \text{هزینه بهره پرداختی} - \text{مالیات پرداختی} - \text{سود عملیاتی قبل از استهلاک})}{\text{مجموع دارایی ها}}$$

مدل آزمون فرضیه های تحقیق

به منظور آزمون فرضیه های تحقیق، مدل رگرسیونی زیر به پیروی از چنگ و تنگشانگ (۲۰۲۱)، برآزش خواهد شد:

$$CRT_{it} = \beta_0 + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \beta_4 CG * SIZE_{it} + \beta_5 CG * FCF_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 LIQ_{it} + \beta_8 BSIZE_{it} + \beta_9 BGD_{it} e_{it}$$

CRT متغیر وابسته و بیانگر ریسک پذیری شرکت است.

CG متغیر مستقل و نشان دهنده حاکمیت شرکتی می باشد.

SIZE متغیر تعدیلگر و بیانگر اندازه شرکت است.

FCF متغیر تعدیلگر و جریان وجه نقد آزاد می باشد.

سایر متغیرها نیز به عنوان متغیرهای کنترلی وارد مدل شده و به شرح زیر می باشند:

AGE معیار سن شرکت بوده و برابر با تعداد سال هایی است که از تاسیس شرکت می گذرد.

LIQ معیار نقدینگی و برابر با نسبت مجموع وجوه نقد و سرمایه گذاری های کوتاه مدت به کل دارایی ها است. BSIZE بیانگر اندازه هیات مدیره و برابر با تعداد اعضای هیات مدیره می باشد. BGD بیانگر تنوع جنسیتی هیات مدیره بوده و بدین صورت است که اگر در هیات مدیره هم بانوان و هم آقایان عضویت داشته باشند، نشان دهنده تنوع جنسیتی در هیات مدیره بوده و مقدار ۱ را می پذیرد و در غیر این صورت ۰ خواهد بود.

تجزیه و تحلیل داده ها آمار توصیفی داده های تحقیق

برای اینکه تا حدودی اطلاعات نهفته در داده ها مختصر و محسوس شود و کلیاتی درباره ویژگی نمونه های مورد بررسی به دست آید اقدام به تهیه و تنظیم آمار توصیفی می شود، این اطلاعات شامل: شاخص های مرکزی و پراکندگی از قبیل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و حداکثر می باشد. جدول آمار توصیفی برای متغیرهای تحقیق به شرح زیر می باشد.

جدول (۱): آمار توصیفی

متغیر	نماد	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
ریسک پذیری	CRT	۰/۰۵۲	۰/۰۳۹	۰/۰۵۸	۰/۰۰۰	۰/۳۷۹
حاکمیت شرکتی	CG	۰/۶۴۶	۰/۶۰۰	۰/۱۷۸	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۱۵/۶۳۹	۱۵/۴۱۹	۱/۶۸۹	۱۱/۳۶۱	۲۱/۵۷۲
جریان وجه نقد آزاد	FCF	۰/۱۵۹	۰/۱۴۷	۰/۱۵۷	-۰/۶۱۴	۰/۶۳۲
سن شرکت	AGE	۴۴/۸۸	۴۷/۰۰	۱۳/۲۸	۱۷	۷۳
نقدینگی شرکت	LIQ	۰/۰۹۶	۰/۰۵۵	۰/۱۱۰	۰/۰۰۱	۰/۸۲۲
اندازه هیات مدیره	BSIZE	۵/۰۱	۵/۰۰	۰/۱۶۲	۴	۷
تنوع جنسیتی هیات مدیره	BGD	۰/۰۶	۰/۰۰	۰/۲۴۳	۰	۱

پس از محاسبه هر یک از متغیرها جهت برآورد بهترین روش رگرسیون چندگانه از نرم افزار آماری R استفاده شد. پیش از بررسی فرضیه ها ایستایی متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار می گیرد. پیش از برآورد مدل، لازم است ایستایی تمام متغیرهای مورد استفاده در تخمین ها، مورد آزمون قرار گیرد، زیرا نامانایی متغیرها چه در مورد داده های سری زمانی و چه داده های پانلی، باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می شود. بر خلاف آنچه در مورد داده های سری زمانی میسر است، در مورد داده های پانلی نمی توان برای آزمون مانای یا آزمون های دیکی-فولر و دیکی-فولر تعمیم یافته بهره جست، بلکه لازم است به نحوی مانایی جمعی متغیرها آزمون شود. در این پژوهش به دلیل وجود مقاطع (تعداد شرکت ها) زیاد و سری زمانی کم از آزمون مادالا و ویو (۱۹۹۹)، استفاده شده است. نتیجه این آزمون در جدول ۲ آمده است.

جدول (۲): آزمون ریشه واحد جمعی برای متغیرها

FCF	SIZE	CG	CRT	
<۲×۱۶-۱۰	<۲×۱۶-۱۰	<۲×۱۶-۱۰	<۲×۱۶-۱۰	P-مقدار آزمون
BGD	BSIZE	LIQ	AGE	
<۲×۱۶-۱۰	<۲×۱۶-۱۰	<۲×۱۶-۱۰	<۲×۱۶-۱۰	P-مقدار آزمون

همان طور که ملاحظه می شود برای تمامی متغیرها P-مقدار از ۰/۰۵ کمتر بوده است. از این رو می توان ایستایی تمامی متغیرها را پذیرفت.

قبل از آزمون مدل رگرسیون لازم است آزمون‌هایی به منظور انتخاب بهترین مدل رگرسیون انجام شود. اولین آزمون، آزمون F-لیمر است. در صورتی که P-مقدار کمتر از ۰/۰۵ باشد، روش رگرسیون پانلی و در غیر این صورت رگرسیون OLS انتخاب می‌شود.

جدول (۳): نتایج آزمون F لیمر برای مدل فرضیه‌های پژوهش

فرضیه صفر (H0)	آماره F	P-مقدار	نتیجه آزمون
ارجحیت روش OLS	۳/۲۹	۰/۰۰۰	فرضیه H0 رد می‌شود. (روش پانلی بهتر است)

آزمون F لیمر بیانگر این مطلب است که در سطح خطای ۵ درصد بین روش OLS و روش پانلی، باید از روش پانلی استفاده شود.

پس از آنکه مدل پانلی انتخاب شد، برای تشخیص و شناخت درست مدل مورد استفاده و اینکه مدل اثرات ثابت موضوع روش تخمین است یا مدل اثرات تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده می‌کنیم. در صورتی که P-مقدار آزمون کمتر از ۰/۰۵ باشد روش با اثرات ثابت و در غیر این صورت روش با اثرات تصادفی انتخاب خواهد شد.

جدول (۴): آزمون هاسمن برای مدل فرضیه‌های پژوهش

فرضیه صفر (H0)	آماره‌ی خی-دو	P-مقدار	نتیجه آزمون
استفاده از روش اثرات تصادفی	۱۱۵/۴	۰/۰۰۰	H0 رد نمی‌شود (روش اثرات ثابت بهتر است)

همان طور که مشاهده می‌شود برآورد مدل به روش اثرات ثابت بهتر است. برای آزمون این که آیا خطای مدل مورد استفاده خود همبستگی سریالی دارند، از آزمون بروش-گادفری استفاده می‌کنیم. اگر P-مقدار از ۰/۰۵ کمتر باشد می‌توان گفت داده‌های مورد بررسی خودهمبستگی سریالی دارند.

جدول (۵): آزمون بروش-گادفری برای مدل فرضیه‌های پژوهش

فرضیه صفر (H0)	آماره خی-دو	P-مقدار	نتیجه آزمون
خود همبستگی سریالی وجود ندارد	۲۴۱/۸۲	۰/۰۰۰	H0 رد می‌شود (خود همبستگی سریالی وجود دارد)

همان طور که مشاهده می‌شود P-مقدار از ۵ درصد کمتر است لذا خودهمبستگی خطای مدل پذیرفته می‌شود. برای آزمون این که آیا خطای مدل مورد استفاده ناهمسانی واریانس دارند، از آزمون بروش-پاگن استفاده می‌کنیم. اگر P-مقدار از ۰/۰۵ کمتر باشد می‌توان گفت داده‌های مورد بررسی ناهمسانی واریانس دارند.

جدول (۶): آزمون بروش-پاگن برای مدل فرضیه‌های پژوهش

فرضیه صفر (H0)	آماره خی-دو	P-مقدار	نتیجه آزمون
همسانی واریانس خطا وجود دارد	۱۸/۲۹	۰/۰۰۰	H0 رد می‌شود (همسانبویاریانس خطا وجود ندارد)

همان طور که مشاهده می‌شود P-مقدار از ۵ درصد کمتر است لذا همسانی واریانس خطای مدل پذیرفته نمی‌شود.

آزمون فرضیه های تحقیق

در این راستا با جمع بندی پیش فرض های رگرسیون به این نتیجه رسیده که باید از رگرسیون پانلی تعمیم یافته استفاده نماییم. پس از انجام این رگرسیون نتایج به شرح جدول زیر می باشد:

جدول (۷): نتایج مدل فرضیه های پژوهش

نتیجه	P-مقدار	آماره t	انحراف استاندارد خطا	ضرایب متغیر در مدل	VIF	ضرایب
عدم معناداری در مدل	۰/۲۶۴	۱/۱۲	۰/۰۸۹	۰/۰۹۷	-	عرض از مبدا
معناداری در مدل	۰/۰۰۰	-۷/۹۲	۰/۰۰۹۲	-۰/۰۷۳	۲/۲۹	CG
معناداری در مدل	۰/۰۰۰	۴/۸۸	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۱۸	۲/۱۲	SIZE
معناداری در مدل	۰/۰۱۶	۲/۴۱	۰/۰۴۳	۰/۱۰۶	۲/۱۴	FCF
معناداری در مدل	۰/۰۰۰	-۸/۵۱	۰/۰۰۰۶	-۰/۰۰۴۸	۲/۲۳	CG * SIZE
معناداری در مدل	۰/۰۴۱	-۲/۰۴	۰/۰۶۷	-۰/۱۳۷	۱/۷۳	CG * FCF
معناداری در مدل	۰/۰۰۱	۳/۳۱	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۵	۱/۱۴	AGE
معناداری در مدل	۰/۰۰۵	-۲/۸۲	۰/۰۱۹	-۰/۰۵۴	۱/۰۹	LIQ
عدم معناداری در مدل	۰/۹۱۵	-۰/۱۰۶	۰/۰۱۲	-۰/۰۰۱۲	۱/۱۱	BSIZE
عدم معناداری در مدل	۰/۱۴۴	۱/۴۶	۰/۰۰۸	۰/۰۱۱	۱/۲۳	BGD
۰/۵۲۳			ضریب تعیین			
۱۰۴/۲۳	آماره F		آزمون معنی داری مدل			
۰/۰۰۰	P-مقدار					
۲/۲۶	آماره دوربین-واتسون		آزمون دوربین-واتسون			
۰/۳۲۹	P-مقدار					

در جدول ۷ ماکسیمم مقادیر VIF کمتر از ۵ بوده است از این رو وجود تمامی متغیرها در مدل آن را مخدوش نخواهند کرد. همچنین P-مقدار (۰/۰۰۰) آزمون معنی دار بودن مدل نیز مناسب بودن مدل را تأیید می کند. از طرفی نتایج ضریب تعیین نشان می دهد که ۵۲/۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تبیین می شود. با توجه به نتایج، آماره t (-۷/۹۲) نشان می دهد که متغیر مستقل CG در این مدل در سطح ۹۵٪ اطمینان، از لحاظ آماری معنادار می باشد زیرا اولاً مقادیر قدر مطلق این آماره بیشتر از ۱/۹۶ بوده ثانیاً P-مقدار (۰/۰۰۰) نیز کمتر از ۵ درصد می باشد. بنابراین حاکمیت شرکتی و ریسک پذیری شرکت رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج، آماره t (-۸/۵۱) نشان می دهد که متغیر مستقل CG * SIZE در این مدل در سطح ۹۵٪ اطمینان، از لحاظ آماری معنادار می باشد زیرا اولاً مقادیر قدر مطلق این آماره بیشتر از ۱/۹۶ بوده ثانیاً P-مقدار (۰/۰۰۰) نیز کمتر از ۵ درصد می باشد. بنابراین اندازه شرکت، رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک پذیری شرکت ها را تعدیل می کند. با توجه به نتایج، آماره t (-۲/۰۴) نشان می دهد که متغیر مستقل CG * FCF در این مدل در سطح ۹۵٪ اطمینان، از لحاظ آماری معنادار می باشد زیرا اولاً مقادیر قدر مطلق این آماره بیشتر از ۱/۹۶ بوده ثانیاً P-مقدار (۰/۰۴۱) نیز کمتر از ۵ درصد می باشد. بنابراین جریان نقدی آزاد، رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک پذیری شرکت ها را تعدیل می کند.

یافته های تحقیق

بر اساس یافته های آماری حاصل از آزمون فرضیه ها، هر سه فرضیه پژوهش مورد تأیید قرار گرفته است. این نتایج، درک عمیق تری از چگونگی تأثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر ریسک پذیری شرکت ها در بستر بازار سرمایه ایران فراهم

می‌آورد. در توصیف مفهومیافته‌ها، ابتدا رابطه معکوس و معنادار بین حاکمیت شرکتی (با تأکید بر استقلال هیأت مدیره) و ریسک‌پذیری شرکت تأیید می‌شود که حاکی از آن است که افزایش نسبت اعضای مستقل در هیأت مدیره، به عنوان یک سازوکار نظارتی مؤثر، توانایی محدودسازی رفتارهای ریسک‌پذیرانه مدیران را دارد. اینیافته با نظریه نمایندگی همخوانی کامل دارد، زیرا اعضای مستقل به دلیل عدم وابستگی به مدیران اجرایی و نگرانی از مسئولیت‌های قانونی و حفظ سرمایه اجتماعی خود، تمایل دارند رویکرد محافظه‌کارانه‌تری را در تصویب طرح‌های سرمایه‌گذاری و تصمیمات راهبردی اتخاذ کنند. در خصوص نقش تعدیلگری اندازه شرکت، نتایج نشان می‌دهد که این متغیر ساختاری، رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری را تحت تأثیر قرار می‌دهد. علامت منفی و معناداری ضریب تعاملی $CG*SIZE$ (با آماره t معادل $-۸/۵۱$) بیانگر آن است که در شرکت‌های بزرگتر، شدت رابطه معکوس بین استقلال هیأت مدیره و ریسک‌پذیری کاهش می‌یابد. این پدیده از منظر نظریه پیچیدگی سازمانی قابل تبیین است؛ شرکت‌های بزرگ به دلیل تنوع عملیاتی، گستردگی جغرافیایی، تعداد بیشتر ذینفعان و پیچیدگی فرآیندهای تصمیم‌گیری، بستری را فراهم می‌آورند که در آن اعضای مستقل هیأت مدیره با چالش دسترسی به اطلاعات تخصصی و درک کامل از تمامی ابعاد عملیاتی مواجه هستند. این محدودیت اطلاعاتی، اثربخشی نظارتی آنان را کاهش داده و موجب می‌شود که حتی در حضور هیأت مدیره‌ای مستقل، مدیران بتوانند تا حدی رفتارهای ریسک‌پذیرانه خود را دنبال کنند. به عبارت دیگر، اندازه بزرگ شرکت به عنوان یک عامل تضعیف‌کننده، توانایی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی را در مهار ریسک‌پذیری کاهش می‌دهد. در مورد نقش تعدیلگری جریان نقدی آزاد، یافته‌ها نشان می‌دهد که این متغیر با ضریب تعاملی معنادار (آماره t معادل $-۲/۰۴$) و سطح معناداری $(۰/۰۴۱)$ نیز رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری را تعدیل می‌کند. علامت منفی ضریب تعاملی $CG*FCF$ حاکی از آن است که در شرکت‌های با جریان نقدی آزاد بالا، رابطه معکوس بین استقلال هیأت مدیره و ریسک‌پذیری تضعیف می‌شود. اینیافته با نظریه جریان نقدی آزاد جنسن (۱۹۸۶)، همسو است. زمانی که شرکت از منابع نقدی مازاد قابل توجهی برخوردار است، مدیران انگیزه و فرصت بیشتری برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های توسعه‌طلبانه و ریسک‌پذیرانه پیدا می‌کنند. وجود جریان نقدی آزاد بالا، اختیارات مدیریتی را افزایش داده و انعطاف مالی لازم برای دنبال کردن استراتژی‌های جاه‌طلبانه را فراهم می‌آورد. در چنین شرایطی، حتی اگر هیأت مدیره از استقلال بالایی برخوردار باشد، حجم بالای منابع نقدی در دسترس مدیران، توانایی نظارتی اعضای مستقل را تحت الشعاع قرار داده و آنان را در محدودسازی رفتارهای ریسک‌پذیرانه با دشواری مواجه می‌سازد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

به طور کلی، یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که استقلال هیأت مدیره به عنوان یک مکانیزم حاکمیت شرکتی مؤثر، نقشی کلیدی در کاهش ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ایفا می‌کند. با این حال، این رابطه تحت تأثیر دو عامل ساختاری و مالی مهم یعنی اندازه شرکت و جریان نقدی آزاد قرار می‌گیرد. هر دو متغیر تعدیلگر به گونه‌ای عمل می‌کنند که اثربخشی نظارتی اعضای مستقل هیأت مدیره را کاهش می‌دهند. از منظر کاربردی، اینیافته‌ها به سرمایه‌گذاران، ناظران و تدوین‌کنندگان مقررات حاکمیت شرکتی هشدار می‌دهد که استقلال هیأت مدیره به تنهایی نمی‌تواند ضامن کنترل کامل ریسک‌پذیری باشد، بلکه باید در کنار آن به ویژگی‌های ساختاری شرکت (مانند اندازه) و شرایط مالی (مانند میزان جریان نقدی آزاد) نیز توجه شود. برای شرکت‌های بزرگ و شرکت‌هایی با جریان نقدی آزاد بالا، اتخاذ مکانیزم‌های نظارتی تکمیلی فراتر از استقلال هیأت مدیره (مانند حضور سرمایه‌گذاران نهادی فعال، طراحی سیستم‌های پاداش مبتنی بر عملکرد بلندمدت و بهبود شفافیت اطلاعاتی) ضروری به نظر می‌رسد. همچنین از منظر نظری، این پژوهش نشان می‌دهد که نظریه نمایندگی به تنهایی برای تبیین رابطه حاکمیت شرکتی و

ریسک‌پذیری کافی نیست و باید نظریه‌های تکمیلی مانند نظریه پیچیدگی سازمانی و نظریه جریان نقدی آزاد نیز مورد توجه قرار گیرند.

با توجه به تأیید رابطه معکوس و معنادار بین استقلال هیأت مدیره و ریسک‌پذیری شرکتها، پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و ناظران حاکمیت شرکتی، حداقل نسبت اعضای مستقل در هیأت مدیره شرکت‌های پذیرفته شده را افزایش دهند. بر اساس یافته‌های این پژوهش، هرچه سهم اعضای غیرموظف و مستقل در ترکیب هیأت مدیره بیشتر باشد، توانایی نظارت بر تصمیمات ریسک‌پذیرانه مدیران افزایش می‌یابد. بنابراین به شرکت‌ها توصیه می‌شود که در فرآیند انتخاب اعضای هیأت مدیره، بر معیارهای استقلال، تخصص و عدم تعارض منافع تأکید بیشتری داشته باشند. همچنین پیشنهاد می‌شود که کمیته انتصابات در شرکت‌ها، ارزیابی دوره‌ای از عملکرد اعضای مستقل هیأت مدیره در زمینه کنترل ریسک‌های غیرضروری انجام دهند. سرمایه‌گذاران نهادی نیز می‌توانند با اعمال رأی خود در مجامع عمومی، بر افزایش نسبت اعضای مستقل در هیأت مدیره شرکت‌های سرمایه‌پذیر فشار وارد کنند. همچنین یافته‌ها نشان داد که اندازه بزرگ شرکت، رابطه معکوس بین استقلال هیأت مدیره و ریسک‌پذیری را تضعیف می‌کند. بنابراین به شرکت‌های بزرگ پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که مکانیزم‌های نظارتی تکمیلی را فراتر از استقلال هیأت مدیره به کار گیرند. برای مثال، ایجاد کمیته ریسک تخصصی با حضور اعضای دارای تجربه در مدیریت ریسک‌های پیچیده سازمانی می‌تواند اثربخش باشد. همچنین به شرکت‌های بزرگ توصیه می‌شود که سیستم‌های گزارشگری داخلی را به گونه‌ای طراحی کنند که اطلاعات دقیق و به‌نگام درباره پروژه‌های سرمایه‌گذاری در اختیار اعضای مستقل هیأت مدیره قرار گیرد تا چالش عدم تقارن اطلاعاتی کاهش یابد. از سوی دیگر، پیشنهاد می‌شود که صورتجلسات و مستندات تصمیمات راهبردی شامل تحلیل ریسک پروژه‌ها حداقل یک هفته پیش از جلسه هیأت مدیره در اختیار اعضای مستقل قرار داده شود تا فرصت کافی برای بررسی تخصصی داشته باشند. ناظران حاکمیت شرکتی نیز باید برای شرکت‌های بزرگ، استانداردهای سختگیرانه‌تری در زمینه افشای اطلاعات مربوط به فرآیندهای تصمیم‌گیری تدوین کنند. علاوه بر این با توجه به تأیید نقش تعدیلگری جریان نقدی آزاد و تضعیف رابطه معکوس بین استقلال هیأت مدیره و ریسک‌پذیری در شرکت‌های با جریان نقدی آزاد بالا، پیشنهاد می‌شود که شرکت‌های دارای منابع نقدی مازاد قابل توجه، سیاست‌های مشخصی برای توزیع جریان نقدی آزاد اتخاذ کنند. برای مثال، افزایش نسبت سود تقسیمی (پرداخت سود نقدی بیشتر به سهامداران) می‌تواند منابع در دسترس مدیران برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های ریسک‌پذیرانه را کاهش دهد. همچنین پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها برنامه‌های بازخرید سهام را به عنوان مکانیزمی برای بازگرداندن جریان نقدی آزاد به سهامداران مورد توجه قرار دهند. از سوی دیگر، طراحی سیستم‌های پاداش مبتنی بر عملکرد بلندمدت (مانند اعطای سهام یا اختیار خرید سهام با دوره‌های قفل شونگی چندساله) می‌تواند انگیزه مدیران برای سرمایه‌گذاری‌های پرریسک و توسعه‌طلبانه را کاهش دهد. به سهامداران عمده و سرمایه‌گذاران نهادی توصیه می‌شود که در مجامع عمومی، تصویب سازوکارهای نظارتی مانند محدودیت در سرمایه‌گذاری‌های جدید بدون تأیید کمیته ریسک را در شرکت‌های با جریان نقدی آزاد بالا پیگیری کنند. همچنین پیشنهاد می‌شود که صورت جریان وجوه نقد شرکت‌ها به طور دقیقتر در گزارش‌های سالانه افشا شود تا ذینفعان بتوانند میزان جریان نقدی آزاد و نحوه مصرف آن را رصد کنند. با توجه به یافته‌های این پژوهش، چهار پیشنهاد زیر برای انجام تحقیقات آتی در حوزه حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری شرکت‌ها ارائه می‌گردد:

پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آتی، شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتی شامل مکانیزم‌های متعدد مانند استقلال هیأت مدیره، دوگانگی نقش مدیرعامل، وجود کمیته حسابرسی، اندازه هیأت مدیره و مالکیت نهادی به عنوان معیار حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار گیرد. در پژوهش حاضر صرفاً بر استقلال هیأت مدیره تمرکز شده بود، در حالی که حاکمیت

شرکتی پدیده‌ای چندبعدی است و بررسی همزمان ابعاد مختلف آن می‌تواند درک جامع‌تری از نقش تعدیلگری اندازه شرکت و جریان نقدی آزاد ارائه دهد. با توجه به معنادار بودن هر دو متغیر تعدیلگر (اندازه شرکت و جریان نقدی آزاد)، پیشنهاد می‌شود که پژوهش‌های آتی به بررسی اثر تعاملی همزمان این دو متغیر (یعنی نقش تعدیلگری توأمان اندازه شرکت و جریان نقدی آزاد) بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری بپردازند. به عبارت دیگر، آیا در شرکت‌های بزرگ با جریان نقدی آزاد بالا، تضعیف رابطه بین استقلال هیأت مدیره و ریسک‌پذیری تشدید می‌شود؟ بررسی این اثر سه‌طرفه می‌تواند بینش جدیدی برای ادبیات حاکمیت شرکتی فراهم آورد. همچنین پیشنهاد می‌شود که پژوهش‌های آتی به جای ریسک‌پذیری کلی شرکت، ابعاد مختلف ریسک را به صورت تفکیک شده مورد بررسی قرار دهند. برای مثال، آیا رابطه بین استقلال هیأت مدیره و ریسک اعتباری با رابطه بین استقلال هیأت مدیره و ریسک نقدینگی ریسک بازار متفاوت است؟ همچنین آیا نقش تعدیلگری اندازه شرکت و جریان نقدی آزاد بر انواع مختلف ریسک به یک اندازه تأثیر می‌گذارد؟ پاسخ به این سؤالات می‌تواند به تدوین سیاست‌های حاکمیت شرکتی متناسب با هر نوع ریسک کمک کند. علاوه بر این با توجه به اینکه این پژوهش در بافت بازار سرمایه ایران (یک بازار نوظهور با ویژگی‌های نهادی خاص) انجام شده است، پیشنهاد می‌شود که پژوهش‌های تطبیقی بین‌المللی بین ایران و سایر بازارهای نوظهور (مانند ترکیه، هند، مالزی و پاکستان) یا بین بازارهای نوظهور و توسعه‌یافته (مانند آمریکا و بریتانیا) انجام شود. این مطالعات تطبیقی می‌توانند نشان دهند که آیا نقش تعدیلگری اندازه شرکت و جریان نقدی آزاد در بافت‌های نهادی متفاوت، الگوهای مشابه یا متفاوتی دارد. همچنین می‌توان تأثیر تفاوت در سطح توسعه بازار سرمایه، حمایت از حقوق سهامداران خرد و کیفیت اجرای قوانین حاکمیت شرکتی بر نتایج را مورد آزمون قرار داد.

منابع

- ✓ تقوایی کشتکار، امیر، منجم، سارا، رضایی، فرزین، (۱۴۰۱)، تأثیر مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه بر ریسک‌پذیری و عملکرد بانک‌ها، اولین کنفرانس ملی تحقیقات کاربردی در علوم مدیریت و حسابداری نوین، البرز.
- ✓ فائزی، بهاره، (۱۴۰۴)، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به تغییرات جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار اوراق بهادار تهران، مطالعات راهبردی در مدیریت مالی و بیمه، دوره ۲، شماره ۱، صص ۵۰-۶۶.
- ✓ ماشینی، رضا، (۱۴۰۲)، بررسی تأثیر نقش تعدیلی سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط میان ریسک‌پذیری و خلق ارزش شرکت، نهمین کنفرانس بین‌المللی علوم مدیریت و حسابداری، تهران.
- ✓ نمازی، محمد، حسینی نیا، سمیه، لکی خسروخانی، مریم، (۱۴۰۰)، نقش تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی در رابطه بین سیکل عمر محصول یک شرکت و ریسک‌پذیری.
- ✓ AL-Dhamari, R. A., & Ku Ismail, K. N. I. (2014). An investigation into the effect of surplus free cash flow, corporate governance and firm size on earnings predictability. *International Journal of Accounting & Information Management*, 22(2), 118-133.
- ✓ Black, Bernard & Kim, Woochan. (2025). Predicting firms' corporate governance choices: Evidence from Korea. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 660-691.
- ✓ Chen, N., Sung, H. C., & Yang, J. (2015). Board independence and corporate investments. *Review of Financial Economics*, 24, 52-64.
- ✓ Chumba, S. K. (2015). Effect of board structure on risk taking: The moderating role of firm performance. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(10), 219-227.
- ✓ Chung, C. Y., Hur, S. K., & Liu, C. (2025). Agency costs, ownership structure, and cost stickiness: Implications for sustainable corporate governance. *Sustainability*, 17(11), 5144.

- ✓ Croci, E., Hertig, G., Khoja, L., & Lan, L. L. (2023). Board characteristics and firm resilience: Evidence from disruptive events. *Corporate Governance: An International Review*, 31(6), 1-25.
- ✓ Faezi, Bahare. (2025). Investigating the effect of corporate governance on investment sensitivity to changes in cash flow of companies listed in the Tehran Stock Exchange. *Strategic Studies in Financial Management and Insurance*, 2(1), 50-66.
- ✓ Jensen, Michael C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- ✓ Jha, R. K., & Tiwari, R. K. (2025). Assessing the governance–risk nexus: The role of firm size and free cash flow in Indian context. *Journal of Asia Business Studies*, 1-22.
- ✓ Kajumbula, Richard & Makoni, Patricia Lindelwa. (2025). Chief executive officer power, bank risk and corporate governance: Does board independence matter? *Journal of Governance and Regulation*, 14(2), 109-117.
- ✓ Le Thi Nhung, Tran Trong Nguyen, Do Thi Hong Tham, & Do Thi Ha Anh. (2024). Board structure and corporate risk-taking: Empirical evidence from Vietnamese enterprises. *Salud, Ciencia y Tecnología – Serie de Conferencias*, 3, 1444.
- ✓ Long, N. T., Lien, L. T., & Hang, N. T. (2024). Effect of board characteristics on firm risk-taking in Vietnam stock exchange. *Salud, Ciencia y Tecnología - Serie de Conferencias*, 3, 1444.
- ✓ Sharma, A., & Singh, R. (2025). Corporate governance and firm risk-taking: Empirical evidence from India. *International Journal of Law and Management*, 67(3), 372-391.
- ✓ Teodósio, J., & Lisboa, I. (2020). The effect of board structure on firm risk: Evidence from Portugal. *University of Aveiro Repository*.
- ✓ Tharsika, K., Thaneshan, G., & Varanitha, S. (2024). Board attribute and financial performance of Sri Lanka: Does firm size matter? *Journal of Business Studies*, 11(2), 25-36.
- ✓ Xie, Zhuyun, Xu, Yuan & Xie, Yuzhe. (2025). Behavioral channels linking firm characteristics and environmental, social, and governance performance: Evidence from Chinese listed firms. *Sustainability*, 17(24), 1-34.