

نقش نظام راهبری شرکتی در تعدیل ریسک و بازده

شهرزاد سراج^{۱*}

محمد باقری^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۷/۱۲ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۹/۳۰

چکیده

معمولاً انتظار می رود ارتباط ریسک با بازده در بازارهای مالی مثبت باشد، به عنوان مثال، تحمل ریسک بالاتر زمانی توجیه می شود که بازده مورد انتظار بالاتر باشد. این معاوضه ریسک و بازده باید در مورد تصمیمات استراتژیک سطح شرکت که شامل ریسک هایی مانند ورود به بازارهای جدید، راه اندازی محصولات جدید و کشف راه های جدید برای کاهش هزینه ها است نیز اعمال شود. بنابراین، برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران، مدیران ممکن است سرمایه گذاری های پرریسک را انجام دهند، در صورتی که انتظار می رود بازدهی بالاتری برای سهامداران داشته باشند. لذا بر پایه این استدلال، هدف از پژوهش حاضر بررسی نقش نظام راهبری شرکتی در تعدیل ریسک و بازده در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از یک نمونه متشکل از ۱۶۷ شرکت طی سال های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ است. نتایج یافته های پژوهش نشان می دهد که شرکت هایی با بازده بالاتر، یک ارتباط مثبت (متعارف) ریسک با بازده دارند. برعکس، شرکت هایی با بازده پایین تر یک ارتباط منفی (پارادوکسیال) با ریسک و بازده دارند. مطابق با فرضیه سوم، ارتباط مثبت (متعارف) ریسک با بازده شرکت های برتر به دلیل حاکمیت شرکتی قوی تر است. در رابطه با فرضیه چهارم، نتیجه بدست آمده نشان می دهد که ارتباط منفی (پارادوکسیکال) ریسک و بازده شرکت هایی که بازده ضعیفی دارند به دلیل وجود حاکمیت شرکتی ضعیف است.

واژگان کلیدی

نظام راهبری، ریسک، بازده، تعدیل ریسک

۱. استادیار و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران. (نویسنده مسئول: shahrzad.seraj@iau.ac.ir)

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد تهران جنوب، مدیریت بازرگانی، تهران، ایران. m.bagheri@mellatbroker.ir

مقدمه

در بازارهای مالی این انتظار وجود دارد که تحمل ریسک همواره زمانی توجیه پذیر خواهد بود که بازده مورد انتظار بالاتر باشد (شارپ، ۱۹۶۴؛ گیسلز و همکاران، ۲۰۰۵). بدین معنی که هرچه ریسک در سطح بالاتری صورت پذیرد، بازده بیشتری کسب خواهد شد. بنابراین، تعامل بین بازده و ریسک باید در خصوص تصمیم‌های استراتژیک شرکت که مستلزم خطراتی مانند ورود به بازارهای جدید، راه‌اندازی محصولات جدید و کشف راه‌های جدید برای کاهش هزینه‌ها هستند صورت پذیرد. لذا؛ برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران، مدیران ممکن است سرمایه‌گذاری‌های پرریسک را انجام دهند، در صورتی که انتظار می‌رود بازدهی بالاتری برای سهامداران داشته باشند (چاری و همکاران^۱، ۲۰۱۹). در این راستا، وجود دانش مالی برای ارتباط ریسک و بازده از منظر شرکت‌ها و سهامداران، به ویژه مدیران مالی بسیار حیاتی است (داس گوپتا و دب^۲، ۲۰۲۲).

برخی پژوهشگران از جمله بومن^۳ (۱۹۸۰) بر این باور بود که بین ریسک و بازده ارتباط منفی وجود دارد. بدین معنی که هرچه ریسک بیشتر شود، بازده حاصل از آن کاهش می‌یابد که نظریه وی مطابق با نظریه عمومی پذیرفته شده در سطح مالی سنتی است (شارپ، ۱۹۶۴؛ گیسلز و همکاران، ۲۰۰۵). پس از نظر وی، برخی پژوهشگران بر اساس نظریه‌های متفاوت خلاف اعتقاد وی را اثبات کردند که به‌طور نمونه، می‌توان به «نظریه چشم‌انداز»^۴ (کانمن و تورسکی^۵، ۱۹۷۹)، «نظریه رفتار»^۶ (سیرت و مارس^۷، ۱۹۶۳؛ برومیلی^۸، ۱۹۹۱)، «نظریه نمایندگی»^۹ شامل ریسک‌پذیری کاهش‌دهنده ارزش (آندرسن و همکاران^{۱۰}، ۲۰۰۷؛ چاری و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۹)، و «نگرانی‌های شغلی مدیران»^{۱۲} (دویتروپونت و همکاران^{۱۳}، ۱۹۹۹) اشاره نمود.

از سویی دیگر، بحران مالی جهانی نقطه عطفی در نظام راهبری شرکتی و شیوه‌های مدیریت ریسک بود (کالیا و گیل، ۲۰۲۳). مطالعات صورت گرفته در این زمینه به این نتیجه دست یافتند که فرآیندها و رویه‌های نظام راهبری شرکتی ناقص، مسئول اصلی ورشکستگی شرکت‌ها بوده و در نهایت منجر به بحران مالی در سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ شده است (سان و همکاران، ۲۰۱۱؛ کانین و همکاران، ۲۰۱۱). به‌طور مشابه؛ گزارش سازمان همکاری و توسعه اقتصادی بیان کرد که بحران مالی را می‌توان تا حد زیادی به شکست و ضعف‌های موجود در نظام راهبری شرکتی نسبت داد. از این‌رو؛ این انتظار وجود دارد که شرکت‌هایی با سازوکارهای نظام راهبری ضعیف، سیستم‌های مدیریت ریسک ناقصی داشته باشند که آن‌ها را در برابر پیامدهای اقتصادی ناشی از بحران مالی جهانی آسیب‌پذیر می‌کند. سازوکارهای راهبری شرکتی می‌تواند بر شیوه‌های مدیریت ریسک تاثیرگذار باشد. علاوه‌براین، زمانی که تحقیقات متناقضی وجود دارد، نتایج

¹ Chari et al

² Ranjan Das Gupta and Soumya G. Deb

³ Bowman

⁴ Prospect theory

⁵ Kahneman and Tversky,

⁶ behavioural theory

⁷ Cyert and March

⁸ Bromiley

⁹ agency theory

¹⁰ Andersen et al.

¹¹ Chari et al

¹² Career concerns

¹³ Dewatripont et al

پیچیده‌تر خواهد شد. چیانگ و همکاران (۲۰۱۵) بر این باورند که مالکیت نهادی به طور قابل توجهی بر ریسک نکول تأثیر منفی دارد. کبیر و همکاران (۲۰۲۰) بر تأکید نتایج چیانگ و همکاران (۲۰۱۵) در کشور ژاپن پرداخت. آمیرام و همکاران (۲۰۱۸) بر این باورند که اطلاعات بیشتری در زمان بحران مالی در بانک‌ها وجود دارد. ارائه قابلیت مقایسه صورت‌های مالی در دوره بحران مالی به عنوان یکی از چندین مکانیسم ارائه شده برای کاهش ریسک‌پذیری بانک‌ها است. بنابراین وجود مکانیسم‌های جایگزین بر نقش قابلیت مقایسه صورت‌های مالی در کاهش ریسک‌پذیری بانک تأثیرگذار است. لذا این انتظار وجود دارد که ارتباط بین قابلیت مقایسه صورت مالی و ریسک‌پذیری بانک‌ها در دوره‌های غیر بحران مالی بیش از دوره‌های دارای بحران مالی است. اهمیت این پژوهش به دلیل کاهش هزینه‌های کسب و پردازش اطلاعات توسط بانک‌ها است که به عنوان یک سازوکار کلیدی برای مدیران محسوب می‌شود و کیفیت اطلاعات مالی را برای استفاده کنندگان برون سازمانی نیز افزایش می‌دهد.

در همین راستا، راهبری شرکتی را می‌توان مسئولیت‌ها و شیوه‌های مورد استفاده هیئت مدیره و مدیران با هدف تعیین یک جهت استراتژیک که تضمین کننده دستیابی به اهداف، کنترل ریسک و استفاده مسئولانه از منابع است تعریف کرد. لذا مهمترین هدف این پژوهش این موضوع خواهد بود که آیا سازوکارهای راهبری شرکتی منجر به تثبیت ریسک و افزایش بازده سهام خواهد شد یا خیر. در سال‌های اخیر پژوهش‌هایی در حوزه راهبری شرکتی در داخل کشور انجام شده است. برای نمونه تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه سرمایه گذاری مخاطره آمیز و عملکرد کسب و کارهای بزرگ (مومنی و همکاران، ۱۴۰۲)، تأثیر راهبری شرکتی بر ریسک مالی شرکت‌های هلدینگ صنعتی (خدامرادی و راعی آبادی، ۱۳۹۳)، تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر مدیریت ریسک شرکت با تأکید بر نقش تعدیلگر ارزش شرکت (فتوحی فشتمی و فتوحی فشتمی، ۱۳۹۸) بررسی شده؛ ولی به نقش راهبری شرکتی بر تعامل ریسک و بازده توجهی نشده است. نتایج این پژوهش مهم و سودمند است؛ زیرا علی‌رغم انجام پژوهش‌های بسیار در زمینه‌های فوق؛ این موضوع نادیده انگاشته شده و یک فضای خالی در ادبیات حسابداری و گزارشگری مالی برای پژوهش در این باره وجود دارد که این خود، انگیزه‌ای جهت انجام این پژوهش است. از این رو، انگیزه این پژوهش بسط ادبیات نظری مرتبط با راهبری شرکتی و ریسک و بازده است.

بنابراین سوال پژوهش به این صورت مطرح می‌گردد که آیا راهبری شرکتی بر تعامل بین ریسک و بازده تأثیرگذار است یا خیر؟ از آنجا که نتایج بدست آمده در این پژوهش، مخاطبان خاصی (جامعه علمی حوزه دانش حسابداری و حسابرسی، تصمیم‌سازان و تصمیم‌گیران) و عامی (مجموعه بزرگی از سرمایه‌گذاران گاه غیرمتخصص در بخش‌های مختلف اقتصاد، مانند بازار سرمایه) دارد، انتظار می‌رود که دانش تولید شده از آن، سهمی شایان توجهی در زمینه توانمندسازی گروه‌های نام برده را به خود اختصاص دهد.

نظام راهبری شرکتی توجه بسیاری از محققان را در نهادهای حرفه‌ای و جوامع تجاری در سراسر جهان به خود جلب کرده است. بنابراین در این زمینه می‌توان به مطالعات بین نظام راهبری شرکتی و بازده سهام توسط گومپرز و همکاران (۲۰۰۳)، دروینس و همکاران (۲۰۰۴) و بیچوک و همکاران (۲۰۱۰) اشاره کرد. بر اساس نظریه نمایندگی، شرکت‌هایی با سطح نظام راهبری شرکتی بالا، تمایل به ریسک و بازده کمتر خواهد شد (روسونی و مندرس-دا-سیلوا، ۲۰۱۸). مانتی و همکاران (۲۰۱۰) معتقدند در مقایسه با پرتفوی عمومی بازار، ریسک کمتر و نوسانات کمتر را در پرتفوی‌های متشکل

از شرکت‌های تمام سطوح مختلف نظام راهبری شرکتی مشاهده کردند. در ارتباط با ریسک یک پرتفوی به اندازه کافی متنوع در نظر گرفته می‌شود و متشکل از شرکت‌های شاخص‌های راهبری شرکتی و پرتفوی بازار است و ریسک سرمایه‌گذاری در پرتفویهای راهبری شرکتی بالا کمتر خواهد بود (سیلوا و همکاران، ۲۰۱۱).

در ارتباط با بازده، راهبری شرکتی می‌تواند به عنوان راهی باشد که در آن تامین‌کنندگان مالی به شرکت‌ها به خود اطمینان می‌دهند که بازده سرمایه‌گذاری خود را دریافت می‌کنند (جانسون، ۲۰۲۰). بنابراین حتی بدون بازدهی بالا، شرکت‌ها با سطح بالای راهبری شرکتی در اجتماع مشروعیت خواهند یافت. به ویژه به دلیل انتظارات بازار برای عملکرد بهتر سایر شرکت‌ها (روسونی و ماچادو داسیلوا، ۲۰۱۳) و دیدگاه ذی‌نفعان برای شیوه‌های مدیریتی که به خوبی توسط بازار پذیرفته شده است (سahین، ۲۰۱۵) که با محیط فشار همگرا می‌شود. یک رویکرد دیگر جهت تجزیه و تحلیل به عنوان بخشی از فرآیند مشروعیت شرکت، از طریق شاخص شارپ (۱۹۶۴) است که بر اساس این شاخص، بازده اضافی نسبت به دارایی بدون ریسک، که یک شرکت برای هر واحد ایجاد می‌کند (به معنی، نسبت ریسک به بازده)، ارائه می‌شود. میلانی و همکاران (۲۰۱۲) براین باورند که سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با سازوکارهای راهبری شرکتی نسبت به سایر شرکت‌ها عملکرد بهتری دارد و نوسانات کمتری را در بین همه شاخص‌ها و میانگین بازده هر واحد ریسک را خواهند داشت. در همین راستا، جانگی و همکاران (۲۰۱۲) شرایطی برای کارایی ریسک-بازده از طریق راهبری شرکتی بیان کردند که می‌توان به مقررات، اقتصاد و محیط نظارتی اشاره کرد که همه آن‌ها به دلیل وجود ناکارآمدی در محیط شرکت اتفاق می‌افتد.

پیشینه پژوهش

محمودزاده و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی به بررسی رابطه بین ریسک‌پذیری، ارزش شرکت و قضاوت مدیریت از سود پرداختند. هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین ریسک‌پذیری، ارزش شرکت و قضاوت مدیریت از سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای این منظور اطلاعات مربوط به ۱۱۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران گردآوری و با استفاده از رگرسیون چند متغیره مورد بررسی قرار گرفت. تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که بین ریسک‌پذیری و پیش‌بینی سود مدیریت رابطه معناداری وجود ندارد و بین ریسک‌پذیری شرکت و ارزش آتی سهام شرکت رابطه معناداری وجود دارد. نتایج نشان می‌دهد اگر شرکت ریسک‌پذیر باشد ارزش آتی آن افزایش خواهد یافت. **نجفی و پیری (۱۴۰۱)** در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران با ریسک سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. آن‌ها بیان داشته‌اند که هدف اصلی این تحقیق بررسی رابطه بین نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران با ریسک سقوط قیمت سهام می‌باشد. جامعه آماری تحقیق حاضر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ می‌باشد. در این تحقیق از داده‌های پانل (تابلویی) با اثرات ثابت استفاده شده و فرضیه‌ها، از طریق رگرسیون خطی چند متغیره با استفاده از نرم‌افزار ایویوز مورد آزمون قرار گرفت. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از رگرسیون چند متغیره در سطح اطمینان ۹۹٪ نشان می‌دهد که متغیرهای هزینه‌های تحقیق و توسعه، رابطه معنی‌داری با ریسک سقوط قیمت سهام ندارند. ولی بین نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران با ریسک سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد. **رستمی چری (۱۴۰۱)** در مطالعه‌ای به بررسی تاثیر ریسک سیستماتیک بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. وی بیان دارد بررسی تاثیر ریسک سیستماتیک بر

بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. با توجه به دسترس بودن اطلاعات صورت‌های مالی ابتدا شرکت‌های نمونه آماری این تحقیق انتخاب، سپس با استفاده از روش حذف سیستماتیک، نمونه‌ای متشکل از ۱۰۸ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۸ انتخاب گردید. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها به کمک نرم افزار ایویوز و آزمون پانل دیتا نشان داد متغیرهای تورم، ریسک کشوری، نرخ ارز و ریسک نرخ بهره بر بازده پورتنفوی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد. **فرخزاده و جباری (۱۴۰۱)** به بررسی ارزیابی نقش تعدیل گر نظام راهبری شرکتی بر رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و تغییرات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آن‌ها با استفاده از یک نمونه متشکل از ۱۳۹ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۹ به این نتیجه دست یافتند که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و نوسانات بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد. هم چنین متغیر سهامداران نهادی می‌تواند رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و نوسانات بازده را تعدیل نماید. **رمضانی شریف آبادی و همکاران (۱۴۰۰)** در مطالعه‌ای به بررسی ریسک دنباله و بازده مازاد سهام، پرداخته‌اند. آن‌ها بیان داشته‌اند که ارزیابی دقیق ریسک‌های سیستماتیک در بازارهای مالی می‌تواند به تخصیص مطلوب سرمایه منجر شود. ریسک سیستماتیک دنباله معرف رویدادهای نامطلوبی است که در صورت وقوع می‌تواند بر بازده سهام تاثیر داشته باشد. از این رو، هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر ریسک دنباله بر بازده مازاد سهام است. در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری ریسک دنباله از دو معیار ریسک دنباله تجمعی و ریسک کوواریانس دنباله ترکیبی استفاده شده است. بدین منظور با استفاده از روش غربالگری نمونه‌ای شامل ۱۳۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۸ انتخاب شد. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل ۵ عاملی فاما و فرنچ مورد آزمون قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد ترکیب پرتفوی اندازه و ریسک دنباله و ترکیب پرتفوی ارزش و ریسک دنباله بر بازده مازاد بر ریسک تاثیر منفی دارد. علاوه بر این، نتایج پژوهش حاکی از این است که ترکیب پرتفوی سودآوری و ریسک دنباله و ترکیب پرتفوی سرمایه‌گذاری و ریسک دنباله منجر به بازده مازاد بر ریسک نمی‌شود. در کل نتایج پژوهش نشان داد که ریسک دنباله می‌تواند علاوه بر متغیرهای مدل پنج عاملی فاما و فرنچ، به مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌ها اضافه گردد. **دهقان خاوری و میرجلیلی (۱۳۹۹)** در مطالعه‌ای به بررسی تعامل ریسک سیستماتیک با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پرداخته‌اند. آن‌ها بیان داشته‌اند که یکی از عوامل تعیین‌کننده بازدهی سهام شرکت‌ها، آگاهی از میزان ریسک شرکت‌ها، به ویژه ریسک سیستماتیک است. ریسک سیستماتیک با تاثیرگذاری بر میزان سودآوری و بازدهی بنگاه نقش مهمی را در تصمیم‌گیری‌های مالی ایفا می‌کند. پژوهش حاضر درصدد بررسی این موضوع با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته در چارچوب داده‌های پانل شرکت‌های منتخب است. انتخاب این روش برای اولین بار در این موضوع از این جهت حائز اهمیت است که بازده سهام با وقفه، می‌تواند به عنوان عامل توضیح‌دهنده‌ای در کنار دیگر عوامل قرار گیرد. با تصریح مدل، شناخت اثر دیگر عوامل نیز دقیق‌تر و بدون تورش خواهد بود. همچنین به منظور رفع تورش ناشی از درون‌زایی متغیرهای توضیحی، تمام متغیرهای رگرسیونی حتی با وقفه، به عنوان متغیر ابزاری وارد مدل می‌شوند. متغیرهای توضیحی نیز جهت جلوگیری از ایجاد خودهمبستگی بین شاخص‌ها و کاهش دقت نتایج، از هر گروه نسبت‌های شاخص‌ها، یک نماینده در مدل وجود داشته باشد. نتیجه پژوهش، نشان‌دهنده رابطه معنی دار میان بازده

سهام و بازده سهام با وقفه است که موید کارایی روش مذکور در تصریح مدل و نتایج دقیق تر است. نتایج بدست آمده، همچنین وجود رابطه معکوس بازدهی سهام با شاخص های ریسک سیستماتیک و عدم تقارن اطلاعات و رابطه مستقیم با سود هر سهم و نسبت جریان نقد عملیاتی به دارایی را نشان می دهد. علاوه بر آن میان بازدهی سهام و شاخص های اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به بازار رابطه معنی داری وجود ندارد. **ناصر و همکاران^۱ (۲۰۲۳)** در پژوهشی به بررسی ارتباط بین افشای محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، ریسک شرکت و بازده بازار سهام در بخش انرژی چین پرداختند. آن ها با استفاده از انواع تکنیک های اقتصادسنجی، به دنبال کشف تاثیر افشای محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، بر کاهش ریسک و تاثیر آن بر عملکرد بازار سهام است. لذا پژوهش حاضر نشان داد که رابطه منفی بین افشای محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و ریسک شرکت را نشان می دهد، که نشان می دهد شرکت هایی که افشای محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بیشتری دارند، تمایل به کاهش مواجهه با ریسک دارند. علاوه بر این، ارتباط مثبتی بین افشای محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و بازده بازار سهام مشاهده می شود، که نشان می دهد شرکت هایی با شیوه های افشای محیطی، اجتماعی و حاکمیتی جامع تر تمایل دارند در بازار سهام عملکرد بهتری داشته باشند. **فیلد و انسی^۲ (۲۰۲۳)** به بررسی تاثیر ارز دیجیتال بر ریسک، بتا و بازده شرکت پرداختند. بنابراین، هدف از پژوهش آن ها در ابتدا، اندازه گیری تاثیر ارزهای دیجیتال بر ویژگی های ریسک و بازده شرکت های سهامی عام است و سپس انگیزه های پشت نگه داشتن ارزهای دیجیتال به عنوان یک طبقه دارایی را رمزگشایی می گردد و در نهایت، تعیین اینکه آیا یک دلیل برای برگزاری از دیگری موثرتر است یا خیر. برای انجام این تحقیق، چهار بزرگ ترین دارندگان ارزهای دیجیتال که به صورت عمومی معامله می شوند و همچنین چهار مورد از برجسته ترین ارزهای دیجیتال مورد بررسی قرار می گیرند. نتایج یافته ها نشان داد که تاثیر طبقه دارایی ارزهای دیجیتال بر عملکرد سهام عادی و افشای شرکت ها مستند شده است. بر اهمیت افشای ریسک در دارایی های ارزهای دیجیتال تاکید شده است: شرکت ها باید از طریق افشای جامع در صورت های مالی، بهتر به ذی نفعان خود اطلاع دهند. شرکت ها از ارزهای رمزنگاری شده به دلایل مختلفی مانند ابزارهای مدیریت خزانه یا به عنوان منابع مستقیم درآمد استفاده می کنند. در نتیجه، تاثیر بر بازده و خطرات به طور قابل ملاحظه ای متفاوت است. **داس گوپتا و دب^۲ (۲۰۲۲)** در مطالعه ای به بررسی نقش حاکمیت شرکتی در تعدیل پارادوکس ریسک بازده، پرداخته اند. آن ها بیان داشته اند که این مقاله ارتباط احتمالی بین پارادوکس ریسک-بازده و حاکمیت شرکتی شرکت ها را در یک ساختار بین فرهنگی بین کشوری بررسی می کند. این تحقیق از حاکمیت شرکتی و همچنین داده های ریسک و بازده حسابداری برای مجموعه داده بزرگی از ۴۵۳۲۲ سال شرکت از ۲۷ کشور استفاده می کند و نشان می دهد که ارتباط ریسک با بازده در سطح شرکت ممکن است یک رابطه غیرخطی باشد، مشروط به عملکرد شرکت. شرکت هایی که از نظر عملکرد عملیاتی پایین تر از میانگین صنعت هستند، یک رابطه معکوس مطابق با «پارادوکس» بومن (۱۹۸۰) نشان می دهند در حالی که شرکت هایی که بالاتر از میانگین یک رابطه ریسک-بازده مثبت را نشان می دهند. علاوه بر این، به طور تجربی ثابت می شود که چنین ارتباط ریسک-بازدهی می تواند ناشی از اقدامات رانت جویانه مدیران باشد و اینکه حاکمیت شرکتی قوی در یک شرکت به طور قابل ملاحظه ای این اثرات را تعدیل و معکوس می کند.

¹ Naseer et al² Ranjan Das Gupta and Soumya

داس گوپتا^۱ (۲۰۲۱) در مطالعه‌ای به بررسی نقش حاکمیت شرکتی در تعدیل پارادوکس ریسک بازده بر اساس شواهد جدیدی از کشور هند، پرداخته است. وی بیان داشته است که تحقیقات تجربی قبلی بر زمینه شرکت‌های مشکل‌دار و دیدگاه «مدیریت کیفیت» به عنوان دلایلی برای ارتباط «پارادوکسیکال» یا منفی ریسک با بازده برای شرکت‌ها تأکید می‌کند. اما تا جایی که بررسی شده، هیچ مطالعه‌ای نقش مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی فردی را در تأثیرگذاری بر چنین «پارادوکسی» بررسی نمی‌کند. بنابراین، این مطالعه با طبقه‌بندی ۶۷۵ شرکت نمونه هندی در بازه زمانی ۲۰۰۰-۲۰۱۷ به شرکت‌های با عملکرد بالا و کم عملکرد مطابق با نظریه نقطه مرجع استراتژیک و نظریه رفتاری، این موضوع را بررسی می‌کند. برای تحقق اهداف مطالعه، از چهار معیار مختلف بازده شرکت استفاده می‌کند و ریسک در سطح شرکت را با انحراف استاندارد هر بازده، ارزش‌های ۵ سال گذشته را به صورت چرخشی تخمین می‌زند. در مدل تک متغیره، این مطالعه از مفهوم سطح بازده هدف (مرجع) تحت سطوح آرزوی خود و اجتماعی شرکت در زمینه‌های متغیر زمانی و چرخه‌های بازار استفاده می‌کند و سپس همبستگی کنдал را بین فاصله از چنین اهدافی و انحرافات استاندارد آنها محاسبه می‌کند. این مطالعه همچنین یک مدل رگرسیون چند متغیره را با کنترل‌های لازم برای اعتبارسنجی بیشتر یافته‌های تک متغیره خود انجام می‌دهد. نتایج مطالعه نقش تأثیرگذار قابل توجهی را گزارش می‌کند که اندازه هیئت‌مدیره و حضور مدیران زن در ارتباط «پارادوکسیکال» ریسک و بازده شرکت‌های با عملکرد بالا و پایین بازی می‌کند. در مقابل، جلسات هیئت‌مدیره، پر مشغله بودن هیئت‌مدیره و تصدی هیئت‌مدیره یک «پارادوکس» ریسک بازده را فقط برای شرکت‌های با عملکرد بالا ایجاد می‌کند. **چاری و همکاران^۲ (۲۰۱۹)** در مطالعه‌ای به بررسی پارادوکس ریسک بازده بومن بر اساس دیدگاه تئوری نمایندگی پرداخته‌اند. آن‌ها بیان داشته‌اند که ارتباط منفی بین ریسک و بازده متناقض است زیرا مدیران ریسک‌گریز فقط باید خود را در معرض ریسک بالاتر برای بازده بالاتر قرار دهند. با این حال، اگر تشخیص دهیم که مدیران ریسک‌گریز ممکن است تصمیماتی بگیرند که برای سهامداران خطرآفرین باشد و نه برای مشاغل خودشان، تناقض حل می‌شود. ما از ادبیات نگرانی‌های شغلی استفاده می‌کنیم تا توضیح دهیم چرا تصمیم‌هایی که برای بازده سهامداران خطرآفرین است می‌توانند مشاغل مدیریتی را افزایش دهند. ما شواهدی ارائه می‌دهیم مبنی بر اینکه پارادوکس ریسک-بازده توسط مشکلات نمایندگی که به نگرانی‌های شغلی کمک می‌کند (به عنوان مثال، افق شغلی مدیرعامل) تشدید می‌شود و با مکانیسم‌های مختلف حاکمیتی که با همسو کردن مدیران با سهامداران، مشکل نمایندگی را مهار می‌کند (مانند نظارت بر بازار) کاهش می‌یابد. مطالعه انجام گرفته نقش نگرانی‌های شغلی و حاکمیت شرکتی را در حل پارادوکس ریسک-بازده روشن می‌کند. نیکل و رودریگز^۳ (۲۰۱۲) در مطالعه‌ای به مروری بر تحقیقات در مورد رابطه منفی بین ریسک و بازده بر اساس پارادوکس بومن پرداخته‌اند. آن‌ها بیان داشته‌اند که سنگ بنای تئوری مالی همچنان رابطه مثبت بین ریسک و بازده است و چندین مقاله بعدی است که هیچ رابطه‌ای بین این دو متغیر پیدا نکرده‌اند. دوازده سال قبل، بومن این رابطه را از تئوری سازمان مطالعه کرد، به نتایج مشابهی با داده‌های حسابداری دست یافت و یک جریان تحقیقاتی کامل به نام "پارادوکس بومن" را توسعه داد. این جریان به ایده‌های جالب و جالبی کمک کرده است که می‌توان آن‌ها را در جریان‌های مختلف دیگر نیز

¹ Ranjan Das Gupta

² Murali D.R.Chari and Parthiban David and Augustine Duru and Yijiang Zhao

³ Manuel Núñez Nickel and Manuel Cano Rodriguez

به کار برد: معیارهای ریسک جدید، انتخاب هدف مدیریتی، پاسخ به زوال سازمان، استراتژی متنوع سازی ریسک و بازده و غیره. همانند جریان مالی، تعدادی از محققین سعی کرده اند این موضوع را از منظر مدیریت استراتژیک بررسی کنند. نتایج غیرقطعی آن ها بحث و جدل قابل توجهی ایجاد کرده است و این جریان تحقیقاتی را زنده نگه داشته است. در این اثر به توصیف و بررسی این پدیده از «پارادوکس بومن»، تبیین های نظری، نقدها و جهت گیری های آینده می پردازیم. نتایج نشان می دهد که دیدگاه های موافق و مخالفی در رابطه با پارادوکس بومن در ادبیات مربوطه مطرح می باشد.

فرضیه پژوهش

فرضیه اول: شرکت هایی با بازده بالاتر، یک ارتباط مثبت (متعارف) ریسک با بازده را نشان می دهند.
فرضیه دوم: شرکت های با بازده پایین تر یک رابطه منفی (پارادوکسیال) ریسک-بازده نشان می دهند.
فرضیه سوم: ارتباط مثبت (متعارف) ریسک با بازده شرکت های برتر به دلیل حاکمیت شرکتی قوی است.
فرضیه چهارم: ارتباط منفی (پارادوکسیکال) ریسک و بازده شرکت هایی که بازده ضعیفی دارند به دلیل حاکمیت شرکتی ضعیف است

روش پژوهش

این پژوهش از نوع تحقیقات شبه تجربی و در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است و از حیث هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. روش پژوهش حاضر از نوع استقرایی و پس رویدادی (گذشته نگر) و روش آماری آن الگوی رگرسیون خطی چندگانه است. اطلاعات واقعی و حسابرسی شده شرکت ها از نرم افزار ره آورد نوین و سایت کدال استخراج خواهد شد. تجزیه و تحلیل نهایی داده های گردآوری شده نیز با استفاده از نرم افزارهای اقتصادسنجی ایویوز صورت گرفته است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شامل کلیه شرکت های بورسی در بازار سرمایه ایران طی بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۱ است. نمونه آماری پژوهش نیز شامل شرکت هایی می باشد که کلیه ویژگی های زیر را داشته باشند:

- ۱- شرکت هایی که از انتهای سال ۱۳۹۲ تا ابتدای سال ۱۴۰۱ در عضویت بورس اوراق بهادار باشند.
 - ۲- سال مالی شرکت ها به دلیل قابلیت مقایسه پایان اسفندماه باشد.
 - ۳- تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی طی سال مذکور اتفاق نیافتاده باشد.
 - ۴- این شرکت ها در گروه واسطه گری مالی و سرمایه گذاری قرار نداشته باشند.
- پس از اعمال محدودیت های اعمال شده تعداد ۱۶۷ شرکت و ۱۱۶۹ مشاهده (سال-شرکت) به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند.

جدول (۱): فرآیند انتخاب نمونه و پراکندگی شرکت‌ها بر اساس صنعت

بخش (الف) فرآیند انتخاب نمونه		
ردیف	محدودیت اعمال شده	مشاهده شرکت
۱	تعداد کل شرکت‌ها تا پایان سال ۱۴۰۱	۳۹۴۱ ۵۶۳
۲	شرکت‌هایی که تغییر سال مالی یا فعالیت داشته‌اند.	(۵۸۸) (۸۴)
۳	شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش دارای فعالیت نبوده یا ارزش بورس خارج شده‌اند.	(۷۴۲) (۱۰۶)
۴	شرکت‌های عضو گروه مالی، واسطه‌گری، بانک و بیمه	(۶۲۳) (۸۹)
۵	شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفندماه نیست.	(۸۱۹) (۱۱۷)
	نمونه نهایی	۱۱۶۹ ۱۶۷
بخش (ب) پراکندگی شرکت‌ها بر اساس نوع صنعت		
۱	خودرو و ساخت قطعات	۲۷ ٪۱۶
۲	فلزات اساسی و محصولات فلزی	۲۰ ٪۱۲
۳	مواد و محصولات دارویی	۲۰ ٪۱۲
۴	پتروشیمی، فرآورده‌های نفتی، شیمیایی، لاستیک و پلاستیک	۱۸ ٪۱۱
۵	محصولات کانی، غیرفلزی و سایر معادن	۱۷ ٪۱۰
۶	مواد غذایی (شامل قند و شکر)	۱۵ ٪۹
۷	سیمان، آهک و گچ	۱۵ ٪۹
۸	ماشین‌آلات، تجهیزات و دستگاه‌های برقی	۱۴ ٪۸
۹	کاشی و سرامیک	۶ ٪۴
۱۰	محصولات کاغذی	۴ ٪۳
۱۱	حمل و نقل، انبارداری و ارتباطات	۳ ٪۲
۱۲	رایانه	۲ ٪۱
۱۳	زراعت و خدمات وابسته	۲ ٪۱
۱۴	سایر	۴ ٪۲
	جمع	۱۶۷ ٪۱۰۰

متغیرها و نحوه اندازه‌گیری

متغیر وابسته:

بازده شرکت (R): به منظور محاسبه بازده شرکت‌ها از شاخص نرخ بازده دارایی‌ها استفاده می‌شود که به صورت نسبت خالص درآمد به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت بدست می‌آید.

متغیر مستقل:

ریسک شرکت (Risk): به منظور اندازه‌گیری ریسک شرکت از شاخص انحراف استاندارد نرخ بازده دارایی‌های شرکت استفاده می‌شود.

متغیر تعدیل‌گر:

حاکمیت شرکتی (CG): به منظور اندازه‌گیری متغیر حاکمیتی از شاخص‌های زیر استفاده می‌شود، برای این منظور مجموع مقادیر شاخص‌های زیر با هم عنوان معیار حاکمیت شرکتی در نظر گرفته می‌شود:

اندازه هیئت‌مدیره (CG1): لگاریتم طبیعی تعداد مدیران هیئت‌مدیره شرکت‌ها

استقلال هیئت‌مدیره (CG2): لگاریتم طبیعی تعداد مدیران مستقل در هیئت‌مدیره شرکت‌ها

نقش دوگانه مدیرعامل (CG3): متغیر مجازی که اگر مدیر عامل شرکت رئیس هیئت‌مدیره نیز باشد ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر خواهد داشت.

تعداد مدیران زن در هیئت‌مدیره (CG4): از طریق تعداد مدیران زن در هیئت‌مدیره بدست می‌آید.

کیفیت مدیران (CG5): لگاریتم طبیعی متوسط پرداختی‌ها به مدیران شرکت بر حسب میلیون ریال

اشتغال مدیران (CG6): لگاریتم طبیعی تعداد جلسات هیئت‌مدیره در طول سال

دوره تصدی مدیران (CG7): لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که یک هیئت‌مدیره واحد در شرکت فعالیت داشته‌اند.

تجربه مدیران (CG8): لگاریتم طبیعی متوسط تعداد سال‌های عمر مدیران شرکت

متغیرهای کنترل:

اندازه شرکت (Size): لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت

سن شرکت (Age): لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های فعالیت شرکت

اهرم مالی شرکت (Leverage): نسبت بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام شرکت

نقدینگی شرکت (Liquidity): لگاریتم طبیعی منابع نقدی شرکت

تنوع‌گرایی شرکت (Diversification): متغیر مجازی که اگر شرکت تنوع درآمدی داشته باشد ارزش یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

مدل رگرسیونی پژوهش

به منظور بررسی نقش حاکمیت شرکتی در تعدیل پارادوکس ریسک-بازده در شرکت‌های بورس تهران، به تبعیت از داسگوپتا و دپ^۱ (۲۰۲۲)، از برآورد مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:

مدل آزمون فرضیه اول و دوم:

$$R_{it} = c_0 + c_1 Risk_{it} + c_2 Size_{it} + c_3 Age_{it} + c_4 Leverage_{it} + c_5 Liquidity_{it} + c_6 Diversification_{it} + e_{it}$$

مدل آزمون فرضیه سوم و چهارم:

$$R_{it} = c_0 + c_1 Risk_{it} + c_2 CG_{it} + c_3 Risk * CG_{it} + c_4 Size_{it} + c_5 Age_{it} + c_6 Leverage_{it} + c_7 Liquidity_{it} + c_8 Diversification_{it} + e_{it}$$

¹ Ranjan Das Gupta and Soumya G. Deb

به منظور آزمون فرضیات اول و دوم تحقیق، شرکت‌ها بر اساس بازده خود (R) به دو نمونه تقسیم می‌شود به طوری که شرکت‌هایی که دارای بازده کمتر از نمونه مورد بررسی باشد به عنوان شرکت‌ها با بازده پایین و شرکت‌هایی که دارای بازده بالاتر از نمونه مورد بررسی باشد، به عنوان شرکت‌ها با بازده بالا دسته‌بندی می‌شوند. بر اساس دسته‌بندی انجام گرفته، اگر ضریب C1 در مدل اول مثبت و معنادار باشد، بیانگر رابطه مثبت و متعارف بین ریسک و بازده می‌باشد و در نتیجه فرضیه اول تحقیق تأیید می‌گردد و اگر ضریب C1 در مدل اول منفی و معنادار باشد، بیانگر رابطه منفی و پارادوکسیکال بین ریسک و بازده می‌باشد و در نتیجه فرضیه دوم تحقیق تأیید می‌گردد.

همچنین به منظور آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم تحقیق، شرکت‌ها بر اساس شاخص حاکمیت شرکتی به دو دسته تقسیم می‌شوند، شرکت‌هایی که رتبه حاکمیت شرکتی آن‌ها بالاتر از میانه شاخص حاکمیت شرکتی باشد به عنوان شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی و شرکت‌هایی که رتبه حاکمیت شرکتی آن‌ها پایین‌تر از میانه شاخص حاکمیت شرکتی باشد به عنوان شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف طبقه‌بندی می‌شود. بر اساس دسته‌بندی صورت گرفته، اگر ضریب C3 در مدل دوم تحقیق مثبت و معنادار باشد، نشان می‌دهد رابطه مثبت و متعارف بین ریسک و بازده به دلیل حاکمیت قوی شرکت‌ها می‌باشد و فرضیه سوم تحقیق تأیید می‌گردد، در حالی که اگر ضریب C3 در مدل دوم مثبت و معنادار باشد، بیانگر این موضوع است که رابطه منفی و پارادوکسیکال بین ریسک و بازده به دلیل حاکمیت شرکتی ضعیف شرکت‌ها می‌باشد و در نتیجه فرضیه چهارم تحقیق تأیید گردد. تخمین مدل‌های تحقیق بر اساس روش داده‌های پانلی انجام می‌گیرد.

ویژگی‌های توصیفی متغیرها

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
بازده شرکت	R	۰/۱۷۱	۰/۱۱۳	۰/۶۸۵	۱/۷۹۲	۰/۲۵۶
ریسک شرکت	Risk	۰/۷۴	۰/۶۱	-۵/۹۴	۷/۲۸	۱/۵۷
اندازه هیئت‌مدیره	Board size	۰/۵۶۸	۰/۵۲۷	۰/۴۷۷	۰/۸۴۵	۰/۶۳۴
استقلال هیئت‌مدیره	IBD	۰/۱۹۸	۰/۱۶۵	۰/۱۲۴	۰/۲۴۳	۰/۰۶۴
کیفیت مدیران	QM	۷/۴۱۲	۷/۳۹۸	۷/۲۳۴	۷/۹۶۸	۰/۵۴۸
اشتغال مدیران	Employment Managers	۲/۱۰۴	۲/۰۹۸	۲/۰۷۹	۲/۴۸۴	۰/۳۱۴
دوره تصدی مدیران	TD	۱/۲۱۳	۱/۱۰۹	۱/۰۹۸	۱/۹۴۵	۰/۲۰۴
تجربه مدیران	EM	۱/۷۱۲	۱/۷۰۹	۱/۶۰۹	۱/۹۸۳	۰/۳۴۸
اندازه شرکت	Size	۶/۴۱۹	۶/۳۳۱	۴/۵۰۴	۹/۰۲۳	۰/۷۳۵

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
سن شرکت	Age	۰/۴۰۸	۰/۴۲۰	۰/۱۳۵	۰/۶۶۹	۰/۹۴۵
اهرم مالی	Leverage	۰/۵۸۳	۰/۶۱۰	۰/۱۲۷	۰/۹۷۹	۰/۱۹۷
نقدینگی	Liquidity	۰/۵۴۶	۰/۵۳۷	۰/۱۰۰۲	۰/۹۸۸	۰/۲۵۶

در جدول فوق برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، میانه، حداقل، حداکثر مشاهده‌ها به‌عنوان شاخص‌های مرکزی و انحراف معیار به‌عنوان شاخص پراکندگی و ضریب کشیدگی، ضریب چولگی به‌عنوان شاخص‌های توزیعی ارائه شده است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که بیانگر نقطه‌ی تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال مقدار میانگین بازده شرکت‌ها به میزان ۰/۱۷۱ است که حاکی از آن است که به‌طور متوسط شرکت‌های نمونه در برابر پروژه‌هایی که سرمایه‌گذاری می‌کنند ۱۷ درصد بازدهی عایدی شرکت می‌گردد. همچنین میانه استقلال هیئت‌مدیره شرکت نشان‌دهنده آن است که نیمی از شرکت‌های مورد نمونه بیشتر از این میزان و نیمی دیگر کمتر از این مقدار عضو مستقل در هیئت‌مدیره هستند. بدین معنی است که اکثریت اعضای هیئت‌مدیره با توجه به میانگین محاسبه شده از استقلال برخوردار هستند. انحراف معیار یکی از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی است و معیاری برای میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است؛ مقدار این پارامتر برای متغیر انحراف معیار اندازه شرکت برابر با ۰/۷۳۵ است.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای کیفی (منبع: پایه داده‌های تحقیق)

نام متغیر	تعداد مشاهده	میانگین کل	انحراف معیار	تعداد صفر	تعداد یک
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	۱۶۷۰ (سال - شرکت) شامل ۱۶۷ شرکت	۰/۲۲۴	۰/۰۲۳	۵۸) ۹۶۹ (درصد)	۴۲) ۷۰۱ (درصد)
مدیران زن در هیئت‌مدیره	۱۶۷۰ (سال - شرکت) شامل ۱۶۷ شرکت	۰/۰۲۴	۰/۰۱۰	۹۸) ۱۶۴۲ (درصد)	۲) ۲۸ (درصد)
تنوع گرایی شرکت	۱۶۷۰ (سال - شرکت) شامل ۱۶۷ شرکت	۰/۳۴۱	۰/۰۱۵	۶۰) ۹۹۶ (درصد)	۴۰) ۶۷۴ (درصد)

همان‌طور که در جدول فوق، نشان داده شده است متغیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بیانگر آن است که اکثر مدیران شرکت‌ها همزمان در سمت مدیریت عامل و رئیس هیئت‌مدیره فعالیت ندارند. در ارتباط با مدیران زن در هیئت‌مدیره متأسفانه در شرکت‌های مورد بررسی اکثریت مدیران مرد بوده و تعداد زنان در اعضای هیئت‌مدیره بسیار کم و در

شرکت‌های محدودتری وجود داشت که نتایج حاصله بیانگر این مطلب می‌باشد. در ارتباط با تنوع‌گرایی شرکت‌ها از تنوع درآمدی برخوردار نبوده و اکثریت شرکت‌ها از فعالیت اصلی خود درآمد کسب کرده‌اند.

آزمون مانایی متغیرهای پژوهش: یکی از عمده‌ترین مشکلات که در رگرسیون سری‌های زمانی ممکن است رخ دهد، پدیده رگرسیون ساختگی می‌باشد. رگرسیون ساختگی به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن علیرغم وجود ضریب تعیین بالا، رابطه معناداری بین متغیرها وجود ندارد. به‌منظور اطمینان از نتایج پژوهش و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنادار بودن متغیرها، اقدام به انجام آزمون مانایی لوین، لین و چو (LLC) و آیم، پسران و شین (IPS) برای متغیرهای پژوهش شده است. واضح است در صورتی که بر پایه آزمون‌های فوق متغیرها ریشه واحد داشته باشند و نیاز به یک‌بار تفاضل‌گیری باشد، درجه انباشتگی یک ($I(1)$) می‌باشد. در صورتی که بر پایه آزمون‌های فوق متغیر مانا باشند آنگاه درجه انباشتگی آن متغیر صفر ($I(0)$) خواهد بود. جدول (۴) نتایج آزمون مانایی متغیرها را نشان می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد که مقدار این آماره برای هر یک از متغیرها معنادار بوده، لذا فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد متغیرها رد می‌شود. به بیان دیگر، مانایی داده‌ها تأیید می‌گردد.

جدول (۴): آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	IPS	معناداری	سطح	نتیجه	آزمون	LLC	معناداری	سطح	نتیجه	آزمون
R	-۲/۴۵	۰/۰۰		$I(0)$		-۵/۱۱	۰/۰۰		$I(0)$	
Risk	-۳/۴۴	۰/۰۰		$I(0)$		-۴/۸۸	۰/۰۰		$I(0)$	
Board size	-۲/۹۲	۰/۰۰		$I(0)$		-۵/۳۶	۰/۰۰		$I(0)$	
IBD	-۳/۷۹	۰/۰۰		$I(0)$		-۴/۶۳	۰/۰۰		$I(0)$	
Dual CEO	-۳/۶۴	۰/۰۰		$I(0)$		-۶/۷۴	۰/۰۰		$I(0)$	
FDB	-۲/۵۸	۰/۰۰		$I(0)$		-۵/۳۹	۰/۰۰		$I(0)$	
QM	-۴/۳۵	۰/۰۰		$I(0)$		-۳/۴۲	۰/۰۰		$I(0)$	
EM	-۳/۷۷	۰/۰۰		$I(0)$		-۴/۵۶	۰/۰۰		$I(0)$	
TD	-۴/۶۱	۰/۰۰		$I(0)$		-۶/۷۴	۰/۰۰		$I(0)$	
ment Manage	-۵/۸۳	۰/۰۰		$I(0)$		-۵/۳۴	۰/۰۰		$I(0)$	
Size	-۴/۷۳	۰/۰۰		$I(0)$		-۳/۵۵	۰/۰۰		$I(0)$	
Age	-۵/۳۶	۰/۰۰		$I(0)$		-۶/۴۳	۰/۰۰		$I(0)$	
LEV	-۴/۴۰	۰/۰۰		$I(0)$		-۷/۵۱	۰/۰۰		$I(0)$	
LIQ	-۶/۶۷	۰/۰۰		$I(0)$		-۴/۶۳	۰/۰۰		$I(0)$	
Diversification	-۷/۸۹	۰/۰۰		$I(0)$		-۸/۹۹	۰/۰۰		$I(0)$	

آزمون‌های فروض مدل رگرسیون خطی

جدول (۵) حاکی از مجموعه‌ای از فروض، تحت عنوان فروض کلاسیک وجود دارد که ابتدا بایستی به آزمون این فرضیه‌ها پرداخت. فرض همسانی واریانس باقی‌مانده‌ها از طریق آزمون بروش-پاگان-گودفری مورد بررسی قرار گرفت که نتایج در مدل پژوهش نشان می‌دهد که فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس در مدل پژوهش رد می‌شود؛ بنابراین، به‌منظور رفع ناهمسانی واریانس از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده شده است. همچنین برای بررسی استقلال باقیمانده‌ها از آزمون خودهمبستگی سریالی بروش-گادفری استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون در جدول (۵) نشان می‌دهد که با توجه به اینکه در سطح اطمینان ۹۵ درصد مقدار احتمال برای مدل پژوهش بالای ۵ درصد می‌باشد، می‌توان فرض صفر را تأیید کرد. به عبارت دیگر، فرض عدم وجود خودهمبستگی جزء خطا در مدل پژوهش برقرار است. از سویی جهت بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰، نشان‌دهنده عدم وجود هم خطی می‌باشد. نتایج حاصل از این آزمون که در جدول (۵) نشان می‌دهد که در مدل پژوهش، میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل و کنترلی در حد مجاز خود قرار داشته و از این بابت مشکلی وجود ندارد. همچنین جهت نرمال بودن جمله خطا از آماره آزمون جارکو-برا استفاده شده است. با توجه به نتایج به‌دست آمده، فرضیه صفر مبنی بر نرمال بودن جمله خطا در مدل پژوهش رد می‌شود. زمانی که نمونه به اندازه کافی بزرگ باشد، انحراف از فرض نرمال بودن به‌طور معمول بی‌اهمیت و پیامدهای آن ناچیز است. در شرایط مذکور، با توجه به قضیه حد مرکزی می‌توان دریافت که حتی اگر باقیمانده‌ها نرمال نباشند، آماره‌های آزمون به‌طور مجانبی از توزیع نرمال پیروی می‌کنند، بدون تورش هستند و از کارایی برخوردارند. با توجه به این مطلب می‌توان فرض نرمال بودن جمله خطا را نادیده گرفت.

جدول (۵): فروض مدل رگرسیون خطی

مدل/فروض رگرسیون خطی		آزمون همسانی واریانس باقی‌مانده‌ها		عدم وجود خودهمبستگی جزء خطا		عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی		نرمال بودن جمله خطا	
احتمال	آماره F	احتمال	آماره F	احتمال	آماره F	احتمال	عامل تورم واریانس	احتمال	آماره F
۰/۰۰۴	۱۰/۷۰۶	۰/۲۳۸	۳/۹۲۴	کمتر از ۳	۰/۰۰۰	۱۲/۴۵۳	مدل اول		
۰/۰۰۳	۱۲/۱۴۸	۰/۳۱۵	۳/۵۱۱	کمتر از ۵	۰/۰۰۰	۱۱/۶۱۴	مدل دوم		
منبع: یافته‌های پژوهشگر									

آزمون F لیمر و هاسمن

قبل از تخمین مدل لازم است که روش تخمین (تلفیقی یا تابلویی) مشخص شود. برای این منظور از آزمون چاو استفاده شده است. طبق جدول (۶)، احتمال F لیمر مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد می‌باشد؛ بنابراین برای تخمین تمام مدل‌ها از روش تابلویی استفاده می‌شود. با توجه به اینکه نتایج آزمون هاسمن برای مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد می‌باشد، لذا جهت تخمین مدل از روش اثرهای ثابت استفاده شده است.

جدول (۶): آزمون چاو و هاسمن

نتایج آزمون هاسمن					نتایج آزمون چاو (F لیمر)				
مدل	آماره	درجه آزادی	سطح خطا	روش پذیرفته شده	مدل	آماره	درجه آزادی	سطح خطا	روش پذیرفته شده
مدل ۱	۶/۸۸۳	۱۶۶/۳۲۴	۰/۰۰۲	داده‌های تلفیقی	مدل ۱	۱۵/۳۲۰	۵	۰/۰۰۸	روش اثرات ثابت
مدل ۲	۹/۷۴۹	۱۶۶/۳۲۴	۰/۰۰۰	داده‌های تلفیقی	مدل ۲	۱۷/۵۶۸	۸	۰/۰۰۰	روش اثرات ثابت

نتایج به دست آمده از فرضیه‌های اول و دوم پژوهش

جدول (۷): نتایج برآورد مدل اول

متغیر وابسته: (بازده شرکت)					
$R_{it} = c_0 + c_1 Risk_{it} + c_2 Size_{it} + c_3 Age_{it} + c_4 Leverage_{it} + c_5 Liquidity_{it} + c_6 Diversification_{it} + e_{it}$					
متغیرهای پژوهش	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال	vif
ضریب ثابت	۰/۶۳۵	۰/۲۱۹	۲/۸۹۹	۰/۰۱۲۰	۱/۴۶
ریسک شرکت	۱/۶۱۵	۰/۴۵۴	۳/۵۵۷	۰/۰۰۱۵	۲/۷۵
اندازه شرکت	۳/۷۱۳	۱/۱۱۵	۳/۳۳۰	۰/۰۰۲۶	۳/۳۴
سن شرکت	۰/۰۹۵	۰/۰۳۸	۲/۵۰۰	۰/۰۱۳۹	۱/۲۷
اهرم مالی	۰/۹۰۳	۰/۳۵۶	۲/۵۳۶	۰/۰۱۳۳	۱/۹۴
نقدینگی شرکت	۰/۰۵۳	۰/۰۲۶	۲/۰۳۸	۰/۰۲۴۱	۱/۷۳
تنوع گرایی شرکت	۰/۱۶۲	۰/۰۷۱	۲/۲۸۱	۰/۰۲۲۶	۲/۵۷
ضریب تعیین	۰/۴۳۲				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۰۸				
دوربین - واتسون	۱/۸۶۱				
آماره F	۱۸/۵۱۲۶				
احتمال (آماره F)	۰/۰۰۰۰۰				
منبع: یافته‌های پژوهشگر					

با توجه به بخش آماره‌های آزمون برآورد مدل در جدول (۷) مشخص می‌شود که آماره F و سطح معناداری آن بیانگر معنادار بودن رگرسیون است (مقدار آماره F بزرگ‌تر از مقدار بحرانی و معناداری آن زیر سطح خطای ۰/۰۵ است). همچنین ضریب تعیین مدل اول مقدار قابل توجه ۴۳ درصد است که حاکی از قدرت مدل است.

جهت آزمون **فرضیه اول** پژوهش با توجه به سطح معناداری متغیر ریسک شرکت که مقدار آن (۰/۰۰۱۵) است و با توجه به سطح معناداری مورد قبول ۹۵ درصد می‌توان اظهار داشت که فرضیه اول پژوهش مورد قبول بوده و شرکت‌هایی با بازده بالاتر، یک ارتباط مثبت (متعارف) ریسک با بازده را نشان می‌دهند.

همچنین مطابق با **فرضیه دوم** پژوهش و نتیجه بدست آمده از آزمون فرضیه می‌توان اظهار داشت با توجه به اینکه در فرضیه اول شرکت‌هایی با بازده بالاتر ارتباط متعارف بین ریسک و بازده دارند؛ بنابراین عکس نتیجه بدست آمده حاکی از تایید فرضیه دوم پژوهش است که بیانگر آن است که شرکت‌های با بازده پایین‌تر یک رابطه منفی (پارادوکسیال) ریسک-بازده نشان می‌دهند.

همچنین سایر متغیرهای کنترلی پژوهش از جمله اندازه شرکت، سن شرکت، اهرم مالی، نقدینگی شرکت و تنوع‌گرایی شرکت با توجه به سطح معنی‌داری کمتر از ۰/۰۵ که نشان‌دهنده آن است که در سطح معناداری ۰/۹۵ مورد قبول بوده و بنابراین ارتباط بین متغیرهای کنترلی پژوهش و بازده شرکت مورد تأیید قرار گرفت.

نتایج به‌دست آمده از فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش

جدول (۸): نتایج برآورد مدل دوم

مدل دوم (متغیر وابسته: بازده شرکت)					
$R_{it} = c0 + c1 Risk_{it} + c2 CG_{it} + c3 Risk*CG_{it} + c4 Size_{it} + c5 Age_{it} + c6 Leverage_{it} + c7 Liquidity_{it} + c8 Diversification_{it} + e_{it}$					
متغیرهای پژوهش	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال	vif
ضریب ثابت	۰/۱۷۹	۰/۰۴۵	۳/۹۷۷	۰/۰۰۰۵	۱/۲۲
ریسک شرکت	۳/۵۲۹	۱/۱۵۰	۳/۰۶۸	۰/۰۰۴۶	۱/۳۸
حاکمیت شرکتی	۰/۰۹۵	۰/۰۳۸	۲/۵۰۰	۰/۰۱۳۹	۲/۴۴
اثر تعاملی حاکمیت شرکتی	۰/۹۰۳	۰/۳۵۶	۲/۵۳۶	۰/۰۱۳۳	۳/۵۱
اندازه شرکت	۴/۱۲۸	۱/۳۴۳	۳/۰۷۲	۰/۰۰۵۲	۲/۶۴
سن شرکت	۰/۱۶۲	۰/۰۷۱	۲/۲۸۱	۰/۰۲۲۶	۱/۹۷
اهرم مالی	۰/۵۵۷	۰/۲۲۵	۲/۴۷۵	۰/۰۲۰۸	۱/۴۴
نقدینگی شرکت	۰/۰۷۶	۰/۰۲۰	۳/۸۶۴	۰/۰۰۰۹	۱/۰۸
تنوع‌گرایی شرکت					

۰/۵۰۲	ضریب تعیین
۰/۴۸۳	ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۹۸۲	دوربین - واتسون
۲۱/۳۶۱۷	آماره F
۰/۰۰۰۰۰	احتمال (آماره F)
منبع: یافته‌های پژوهشگر	

با توجه به بخش آماره‌های موزون برآورد مدل در جدول (۸) مشخص می‌شود که آماره F و سطح معناداری آن بیانگر معنادار بودن رگرسیون است (مقدار آماره F بزرگ‌تر از مقدار بحرانی و معناداری آن زیر سطح خطای ۰/۰۵ است). همچنین ضریب تعیین مدل دوم به مقدار قابل توجه ۵۰ درصد است که حاکی از قدرت مدل است.

جهت آزمون فرضیه سوم پژوهش با توجه به سطح معناداری متغیر اثر تعاملی حاکمیت شرکتی که مقدار آن (۰/۰۱۳۳) است و با توجه به سطح معناداری مورد قبول ۹۵ درصد می‌توان اظهار داشت که فرضیه سوم پژوهش مورد قبول بوده و ارتباط مثبت (متعارف) ریسک با بازده شرکت‌های برتر به دلیل حاکمیت شرکتی قوی است را نشان می‌دهند.

همچنین مطابق با فرضیه چهارم پژوهش و نتیجه بدست آمده از آزمون فرضیه می‌توان اظهار داشت با توجه به اینکه در فرضیه سوم ارتباط مثبت (متعارف) ریسک با بازده شرکت‌های برتر به دلیل حاکمیت شرکتی قوی است؛ بنابراین عکس نتیجه بدست آمده حاکی از تایید فرضیه چهارم پژوهش است که بیانگر آن است که ارتباط منفی (پارادوکسیکال) ریسک و بازده شرکت‌هایی که بازده ضعیفی دارند به دلیل حاکمیت شرکتی ضعیف است.

همچنین سایر متغیرهای کنترلی پژوهش از جمله اندازه شرکت، سن شرکت، اهرم مالی، نقدینگی شرکت و تنوع‌گرایی شرکت با توجه به سطح معنی‌داری کمتر از ۰/۰۵ که نشان‌دهنده آن است که در سطح معناداری ۰/۹۵ مورد قبول بوده و بنابراین ارتباط بین متغیرهای کنترلی پژوهش و بازده شرکت مورد تأیید قرار گرفت.

تحلیل و تفسیر نتایج فرضیه اول و دوم

از آنجایی که در فرضیه اول پژوهش مدعی شده که شرکت‌هایی با بازده بالاتر، یک ارتباط مثبت (متعارف) ریسک با بازده را نشان می‌دهند. نتایج به‌دست آمده از آزمون رگرسیون مبین این ادعا است. همچنین؛ فرضیه دوم پژوهش مدعی شده که شرکت‌های با بازده پایین‌تر یک رابطه منفی (پارادوکسیکال) ریسک-بازده نشان می‌دهند. نتایج به‌دست آمده از آزمون رگرسیون مبین این ادعا است. نتیجه بدست آمده از فرضیه‌های اول و دوم پژوهش را می‌توان اینگونه مورد استدلال قرار داد که مطابق با نظریه رفتاری که به مبحث پارادوکس از منظر رفتار سازمانی می‌پردازد به این مطلب اشاره می‌کند که نظریه رفتاری به میزان ریسکی که مدیران انجام می‌دهند اشاره دارد و تابعی از سطح عملکردی است که آن‌ها در مقابل سطح عملکردی که تمایل به دستیابی به آن را انتظار دارند. چرا که مدیران تمایل به حفظ وضعیت موجود دارند. از سویی دیگر، اگر مدیران انتظار داشته باشند که عملکرد به زیر سطح مورد انتظار خود کاهش یابد و شکاف به اندازه کافی گسترده باشد که احساس بحران را ایجاد کند، آن‌ها تمایل دارند ریسک‌های بیشتری را متحمل شوند. این ریسک‌های افزایش یافته می‌تواند به صورت اجرای روش‌ها و تکنیک‌های جدید و سرمایه‌گذاری‌های جدید برای

افزایش عملکرد عملیاتی باشد. بنابراین، نظریه رفتاری معتقد است که عملکردهای ضعیف با انتظارات کمتر، تمایل به انجام تغییرات سازمانی پرخطر دارند که منجر به یک ارتباط ریسک و بازده منفی می‌شود. در مقابل، عملکردهای برتر با انتظارات بالاتر، وضعیت موجود را حفظ می‌کنند و بنابراین، ارتباط ریسک و بازده آن‌ها مثبت می‌ماند.

بنابراین هرچه بازده مورد انتظار در بازارهای مالی بالاتر باشد، تحمل ریسک نیز برای مدیران توجیه‌پذیرتر است. این بدان معنی است که هرچه ریسک بالاتری نصیب شرکت شود، بازده بیشتری به تبع آن کسب خواهد شد. بنابراین، تعامل بین بازده و ریسک باید در خصوص تصمیم‌های استراتژیک شرکت که مستلزم خطراتی مانند ورود به بازارهای جدید، راه‌اندازی محصولات جدید و کشف راه‌های جدید برای کاهش هزینه‌ها هستند صورت پذیرد. لذا؛ برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران، مدیران ممکن است سرمایه‌گذاری‌های پرریسک را انجام دهند، در صورتی که انتظار می‌رود بازدهی بالاتری برای سهامداران داشته باشند. در این راستا، وجود دانش مالی برای ارتباط ریسک و بازده از منظر شرکت‌ها و سهامداران، به ویژه مدیران مالی بسیار حیاتی است. نتیجه بدست آمده را می‌توان با پژوهش‌های داس گوپتا و دب (۲۰۲۲) و چاری و همکاران (۲۰۱۹) همسو دانست.

تحلیل و تفسیر نتایج فرضیه سوم و چهارم

از آنجایی که در فرضیه سوم پژوهش مدعی شده که ارتباط مثبت (متعارف) ریسک با بازده شرکت‌های برتر به دلیل حاکمیت شرکتی قوی است. نتایج به‌دست آمده از آزمون رگرسیون مبین این ادعا است. همچنین در فرضیه چهارم پژوهش مدعی شده که ارتباط منفی (پارادوکسیکال) ریسک و بازده شرکت‌هایی که بازده ضعیفی دارند به دلیل حاکمیت شرکتی ضعیف است. نتایج به‌دست آمده از آزمون رگرسیون مبین این ادعا است. نتیجه بدست آمده از فرضیه سوم و چهارم پژوهش را می‌توان اینگونه مورد استدلال قرار داد که برای پارادوکس ریسک-بازده از نظریه نمایندگی ناشی می‌شود. نظریه نمایندگی معتقد است که مدیران، اگرچه توسط شرکت‌ها به کار گرفته می‌شوند تا به نفع سهامداران عمل کنند، در عوض ممکن است در به حداکثر رساندن منافع شخصی افراط کنند. این کاملاً طبیعی است که مدیران بیشتر نگران شغل خود در قالب امنیت شغلی، تحرک شغلی و پرداخت باشند تا منافع سهامداران. این اقدامات رانت‌جویانه مدیریتی می‌تواند منجر به ریسک‌پذیری انتخابی شود که می‌تواند برای سهامداران کاهش دهنده ارزش باشد اما برای خود آن‌ها باعث افزایش ارزش می‌شود. به عنوان مثال، آن‌ها می‌توانند سرمایه‌گذاری‌های مخاطره‌آمیزی را انجام دهند تا خود را به عنوان رهبران تحول آفرین در بازار کار مدیریتی نشان دهند. همچنین، استدلال می‌شود که چنین اقداماتی توسط مدیران می‌تواند منجر به یک ارتباط منفی بازده ریسک شود. این تئوری‌ها با گزاره‌های ریسک و بازده همگام هستند، با توجه به این فرض که مدیران یک شرکت در مشکل می‌توانند ریسک‌جو باشند و از این‌رو ممکن است منجر به یک ارتباط منفی بازده ریسک برای شرکت شود. بر اساس مبانی نظری حاکمیت شرکتی که بیان می‌کند که حاکمیت شرکتی مناسب ممکن است جهت‌گیری‌های ریسک مدیران و مالکان را همسو کند. برخی از سازوکارهای اساسی حاکمیت شرکتی بیانگر آن است که بر رفتار ریسک‌پذیر شرکت تأثیر می‌گذارد. به‌طور مشابه؛ گزارش سازمان همکاری و توسعه اقتصادی بیان کرد که بحران مالی را می‌توان تا حد زیادی به شکست و ضعف‌های موجود در نظام راهبری شرکتی نسبت داد. از این‌رو؛ این انتظار وجود دارد که شرکت‌هایی با سازوکارهای نظام راهبری ضعیف، سیستم‌های مدیریت ریسک ناقصی داشته باشند که آن‌ها را در برابر پیامدهای اقتصادی ناشی از بحران مالی جهانی آسیب‌پذیر می‌کند. سازوکارهای راهبری شرکتی می‌تواند بر شیوه‌های مدیریت ریسک تأثیرگذار باشد. نتیجه بدست

آمده را می‌توان با پژوهش‌های داس گوپتا و دب (۲۰۲۲)، کبیر و همکاران (۲۰۲۰)، کالیا و گیل (۲۰۲۳)، جانسون (۲۰۲۰) همسو است. با توجه به اینکه وجود سازوکارهای حاکمیت شرکتی نیز با ریسک و بازده (متعارف) ارتباط مثبتی دارد، به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که در راستای تدوین قوانین راهبری شرکتی تجدیدنظر کرده و قوانینی را وضع نماید که رفتارهای مدیران را بیشتر کنترل نماید و به تبع آن عملکرد آن‌ها را مورد بررسی قرار دهد. چراکه وجود سازوکارهای مناسب در یک شرکت باعث می‌شود مدیران در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که ریسک بالاتر و به تبع بازده متعارف بیشتری را کسب نمایند. همچنین، از آنجایی که ارتباط منفی (پارادوکسیکال) ریسک و بازده در شرکت‌هایی که بازده ضعیفی دارند به دلیل حاکمیت شرکتی ضعیف است؛ به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که جهت بهبود عملکرد مدیریتی خود همواره ریسک و بازده مورد انتظار خود در جهت متعارف‌سازی همدیگر قرار دهند. بدین معنی که تا حدال امکان سعی نمایند از سازوکارهایی استفاده نمایند که باعث بهبود این عملکرد می‌شود. یکی از مسائلی که می‌تواند باعث بهبود ارتباط متعارف بین ریسک و بازده شود نیز افشای اطلاعات از سوی مدیران شرکت‌ها است که در این راستا به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که به افشای مسائل زیست محیطی و اجتماعی، سازوکارهای حاکمیتی از جمله تشکیل کمیته‌های متعدد حسابرسی، هیئت‌مدیره و راهبری شرکتی پردازند و مسائل مرتبط با سازمان مورد بررسی قرار گیرند.

منابع

دهقان خاوری، سعید و میرجلیلی، سید حسین. (۱۳۹۹). تعامل ریسک سیستماتیک با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه اقتصاد مالی، ۱۳ (۴۹)، ۳۲-۴۵.

رستمی چری، پیام. (۱۴۰۱). بررسی تاثیر ریسک سیستماتیک بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دوازدهمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، امور مالی، تجارت، بانک، اقتصاد و حسابداری.

رمضانی شریف آبادی، مصطفی و علی احمدی، سعید و آقا بیگ زاده، مهدی. (۱۴۰۰). ریسک دنباله و بازده مازاد سهام. مجله چشم انداز مدیریت مالی، ۱۱ (۳۶)، ۲۵-۳۶.

محمودزاده، میثم؛ کیقبادی، امیررضا؛ نوجوان، مهناز و سلطانی، فریبا. (۱۴۰۲). رابطه بین ریسک پذیری، ارزش شرکت و قضاوت مدیریت از سود. قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری، ۲ (۵)، ۱۶۲-۱۳۹.

نجفی، مطهره و پیری، حبیب. (۱۴۰۱). بررسی رابطه بین نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران با ریسک سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. سومین کنفرانس ملی علوم انسانی و توسعه.

Acharya, V.V., Amihud, Y., Litov, L., 2011. Creditor rights and corporate risk-taking. J. Financ. Econ. 102 (1), 150-166

Andersen, T.J., Denrell, J., Bettis, R.A., 2007. Strategic responsiveness and Bowman's risk-return paradox. Strateg. Manag. J. 28 (4), 407-429.

Arena, C., Cirillo, A., Mussolino, D., Pulcinelli, I., Saggese, S., Sarto, F., 2015. Women on board: evidence from a masculine industry. Corp. Gov. 15 (3), 339-356

Bebchuk, L.A., Cohen, A. and Wang, C.C.Y. (2010), "Learning and the disappearing association between governance and returns", Working Paper Series No. 15912, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA

Bird, R., Huang, P., Lu, Y., 2017. Board independence and the variability of firm performance: Evidence from an exogenous regulatory shock. Austral. J. Manage. 43 (1), 3-26

Bowman, E. H. (1980). A risk/return paradox for strategic management

- Bromiley, P., 1991. Testing a causal model of corporate risk taking and performance. *Acad. Manag. J.* 34 (1), 37–59
- Chari, M.D., David, P., Duru, A., Zhao, Y., 2019. Bowman's risk-return paradox: An agency theory perspective. *J. Bus. Res.* 95, 357–375.
- Cyert, R. M., March, J. G. (1963). A behavioral theory of the firm. Englewood Cliffs, NJ 2 (4): pp.169-187
- DasGupta, R., Deb, S.G., 2020. Exploring the relationship between risk and performance in listed Indian firms. *Int. J. Econ. Bus.* 27 (3), 411–430.
- DasGupta, R., Pathak, R., 2018. Firm's risk-return association facets and prospect theory findings—an emerging versus developed country. *Context Risks* 6 (4), 143.
- Deb, P., David, P., O'Brien, J.P., Duru, A., 2019. Attainment discrepancy and investment: Effects on firm performance. *J. Bus. Res.* 99, 186–196.
- Dewatripont, M., Jewitt, I., Tirole, J., 1999. The economics of career concerns, part II: Application to missions and accountability of government agencies. *Rev. Econ. Stud.* 66 (1), 199–217.
- Díez-Estebana, J.M., García-Gómez, C.D., López-Iturriagac, F.J., Santamaría-Mariscal, M. (2017). Corporate risk-taking, returns and the nature of major shareholders: Evidence from prospect theory. *Res. Int. Bus. Finan.* 42: 900–911.
- Drobetz, W., Schillhofer, A. and Zimmermann, H. (2004), “Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany”, *European Financial Management*, Vol. 10 No. 2, pp. 267-293.
- Ghysels, E., Santa-Clara, P., Valkanov, R., 2005. There is a risk-return trade-off after all. *J. Financ. Econ.* 76 (3), 509–548.
- Gompers, P., Ishii, L. and Metrick, A. (2003), “Corporate governance and equity prices”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118 No. 1, pp. 107-155
- Gupta, R.D., 2017. Risk-attitudes of the NSE 500 firms—Bowman's paradox and prospect theory perspectives. *IIMB Manage. Rev.* 29 (2), 76–89
- Habib, A., Hasan, M.M., 2017. Firm life cycle, corporate risk-taking and investor sentiment. *Account. Finan.* 57 (2), 465–497
- Jonghe, O., Disli, M., & Schoors, K. (2012). Corporate governance, opaque bank activities and risk/return efficiency: Pre-and post-crisis evidence from Turkey. *Journal of Financial Services Research*, 41(1-2), 51–80
- Jonsson, E. I. (2020). Corporate governance and corporate legitimacy: The role of boards. In J. Rendtorff, (Ed.) *Handbook of business legitimacy*, Cham: Springer
- Kahneman, D., Tversky, A., 1979. Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica* 47 (2), 363–391
- Manuel Núñez Nickel and Manuel Cano Rodriguez (2012) “A review of research on the negative accounting relationship between risk and return: Bowman's paradox”, *Omega*, Volume 30, Issue 1, February 2002, Pages 1-18
- Milani, B., Righi, M. B., Ceretta, P. S., & Dias, V. V. (2012). Práticas de sustentabilidade, governança corporativa e responsabilidade social afetam o risco e o retorno dos investimentos? *Revista de Administração da Ufsm*, 5, 667–682
- Monte, P. A., Rezende, I. C. C., Teixeira, G. S., & Besarria, C. N. (2010). Is there a relationship between corporate governance and volatility? A study from the composed portfolios. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 21(2), 15–44
- Murali D.R.Chari and Parthiban David and Augustine Duru and Yijiang Zhao (2019) “Bowman's risk-return paradox: An agency theory perspective”, *Journal of Business Research*, Volume 95, February 2019, Pages 357-375
- Patel, P.C., Li, M., Park, H.D., 2018. A replication of Bowman's paradox across 28 countries. *J. Innovaion Knowl.* 3 (3), 128–142

- Ranjan Das Gupta & Soumya G. Deb (2022) "Role of corporate governance in moderating the risk-return paradox: Cross country evidence", *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Volume 18, Issue 2, August 2022, 100313
- Ranjan Dasgupta (2021) "Corporate Governance's Role in the Risk-Return Paradox -New Evidence from Indian Firms", *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 15(3), 2021, 128-165. doi:10.14453/aabfj.v15i3.8
- Rossoni, L., & Machado-da-Silva, C. L. (2013). Legitimacy, corporate governance, and performance in BM&FBovespa. *RAE*, 53(3), 272–289
- Rossoni, L., & Mendes-Da-Silva, W. (2018). How does legitimacy operate in emerging capital markets? Investigating the moderating effects of premium listings and firm size on risk. *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne Des Sciences de L'administration*, 36(3), 404–417.
- Sahin, K. (2015). The legitimacy of codes of corporate governance: Perspectives from developed and emerging economies. *Journal of Management & Governance*, 19(3), 687–708.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Sharpe, W.F., 1964. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *J. Finance* 19 (3), 425–442.
- Silva, R. L. M., Nardi, P. C. C., & Pimenta Júnior, T. (2012). O impacto da migração das empresas para os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa sobre o risco e o retorno de suas ações. *Revista de Administração*