



اثر مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی بر ثبات مالی در بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

بهروز صادقی عمروآبادی^{۱*}

زهرا عمادی^۲

چکیده

در این تحقیق، نقش حاکمیت شرکتی در ارتباط با ثبات مالی بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ بررسی شده است. حاکمیت شرکتی، سازوکار مناسبی برای کنترل ریسک درون بنگاه است. ارتباط حاکمیت شرکتی برای سهام‌داران، در جایگاه تخصصی و مستقل با ریسک سیستماتیک در بخش بانکداری، اهمیت فراوانی دارد. به‌طور مشخص، حاکمیت شرکتی سهام‌داران، برای بانک‌های بزرگ‌تر که در شبکه‌های امنیتی حضور دارند با ریسک بیشتری رخ می‌دهد و آنها تلاش می‌کنند ریسک را به سمت مالیات‌دهندگان روانه کنند. این تحقیق از نوع توصیفی تحلیلی و از نظر هدف، کاربردی است. شیوه گردآوری داده‌های آن، از نوع نیمه‌تجربی پس‌رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی مالی است که با استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره و مدل‌های اقتصادسنجی اجرا شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اثر دوگانگی مدیرعامل بر ثبات مالی منفی و معنادار است. همچنین اثر سهام‌دار نهادی بر ثبات مالی، مثبت و معنادار و اثر متغیر مالکیت دولتی بر متغیر ثبات مالی، منفی و معنادار است. علاوه بر این، اثر نسبت اعضای مستقل هیئت‌مدیره و تعداد اعضای هیئت‌مدیره بر ثبات مالی نیز مثبت و معنادار است.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، ثبات مالی، بورس تهران.

طبقه‌بندی JEL: M41, G32, G21

۱. استادیار، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران (نویسنده مسئول)؛

b.sadeghi@scu.ac.ir

۲. کارشناس ارشد، گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی، اصفهان، ایران؛

zahra.emadi487@gmail.com

مقدمه

اصطلاح حاکمیت شرکتی کلمه یونانی به معنای راهنمایی کردن یا اداره کردن است و به راه‌های مختلف توسط سازمان‌ها یا کمیته‌ها مطابق علایق ایدئولوژیکی آنها تعریف شده است (ابوتانژه^۱، ۲۰۰۹). حاکمیت شرکتی از این حیث دارای اهمیت است که سازوکار مناسبی برای کنترل ریسک درون بنگاه است. در کشورهای در حال توسعه، برقراری حاکمیت شرکتی در بانک‌ها مهم‌تر از برقراری حاکمیت شرکتی در سایر نهادهای مالی است. بخش بانکی در این دسته از کشورها در مقایسه با سایر نهادهای مالی در اقتصاد، نقش بیشتری دارد، از این رو، وجود حاکمیت شرکتی ضعیف در بانک باعث کاهش توانایی بانک برای مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها می‌شود. نقش حاکمیت شرکتی به دلایل مختلف دارای اهمیت است. برقراری حاکمیت شرکتی کمک می‌کند که از منابع کمیاب در اقتصاد به صورت کارا استفاده شود و در نتیجه، منابع به سمت سرمایه‌گذاری‌های کارا حرکت کنند. حاکمیت شرکتی به مدیران برای بهبود عملکرد بنگاه یاری رسانده و به مدیرعامل یا هیئت‌مدیره در راستای انتخاب مؤثرترین ابزار برای کنترل منابع خاص کمک می‌کند. به بیانی دیگر، حاکمیت شرکتی نهادها را مجبور به پذیرش مقررات می‌کند.

به گفته شیناسی^۲ (۲۰۰۴)، ثبات مالی بیانگر جلوگیری از داخل شدن عناصر اصلی سیستم مالی در یک سری عدم تعادل‌هایی است که به صورت متناوب، کارایی اقتصاد را تهدید می‌کنند. وی ثبات مالی را جزء اصول اصلی برای ارزیابی، شناسایی و مدیریت صحیح ریسک‌های مالی (اعتباری، نقدینگی و بازار)، در راستای به حداکثر رساندن کارایی اقتصاد می‌داند. در دهه‌های اخیر، ثبات مالی برای سیستم اقتصادی، به خصوص در رابطه با سرمایه‌گذاری‌ها هدفی کلی است. بانک‌ها مرکز اصلی ثبات مالی را تشکیل می‌دهند. یک سیستم بانکی با ثبات محیط مناسبی برای جذب سپرده‌های سرمایه‌گذاران فراهم آورده و به انتقال سیاست پولی کمک شایانی می‌کند. سیستم بانکی با ثبات، واسطه مالی مؤثر ایجاد می‌کند و به آن در راستای تخصیص منابع به سرمایه‌گذاری‌های موفق‌تر یاری می‌رساند. همچنین می‌تواند باعث افزایش رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری شود. ثبات مالی در بهبود عملکرد بازارها و همچنین کاهش یافتن ریسک سیستمی تأثیر بسزایی دارد. یک سیستم بانکی با ثبات باعث بهبود کارایی عملکرد سیستم بانکی و افزایش توزیع منابع در اقتصاد می‌شود. ثبات مالی به شرایطی اطلاق می‌شود که سیستم با شرایط بحرانی مواجه نشده باشد، یعنی اجزای

1. Abu-Taaneh

2. Schinasi

اصلی یک سیستم مالی (بانک‌ها و مؤسسه‌های سپرده‌پذیر و سرمایه‌گذاری، بازار سرمایه و شرکت‌های بیمه) از توانایی و بازده مناسبی برخوردار باشند.

حاکمیت شرکتی در بیان کلی به ساختارها و فرایندهای تصمیم‌گیری، پاسخ‌گویی و رفتار در سازمان (اعم از دولتی، حکومتی، خصوصی، انتفاعی، غیرانتفاعی و ...) پرداخته است. منظور از حاکمیت شرکتی، اطمینان یافتن از برقراری ساختاری است که بین اختیارات عملی مدیریت، پاسخ‌گویی و منافع انواع ذی‌نفعان هماهنگی و هارمونی متناسبی فراهم آورد که بر ثبات مالی تأثیرگذار است. با توجه به مطالب گفته‌شده، پرسش اصلی مقاله، تحلیل اثر حاکمیت شرکتی بر ثبات مالی در بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

مبانی نظری

حاکمیت شرکتی

طرح موضوع حاکمیت شرکتی^۱ در دهه‌های اخیر محصول مطالعاتی است که در خصوص علت‌های ناکامی شرکت‌ها و بانک‌های بزرگ و به‌ویژه بحران‌های مالی^۲ انجام شده که در سال‌های اخیر به وقوع پیوسته است. بر اساس تعریف سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، حاکمیت شرکتی عبارت است از: مجموع روابطی که بین مدیریت، هیئت‌مدیره، سهام‌داران^۳ و سایر اشخاص ذی‌نفع^۴ یک شرکت وجود دارد و بیانگر ساختاری است که به‌وسیله آن، اهداف شرکت بررسی و ابزارهای رسیدن به آنها و کنترل بر عملکرد آنها نیز مشخص می‌شود. از این رو، حاکمیت شرکتی کارا باید برای هیئت‌مدیره و مدیریت، مشوق‌های متناسبی فراهم کند، به‌صورتی که بتوانند به پیگیری اهدافی که در راستای منافع شرکت و سهام‌داران آن بوده و نظارت مؤثری را ممکن می‌کند، بپردازند. در حاکمیت شرکتی، علاوه بر طرح مباحث نظری، بر تدوین و حفظ ارزش‌های عالی اخلاقی و حرفه‌ای در محیط کار تأکید فراوانی می‌شود. این راهکارهای ارزشی با این هدف انجام می‌گیرند که فرایند کنترل و صیانت از منافع کلیه افراد ذی‌نفع، در گفتار و کردار تمامی کارکنان سازمان از اعضای هیئت‌مدیره و هیئت عامل تا کارکنان جزء نهادینه شود. بدیهی است که اتخاذ روش‌های عملی در این زمینه باید در چارچوب نظام ارزشی جوامع انجام شود (احمدی، ۱۳۹۴).

1. Corporate Governance
 2. Financial crises
 3. Stakeholders
 4. Stakeholder or Beneficiaries

در بسیاری از شرکت‌ها، مدیریت شرکت را افرادی غیر از مالکان و سهام‌داران آن بر عهده دارند. تفکیک مالکیت از مدیریت در بسیاری از شرکت‌ها سبب بروز مشکلاتی می‌شود. برای مثال، ممکن است مدیران برای اداره حوزه اختیاری خود مهارت کافی نداشته باشند یا برای خود امتیازها و پاداش‌های نامعقولی در نظر بگیرند که با عملکرد آنها هم‌خوانی نداشته باشد. به همین دلیل، مفهوم حاکمیت شرکتی به‌منظور رفع مشکلات ناشی از تفکیک مالکیت شرکت و مدیریت آن ابداع شد. در این مقاله، بررسی می‌شود که حاکمیت شرکتی چیست و چه تأثیری بر عملکرد یک شرکت دارد. شرکت صادرکننده سهام، شرکت سهامی نامیده می‌شود. شرکت‌هایی که قیمت آنها در بازار سهام برآورد می‌شود، اغلب به یک سرمایه‌گذاری کلان نیاز دارند که از نظر مالی آنها را تأمین کند. به بیان دیگر، این شرکت‌ها دارای تعداد زیادی سهام‌دار هستند. این سهام‌داران، خود، شرکت را اداره نمی‌کنند، بلکه کنترل آن را به مدیرانی حرفه‌ای (مدیر اجرایی و هیئت‌مدیره) می‌سپارند که از طرف آنها، این کار را انجام دهند. هیئت‌مدیره مانند نماینده این سهام‌داران عمل می‌کند. بنابراین سهام‌داران در مدیریت روزمره شرکت نقش فعالی ندارند. از سوی دیگر، مدیران معمولاً مالک کمتر از ۱ درصد از سهام شرکت‌ها هستند. بنابراین، به دلیل تفکیک مالکیت از کنترل شرکت‌ها، معمولاً احتمال بروز اختلاف بین مدیران و سهام‌داران وجود دارد.

حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از قوانین و روش‌هاست که رابطه بین سهام‌داران، مدیریت و اعضای هیئت‌مدیره را تعریف می‌کند و بر چگونگی عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد. حاکمیت شرکتی در سطح ابتدایی با مسائلی مواجه است که از تفکیک مالکیت و اداره شرکت ناشی می‌شود، اما این مفهوم فراتر از آن است که فقط رابطه‌ای شفاف بین مدیران و سهام‌داران برقرار کند. حاکمیت شرکتی، شامل مجموعه‌ای از روابط بین مدیریت شرکت، هیئت‌مدیره، سهام‌داران و ذی‌نفعان دیگر است (کاشف بهرامی، ۱۳۹۲) و ساختاری ارائه می‌دهد که از طریق آن، مقاصد شرکت، ابزارهای دستیابی به آن، اهداف و کنترل بر عملکرد شرکت تعیین می‌شوند. حل مشکل نمایندگی تا حدودی به سهام‌داران این اطمینان را می‌دهد که مدیران در تلاش‌اند تا ثروت آنها را افزایش دهند. اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه به وجود سازوکارهای مناسبی نیاز دارد.

این سازوکارها شامل مواردی همچون، طراحی و اجرای راهبری شرکتی^۱ مناسب در شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی است. راهبری شرکتی مجموعه سازوکارهای کنترلی داخلی و خارجی شرکت است که بیان می‌کند، شرکت چگونه و توسط چه افرادی اداره می‌شود. نظام راهبری شرکتی با حفظ

تعادل میان مقاصد اجتماعی و اقتصادی و مقاصد فردی و جمعی در ارتباط است که موجب تشویق استفاده کارآمد از منابع و الزام پاسخ‌گویی شرکت‌ها به ایفای وظیفه همکاری برای اداره منابع می‌شود. توجه به راهبری شرکتی اصولی و افزایش بازدهی در قراردادهای بین ذی‌نفعان با هدف تقویت فرهنگ پاسخ‌گویی و ارتقای شفافیت^۱ اطلاعات در شرکت‌ها و واحدهای اقتصادی که بیشتر سرمایه آنها به وسیله مردم تأمین شده است، به تخصیص بازدهی منابع و در انتها رشد توسعه اقتصادی می‌انجامد (قالیباف اصل و رضایی، ۱۳۸۶). به بیان دیگر، راهبری شرکتی به یک سری فرایندها، عادات و رسوم، سیاست‌ها و نهادهایی گفته می‌شود که بر نحوه هدایت، اداره یا کنترل شرکت تأثیر می‌گذارند و شامل روابط بین بسیاری از بازیگران از جمله ذی‌نفعان و اهدافی است که شرکت، آنها را هدایت می‌کند. بازیگران اصلی، سهام‌داران، مدیریت و هیئت‌مدیره بوده و ذی‌نفعان دیگر نیز شامل کارکنان، عرضه‌کنندگان، مشتریان، بانک‌ها و وام‌دهندگان دیگر، قانون‌گذاران، محیط و اجتماع هستند (نیکو مرام، احمدی و موسوی، ۱۳۸۷).

ثبات مالی

ثبات مالی^۲ عبارت به نسبت جدیدی است که بعد از اتفاقات و بحران‌های مالی در آمریکای لاتین، آسیای جنوب شرقی، روسیه و ترکیه از دهه گذشته میلادی به دفعات و به وفور در مجامع سیاست‌گذاری و ادبیات اقتصادی جهان بیان شده است. اتخاذ تدابیر پیشگیرانه برای مقابله با ریسک‌های سیستماتیک در بخش مالی و ایجاد استحکام در مؤسسه‌های مالی برای کاهش هزینه بحران‌های مالی، عناصر اصلی بسته‌ی سیاستی ثبات مالی هستند. واژه بحران مالی به وضعیتی اطلاق می‌شود که درصد شایان توجهی از ارزش برخی دارایی‌ها به صورت غیرمنتظره از دست برود. سوابق تاریخی نشان می‌دهد که بسیاری از بحران‌های مالی ناشی از بحران در شبکه بانکی بوده که در نهایت به رکود اقتصادی و بحران بیکاری منجر شده است. سقوط بازار سهام، ترکیدن حساب‌های مالی، بحران‌های ناشی از نرخ ارز و ناتوانی در پرداخت بدهی‌های سنگین خارجی نیز مصادیقی از بحران‌های مالی محسوب می‌شوند. ضروری است، عواملی که روی ثبات مالی یک کشور و خروج از بحران‌های اقتصادی تأثیر دارند، شناسایی شوند و نتایج در اختیار سیاست‌گذاران اقتصادی قرار گیرد تا از این نتایج در اتخاذ سیاست‌های مناسب بهره بگیرند. سیستم‌های مالی نقش مهمی را در توسعه

1. Transparency

2. Monetary stability

اقتصادی بازی می‌کنند. نقش سیستم‌های مالی تخصیص منابع طی زمان و بین سرمایه‌گذاری‌های مختلف می‌باشد. به بیان دیگر، ثبات مالی را می‌توان توانایی سیستم اقتصادی برای اختصاص منابع، مدیریت ریسک و جذب شوک‌های مختلف تعریف کرد (ستوده نیا و عابدی، ۱۳۹۲). اگر بخواهیم تحلیل درستی از ثبات مالی داشته باشیم، می‌بایست منابع ریسک و عوامل ضربه‌پذیری سیستم مالی در همه اجزای مختلف سیستم مالی و اقتصاد واقعی (خانوار، بنگاه‌ها و دولت)، تدوین و بررسی شود. برای ثبات مالی، می‌توان سه اصل اساسی و مهم را بیان کرد که عبارت‌اند از:

- تحقیقات احتیاطی کلان اقتصادی: در این اصل برای تحلیل ثبات مالی، شاخص‌های کلان سیستم مالی استفاده شده و حرکت آنها بررسی می‌شود. در اصل بی‌ثباتی مالی و مسیرهای انتقال آن با کمک این شاخص‌ها مطالعه و بررسی می‌شود.
- نظارت و اصول سیستم مالی: کنترل و نظارت در سیستم مالی در تمامی سطوح اقتصادی و در مؤسسه‌های مالی برای اطمینان از اداره و کنترل اصولی و دقیق ریسک.
- اخلاق مالی و مشروعیت آن: داشتن شفافیت در سیستم مالی و همچنین داشتن اطلاعات جامع برای تمامی شرکت‌کنندگان، در ثبات و همگونی این سیستم نقش بسزایی ایفا می‌کند. نبود شفافیت مالی و وجود اطلاعات نامتقارن در این بازارها باعث شده که ارتباط بین بنگاه‌های اقتصادی در شرایط نامطمئن و گنگ شکل گیرد و در نتیجه بازارهای مالی با بی‌ثباتی مواجه خواهند شد (شجری، ۱۳۹۰).

گسترش بحران‌های مالی روی اقتصاد بسیاری از کشورها تأثیرهای مستقیم و غیرمستقیم گذاشته است. بنابراین، ضروری است که به‌منظور مقابله با این بحران در تمامی کشورهایی که به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم تحت تأثیر قرار گرفته‌اند، مجموعه سیاست‌های منسجمی اتخاذ شود، زیرا در غیر این صورت رکود اقتصادی بر دورنمای رشد اقتصادی جهان حاکم خواهد شد. تأخیر در اجرای سیاست‌های لازم، فقط به تشدید بحران و تسریع در انتقال آثار آن به سایر کشورها منجر خواهد شد. اگرچه این کشورها برای رهایی از بحران به اجرای تعدیلات مالی نیاز دارند، اما شدت این تعدیل به شرایط خاص اقتصادی کشورها بستگی دارد. به هر حال، ضروری است، عواملی که روی ثبات مالی یک کشور و خروج از بحران‌های اقتصادی تأثیر دارند، شناسایی شوند. در نهایت، نتایج در اختیار سیاست‌گذاران اقتصادی قرار گیرد تا از این نتایج در اتخاذ سیاست‌های مناسب بهره بگیرند. سیستم‌های مالی، در توسعه اقتصادی نقش مهمی ایفا می‌کنند. نقش سیستم‌های مالی تخصیص منابع طی زمان و بین سرمایه‌گذاری‌های مختلف است که این نقش را با قیمت‌گذاری یک‌بار بدون

نرخ ریسک و بار دیگر با نرخ ریسک انجام می‌دهد. شکل صحیح سیستم مالی به اقتصاد اجازه می‌دهد که در صورت ثبات سایر شرایط اقتصاد کلان، به سطح بالایی از رشد البته دست یابد (برخورداری و فرزین وش، ۱۳۸۷).

به بیان دیگر، ثبات مالی را می‌توان توانایی سیستم اقتصادی برای اختصاص منابع، مدیریت ریسک و جذب شوک‌های مختلف تعریف کرد. سیاست‌های پولی و مالی مجموعه‌ای از تصمیم‌ها و اقداماتی هستند که به‌وسیله مقامات پولی و دولتی به‌منظور تحت تأثیر قرار دادن مجموعه فعالیت‌های اقتصادی به کار گرفته می‌شوند. این سیاست‌ها معمولاً در راستای تنظیم و کنترل تقاضای کل تولید طرح می‌شوند. مقامات پولی می‌توانند سطح کل فعالیت‌های اقتصادی را به‌وسیله تغییر در عرضه پول یا تغییر در انتظارات مردم یا هر دو برای تغییر در نرخ بهره‌ی آینده تحت تأثیر قرار دهند. دولت نیز می‌تواند سطح تقاضای کل تولید را با تغییر در هزینه‌های عمومی یا تغییر در درآمدهای دولت تحت تأثیر قرار دهد. ثبات پولی و مالی از جمله فاکتورهای مهم تشکیل‌دهنده ثبات اقتصادی و خروج از بحران‌های اقتصادی به حساب می‌آید و اعمال سیاست‌های مناسب پولی و مالی به‌صورت هم‌زمان می‌تواند زمینه ثبات اقتصادی در کشور را فراهم آورد. بسیاری از اقتصاددانان عقیده دارند که بانک مرکزی علاوه بر تعهد در خصوص ثبات قیمت‌ها، برای ثبات مالی در سطح کلان اقتصاد نیز باید تمهیداتی را در نظر بگیرد. بر اساس بررسی‌های موجود، استقلال بانک مرکزی علاوه بر نقشی که در ثبات قیمت‌ها دارد، موجب شتاب ثبات مالی می‌شود، به‌گونه‌ای که استقلال بانک مرکزی در خصوص قاعده‌مند بودن این نهاد در برابر دولت و همچنین نظارت‌های مؤثر این نهاد در برابر بخش صنعت برای دستیابی و حفظ ثبات بخش مالی اقتصاد ضروری است. بر این اساس، استقلال بانک مرکزی نه فقط برای دستیابی به هدف ثبات نرخ قیمت‌ها مقید است، بلکه برای حفظ ثبات مالی اقتصاد نیز ضروری است. در صورت استقلال بیشتر این نهاد از ناحیه فشارهای بیرونی، می‌توان گفت که این نهاد، صرف‌نظر از محدودیت‌های سیاسی، قدرت مقابله بهتری با فشارهای مالی دارد و بانک قادر خواهد بود زودتر و با جدیت بیشتر در مواقعی که بحران‌ها در حال پدیدار شدن هستند، اقدام کند (ستوده نیا و عابدی، ۱۳۹۲).

در دهه‌های اخیر به ثبات مالی به‌عنوان یک هدف سیستم اقتصادی، بیش از پیش در سیاست‌گذاری‌ها توجه شده است. بانک‌های مرکزی و مؤسسه‌های مالی بسیاری، از جمله صندوق

بین‌المللی پول^۱، بانک جهانی^۲ و بانک تسویه بین‌الملل، در زمینه ثبات مالی گزارش‌های فراوانی منتشر کرده و بخش بزرگی از فعالیت‌های پژوهش‌آتی خود را به مطالعه در این زمینه اختصاص داده‌اند. در یک تعریف ساده، ثبات مالی به شرایطی اطلاق می‌شود که سیستم با شرایط بحرانی مواجه نشده باشد. عوامل متعددی بر ثبات مالی تأثیرگذارند که از مهم‌ترین آنها می‌توان به متغیرهای اقتصاد کلان (تورم، تولید ناخالص داخلی و نرخ ارز) و شرایط ویژه بانک‌ها (میزان سودآوری بانک‌ها، نسبت وام به دارایی آنها و نسبت هزینه به درآمد بانک‌ها) اشاره کرد. ثبات مالی بر عملکرد مؤسسه‌های مالی و بانک‌ها تأثیر مثبتی دارد و کارایی فعالیت‌های آنان را ارتقا می‌دهد. میزان ثبات مالی در بانک‌ها متفاوت بوده و ثبات مالی در بانک‌های خصوصی و دولتی یکسان نیست (میرباقری هیر، ناهیدی امیرخیز و شکوهی فرد، ۱۳۹۵). بسترسازی شرایط باثبات در بخش‌های گوناگون اقتصاد، از مهم‌ترین فاکتورهای لازم برای حرکت به سمت رشد پایدار و توسعه همه‌جانبه در کشور به حساب می‌آید. یکی از پیش‌شرط‌های مهم ثبات اقتصادی و خروج از بحران‌های اقتصادی، ثبات پولی و مالی است و برای رسیدن به این مهم، باید بستر مناسب برای اجرای سیاست‌های مناسب پولی و مالی در کشور فراهم شود. برای بررسی سیاست‌های پولی و مالی و نقش آنها در ثبات اقتصادی، از متغیرهایی نظیر مخارج جاری و عمرانی دولت و درآمدهای مالیاتی و درآمدهای حاصل از فروش نفت و گاز به‌عنوان متغیرهای نشان‌دهنده سیاست مالی و از حجم نقدینگی و نرخ سپرده قانونی به‌عنوان متغیر نشان‌دهنده سیاست پولی استفاده می‌شود و همچنین برای ثبات اقتصادی نیز از مجموعه متغیرهایی استفاده می‌شود که در واقع بی‌ثباتی مالی و پولی را اندازه‌گیری می‌کنند (سعیدی کیا و دهمرده، ۱۳۹۷).

ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ثبات مالی

در چند سال اخیر از ثبات مالی به‌عنوان یکی از اهداف مهم سیستم اقتصادی یاد شده و در زمینه ثبات مالی و عوامل مؤثر در آن، پژوهش‌های متعددی منتشر شده است. تشکیل شرکت‌های بزرگ و به‌دنبال آن، مواردی مربوط به تفکیک مالکیت از مدیریت در قرن نوزدهم و در اوایل دهه بیستم در سطح بین‌الملل بیان شد. ولی مبحث حاکمیت شرکتی به‌صورت امروزی، در سال ۱۹۹۰ در انگلستان، آمریکا و کانادا و در راستای پاسخ‌گویی به مسائل مربوط به کارایی هیئت‌مدیره شرکت‌های بزرگ

1. International Money Found

2. World Bank

بیان شد. پس از مدت کمی، بحران مالی شرکت آمریکایی انرون در سال ۲۰۰۱ و بحران‌های شرکت‌ها در آسیا در سال ۱۹۹۷ به تأکید بیشتری به برقراری سازوکارهای حاکمیت شرکتی در این کشورها و سایر کشورهای دنیا منجر شده است. بحران مالی و در نهایت ورشکستگی واحدهای اقتصادی می‌تواند زیان‌های هنگفتی را در سطح خرد و کلان وارد کند (بارنوف و ساگر^۱، ۲۰۰۹). احمدی (۱۳۹۴) در پژوهش خود چنین بیان می‌دارد که کمیته نظارت بانکی از مدت‌ها قبل خود را به بهبود شیوه‌های حاکمیت شرکتی مؤثر برای واحدهای بانکی متعهد می‌دانسته است. این کمیته نخستین رهنمود خود را در سال ۱۹۹۹ منتشر کرده و سپس در سال ۲۰۰۶ اصول مربوطه را بازنگری کرد. رهنمود کمیته ضمن یاری رساندن به ناظران بانکی، مرجع اصلی واحدهای بانکی در راستای بهبود به‌کارگیری شیوه‌های مؤثر حاکمیت شرکتی در کشورهای آنان محسوب می‌شود. اصول یادشده، مرجع اصلی اقدامات بانک‌ها در زمینه حاکمیت شرکتی به شمار می‌روند. رهنمود کمیته در سال ۲۰۰۶، از اصول حاکمیت شرکتی که سازمان همکاری و توسعه اقتصادی ۲۰۰۴ منتشر کرده، برگرفته شده است. هدف این سازمان از انتشار اصولی که مقبولیت جهانی یافته‌اند، آن بود که به دولت‌ها کمک کند ضمن ارزیابی چارچوب حاکمیت شرکتی خود، آن را بهبود بخشیده و رهنمودی برای قانون‌گذاران و فعالان بازارهای مالی ارائه دهد.

پیشینه تحقیقات

پیشینه تحقیقات داخلی

اکبری، سمیع داریانی و کریم خان زند (۱۳۹۶) در تحقیقی با عنوان «تأثیر مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی بر ثبات مالی شرکت‌های بیمه» حاکمیت شرکتی را سازوکار مناسبی برای کنترل ریسک سازمان‌ها نامیدند. آنها چنین بیان کردند که حاکمیت شرکتی ضعیف می‌تواند بر افزایش ریسک ورشکستگی و در نتیجه، گسترش بحران‌های مالی تأثیرگذار باشد. هدف از این پژوهش، بررسی تأثیر مؤلفه‌های حاکمیت شرکت (اندازه هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره، اندازه شرکت، درصد مالکیت سهام هیئت‌مدیره و ساختار مالکیت هیئت‌مدیره) و متغیرهای کلان اقتصادی (تورم و رشد تولید ناخالص داخلی) بر ثبات مالی شرکت‌های بیمه از طریق تحلیل داده‌های تابلویی مربوط به ۱۴ شرکت بیمه ایرانی در بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ با استفاده از نرم‌افزار Stata بوده است. یافته‌ها نشان می‌دهند

که اندازه هیئت‌مدیره، استقلال اعضا و اندازه شرکت بر ثبات مالی شرکت‌های بیمه اثر مثبت و تورم سالیانه اثر منفی دارد.

مشکی میاوقی و هاشمی سعادت (۱۳۹۴) در تحقیقی با عنوان «بررسی رابطه حاکمیت شرکتی با احتمال وقوع ورشکستگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، حاکمیت شرکتی را مجموعه‌ای از سازوکارهای کنترلی درون شرکتی و برون شرکتی معرفی کرده‌اند که تعادل مناسب بین حقوق صاحبان سهام از یک سو و نیازها و اختیارات هیئت‌مدیره را از سوی دیگر برقرار می‌کند. حاکمیت شرکتی ضعیف می‌تواند باعث افزایش احتمال درماندگی مالی یا ورشکستگی در شرکت‌ها شود. در این پژوهش، رابطه بین بعضی سازوکارهای حاکمیت شرکتی با احتمال وقوع ورشکستگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار بررسی شد. نمونه آماری این پژوهش تشکیل شده از ۱۱۵ شرکت شامل ۴۰ شرکت درمانده مالی و ۷۵ شرکت سالم بود که طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده و آزمون فرضیه‌ها نیز با استفاده از روش رگرسیون لجستیک انجام شده بود. نتایج این پژوهش نشان داد که از ۵ سازوکار حاکمیت شرکتی بررسی شده، سازوکارهای نوع گزارش حسابرس، میزان پاداش هیئت‌مدیره، نسبت مالکیت نهادی و استقلال هیئت‌مدیره با احتمال وقوع ورشکستگی دارای رابطه معنادار و منفی است. با وجود این، بین متغیر اندازه هیئت‌مدیره با احتمال وقوع ورشکستگی، هیچ رابطه معناداری مشاهده نشد.

آقامحمدی رنانی، واعظ برزانی، دلالی اصفهانی و قاسمی (۱۳۹۲) در تحقیقی با عنوان «بررسی اثر ارزش محصول واسطه‌گری بانک‌های تجاری بر بی‌ثباتی اقتصادی» این‌گونه بیان کردند که با توجه به اهمیت نقش بانک‌ها در بی‌ثباتی اقتصادی، نقش واسطه‌گری مالی بانک‌های تجاری به‌عنوان عمده‌ترین محصول بانک‌های تجاری بر بی‌ثباتی اقتصادی بررسی شده و میزان اثربخشی محصول بانک‌های تجاری بر بی‌ثباتی اقتصادی را آزمون کردند. این بررسی نشان داد که بانک‌های تجاری به‌عنوان واسطه‌های مالی طی مهر و موم‌های ۱۳۸۶-۱۳۶۰ بر ثبات اقتصادی ایران تأثیر منفی داشته‌اند.

قلیچ، تقوی و خدابخش (۱۳۹۱)، در تحقیقی با عنوان «ارتباط تعهدات بدهی و شکنندگی نظام بانکی» اثر تعهدات بدهی در شکنندگی نظام بانکی (تجربه بانک‌های اسلامی در بحران اخیر) را بررسی کردند. ارزیابی مدل عملکرد ۷۱ بانک اسلامی، بر اساس ۱۱ شاخص منتخب نشان می‌دهد

که میانگین عملکرد بانک‌های اسلامی در وضعیت قبل و بعد از بحران اخیر تفاوت معناداری نیافته و به عبارتی، بانکداری اسلامی در رویارویی با بحران اخیر از پایداری مناسبی برخوردار بوده است. حسن‌زاده، بادآورنهدی و حسین بابایی (۱۳۹۱) در تحقیقی رابطه بین برخی ساختارهای حاکمیت شرکتی با ارزش ایجادشده برای دارندگان سهام و ارزش افزوده اقتصادی را بررسی کرده‌اند. نتایج این تحقیق، حاکی از آن است که از ۸ ساختار حاکمیت شرکتی بررسی شده، ۴ ساختار میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت بزرگ‌ترین سهام‌داران، ساختار سرمایه و مقدار سهام شناور آزاد، با ارزش ایجادشده برای سهام‌داران رابطه برقرار می‌کنند و ۳ ساختار میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت بزرگ‌ترین سهام‌داران و مقدار سهام شناور آزاد، با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارند.

پیشینه تحقیقات خارجی

اشرف عبدالبادی و سالاما^۱ (۲۰۱۹) در تحقیقی با عنوان «حاکمیت شرکتی و ثبات مالی در بانک‌های آمریکا» بیان می‌کنند که در چارچوب قانون کشف اطلاعات مؤسسه سپرده‌گذاری این مطالعه در خصوص ساختار و پیامدهای ارتباطات حرفه‌ای بین مدیران بانک تحقیق می‌کند. بر اساس داده‌های جمع‌آوری شده نمونه‌ای از ۱۶۸ بانک تجاری ایالات متحده از سال ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۵، متوجه می‌شویم که موانع موجود با ایجاد رابط‌های غیرمستقیم که امکان ارتباطات حرفه‌ای جمعی را در بین مدیران بانکی فراهم می‌کنند، دور زده شده‌اند. شواهد ما نشان می‌دهد که ارتباط خوب بانک از طریق واسطه‌های مستقیم تأثیر بسزایی در ثبات مالی دارد. نتایج این مطالعه از دیدگاه مبتنی بر منابع پشتیبانی می‌کند که بانک‌های دارای ارتباط به‌خوبی اعتبار و بدهی خود را کاهش می‌دهند. این بانک‌ها ریسک می‌کنند، اما برخلاف انتظار، سرمایه‌گذاری بانک کمتر است. شواهد ما نشان می‌دهد که قانون و فرم مدیریت بانک از نقش ارتباطات حرفه‌ای بین مدیران بانک برای دستیابی کامل به اهداف مد نظر خود در نظر گرفته شده است.

انگینر، دمیرگوکانت، حوزینگا و ما^۲ (۲۰۱۸)، در تحقیقی با عنوان «حاکمیت شرکتی بانک‌ها و ثبات مالی» بیان کردند که حاکمیت شرکتی برای سهام‌داران با ریسک سیستماتیک در بانک‌ها ارتباط بالایی دارد. این تحقیق در بازه زمانی ۲۰۱۴-۱۹۹۰ روابط بین حاکمیت شرکتی بانک‌ها و ریسک‌های موجود را برای بانک‌های آمریکا بررسی کرد و برای بانک‌های نمونه بین‌المللی در بازه

1. Abdelbadie & Salama

2. Anginer Demirguc-Kunt, Huizinga & Ma

۲۰۰۴ تا ۲۰۰۸ بررسی‌هایی انجام داد. نتایج این تحقیق بیان می‌دارد که ریسک بالاتر در بانک‌های بزرگی که در کشورهای با شبکه امنیتی مالی قرار دارند، ریسک را به سمت مالیات‌دهندگان سوق می‌دهند. همچنین اهمیت شبکه امنیتی مالی را به‌خصوص در بانک‌های بزرگ با ریسک بالاتر گوشزد می‌کند و بر اصلاحات حاکمیت شرکتی در رابطه با بانک‌ها تأکید دارد.

لوپو^۱ (۲۰۱۵) در تحقیقی با عنوان «رابطه غیرمستقیم بین حاکمیت شرکتی و ثبات مالی» بیان می‌کند که در پی بحران‌های اخیر، در رابطه با نقش یک چارچوب نظارتی راهبری برای افزایش ثبات مالی، آگاهی افزایش یافته وجود دارد. با این حال، وی معتقد است که رابطه بین حاکمیت شرکتی و ثبات مالی رابطه‌ای غیرمستقیم است، شرکت‌ها ملزم به دنبال کردن ثبات مالی نیستند، مگر اینکه قوانین و مقررات خاص به آن نیاز داشته باشند. جالب است که داشتن چنین اهدافی می‌تواند برای شرکت‌های بزرگ، به‌ویژه آن‌هایی که در سیستم مالی عمل می‌کنند، به خطرهای سیستمیک و حمایت از سرایت مالی منجر شود. مشکلات کلاسیک حاکمیت شرکتی مانند جبران مدیریت ارشد، ترکیب هیئت‌مدیره و استقلال مدیر، تئوری عامل یا ارزش‌گذاری درست، مشکلاتی هستند که پیش‌بینی می‌شود هنگام ارزیابی چگونگی تأثیرگذاری آنها بر ثبات مالی تحلیل شود.

هتای^۲ (۲۰۱۳) در مطالعه با عنوان «اثر حاکمیت شرکتی را بر سودآوری بانک‌ها با استفاده از تئوری نمایندگی» آمار ۱۵ بانک در کشور مالزی بررسی کرده است. شاخص‌های بازده دارایی و بازده سهام به‌عنوان شاخص‌های سودآوری بانک‌ها در نظر گرفته شده است. نتایج برآورد مدل حاکی از این است که استقلال هیئت‌رئیس و نوع مالکیت بانک رابطه منفی با بازدهی سهام دارد.

ارمینا و ماریا^۳ (۲۰۱۰) در مقاله‌ای با عنوان «حاکمیت شرکتی و کارایی بانک» ارتباط بین عملکرد بانکی و حاکمیت شرکتی در بانک‌های اروپایی و آمریکایی و استرالیا و ژاپن را بررسی کرده‌اند. نتایج این بررسی نشان می‌دهد که بین عملکرد بانکی و حاکمیت شرکتی رابطه‌ای منفی وجود دارد، اما بین عملکرد بانکی و اهرم مالی و رشد اقتصادی رابطه محکمی برقرار است. همچنین یافته‌های این تحقیق بیانگر ارتباط مثبت بین سهام‌داران داخلی و عملکرد بانکی است که نشان می‌دهد، هرچه کارمندان داخلی بانک و هیئت‌مدیره و سهام‌داران بزرگ، سهام بیشتر نگهداری کنند، عملکرد بانک افزایش خواهد یافت.

1. Lupu

2. Htay

3. Ermina & Maria

میکی و مورین^۱ (۲۰۰۳)، طی تحقیقات خود در رابطه با حاکمیت شرکتی و ثبات مالی بیان داشتند که نظارت بخش خصوصی باید در بانک‌ها حاکمیت شرکتی را برقرار کند. بر اساس این دیدگاه، ناظر و قانون‌گذار منافع سهام‌داران را در نظر گرفته و سهام‌داران را مطمئن می‌کند که بانک پاسخ‌گوی تصمیم‌های خود است. بر اساس این دیدگاه با پاسخ‌گو بودن رؤسای بانک‌ها و مدیران آنها در رابطه با سپرده‌گذاران و سهام‌داران، پاسخ‌گویی و کارایی عملکرد بانک‌ها افزایش می‌یابد. همچنین بر اساس این دیدگاه سپرده‌گذاران و سهام‌داران می‌توانند عملکرد هیئت‌مدیره را با استانداردهای حاکمیت شرکتی بسنجند. این موضوع باعث می‌شود که مدیران بانک‌ها بتوانند، ریسک‌هایی را که بانک با آن مواجه است، بهتر کنترل کنند.

به بیان اتوال و تیلور^۲ (۲۰۰۰)، حاکمیت شرکتی در بانک‌ها متفاوت از حاکمیت شرکتی در سایر بنگاه‌های مالی است و ناظران و قانون‌گذاران بانکی آن را برقرار می‌کنند. این دیدگاه از آنجا ناشی می‌شود که بانک‌ها و بنگاه‌های مالی با ریسک‌های متعدد مالی، مثل ریسک اعتباری، مواجه هستند که بنگاه‌های غیرمالی در معرض آن ریسک‌ها نیستند. بنابراین، مقررات در رعایت استانداردها و مدیریت مالی بانک‌ها در افزایش کارایی و پاسخ‌گویی بانک‌ها، نقش مهمی دارد. برعکس بنگاه‌های غیرمالی، در بانک‌ها اگر مدیریت مالی به‌درستی انجام نشود، بانک را با خطر ورشکستگی مواجه می‌کند. نقش هیئت‌مدیره بانک در ایجاد تعادل بین سپرده‌ها و عرضه اعتبارات و حفظ حقوق سهام‌داران و سپرده‌گذاران مهم است. بنابراین قانون‌گذار و ناظر بانکی در برابر تصمیم‌هایی که اتخاذ می‌کند و هیئت‌مدیره آن را اجرا می‌کند، پاسخ‌گو است.

روش‌شناسی تحقیق

در این مقاله، نوع تحقیق از نظر هدف کاربردی است. نحوه گردآوری داده‌های تحقیق از نرم‌افزار ره‌آورد نوین است و روش تجزیه و تحلیل فرضیات به کمک روش داده‌های تابلویی و نرم‌افزار ایویوز است. قلمرو زمانی پژوهش دوره ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ بوده و قلمرو مکانی پژوهش بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. تعداد بانک‌های نمونه ۱۵ بانک هستند. با توجه به ادبیات تحقیق و مطالعه انگینر و همکاران (۲۰۱۸)، مدل‌سنجی تحقیق به صورت رابطه ۱ است:

1. Macey & Maureen

2. Eatwell & Taylor

$$\begin{aligned} \text{Stable}_{i,t} = & \partial_0 + \partial_1 \cdot \text{Dual}_{i,t} + \partial_2 \cdot \text{Inst}_{i,t} + \partial_3 \cdot \text{BM}_{i,t} + \partial_4 \cdot \text{Indp}_{i,t} \\ & + \partial_5 \cdot \text{Govern}_{i,t} + \partial_6 \cdot \text{Debt}_{i,t} + \partial_7 \cdot \text{ROA}_{i,t} + \partial_8 \cdot \text{MB}_{i,t} \\ & + \partial_9 \cdot \text{DEFENDER}_{i,t} + \partial_{10} \cdot \text{MAA}_{i,t} + e_{i,t} \end{aligned} \quad (\text{رابطه ۱})$$

متغیر وابسته

ثبات مالی بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که برای محاسبه آن از عکس شاخص ریسک بتا به صورت زیر استفاده می‌شود:

$$\beta = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\text{var}(r_m)} \quad (\text{رابطه ۲})$$

که از تقسیم کواریانس بازده بازار و بانک بر واریانس بازده بازار به دست می‌آید.

متغیرهای مستقل

حاکمیت شرکتی که شامل شاخص‌های پنج‌گانه زیر است:

- دوگانگی مدیرعامل: در صورتی که مدیرعامل عضو هیئت‌مدیره باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر می‌گیرد.
- مالکیت نهادی: درصد مالکیت نهادی به کل مالکیت.
- تعداد اعضای هیئت‌مدیره.
- تعداد اعضای مستقل هیئت‌مدیره: اعضای هیئت‌مدیره که حق رأی در هیئت‌مدیره نداشته و فقط برای امور کارشناسی و نظارتی حضور دارند.
- مالکیت دولتی: چنانچه بیش از ۵۰ درصد مالکیت شرکت دولتی باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت صفر می‌گیرد (لاله ماژین، بیات و سبحانی، ۱۳۹۶). طبق ماده ۴ قانون محاسبات عمومی کشور، شرکت دولتی واحد سازمانی است که با اجازه قانون تشکیل شده و بیش از ۵۰ درصد از سهام آن به صورت مستقیم یا غیرمستقیم متعلق به دولت باشد.

متغیرهای کنترلی

بر اساس مطالعات پیشین و ادبیات تحقیق متغیرهای نسبت بدهی (بدهی کل به دارایی کل)، ارزش بازاری به ارزش دفتری سهام، شاخص سودآوری و عملکرد، استراتژی‌های کسب‌وکار (تدافعی) و توانایی مدیریت به‌عنوان متغیرهای کنترلی معرفی شدند.

جدول ۱. متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	نوع متغیر	روش اندازه‌گیری	پیش‌بینی اثر	منبع
ثبات مالی بانک	Stable	وابسته	عکس شاخص ریسک بتا از صورت‌های مالی (بازده شرکت و بازار)	-	صورت‌های مالی و نرم‌افزار ره‌آورد
دوگانگی هیئت‌مدیره	Dual	مستقل	مجازی در صورتی که مدیرعامل عضو هیئت‌مدیره باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر می‌گیرد.	منفی	یادداشت‌های همراه
مالکیت نهادی	Inst	مستقل	نسبت مالکیت نهادهای حقوقی	مثبت	صورت‌های مالی
تعداد اعضای هیئت‌مدیره	BM	مستقل	تعداد اعضای هیئت‌مدیره	منفی	یادداشت‌های همراه
تعداد اعضای مستقل هیئت‌مدیره	Indp	مستقل	تعداد اعضای مستقل هیئت‌مدیره به کل اعضا	مثبت	یادداشت‌های همراه
نسبت بدهی	Debt	کنترلی	نسبت بدهی کل به دارایی کل	مثبت	صورت‌های مالی
مالکیت دولتی	Govern	مستقل	درصد مالکیت که در دست دولت است.	مثبت	صورت‌های مالی
ارزش بازاری به ارزش دفتری سهام	MB	کنترلی	لگاریتم دارایی‌ها از صورت‌های مالی	منفی	صورت‌های مالی
شاخص عملکرد	ROA	کنترلی	نسبت سود به دارایی	مثبت	صورت‌های مالی
استراتژی کسب‌وکار	DEFENDER	کنترلی	نسبت اقلام تعهدی به دارایی کل	مثبت	صورت‌های مالی
توانایی مدیریت	MAA	کنترلی	نسبت درآمد به هزینه‌ها	منفی	صورت‌های مالی

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۲ مشاهده می‌شود. در این جدول، میانگین بازده دارایی برابر با ۰/۰۵ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه متغیر سهام‌داران نهادی برابر با ۷۱/۳۲ است که نشان می‌دهد نیمی از داده‌های این متغیر کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. در جامعه آماری بررسی شده، انحراف معیار متغیر سهام‌داران نهادی ۲/۸۲ است. پارامتر چولگی میزان عدم تقارن منحنی فراوانی متغیر را

نشان می‌دهد. ضریب چولگی متغیر تمرکز سهام‌داران نهادی برابر با $-0/05$ است، یعنی منحنی فراوانی این متغیر در جامعه بررسی شده، چولگی به چپ داشته و به این اندازه از مرکز تقارن انحراف دارد. همچنین کشیدگی متغیر اندازه شرکت برابر با $4/067$ است که در مقایسه با توزیع نرمال کشیده‌تر است. در ادامه ضرایب

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای مدل تحقیق

متغیر	نهاد	میانگین	میانگین	میانگین	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
بازده دارایی	ROA	$-0/05$	$0/06$	$0/62$	$-0/75$	$0/18$	$-0/91$	$5/46$
ثبات مالی بانک	Stable	$0/004$	$0/006$	$2/538$	$0/096$	$0/295$	$0/325$	$5/060$
دوگانگی هیئت‌مدیره	Dual	$0/633$	$1/000$	$1/000$	$0/000$	$0/482$	$-0/551$	$1/304$
استراتژی‌های کسب‌وکار (تدافعی)	DEFENDER	$0/548$	$1/000$	$1/000$	$0/000$	$0/498$	$-0/193$	$3/132$
سهام‌داران نهادی	INST	$64/71$	$71/32$	$90/87$	$0/20$	$2/82$	$-0/05$	$3/01$
تعداد اعضای هیئت‌مدیره	BM	$5/00$	$6/00$	$10/00$	$3/00$	$0/23$	$-0/93$	$2/94$
نسبت اعضای مستقل هیئت‌مدیره	Indp	$0/420$	$0/519$	$0/65$	$0/000$	$0/500$	$-0/044$	$1/002$
مالکیت دولتی	Govern	$0/395$	$1/00$	$1/000$	$0/000$	$0/205$	$-0/831$	$4/180$
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام	BTM	$0/009$	$0/004$	$0/154$	$-0/007$	$0/013$	$0/873$	$3/540$
اندازه شرکت	SIZE	$14/067$	$13/90$	$19/106$	$10/671$	$1/503$	$0/780$	$4/067$
نسبت بدهی کل به دارایی کل	Debt	$0/555$	$0/575$	$1/087$	$0/12$	$0/189$	$-0/398$	$2/785$

هم‌بستگی متغیرهای پژوهش در جدول ۳ مشاهده می‌شود. ضریب هم‌بستگی متغیرهای پژوهش در این جدول نشان می‌دهد، هم‌بستگی متغیرهای پژوهش با متغیر وابسته ثبات مالی بالایی $0/5$ است و هم‌بستگی متغیرهای مستقل با یکدیگر به نسبت پایین (کمتر از $0/5$) است.

جدول ۳: ضریب همبستگی متغیرهای پژوهش

نوع داده	نسبت بدهی	اندازه شرکت	دفتری به بازاری	مالکیت دولتی	اعضای مستقل	اعضای هیئت‌مدیره	سهام‌داران نهادی	استراتژی کسب‌وکار	دوگانگی هیئت‌مدیره	توانایی مدیریت	ثبات مالی	
بازده دارایی	-۰/۲۱	۰/۳۲	۰/۳۳	-۰/۱۹	-۰/۳۴	-۰/۴۱	۰/۵۳	-۰/۱۴	-۰/۵۱	۰/۳۹	-۰/۶۸	بازده دارایی
	-	۰/۱۶	۰/۳۹	۰/۳۴	۰/۵۰	۰/۱۶	-۰/۴۹	۰/۴۱	۰/۴۸	۰/۲۲	۰/۶۹	نسبت بدهی
		-	۰/۲۶	۰/۰۳	۰/۱۹	۰/۳۲	۰/۲۰	۰/۱۸	۰/۰۹	۰/۳۳	۰/۶۴	اندازه شرکت
			-	۰/۲۶	۰/۴۲	۰/۴۱	۰/۳۷	۰/۰۳	۰/۴۹	-۰/۱۲	۰/۵۳	ارزش دفتری به بازاری سهام
				-	-۰/۳۳	۰/۲۵	-۰/۵۴	۰/۰۶	۰/۳۴	۰/۱۰	۰/۸۵	مالکیت دولتی
					-	۰/۱۶	۰/۳۰	۰/۳۴	-۰/۲۷	۰/۳۵	۰/۸۲	اعضای مستقل هیئت‌مدیره
						-	۰/۳۷	۰/۲۵	۰/۲۸	۰/۱۹	-۰/۸۰	اعضای هیئت‌مدیره
							-	-۰/۳۳	-۰/۱۹	۰/۱۴	۰/۷۹	سهام‌داران نهادی
								-	۰/۱۱	۰/۱۹	۰/۶۱	استراتژی کسب‌وکار
									-	-۰/۳۳	۰/۷۱	دوگانگی هیئت‌مدیره
										-	۰/۶۴	توانایی مدیریت
											-	ثبات مالی

آزمون فروض کلاسیک

برای بررسی آزمون فرضیه‌های تحقیق از روش تابلویی استفاده شده است. برای این منظور، ابتدا فروض کلاسیک هم‌خطی، خودهم‌بستگی و واریانس ناهم‌سانی بررسی می‌شوند و سپس برای تعیین نوع آزمون از F لیمر و هاسمن استفاده خواهد شد. نتایج تورم واریانس متغیرهای پژوهش برای آزمون هم‌خطی به صورت جدول ۴ است.

جدول ۴. آزمون هم‌خطی مدل پژوهش

نام متغیر	توانایی مدیریت	دوگانگی هیبت‌مدیره	کسب‌وکار (تداومی)	استراتژی‌های	سهام‌داران نهادی	اعضای هیبت‌مدیره	هیبت‌مدیره	اعضای مستقل	مالکیت دولتی	بازاری	ارزش دفتری به	اندازه شرکت	نسبت بدهی به	بازده دارایی
VIF مدل	۴/۴۶	۴/۳۲	۲/۹۸	۱/۳	۳/۴	۱/۶	۳/۶۶	۳/۷۵	۳/۰	۳/۸	۳/۲			

کمتر بودن مقادیر عوامل تورم واریانس (VIF) از عدد ۵ بیانگر نبود هم‌خطی شدید بین متغیرهای مستقل است. به منظور آزمون خودهم‌بستگی میان جملات خطا، از آزمون بروش - گات فری (BG test) استفاده شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون خودهم‌بستگی باقی‌مانده‌ها

نتیجه آزمون	p-value	آماره Obs*R-squared	آماره F	فرضیه صفر و مقابل
قبول فرض صفر (نبود خودهم‌بستگی)	۰/۲۳۷	۳/۵۹۹	۱/۵۱۹	(H ₀): نبود خودهم‌بستگی
				(H ₁): وجود خودهم‌بستگی

با توجه به اطلاعات جدول ۵ خروجی این آزمون و مقدار احتمال یا همان p-value مشاهده می‌شود که مقدار احتمال بزرگ‌تر از سطح ۵ درصد شده است، از این رو، فرضیه صفر تأیید شده و وجود خودهم‌بستگی بین مقادیر خطا رد می‌شود.

در این قسمت با استفاده از آزمون وجود اثر بروش - پاگان - گادفری به آزمون همسانی واریانس مقادیر باقی‌مانده الگو پرداخته شده است.

جدول ۶. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس جملات خطا

نتیجه آزمون	p-value	آماره Obs*R-squared	آماره F	فرضیه صفر و مقابل
قبول فرض صفر (همسانی واریانس)	۰/۳۱۵	۷/۳۵۰	۱/۰۲۴	(H ₀): همسانی واریانس
				(H ₁): ناهمسانی واریانس

با توجه به مقادیر احتمال یا p-value به دست آمده در خروجی جدول ۶ این آزمون مشاهده می‌شود که این میزان از سطح ۵ درصد بزرگ‌تر بود، بنابراین دلیلی برای رد فرضیه صفر وجود ندارد و جملات خطا دارای واریانس همسان هستند.

آزمون F لیمر

نتایج آزمون F لیمر در جدول ۷ برای مدل پژوهش نشان داده شده و برای تخمین این مدل‌ها، روش به کارگیری داده‌ها تلفیقی یا تابلویی است. مقدار احتمال مربوط به این آماره برای مدل پژوهش کمتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه و بر مبنای این نتایج، فرض صفر آزمون مبنی بر تلفیقی بودن داده‌ها رد می‌شود و داده‌ها به صورت تابلویی تخمین زده می‌شوند.

جدول ۷. نتایج آزمون F لیمر برای مدل‌های پژوهش

نوع آزمون	آماره	احتمال آماره	نتیجه
F لیمر	۷/۸۸۷	۰/۰۰۰۰	روش تابلویی

آزمون هاسمن

با توجه به آزمون F لیمر، لازم است آزمون هاسمن برای تعیین نوع داده‌های تابلویی انجام گیرد. همان‌طور که در جدول ۸ مشاهده می‌شود، نتیجه آزمون هاسمن برای مدل پژوهش نشان می‌دهد داده‌ها از نوع اثرهای تصادفی هستند، مقدار احتمال مربوط به آماره آزمون هاسمن نشان داده که این مقدار بیشتر از ۵ درصد است، بنابراین مدل تحقیق روی متغیرهای مد نظر بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرهای تصادفی تخمین زده می‌شود.

جدول ۸. نتایج آزمون هاسمن

نوع آزمون	آماره	درجه آزادی	احتمال آماره	نتیجه
هاسمن	۲۱/۶۶۰۷	۱۵	۰/۱۱۷۰	روش تابلویی با اثرهای تصادفی

نتایج تخمین مدل تحقیق

پس از انجام آزمون‌های آماری لازم، به منظور تعیین به کارگیری داده‌ها و اطمینان از صحت الگوی برآزش شده، نتایج نهایی حاصل از تخمین مدل‌های تحقیق در ادامه ارائه می‌شوند. بر اساس نتایج آزمون F لیمر، مدل تحقیق بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرهای تصادفی تخمین زده شد. نتایج حاصل از تخمین این مدل در جدول ۹ ارائه شده است.

جدول ۹. نتایج مربوط به تخمین مدل تحقیق

متغیر وابسته: ثبات مالی (Stable)					
نام متغیر	نماد متغیر	ضریب برآورد شده	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	C	-۶/۳۰۵	۶/۸۲۱	-۰/۹۲۴	۰/۳۵۵
توانایی مدیریت	MAA	-۰/۱۱۸	۰/۰۲۳	۵/۱۳۳	۰/۰۰۰
دوگانگی هیئت‌مدیره	Dual	-۰/۲۷۲	۰/۱۰۸	۲/۵۰۴	۰/۰۱۴
استراتژی‌های کسب‌وکار (تدافعی)	DEFENDER	۱/۴۸۲	۰/۵۴۱	۲/۷۳۷	۰/۰۰۶
سهام‌داران نهادی	INST	-۰/۰۲۷	۰/۰۰۹	۲/۸۹۴	۰/۰۰۳
تعداد اعضای هیئت‌مدیره	BM	-۰/۰۳۴	۰/۰۱۳	-۲/۵۵۵	۰/۰۱۰
نسبت اعضای مستقل هیئت‌مدیره	Indp	۱/۳۹۹	۰/۲۶۱	۵/۳۵۵	۰/۰۰۰
مالکیت دولتی	Govern	-۰/۱۵۶	۰/۰۴۵	۳/۴۶۱	۰/۰۰۰
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام	BTM	۱/۷۸۷	۰/۳۰۳	۵/۸۹۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۱/۳۵۸	۰/۴۴۸	۳/۰۳۲	۰/۰۰۲
نسبت بدهی کل به دارایی کل	Debt	-۰/۳۳۷	۰/۰۴۶	۷/۲۸۴	۰/۰۰۰
بازده دارایی	ROA	-۴/۲۴۵	۰/۲۵۷	-۱۶/۴۷۲	۰/۰۰۰
آماره F: ۳۴/۰۸			معناداری آماره F: ۰/۰۰۰		
آزمون دوربین واتسون: ۱/۶۶			ضریب تعیین: ۰/۷۲		

در این الگو با توجه به معنادار بودن و تأثیرگذار بودن متغیرها، نتایج استخراج شده است. به ضریب تعیین نشان‌دهنده برآزش خوب الگو است و متغیرهای استفاده‌شده در آن قدرت

توضیح‌دهندگی مدل را به میزان ۷۲ درصد نشان می‌دهد. دوربین واتسون نیز نشان از نبود خودهم‌بستگی دارد و عدد $1/66$ را نشان می‌دهد. آماره F برابر ۳۴ و احتمال آن کمتر از $0/05$ است که حاکی از معناداری کل مدل است. آماره t در این برازش نیز برابر صفر بودن ضرایب را رد می‌کند. علامت ضرایب نیز همگی مطابق با تئوری و مبانی نظری ارائه‌شده در فصل دوم این گزارش است و با توجه به احتمال ضرایب حاکی از تأثیرگذاری کلیه متغیرهای استفاده‌شده در این پژوهش و معنادار بودن آنها است.

نتیجه‌گیری و بحث

نتایج تحقیق نشان می‌دهند که اثر متغیر مستقل دوگانگی مدیرعامل بر متغیر وابسته ثبات مالی مثبت و معنادار است و حاکی از آن است که افزایش دوگانگی مدیرعامل به افزایش هزینه‌های نمایندگی و ثبات مالی بانک‌ها منجر خواهد شد. بر اساس نتایج تحقیق، اثر متغیر مستقل سهام‌دار نهادی بر متغیر وابسته ثبات مالی مثبت و معنادار بوده و بیان‌کننده آن است که افزایش مالکیت نهادی به افزایش نظارت‌های مالی و کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش ثبات مالی بانک‌ها منجر خواهد شد. همچنین نتایج نشان می‌دهند که اثر متغیر مستقل مالکیت دولتی بر متغیر وابسته ثبات مالی مثبت و معنادار است و حاکی از این موضوع است که افزایش مالکیت دولتی به افزایش هزینه‌های نمایندگی، کاهش کارایی استفاده از منابع و افزایش بی‌ثباتی مالی بانک‌ها منجر خواهد شد. نتایج رگرسیون نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل نسبت اعضای مستقل هیئت‌مدیره بر متغیر وابسته ثبات مالی منفی و معنادار است و بیان می‌کند که افزایش نسبت اعضای مستقل هیئت‌مدیره به کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش ثباتی مالی بانک‌ها منجر خواهد شد. بر اساس نتایج تحقیق، اثر متغیر مستقل تعداد اعضای هیئت‌مدیره بر متغیر وابسته ثبات مالی مثبت و معنادار است و حاکی از این موضوع است که افزایش اعضای هیئت‌مدیره به کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش ثبات مالی بانک‌ها منجر خواهد شد.

با توجه به نتایج تحقیق، اثر متغیر دوگانگی مدیرعامل بر ثبات مالی منفی و معنادار است. به مدیران بانکی توصیه می‌شود برای افزایش ثبات مالی بانک‌ها، سیاست‌های مبتنی بر کاهش دوگانگی مدیرعامل در بانک‌ها در پیش گرفته شود، زیرا افزایش دوگانگی مدیرعامل به افزایش هزینه‌های نمایندگی و کاهش بازده و قیمت و افزایش بی‌ثباتی مالی بانک‌ها منجر خواهد شد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اثر سهام‌دار نهادی بر ثبات مالی مثبت و معنادار است، از این رو به مدیران

بانکی توصیه می‌شود برای افزایش ثبات مالی بانک، در ساختار مالکیت بانک‌ها، سیاست‌های مبتنی بر افزایش سهام‌دار نهادی پیش گرفته شود، زیرا افزایش مالکیت نهادی به افزایش نظارت‌های مالی و کاهش بی‌ثباتی مالی بانک‌ها منجر خواهد شد. نتایج نشان‌دهنده اثر منفی و معنادار مالکیت دولتی بر ثبات مالی است، بنابراین به مدیران بانکی توصیه می‌شود برای افزایش ثبات مالی، سیاست‌های مبتنی بر افزایش خصوصی‌سازی بانک‌ها و کاهش سهام و مالکیت دولتی در بانک‌ها گام بردارند، زیرا افزایش مالکیت دولتی به کاهش کارایی منابع و افزایش بی‌ثباتی مالی منجر خواهد شد. همچنین با توجه به آنکه اثر متغیر نسبت اعضای مستقل هیئت‌مدیره بر ثبات مالی مثبت و معنادار است، به مدیران بانکی توصیه می‌شود برای افزایش ثبات مالی بانک، سیاست‌های مبتنی بر افزایش نسبت اعضای مستقل در ساختار هیئت‌مدیره بانک‌ها را در پیش گیرند و با توجه به اثر مثبت و معنادار متغیر تعداد اعضای هیئت‌مدیره بر ثبات مالی، به مدیران بانکی پیشنهاد می‌شود برای افزایش ثبات مالی بانک، تعداد اعضای هیئت‌مدیره را افزایش دهند، زیرا افزایش اعضای هیئت‌مدیره به کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش ثبات مالی بانک‌ها منجر خواهد شد.

منابع و مأخذ

الف. فارسی

- احمدی، نرگس (۱۳۹۴). *اصول چهارده‌گانه برای بهبود حاکمیت شرکتی*. کمیته نظارت بانکی بال، کمیته بین‌المللی تسویه.
- آقامحمدی رنانی، سمیه؛ واعظ برزانی، محمد؛ دلالی اصفهانی، رحیم؛ قاسمی، محمدرضا (۱۳۹۲). بررسی اثر ارزش محصول واسطه‌گری بانک‌های تجاری بر بی‌ثباتی اقتصادی ایران طی سال‌های ۸۶-۱۳۶۰. *بژوهش‌های اقتصادی*، ۱۳ (۲)، ۱۰۷-۱۲۸.
- اکبری، نسترن؛ سمیع داریانی، نادره؛ کریم‌خان زند، حسین (۱۳۹۶). تأثیر مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی بر ثبات مالی شرکت‌های بیمه. *بیست‌وچهارمین همایش ملی بیمه و توسعه*، تهران. قابل دسترس در <https://civilica.com/doc/825851>
- برخورداری، سجاد؛ فرزین وش، اسدالله (۱۳۸۷). تجارب جهانی مقابله با بحران مالی و آموزه‌هایی برای اقتصاد ایران، *تازه‌های اقتصاد*، ۸ (۱۲۷)، ۱۱۶-۱۴۱.
- بنویدی، مجید (۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی. *تازه‌های جهان بیمه*، ۵ (۹۶)، ۳-۲۱.
- برادران حسن‌زاده، رسول؛ بادآورنهدی، یونس؛ حسین بابایی، قادر (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین برخی

مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۹(۲)، ۱-۱۶.

رجبی، زینب؛ کرمی، وحید؛ لامعی، بهزاد؛ واشقانی فراهانی، ابراهیم (۱۳۹۴). *رهنمودهای اصول حاکمیت شرکتی برای بانک‌ها*. کمیته بال، ۱۹۸.

ستوده نیا، سلمان؛ عابدی، فریبا (۱۳۹۴). تأثیر سیاست‌های پولی و مالی و در ایران. *فصل‌نامه سیاست‌های راهبردی و کلان*، ۱، ۱۰۳-۱۱۵.

سعیدی کیا، مهناز؛ دهمرده، نظر (۱۳۹۷). آنالیز عکس‌العمل بورس اوراق بهادار به تغییر سیاست‌های پولی. *دومین کنفرانس بین‌المللی تحولات نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری*، تهران. <https://civilica.com/doc/782036>

شجری، پرستو (۱۳۹۰). بانکداری اسلامی و ثبات مالی. *فصل‌نامه تازه‌های اقتصاد*، ۸(۱۲۸)، ۱-۱۲.

شکوهی فرد، سیامک؛ میرباقری هیر، میرناصر؛ ناهیدی امیرخیز، محمدرضا (۱۳۹۵). ارزیابی ثبات مالی و تبیین عوامل مؤثر بر ثبات مالی بانک‌های کشور. *فصل‌نامه سیاست‌های مالی و اقتصادی*، ۴(۱۵)، ۲۳-۴۴.

قالیباف اصل، حسن؛ رضایی، فاطمه (۱۳۸۶). تأثیر ترکیب هیأت مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۹(۲۳).

قلیچ، وهاب؛ تقوی، مهدی؛ خدابخش، محسن (۱۳۹۱). اثر تعهدات بدهی در شکنندگی نظام بانکی (تجربه بانک‌های اسلامی در بحران اخیر). *فصل‌نامه پژوهش‌های پولی - بانکی*، ۳(۸)، ۱۲۱-۱۵۴.

کاشف بهرامی، فرهنگ (۱۳۹۲). حاکمیت شرکتی و نقش رئیس هیئت‌مدیره و ارتباط آن با عدم تقارن اطلاعاتی و حسابرسی داخلی. *حسابرس*، ۶۹(۱)، ۱۰۲-۱۱۱.

لاله ماژین، مریم؛ زلفی، حسن؛ بیات، مرتضی؛ سبحانی، علی (۱۳۹۶). تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۹(۳۶)، ۱۵۱-۱۷۰.

مشکی میاوقی، مهدی؛ هاشمی سعادت، مریم (۱۳۹۴). بررسی رابطه حاکمیت شرکتی با احتمال وقوع ورشکستگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری، پاسخ‌گویی و منافع جامعه*، ۵(۲)، ۳۷-۵۸.

منتقمی، عزیزاله (۱۳۹۳). *اهمیت تضاد منافع در شرکت‌ها در چارچوب تئوری نمایندگی و نظام حاکمیت شرکتی، دومین همایش ملی رویکردی بر حسابداری، مدیریت و اقتصاد*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد فومن و شفت.

میرباقری هیر، میرناصر؛ ناهیدی امیرخیز، محمدرضا؛ شکوهی فرد، سیامک (۱۳۹۵). ارزیابی ثبات مالی و تبیین عوامل مؤثر بر ثبات مالی بانک‌های کشور. *فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی*، ۴ (۱۵)، ۳-۴۲.

نیکومرام، هاشم؛ احمدی، موسی؛ موسوی، سید رضا (۱۳۸۷). مروری بر مفاهیم حاکمیت شرکتی در نظام بانکداری بدون ربا در ایران. *فصلنامه مطالعات مالی*، ۱ (۱)، ۷-۴۴.

نیلی، فرهاد. (۱۳۹۳). *مقدمه‌ای بر ثبات مالی*، مجمع ثبات مالی.

ب. انگلیسی

Ashraf Abdelbadie, R. & Salama, A. (2019). Corporate governance and financial stability in US banks: Do indirect interlocks matter? *Journal of Business Research*, 104, 85-105.

Abu-Tapanjeh, A.M. (2009). Corporate governance from the Islamic perspective: A comparative analysis with OECD principles. *Critical perspectives on Accounting*, 20(5), 556-567.

Anginer, D., Demircuc-Kunt, A., Huizinga, H., & Ma, K. (2018). Corporate governance of banks and financial stability. *Journal of Financial Economics*, 130(2), 327-346.

Baranoff, E.G. and Sager, T.W. (2009). The impact of mortgage-backed securities on capital requirements of life insurers in the financial crisis of 2007–2008. *The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice*, 34(1), 100-118.

Eatwell, John & Lance Taylor. (2000). *Global Finance At Risk THE case for international regulation*. Polity Press

Ermina, P., & Maria, P. (2010). *Corporate governance and bank performance*. International Hellenic University.

Htay, S.N.N. (2012). Better Boards Towards Higher Profitability. *World Review of Business Research*, 2(2), 149-163.

Lupu, I. (2015). The indirect relation between corporate governance and financial stability. *Procedia economics and finance*, 22, 538-543.

Macey, J. & Maureen, O. (2003). Corporate Governance of Banks. Federal Reserve Bank of New York. *Economic Policy Review*, 9(1), 123-141.

Schinasi, J. G. (2004). *Safeguarding financial stability: Theory and practice*. International Monetary Fund.