

سعید خدامرادی<sup>۱</sup>

محمد ابراهیم راعی عزآبادی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۳/۲/۲۵

تاریخ دریافت: ۹۳/۱/۱۵

### چکیده

شرکت‌های هلدینگ یکی از محرک‌های اصلی در توسعه و پیشرفت اقتصادی هر کشوری هستند. تاثیر راهبری شرکتی از ابعاد مختلف در واکاوی عملکرد این بنگاه‌ها قابل تشریح و تبیین است. تامین مالی به عنوان موضوع مرتبط در اجرای برنامه‌های توسعه‌ای از اهمیت خاصی برخوردار است. هدف این تحقیق بررسی ارتباط بین راهبری شرکتی و ریسک مالی شرکت‌های هلدینگ صنعتی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۱-۱۳۸۷ است. برای سنجش راهبری شرکتی از معیارهای تمرکز مالکیت، مالکیت سهامداران نهادی، تعداد اعضای هیات مدیره و استقلال هیات مدیره و برای سنجش ریسک مالی از نسبت بدهی استفاده نموده ایم. جامعه و نمونه آماری این تحقیق شامل ۸۳ شرکت هلدینگ فعال پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. آزمون فرضیات تحقیق با استفاده از معادله رگرسیون چندگانه انجام شده است. نتایج حاکی از آن است که از میان مکانیزم‌های راهبری شرکتی فقط مالکیت سهامداران نهادی بر ریسک مالی تاثیر معنادار داشته که این تاثیر نیز معکوس است. تمرکز خاص بر موضوع شرکت‌های هلدینگ نوآوری این تحقیق به حساب می آید.

**واژه‌های کلیدی:** راهبری شرکتی، هلدینگ صنعتی، ریسک مالی، رگرسیون چندگانه.

۱- استادیار گروه مدیریت دانشگاه شاهد Khodamoradi379@gmail.com

۲- کارشناس ارشد مدیریت مالی دانشگاه شاهد (مسئول مکاتبات) Meraei68@yahoo.com

## ۱- مقدمه

شرکت‌های هلدینگ از ساختارهای سازمانی متعارف در بسیاری از کشورها بوده و نقشی بسیار اساسی در اقتصاد هر کشور ایفا می‌کنند. تنوع بخشی از طریق توسعه کسب و کارهای جدید به همراه تملیک شرکت‌های جدید از اصلی‌ترین عوامل ایجاد شرکت‌های هلدینگ یا چندبخشی است. به عقیده وینسو<sup>۱</sup> (۱۹۸۲)، این شرکت‌ها با مسائلی همچون ساختارهای مالیاتی گوناگون، ریسک نرخ ارز، ریسک نوسان نرخ بهره، بازار سرمایه ناکارا و مسائلی از این قبیل مواجه هستند. بنابراین کنترل ریسک مالی به عنوان یکی از موضوعات تهدید کننده حیات و ارزش بازار این شرکتها باعث توجه ویژه مدیران هلدینگ‌ها به این امر شده است.

از طرفی دیگر، نظام راهبری شرکت‌ها<sup>۲</sup> که در کشور ما تحت عنوان "راهبری شرکتی" و "حاکمیت سهامی" هم ترجمه شده، امروزه از مقوله‌های بسیار مهم در ارتباط با مدیریت و اداره مطلوب شرکت‌ها است (شاهرخی، ۱۳۸۶). بحث راهبری شرکتی یکی از موضوعات مهمی است که در چند سال اخیر، کشورهای در حال توسعه را به خود مشغول کرده است. این بدان دلیل است که این کشورها از زیرساخت‌ها و نهادهای مالی قوی برای پرداختن به این موضوع برخوردار نیستند (ام سی گی، ۲۰۰۹).

با توجه به توضیحات فوق، سوال تحقیق این است که آیا راهبری شرکتی بر ریسک مالی شرکت‌های هلدینگ صنعتی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد؟ در ادامه به مرور مبانی نظری و ادبیات موجود پرداخته، سپس روش شناسی تحقیق تشریح شده و در پایان نیز تجزیه و تحلیل داده‌ها و نتیجه‌گیری‌های حاصل از آن را ارائه می‌کنیم.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

همانگونه که بیان شد، هدف این تحقیق شناسایی تاثیر مکانیزم‌های راهبری شرکتی بر ریسک مالی شرکت‌های هلدینگ است. ابتدا مفاهیم راهبری شرکتی، مدیریت ریسک و شرکت‌های هلدینگ را بیان کرده و در ادامه تحقیقات صورت گرفته در این زمینه را مورد بررسی قرار می‌دهیم.

## ۲-۱- راهبری شرکتی

راهبری شرکتی یک بحث چند حوزه‌ای است که در حوزه علوم مختلفی چون حقوق، اقتصاد و مدیریت و علوم سیاسی مورد توجه و بحث تخصصی قرار دارد. این مسئله و گستردگی موضوع آن یکی از دلایل وجود تعاریف متعدد است که توسط افراد، موسسات ملی و بین‌المللی و متخصصین و دست‌اندرکاران حوزه‌های مختلف ارائه شده‌اند. هرکدام از این تعاریف در برگزیده ویژگی‌های محیطی و ساختارها و علایق در جامعه‌ای است که تعاریف برای آن‌ها ارائه شده است و یا در برخی از متون نشان دهنده حوزه تخصصی نویسنده‌ای است که در تمرکز بر بخش خاصی از این مبحث گسترده از ابعاد دیگر آن چشم پوشی کرده است (سازمان همکاری توسعه اقتصادی، ۲۰۰۴). راهبری شرکتی در مفهوم کلی به ساختارها و فرایندهای تصمیم‌گیری، پاسخگویی و رفتار در صدر سازمان (اعم از دولتی، حکومتی، خصوصی، انتفاعی، غیر انتفاعی و...) می‌پردازد. هدف از اعمال راهبری شرکتی اطمینان یافتن از وجود چارچوبی است که توازن مناسبی بین آزادی عمل مدیریت، پاسخگویی و منافع ذینفعان مختلف فراهم می‌آورد.

مدیریت ریسک در حوزه مالی بر آن دسته از انواع ریسک نظارت و کنترل دارد که اولاً در محدوده کنترل باشد و ثانیاً اثرات نقدی داشته باشد. ریسک در حالت کلی به دو دسته ریسک‌های مالی و ریسک‌های غیرمالی تقسیم بندی می‌شوند. ریسک‌های مالی به طور مستقیم بر سودآوری شرکت‌ها اثر می‌گذارند و می‌توانند حتی شرکتی را از پای درآورند (راعی و سعیدی، ۱۳۸۸).

### ۲-۳- شرکت هلدینگ

شرکت هلدینگ به عنوان یک بنگاه اقتصادی با هدف تملک سهام شرکت‌های دیگر و فعالیت متنوع به وجود می‌آید. این شرکت‌ها دارای سبد سرمایه‌گذاری حاوی واحدهای مستقل هستند. این شرکت‌ها از مزایای سربار اندک ستاد مرکزی، سهولت جبران زیان واحدها، انتشار ریسک و عدم تمرکز برخوردارند. شرکت هلدینگ، کاراترین شیوه و ابزاری است که می‌تواند برای کنترل و مدیریت توام دو یا چند واحد که تاکنون مستقل بوده‌اند، به کار گرفته شود. شرکت هلدینگ، شرکتی است که به لحاظ درصد مالکیت سهام یا به دلیل انتخاب اکثریت مدیران و تعیین سیاست‌ها، استراتژی‌های اساسی و کلیدی یک یا چند شرکت را تحت کنترل و نظارت دارد.

در استانداردهای حسابداری، شرکت هلدینگ واحد تجاری اصلی تلقی می‌شود که دارای یک یا چند واحد تجاری فرعی است و این واحدهای فرعی تحت کنترل واحد تجاری اصلی است که با توانایی راهبردی و هدایت سیاست‌های مالی و عملیاتی واحدهای تجاری فرعی، به دنبال کسب منافع

بررسی مطالعات موجود نشان می‌دهد که هیچ تعریف یکسان و مورد توافق در خصوص راهبری شرکتی وجود ندارد. در دیدگاه‌های محدود، راهبری شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران محدود می‌شود. در نگاه وسیع، راهبری 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 نظیر کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه وجود دارد.

در یک تعریف کلی، راهبری شرکتی به مجموعه روابط میان مدیریت اجرایی، هیئت مدیره، سهامداران و سایر ذینفعان مرتبط در یک شرکت گفته می‌شود و دو هدف اساسی کاهش ریسک بنگاه اقتصادی و بهبود کارایی درازمدت آن را دنبال می‌کند. اعمال راهبری شرکتی صحیح از طریق اعضای مستقل هیئت مدیره و کمیته‌های تحت نظر آنها عینیت یافته و در نهایت با ارتقای شفافیت و پاسخ‌دهی مدیریت اجرایی، به اهداف خود نایل می‌شود (رسانیان و کاشانی پور، ۱۳۸۸).

### ۲-۲- ریسک

فرهنگ وبستر، ریسک را "در معرض خطر قرار گرفتن" تعریف کرده است. در حالت کلی برای تعریف ریسک می‌توان دو دیدگاه ارائه کرد.

- دیدگاه اول: ریسک به عنوان هرگونه نوسانات احتمالی بازدهی اقتصادی در آینده می‌باشد.
- دیدگاه دوم: ریسک به عنوان نوسانات احتمالی منفی بازدهی اقتصادی در آینده می‌باشد.

ص ۱۴).

اقتصادی از آنها است (حنفی زاده و شفیع، ۱۳۸۸،

## ۲-۴- پیشینه پژوهش

در این قسمت به مرور برخی از تحقیقات انجام شده در این زمینه می‌پردازیم. کلفنر<sup>۵</sup> و دیگران (۲۰۰۳) در پژوهشی به بررسی تاثیر راهبری شرکتی بر مدیریت ریسک شرکت های کانادایی پرداختند. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که از میان شرکت های مورد بررسی، ۳۱ درصد این شرکت ها مدیریت ریسک را بکار برده و این امر ناشی از خصوصیات هیئت مدیره این شرکت ها بوده است. نالتی<sup>۶</sup> و دیگران (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان "راهبری شرکتی و ریسک" به بررسی رابطه بین مکانیزم های راهبری شرکتی و ریسک های مالی و تجاری پرداختند. برای این منظور، حجم وسیعی از شرکت های انگلیسی را طی دوره زمانی ۱۲ ماهه منتهی به مارس ۲۰۱۰ مورد بررسی قرار دادند. نتایج این تحقیق حاکی از آن است شرکت هایی که اندازه هیئت مدیره کمتری دارند (کمتر از ۸ عضو)، ریسک مالی کمتری را می پذیرند. همچنین به این نتیجه رسیدند که استقلال هیئت مدیره تاثیری بر پذیرش ریسک مالی ندارد. در زمینه ریسک تجاری نیز آنها به این نتیجه رسیدند که ارتباط معناداری بین ریسک تجاری و راهبری شرکتی وجود ندارد.

سوئیتزر و وانگ<sup>۷</sup> (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین ریسک اعتباری و راهبری شرکتی شرکت های مالی و غیرمالی آمریکایی پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از تایید فرضیه ارتباط بین ساختار مالکیت و پذیرش ریسک در شرکت های غیرمالی است. همچنین آنان پی بردند در شرکت های

غیرمالی، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و ریسک اعتباری دارای ارتباط غیرخطی هستند. سو و لی<sup>۸</sup> (۲۰۱۳) به دنبال پاسخ به این سوال بودند که آیا مکانیزم های داخلی و خارجی راهبری شرکتی می توانند تاثیری بر پذیرش ریسک توسط شرکت های خانوادگی داشته باشند؟ برای این منظور، آنان نمونه ای از شرکت های 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<sup>۹</sup> (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی رابطه راهبری شرکتی و ریسک شرکت پرداختند. این دو محقق ۱۰۶ شرکت پاکستانی را طی دوره ۲۰۱۰-۲۰۰۵ مورد بررسی قرار دادند و در پایان به این نتیجه رسیدند که بین معیارهای راهبری شرکتی و ریسک شرکت ارتباط معناداری وجود دارد. کنترل خانوادگی و کنترل بانکی ارتباط معکوس با ریسک شرکت، ساختار مالکیت و دوگانگی وظیفه مدیرعامل ارتباط مستقیم با ریسک شرکت داشتند.

حساس یگانه و داداشی<sup>۱۰</sup> (۱۳۸۹) در پژوهشی به بررسی تاثیر برخی از مکانیزم های راهبری شرکتی بر تصمیمات حسابرسان مستقل درباره ریسک و برنامه ریزی پرداختند. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که به غیر از حسابرسی داخلی، سایر مکانیزم های راهبری تاثیری بر فرآیند برنامه ریزی و قضاوت های صورت گرفته توسط حسابرسان مستقل ایرانی نداشته اند. تنها در یک مورد یافته ها نشان داد که درصد مدیران غیرموظف در ساختار هیئت مدیره شرکت، بر ارزیابی ریسک ذاتی توسط حسابرسان اثرگذار بوده است.

همانگونه که ملاحظه کردید تحقیقاتی در زمینه ارتباط بین مکانیزم های راهبری شرکتی و مدیریت

- مالکیت سهامداران نهادی: برابر است با مجموع درصد سهام شرکت که متعلق به اشخاص حقوقی (شرکت‌ها) می باشد.
  - اندازه هیئت مدیره: برابر است با تعداد اعضای هیئت مدیره.
  - استقلال هیئت مدیره: نسبت اعضای غیرموظف (مستقل) در ترکیب هیئت مدیره.
- متغیر وابسته این تحقیق ریسک مالی است که برای سنجش آن از نسبت بدهی (مستخرج از صورت‌های مالی تلفیقی) استفاده نموده ایم.
- با در نظر گرفتن هدف تحقیق که همانا بررسی و تعیین تاثیر راهبری شرکتی بر ریسک مالی است، از روش رگرسیون چندگانه به صورت زیر استفاده شده است:

$$LEV = \beta + \beta_1 * OWNERSHIP CONCENTRATION + \beta_2 * INSTITUTIONAL OWNERSHIP + \beta_3 * BOARD SIZE + \beta_4 * BOARD INDEPENDENCY$$

جامعه آماری این تحقیق شامل تمامی شرکت‌های هلدینگ صنعتی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده (این شرکت‌ها همگی صورت‌های مالی تلفیقی تهیه می کنند) که قبل از سال ۱۳۸۷ در بورس پذیرفته شده و تاکنون به فعالیت خود ادامه داده و نیز اطلاعات مورد نیاز آنها موجود باشد. در این تحقیق نمونه گیری انجام نشده و نمونه برابر با جامعه است. مجموع شرکت‌های موجود در نمونه برابر ۸۳ هلدینگ صنعتی است. قلمرو زمانی این تحقیق سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ می باشد.

در این تحقیق برای جمع آوری اطلاعات و داده‌ها از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. مبانی نظری پژوهش از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین و مقالات متعدد برگرفته از اینترنت گردآوری شده و داده‌های مربوط به متغیرهای وابسته و

ریسک انجام شده، اما تمرکز هیچکدام از این تحقیقات صرفاً بر ریسک مالی نبوده است. از طرفی دیگر، تمرکز این تحقیقات عمدتاً بر شرکت‌های تک بخشی بوده و شرکت‌های چندبخشی مورد توجه قرار نگرفته اند. لذا در این تحقیق تمرکز ما بر ریسک مالی بوده و نیز شرکت‌های چندبخشی را مورد توجه قرار داده ایم.

### ۳- فرضیات پژوهش

با توجه به نتایج تحقیقات انجام شده در این زمینه و اهداف پژوهش، فرضیات این تحقیق را به صورت زیر بیان می کنیم.

۱) تمرکز مالکیت بر ریسک مالی تاثیر معناداری دارد.

۲) مالکیت سهامداران نهادی بر ریسک مالی تاثیر معناداری دارد.

۳) تعداد اعضای هیئت مدیره بر ریسک مالی تاثیر معناداری دارد.

۴) استقلال هیئت مدیره بر ریسک مالی تاثیر معناداری دارد.

### ۴- روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش، توصیفی-همبستگی است. متغیر مستقل این تحقیق راهبری شرکتی می باشد که با مرور ادبیات مرتبط، از پنج معیار زیر برای سنجش آن استفاده نموده ایم:

- تمرکز مالکیت: مجموع درصد تملک سهامدارانی که حداقل ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند.



در صورتی که prob. آزمون یا اعتبار آن بزرگتر از سطح خطای مورد نظر (  $\alpha=5\%$  ) باشد، ضریب به دست آمده معنادار نیست و فرضیه  $H_0$  را نمی توان رد کرد. همچنین اگر prob. آزمون از سطح خطای مورد نظر کوچکتر باشد، ضریب به دست آمده معنادار بوده و فرضیه  $H_0$  رد می شود.

#### ۵- نتایج پژوهش

قبل از آنکه به آزمون فرضیات تحقیق پرداخته شود لازم است از ویژگی های توصیفی شرکت ها اطلاع حاصل شود. از این رو میانگین و انحراف معیار هر کدام از متغیرهای تحقیق در کل دوره پنج ساله تحقیق در جدول ۱ ارائه شده است.

همانگونه که ملاحظه می کنید، متوسط تعداد اعضای هیئت مدیره در شرکت ها حدود ۵ نفر هستند. کمیت متوسط استقلال هیئت مدیره نشان دهنده غلبه اعضای غیرموظف بر اعضای موظف و شباهت زیاد این پدیده در تمامی هلدینگ های جامعه با توجه به کمیت انحراف معیار است. کمیت متوسط مالکیت سهامداران نهادی و تمرکز مالکیت نیز حاکی از غلبه سهامداران حقوقی بر سهامداران حقیقی در این شرکت هاست و این امر در تمامی هلدینگ ها با توجه به کمیت انحراف معیار مصداق دارد.

مستقل از گزارشات بورس و اوراق بهادار و سایت های اینترنتی مربوط جمع آوری شده است.

بعد از مشخص شدن جامعه آماری و نمونه آماری، متغیرهای مورد نظر محاسبه شده و در مرحله بعد با توجه نوع فرضیه ها آزمونهای تحقیق مشخص می شوند. در این تحقیق از طریق نرم افزار EViews با استفاده از آزمون رگرسیون خطی چندگانه فرضیه ها مورد بررسی قرار گرفته اند. برای استفاده از آزمون رگرسیون رعایت مفروضاتی از جمله نرمال بودن باقیمانده ای معادله رگرسیون، عدم خود همبستگی خطاها و... لازم و ضروری می باشد. برای توصیف ویژگیهای عمومی شرکتها از میانگین و انحراف معیار استفاده شده است. برای آزمون معنی دار بودن معادله رگرسیون از آزمون F و برای آزمون معنی دار بودن هر یک از اجزا معادله از آزمون t استفاده کرده ایم. همچنین سایر آزمون های مورد نیاز نظیر خود همبستگی خطاها (آماره دوربین واتسون) و نرمال بودن جملات پسماند (آزمون Jarque-Bera) در سطح اطمینان ۹۵ درصد بکار گرفته شده اند. فرضیات آزمون به صورت زیر بیان شده اند.

$H_0$ : نبودن رابطه معنادار بین متغیر مستقل و وابسته

$H_1$ : بودن رابطه معنا دار بین متغیر مستقل و وابسته

جدول ۱: آمار توصیفی

اندازه هیئت مدیره	استقلال هیئت مدیره	ریسک مالی	مالکیت سهامداران نهادی	تمرکز مالکیت
5.108434	0.684672	0.620747	0.719950	0.670185
0.534149	0.210247	0.189761	0.256867	0.228488
0.571999	-0.928937	0.271764	-1.282491	-0.988135
30.42725	4.499218	5.092050	3.718631	3.372084

## نتایج آزمون فرضیات پژوهش

نتایج آزمون فرضیات در جدول ۲ ارائه شده است.

بر اساس جدول ۲ آماره دوربین-واتسون 2.04 حاکی از نبود مشکل خود همبستگی است. با توجه به احتمال آماره  $F (F < 0.05)$  معادله رگرسیون در کل معنی دار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر 0.55 می‌باشد، که نشان می‌دهد 55 درصد از تغییرات متغیر وابسته، قابل استناد به تغییرات متغیر مستقل می‌باشد و بقیه تغییرات متغیر وابسته، ناشی از تغییرات سایر عوامل می‌باشد که در اینجا نادیده گرفته شده‌اند.

فرضیه اول به این صورت نگاشته شده است: "تمرکز مالکیت بر ریسک مالی تاثیر معناداری دارد." با توجه به اطلاعات جدول ۲، از آنجا که سطح معنی داری آزمون معادل 0.5000 است، پس با ۹۵ درصد اطمینان می‌توان گفت که تمرکز مالکیت بر ریسک مالی تاثیر معنی داری نداشته و در نهایت این فرضیه تایید نمی‌شود. نتیجه این فرضیه با یافته‌های علام و علیشاه (۲۰۱۳) و نیز سو و لی (۲۰۱۳) در تضاد است. این پژوهشگران وجود رابطه

معنادار و منفی را بین متغیرهای مذکور اثبات کرده بودند.

فرضیه دوم به این صورت تدوین شده است: "مالکیت سهامداران نهادی بر ریسک مالی تاثیر معناداری دارد." با توجه به اطلاعات جدول ۲ از آنجا که سطح معنی داری آزمون معادل 0.0296 است پس با ۹۵ درصد اطمینان می‌توان گفت که مالکیت سهامداران نهادی تاثیر معنی دار و معکوس بر ریسک مالی داشته و در نهایت این فرضیه تایید می‌شود. نتیجه حاصل از این فرضیه به نوعی با نتایج حاصل از پژوهش‌های سوئیتزر و وانگ (۲۰۱۳)، سو و لی (۲۰۱۳) و علام و علیشاه (۲۰۱۳) در ارتباط است. این پژوهشگران پی بردند شرکت‌هایی که دارای مالکیت خانوادگی هستند، ریسک مالی کمتری را می‌پذیرند. به عبارت دیگر این نوع شرکت‌ها، از بدهی کمتری در ساختار سرمایه خود استفاده می‌کنند. با توجه به نتیجه این فرضیه، این امر برای شرکت‌هایی که با مالکیت سهامداران نهادی اداره می‌شوند نیز مصداق دارد. یعنی هرچه مالکیت سهامداران نهادی یک شرکت بیشتر باشد، استفاده از بدهی در ساختار سرمایه آن شرکت کمتر خواهد بود.

جدول (۲) نتایج آزمون رگرسیون چندگانه

متغیر وابسته: ریسک مالی	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معنی داری
اندازه هیئت مدیره	-0.014722	-1.173201	0.2414
استقلال هیئت مدیره	-0.026616	-0.799103	0.4247
سهامداران نهادی	-0.101622	-2.183832	0.0296
تمرکز مالکیت	0.030829	0.675072	0.5000
مقدار ثابت	0.662240	8.877009	0.0000
ضریب تعیین	0.561441	آماره F	101.3915
ضریب تعیین تعدیل شده	0.555904	سطح معنی داری F	0.000000
آماره دوربین واتسون		2.049060	



فرضیه سوم عبارتست از: "اندازه هیئت مدیره بر ریسک مالی تاثیر معناداری دارد." طبق اطلاعات موجود در جدول ۲ کمیت سطح معنی داری آزمون معادل 0.2414 بوده و در نهایت اندازه هیئت مدیره بر ریسک مالی تاثیر معنی داری نداشته و فرضیه تایید نمی شود. نتیجه این فرضیه با یافته های نالتی و دیگران (۲۰۱۲) در تضاد است. این پژوهشگران پی بردند هر چه اندازه هیئت مدیره کمتر باشد (کمتر از ۸ عضو)، ریسک مالی نیز کمتر است. اما در این فرضیه رابطه ای بین دو متغیر کشف نشد.

فرضیه چهارم تحقیق عبارتست از: "استقلال هیئت مدیره بر ریسک مالی تاثیر معناداری دارد." کمیت 0.4247 در جدول ۲ نشان می دهد که استقلال هیئت مدیره بر ریسک مالی تاثیر معنی داری نداشته و در نتیجه فرضیه تایید نمی شود. نالتی و دیگران (۲۰۱۲) به این نتیجه رسیدند که استقلال هیئت مدیره در شرکت های انگلیسی تاثیر معناداری بر پذیرش ریسک مالی ندارد. نتیجه تحقیق آنان با نتیجه حاصل از این فرضیه سازگار است.

بنابراین بر اساس سطح معنی داری متغیرهای مستقل با متغیر وابسته ریسک مالی می توان گفت تنها متغیر سهامداران نهادی تاثیر معنی داری بر ریسک مالی دارد و چون ضریب رگرسیونی آن منفی است در نتیجه تاثیر منفی بر ریسک مالی دارد. همچنین سطح معنی داری مربوط به مقدار ثابت از ۰,۰۵ کوچکتر می باشد، در نتیجه معنی دار است و در معادله رگرسیون آورده می شود.

## ۶- نتیجه گیری و بحث

تامین مالی در شرکت های هلدینگ با توجه به ماهیت عملکردی آن از اهمیت خاصی در سیستم

اقتصادی کشورها برخوردار است. سازوکار راهبری شرکتی بر اجرای برنامه های توسعه ای تاثیر داشته و به عنوان مشوق یا مانع آن ظهور می کند. در این تحقیق هدف آن بود که این پدیده و تاثیر آن بر استفاده از اهرم در شرکتهای هلدینگ صنعتی بررسی شود. نتایج استفاده از الگوی رگرسیون چندگانه نشان می دهد که از بین متغیرهای مورد بررسی فقط مالکیت سهامداران نهادی برای پیش بینی رفتار ریسک پذیری یا تامین مالی این بنگاهها قابل اتکا می باشد. شرکت هایی که دارای سهامداران نهادی بیشتری هستند از اهرم مالی کمتری استفاده کرده اند. سایر متغیرها شامل استقلال هیات مدیره، اندازه هیات مدیره و تمرکز مالکیت تاثیری بر ریسک مالی نداشته اند. از آنجا که این مطالعه خالی از اشکال و کاستی ها نمی باشد در ادامه پیشنهادات تحقیق ارائه می شود.

در بخش کاربردی تحقیق پیشنهاد می شود متولیان و سهامداران این بنگاهها نسبت به اصلاح و باز طراحی فرآیندهای عملیاتی و شیوه های تصمیم گیری خود در خصوص انتخاب و پشتیبانی از عملکرد مدیران منصوب شده در حوزه تامین مالی اقدام نمایند. توقع جامعه از نقش و تاثیر توسعه ای این بنگاهها چنین چیزی را بطور جدی مطالبه می کند.

در بخش پژوهشی در بحثی کاملا متصل با موضوع کاربردی فوق پیشنهاد می شود، مطالعه جدی در خصوص رفتارشناسی کلان و فرآیند کاوی این شرکت ها با ابزار نوین با رویکرد تامین مالی انجام شود. همچنین توصیه می کنیم که ابزار یا مدلی برای محاسبه هزینه های مبادلاتی<sup>۱</sup> در این بنگاهها بصورت بومی طراحی و اعتبار یابی شود. در تحقیقی دیگر می توان شرکت ها را از حیث الگوی استفاده از منابع





- Kleffner, Anne, Lee, Ryan and Gannon, Bill(2003), The effect of corporate governance on the use of enterprise risk management, Risk management and insurance value, Vol.6,No.1,pp.55-73. \*
- McGee, R., & Yuan, X. (2009). Corporate governance and the timeliness of financial reporting: an empirical study of the people's republic of China. Available at SSRN 1131338. \*
- Weichiehand Lee, Cheng-Yu(2013), Su Effects of corporate governance on risk taking in Taiwanese family firms during institutional reform, *Asia Pacific Journal of Management* , Volume 30, Issue 3, pp 809-828 \*

- Switzer, L. N., & Wang, J. (2013). Default risk and corporate governance in financial vs. non-financial firms. *Risk and Decision Analysis*, 4(4), 243-253. \*
- Vinso, Joseph (1982), Financial Planning for the Multinational Corporation with Multiple Goals, *Journal of International Business Studies*, Vol. 13, Issue 3, pp. 43-58 \*

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup>Vinso  
<sup>2</sup>Corporate Governance  
<sup>3</sup>McGee  
<sup>4</sup>Headquarter  
<sup>5</sup>Kleffner  
<sup>6</sup>Nulti  
<sup>7</sup>Switzer&Wang  
<sup>8</sup>Su & Lee  
<sup>9</sup>Alam&Alishah  
<sup>10</sup>Transactional Cost

#### فهرست منابع

- \* حساس یگانه، یحیی و داداشی، ایمان(۱۳۸۹)، تاثیر حاکمیت شرکتی بر تصمیمات حسابرسان درباره ریسک و برنامه‌ریزی، پژوهش‌نامه حسابداری مالی و حسابرسی، ۲(۵): ۶۳-۳۹.
- \* حنفی زاده، پیام و شفیع نیک‌آبادی، محسن (۱۳۸۸)، شرکت‌های مادر: تعاریف، مفاهیم و ساختارها، تهران: انتشاراترهمه.
- \* راعی، رضا و سعیدی، علی(۱۳۸۸)، مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، انتشارات سمت، تهران.
- \* شاه‌رخی، غلامرضا (۱۳۸۶)، اصول نظام راهبری شرکت‌ها، مجله بانک و اقتصاد، شماره ۸۸، ۳۷-۲۵.
- \* کاشانی پور، محمد، رحمانی، علی و پارچینی، سید مهدی(۱۳۸۸). رابطه بین افشای اختیاری و مدیران غیرموظف. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۰۰-۸۵.
- \* Alam, A., & Shah, S. Z. A. (2013). Corporate Governance and its Impact on Firm Risk, *International Journal of Management, Economics and Social Sciences*, Vol. 2(2), pp.76-98.
- \* McNulty, T., Florackis, C., & Ormrod, P(2012).Corporate Governance and Risk: A Study of Board Structure and Process, *The European Financial Review*.

