

Cite the article: Hemmati, H., Mohamadi, M., Saadati, D. (2025). Investigate the Moderating Effects of Corporate Governance Mechanisms, CEO Narcissism and Free Cash Flow on the Relationship Between Board Diversity and Company Risk-Taking. *Journal of Accounting, Auditing and Finance in islamic enviroments*, 2(5), 96-131.

## Investigate the Moderating Effects of Corporate Governance Mechanisms, CEO Narcissism and Free Cash Flow on the Relationship Between Board Diversity and Company Risk-Taking

Hassan Hemmati <sup>1</sup>, Mohamad mohamadi <sup>2</sup>, Davood saadati <sup>3</sup>

1. Department of Accounting, Parandak Branch, Non-Profit University, Parandak, Iran (hemmati\_h433@yahoo.com)
2. Department of Accounting, Parandak Branch, Non-Profit University, Parandak, Iran (Corresponding Author) (mkz.mohamadi@gmail.com)
3. Master of Accounting, Department of Accounting Parandak Branch, Non-Profit University, Parandak, Iran (saadati.davood@yahoo.com)

### ABSTRACT

Received: 16/12/2023 - Accepted: 31/08/2024

The purpose of the current research is to investigate the moderating effects of corporate governance mechanisms, CEO narcissism and free cash flow on the relationship between board diversity and company risk-taking. The current research is an applied type of research according to its purpose. This research is of a descriptive correlational type and the research methodology is of a post-event type. To test the hypotheses, a multivariate regression model was used. The data obtained in relation to the research variables were entered into an Excel spreadsheet and then analyzed using Eviuse 11 software. The statistical population of this research is based on the method of systematic elimination from among all the companies accepted in the Tehran Stock Exchange, during the period of 2013 to 2022 and inculing 107 companies. The results of the first hypothesis showed that there is a negative and significant relationship between the gender diversity of the board of directors and the company's risk-taking. The results of the second hypothesis showed that the size of the board of directors does not moderate the negative relationship between the gender diversity of the board and the companies risk-taking. The results of the third hypothesis showed that the independence of the board moderates the negative relationship between the gender diversity of the board and the company's risk-taking. The results of the fourth hypothesis showed that the CEO's narcissism moderates the relationship between the gender diversity of the board and the company's risk-taking.

**Keywords** Corporate governance; CEO's narcissism; free cash flow; board diversity; Company's risk-taking.

استاد به مقاله: همتی، حسن، محمدی، محمد و سعادت، داود. (۱۴۰۴). اثر تعدیل کننده مکانسیم های حاکمیت شرکتی، خودشیفتگی مدیرعامل و جریان نقدی آزاد بر رابطه بین تنوع هیئت مدیره و ریسک پذیری شرکت. حسابداری، حسابرسی و تأمین مالی در محیط های اسلامی، ۲ (۵)، ۹۶-۱۳۱.

## اثر تعدیل کننده مکانسیم های حاکمیت شرکتی، خودشیفتگی مدیرعامل و جریان نقدی آزاد بر رابطه بین تنوع هیئت مدیره و ریسک پذیری شرکت

حسن همتی<sup>۱</sup>، محمد محمدی<sup>۲</sup>، داود سعادت<sup>۳</sup>

۱. گروه حسابداری، واحد پرندک، دانشگاه غیر انتفاعی، پرندک، ایران. (hemmati\_h433@yahoo.com)
۲. گروه حسابداری، واحد پرندک، دانشگاه غیر انتفاعی، پرندک، ایران. (نویسنده مسئول) (mkz.mohamadi@gmail.com)
۳. کارشناسی ارشد حسابداری، گروه حسابداری، واحد پرندک، دانشگاه غیر انتفاعی، پرندک، ایران. (saadati.davood@yahoo.com)

### چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی اثرهای تعدیل کننده مکانسیم های حاکمیت شرکتی، خودشیفتگی مدیرعامل و جریان نقدی آزاد بر رابطه بین تنوع هیئت مدیره و ریسک پذیری شرکت است.

پژوهش حاضر بر حسب هدف از نوع تحقیقات کاربردی است. این پژوهش از نوع توصیفی همبستگی و روش شناسی پژوهش از نوع پس رویدادی است. برای آزمون فرضیه ها، از مدل رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است. اطلاعات اخذ شده درباره متغیرهای تحقیق، وارد صفحه گسترده اکسل شده و سپس با استفاده از نرم افزارهای ایویوز ۱۱ تحلیل شدند. جامعه آماری این پژوهش از میان تمام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۱ و مشتمل بر ۱۰۷ شرکت است.

نتایج فرضیه نخست نشان داد بین تنوع جنسیتی هیئت مدیره و ریسک پذیری شرکت، رابطه منفی و معناداری وجود دارد. نتایج فرضیه دوم نشان داد اندازه هیئت مدیره، رابطه منفی بین تنوع جنسیتی هیئت مدیره و ریسک پذیری شرکت را تعدیل نمی کند. نتایج فرضیه سوم نشان داد استقلال هیئت مدیره، رابطه منفی بین تنوع جنسیتی هیئت مدیره و ریسک پذیری شرکت را تعدیل می کند. نتایج فرضیه چهارم نشان داد خودشیفتگی مدیرعامل رابطه بین تنوع جنسیتی هیئت مدیره و ریسک پذیری شرکت را تعدیل می کند. نتایج فرضیه پنجم نشان داد که جریان نقدی آزاد رابطه منفی بین تنوع جنسیتی هیئت مدیره و ریسک پذیری شرکت را تعدیل نمی کند.

حضور زنان در هیئت های مدیره، مکانسیم های نظارتی را تقویت می کند، حل تعارض های نمایندگی را ممکن می سازد و تصمیم گیری پرخطر را تعدیل می سازد. در حقیقت، زنان با ابغای نقش نظارتی خود در هیئت مدیره، تخصیص منابع را بهبود می بخشد و مشکلات سرمایه گذاری بیش از حد را محدود می کنند. حضور زنان در هیئت مدیره، امکان کاهش ریسک شرکت را با کاهش نوسان های بازده سهام فراهم می کند. دارا بودن هیئت مدیره قوی تر و بزرگتر می تواند رفتار ریسک پذیری شرکت را کاهش دهد، به ویژه زمانی که هیئت مدیره، متنوع و متشکل از اعضای بسیار واجد و آگاه به شرایط باشند. بر اساس نظریه های نمایندگی و وابستگی به منابع، مدیران دارای استقلال کافی، تا حد ممکن تعارض منافع میان مدیران و سهامداران را کاهش می دهند و زمینه اعتماد و تضامین بیشتر برای سرمایه گذاران و ذینفعان را فراهم می سازند. مدیران با استقلال حداکثری، بالطبع از سرمایه گذاری در پروژه هایی با ریسک پایین تر پشتیبانی می کنند. در بسیاری از کشورهای پیشرفته و برخی از کشورهای در حال توسعه، قابلیت ها و شایستگی های زنان در منصب مدیریت پذیرفته و نهادینه شده و به دلیل توانایی های خاص آن ها در کنترل بحران و ریسک و همچنین بهبود برون دادهای مالی و غیرمالی، جایگاه آن ها بیش از پیش، تثبیت شده است؛ اما شواهد در ایران تا حدی نمایانگر این موضوع است که قابلیت های زنان در راستای پیاده سازی هدف های و چشم اندازهای راهبردی شرکت ها به دلیل تسلط جو مردسالارانه و فرهنگ قالب، محدود شده است.

**کلیدواژه ها:** حاکمیت شرکتی، خودشیفتگی مدیرعامل، جریان نقدی آزاد، تنوع هیئت مدیره، ریسک پذیری شرکت.

## مقدمه

تنوع هیئت‌مدیره در سال‌های اخیر توجه قابل‌توجهی را از سوی سیاست‌گذاران، شرکت‌ها و محققان به خود جلب کرده است. تنوع در هیئت‌مدیره شرکت‌ها ابتدا به‌عنوان یک دغدغه مهم در خصوص چگونگی حضور زنان در مناصب مدیریتی و نیز تقویت برابری اجتماعی و جنسیتی مطرح گردید؛ تنوع هیئت‌مدیره در اصل به‌عنوان «تنوع در ترکیب هیئت‌مدیره تعریف می‌شود (اوزدمیر<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۲). اما این تنوع می‌تواند بر میزان ریسک‌پذیری شرکت تأثیر داشته باشد و از سویی دیگر، تحت تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی (اندازه و استقلال هیئت‌مدیره)، خودشیفتگی مدیرعامل و جریان نقدی آزاد نیز باشد که به‌نظر می‌رسد پیشتر در پژوهش‌های داخلی به آن‌ها اشاره نشده و مورد بررسی جامع قرار نگرفته است. مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی در حقیقت، سازوکارهایی هستند که با افزایش کارایی و رشد اقتصادی، عملکرد شرکت را ارتقا داده و بهبود می‌بخشند (محمد<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۲). ریسک‌پذیری شرکتی بازتابی از انتخاب‌های مدیران عامل است و درک ریسک‌پذیری شرکتی ضروری است زیرا ریسک‌ها برای بقا و عملکرد شرکت‌ها حیاتی هستند (ژانگ<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۲۳). همچنین، اندازه هیئت‌مدیره یک مکانیسم داخلی حیاتی از حاکمیت شرکتی است و نقش مهمی در مدیریت شرکت، جهت‌دهی به هدف‌ها و بهبود عملکرد و ارزش شرکت ایفا می‌کند (تمپاکودی<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۲۲). استقلال هیئت‌مدیره نیز به‌عنوان درصد اعضای مستقل هیئت‌مدیره در هیئت‌مدیره تعریف می‌شود و در درجه اول، عضو هیئت‌مدیره مستقل کسی است که مستقیم در استخدام شرکت نیست و هیچ وابستگی مستقیمی به شرکت ندارد (اوزدمیر و همکاران، ۲۰۲۲). در دیگر سو، مدیران عامل خودشیفته، اقدام‌های جسورانه مانند خرید در مقیاس بزرگ را ترجیح می‌دهند تا توجه خارجی را به خود جلب کنند و نسبت به شاخص‌های عینی مانند عملکرد مالی شرکت

- 
1. Ozdemir
  2. Muhammad
  3. Zhang
  4. Tampakoudi .

واکنش کمتری نشان می‌دهند در حالی که نسبت به تحسین اجتماعی حساس‌تر هستند (هونگ<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۲). در نهایت، جریان نقدی آزاد نیز به‌عنوان نوعی پول نقد توصیف می‌شود که چنانچه کل سرمایه‌گذاری شرکت برای محافظت از پروژه‌های ادامه‌دار انجام شود می‌تواند به همه سرمایه‌گذاران پرداخت شود (هدایتی<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۲). پژوهش حاضر به دو دلیل مهم است: نخست، با وجود تلاش‌های زیاد در تحقیقات مختلف، به نظر می‌رسد هیچ اتفاق نظری در مورد تأثیر تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره بر ریسک‌پذیری شرکت‌های عضو بازار سرمایه ایران وجود ندارد، که این مهم باعث تحقیقات بیشتر در بخش‌های مختلف اقتصاد می‌شود. دوم، شرکت‌های عضو در بازار سرمایه دارای ویژگی‌های متمایزی هستند که ممکن است مکانسیم‌های حاکمیت شرکتی آن‌ها را تغییر دهد. بنابراین، این دست از شرکت‌ها باید دائم آماده باشند و به نیازهای متغیر مشتریان و سرمایه‌گذاران با راهبردهای مؤثر پاسخ دهند. برای این منظور، وظایف مشاوره و نظارت هیئت‌مدیره برای این شرکت‌ها حیاتی به نظر می‌رسد تا اطمینان حاصل شود که راهبردهای شرکت با سیاست‌های شرکت همسو هستند و مدیران تصمیم‌های سرمایه‌گذاری فرصت‌طلبانه‌ای که بیش از حد مخاطره‌آمیز و برخلاف منافع سهامداران است، اتخاذ نمی‌کنند. همچنین توجه به این ضرورت مهم است که این شرکت‌ها در یک محیط پویا فعالیت می‌کنند که نیاز به همکاری در صنایع مختلف را دارند. بنابراین، اندازه، تخصص و استقلال اعضای هیئت‌مدیره در درک پویایی‌های مختلف صنعت برای ارزیابی مؤثر پیشنهادها، مدیریت و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بسیار مهم است. با تمرکز بر تنوع هیئت‌مدیره‌های عضو بازار سرمایه ایران، این مطالعه پیامدهای فوری و کاربردی برای حاکمیت این دست از شرکت‌ها ارائه می‌دهد. با توجه به این مطالب، هدف این پژوهش بررسی رابطه بین تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری شرکت با توجه به اثرگذاری تعدیل‌کننده مکانسیم‌های حاکمیت شرکتی (اندازه و استقلال هیئت‌مدیره)، دوگانگی مدیرعامل و جریان نقدی آزاد در شرکت‌های

عضو بازار سرمایه ایران است تا علاوه بر پایه‌گذاری موضوعی جدید، بتوان راهکارهای عملی و کاربردی نیز در راستای بهبود فرایندهای ریسک‌پذیری شرکت نیز ارائه کرد.

## بیان مسئله و پیشینه پژوهش

### تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری شرکت

تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره به‌عنوان حضور مدیران زن در هیئت‌مدیره شرکت‌ها تعریف می‌شود. پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهد که تنوع جنسی هیئت‌مدیره به‌طور قابل توجهی بر حاکمیت شرکتی و فرایندهای تصمیم‌گیری، تأثیر می‌گذارد، زیرا (الف) هیئت‌های دارای تنوع جنسیتی به‌عنوان ناظر مدیریت بهتر عمل می‌کنند، (ب) تنوع جنسی هیئت‌مدیره فرایندها و نتایج تصمیم‌گیری را افزایش می‌دهد و (ج) مدیران زن عموماً بیش از مردان به اخلاق اهمیت می‌دهند (محمد و همکاران، ۲۰۲۲). با این حال، شواهد درباره رابطه بین تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری شرکت مختلط است. از یک طرف، برخی از مطالعات نشان می‌دهند که زنان بیشتر از مردان ریسک‌گریز هستند (برگر<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۴)، تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره بالاتر با خطر کمتری در شرکت مرتبط است (برنیل<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۸)، و مردان هیئت‌مدیره تحت سلطه بیشتر، احتمال دارد که فعالیت‌های ادغام و تملک را انجام دهند (لوی<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۴). از سوی دیگر، مطالعات دیگر نشان می‌دهد که مدیران زن از همتایان مرد خود ریسک‌پذیرترند (برگر و همکاران، ۲۰۱۴). گولامهوسن و سانتا<sup>۴</sup> (۲۰۱۵) نقش زنان را در نمونه‌ای متشکل از ۴۶۱ بانک بزرگ از سازمان همکاری اقتصادی و کشورهای توسعه، ارزیابی و آشکار می‌کنند که حضور آن‌ها در هیئت‌مدیره بر ریسک‌پذیری بانک تأثیر منفی می‌گذارد. با استفاده از نمونه‌ای از ۴۱ شرکت ایتالیایی، روسی<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۱۷) رابطه منفی بین مدیران زن و ریسک‌پذیری شرکت پیدا کردند.

---

1. Berger  
 2. Berniel  
 3. Levi  
 4. Gulamhussen and Santa  
 5. Rossi

## مکانیسم های حاکمیت شرکعی، نوع جنسیتی هیئت مدیره و ریسک پذیری شرکت

نتایج رابطه بین اندازه هیئت مدیره و ریسک شرکت، آمیخته است. تئوری نمایندگی استدلال می کند که هیئت مدیره های بزرگ با مشکلات ارتباطی و هماهنگی مواجه می شوند که آن ها را از تصمیم گیری های پرخطر و بحث برانگیز بازمی دارد. بنابراین، با تصمیم های شرکعی کم ریسک و متوسط همراه است. از سوی دیگر، نظریه وابستگی به منابع، استدلال می کند که داشتن هیئت مدیره قوی تر و بزرگ تر می تواند رفتار ریسک پذیری شرکت را کاهش دهد، به ویژه زمانی که هیئت مدیره متشکل از اعضای بسیار واجد شرایط و آگاه باشد (ناکانو و نگوین<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲). بنابراین، هیئت مدیره های بزرگ تر از طریق مشاوره، مشاوره و ارتباطات صنعتی، منابع را وارد می کنند و در نهایت بر ارزش سهامداران تأثیر می گذارند و از منافع مدیران محافظت می کنند.

یرماک<sup>۲</sup> (۱۹۹۶) دریافت که هیئت مدیره های کوچک تر به احتمال زیاد باعث ایجاد ارزش می شوند و تمایل به تصمیم گیری های مدیریتی پرخطرتر از هیئت مدیره های بزرگ تر دارند. ناکانو و نگوین (۲۰۱۲) با استفاده از نمونه ای از شرکت های ژاپنی دریافتند که شرکت هایی با هیئت مدیره بزرگ تر، ریسک پذیری کمتری از خود نشان می دهند. مک نالتی<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۱۳) با استفاده از نمونه ای از شرکت های بریتانیایی نشان می دهند که اندازه هیئت مدیره تأثیر منفی بر ریسک مالی دارد. پاتان<sup>۴</sup> (۲۰۰۹) دریافت که هیئت مدیره های کوچک، بانک های ایالات متحده را تشویق می کنند تا ریسک بیشتری را بپذیرند. اخیراً با استفاده از نمونه ای از شرکت های بریتانیایی، اکبر<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۱۷) دریافتند که اندازه هیئت مدیره تأثیر قابل توجهی بر ریسک پذیری شرکت های مالی ندارد. به طور مشابه، کولز<sup>۶</sup> و همکاران (۲۰۰۸) نبود تأثیر اندازه هیئت مدیره بر ریسک شرکت را مستند و استدلال می کند که تأثیر اندازه هیئت مدیره به پیچیدگی شرکت بستگی دارد و اندازه های مختلف

1. Nakano and Nguyen
2. Yermack
3. McNulty
4. Pathan
5. Akbar
6. Coles

هیئت‌مدیره بسته به ماهیت، شرکت می‌تواند مفید باشد.

### **استقلال هیئت‌مدیره، تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری شرکت**

تئوری نمایندگی و نظریه وابستگی به منابع پیشنهاد می‌کند که مدیران مستقل، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران را کاهش می‌دهند، مهارت‌ها، دانش و تخصص جدید را برای شرکت به ارمغان می‌آورند و به ذینفعان پیام می‌دهند که می‌توان به شرکت در تصمیم‌گیری‌های تجاری اعتماد کرد و ریسک آن رفتار مناسب، منعکس‌کننده انتخاب‌های سرمایه‌گذاری انجام شده است (محمد<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۲). تحقیقات قبلی نشان می‌دهد مدیران مستقل، از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های کم‌خطر حمایت می‌کنند و اثربخشی و نظارت هیئت‌مدیره را بهبود می‌بخشند، زیرا آن‌ها به مدیریت گزارش نمی‌دهند و در درجه اول به حفظ شهرت خود علاقه‌مند هستند (پاتان، ۲۰۰۹). به‌طور کلی، ادبیات پژوهشی با این مفهوم سازگار است که استقلال هیئت‌مدیره، رفتارهای ریسک‌پذیر شرکت را کاهش می‌دهد. برای مثال، با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های آمریکایی، بریک و چیدامباران (۲۰۰۸) گزارش دادند که مدیران مستقل، بر ریسک‌پذیری شرکت تأثیر منفی می‌گذارند. به‌طور مشابه، پاتان (۲۰۰۹) دریافت که مدیران مستقل، ریسک شرکت را کاهش می‌دهند. متیو و همکاران (۲۰۱۷) و روسی (۲۰۱۶) به‌تازگی به نتایج مشابهی رسیدند. ادبیات پژوهشی، تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره استدلال می‌کند که مدیران زن سوابق حضور در جلسات هیئت‌مدیره بهتری نسبت به هم‌تایان مرد خود دارند (آدامز و فریرا<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹)، نقش خود را در هیئت‌مدیره شرکت‌ها جدی‌تر می‌گیرند و تصمیم‌های کاهش ریسک می‌گیرند (لوی و همکاران، ۲۰۱۴)، و اینکه مدیران زن مستقل، ناظران خوبی هستند که مشکلات نمایندگی و رفتار مدیریتی فرصت‌طلبانه را کاهش می‌دهند. انتظار می‌رود مدیران زن مستقل، با توجه به آزادی آن‌ها از روابط مستقیم با مدیریت، تأثیر کاهش ریسک استقلال هیئت‌مدیره را افزایش دهند. بنابراین، فرضیه‌های زیر را پیشنهاد می‌کنیم:

## خودشیفتگی مدیرعامل، تنوع جنسیتی هیئت مدیره و ریسک پذیری

تعداد کمی از مطالعات، به موضوع تنوع جنسیتی هیئت مدیره در زمینه خودشیفتگی مدیر عامل شرکت با وجود تفاوت های تجویز شده در رهبری بین مردان و زنان، پرداخته اند. اگرچه زنان در رهبری شرکتی کمتر حضور دارند، تحقیقات اخیر به دنبال کشف راه هایی است که سازمان های تحت رهبری مدیران عامل زن با سازمان هایی که توسط مدیران عامل مرد رهبری می شوند، متفاوت هستند (اینگروسل و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹). در مقایسه با شرکت هایی که توسط مدیران عامل مرد رهبری می شوند، شرکت هایی که توسط مدیران عامل زن رهبری می شوند، بیشتر احتمال دارد که سیاست ها و شیوه های مرتبط با برابری، انصاف و شفافیت را اجرا کنند (گلس و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). با این حال، تحقیقات اخیر همچنین نشان می دهد که توانایی مدیران عامل زن برای اجرای چشم انداز راهبردی شان ممکن است به دلیل وضعیت غیرقابل توجه یا انفرادی آنها در یک سلسله مراتب شرکتی، محدود شود. وضعیت غیرقابل توجه و کم اهمیت می تواند مدیران عامل زن را با محدود کردن دسترسی آنها به منابع حیاتی و پشتیبانی و با افزایش بررسی دقیق و سوگیری ارزیابی منفی که با آن مواجه هستند، محدود کند (اینگروسل و همکاران، ۲۰۱۹). در دیگر سو، سه خط استدلالی مهم، مبتنی بر یافته های ادبیات پژوهشی، به طور کلی برای تأکید بر ارتباط بین خودشیفتگی مدیرعامل و راهبردهای ریسک پذیری استفاده می شود. نخست، مدیران عامل بسیار خودشیفته میل شدیدی دارند که با ایجاد هیبت و تحسین، در کانون توجه قرار گیرند. این عوامل، آنها را به دنبال راهبردها و سیاست هایی سوق می دهد که - به نظر آنها - توجه و تحسین مخاطب را جلب می کند و حس بینش و رهبری آنها را به نمایش می گذارد. دوم، احساس بیش از حد خودباوری و برتری افراد خودشیفته، به انتظارهای مغرضانه مثبت منجر می شود که تصمیم های آنها نتیجه مثبتی خواهد داشت. سوم، مدیران عامل خودشیفته نیز به شدت خودمحور و منفعت طلب هستند. بنابراین، به شدت بر تضمین پاداش های شخصی متمرکزند و نسبت به نتیجه

---

1. Ingersoll  
2. Glass

تصمیم‌های خود درباره سرنوشت دیگران، مانند کارمندان یا سایر ذینفعان، نگرانی کمتری دارند (بویل<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۹).

### جریان نقدی آزاد، تنوع جنسیتی و ریسک پذیری

تأثیر جریان‌های نقدی آزاد بر ریسک شرکت را می‌توان با توجه به نظارت هیئت‌مدیره توضیح داد. بر اساس دیدگاه مبتنی بر تمرکز (اوکازویو<sup>۲</sup>، ۱۹۹۷)، که استدلال می‌کند «آنچه تصمیم‌گیرندگان انجام می‌دهند به جایی که توجه خود را متمرکز می‌کنند، بستگی دارد» توجه اعضای هیئت‌مدیره به نظارت بر رفتارهای نظارتی واقعی آن‌ها تأثیر می‌گذارد. به طور خاص، این دیدگاه پیشنهاد می‌کند که تخصیص توجه تصمیم‌گیرندگان، به عوامل زمینه‌ای بستگی دارد. از این رو، منطقی است که فرض کنیم توجه هیئت‌مدیره به نظارت ممکن است بر اساس زمینه‌های مختلف متفاوت باشد. به عبارت دیگر، جریان‌های نقدی آزاد را می‌توان یک عامل زمینه‌ای مؤثر بر عملکرد نظارتی مدیران در نظر گرفت؛ یعنی، مقدار اضافی جریان نقدی آزاد ممکن است به اطمینان بیش از حد برای تصمیم سرمایه‌گذاری اعضای هیئت‌مدیره منجر شود. مطالعات قبلی همچنین نشان داد جریان نقدی موجود اثر اعتماد بیش از حد بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت را از طریق سوگیری روان‌شناختی خوش‌بینی افزایش می‌دهد (هکبارث<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸؛ مالمندیر و تیت<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵). بنابراین، مطالعه ما فرض می‌کند که حتی با وجود هیئت‌مدیره متنوع، شرکت‌هایی با سطح بالای جریان نقدی آزاد ممکن است با ریسک بالاتری مواجه شوند، زیرا هیئت‌مدیره به دلیل افزایش اعتماد/خوش‌بینی، توجه کمتری به نظارت دارند. به عبارت دیگر، هیئت‌مدیره ممکن است نظارت مؤثری بر مدیران نداشته باشد.

---

1. Buyl  
 2. Ocasio  
 3. Hackbarth  
 4. Malmandir & Teit

## پیشینه پژوهش داخلی

ماشینی و همکاران (۱۴۰۲) پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ریسک پذیری بر خلق ارزش شرکت» انجام دادند. برای این منظور، اطلاعات ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۴۰۰ مورد استفاده قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه ها با استفاده از روش های آماری رگرسیون نشان داد: اندازه شرکت حسابرسی بر خلق ارزش تأثیر ندارد. تداوم انتخاب حسابرس بر خلق ارزش شرکت تأثیر مثبت معنادار دارد. همچنین، تخصص حسابرس و تمرکز مالکیت بر خلق ارزش شرکت تأثیر منفی و معنادار دارد. درصد مدیران غیراجرایی به کل اعضای هیئت مدیره و ریسک پذیری بر خلق ارزش شرکت تأثیر مثبت و معنادار دارد.

اسکندری و همکاران (۱۴۰۱) پژوهشی با عنوان «بررسی نقش تعدیلگر ویژگی های هیئت مدیره بر رابطه بین کیفیت افشاگری های محیط زیستی و ریسک پذیری مدیرعامل» انجام دادند. نتایج فرضیه های دوم تا ششم نیز به ترتیب نشان دادند که اندازه هیئت مدیره و استقلال آن، رابطه بین کیفیت افشاگری های محیط زیستی و ریسک پذیری مدیرعامل را تعدیل می کند. دانش مالی هیئت مدیره، درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره و دوگانگی وظایف هیئت مدیره، رابطه بین کیفیت افشاگری های محیط زیستی و ریسک پذیری مدیرعامل را تعدیل نمی کند.

منصوری نیا و امیرمحمد عظیمی (۱۴۰۱) پژوهشی با عنوان «تبیین نقش تعدیلگر خودشیفتگی مدیرعامل در رابطه بین قدرت کمیته حسابرسی و ارزیابی ریسک حسابرسان» را انجام دادند. یافته های تحقیق نشان داد قدرت کمیته حسابرسی و معناداری با ریسک حسابرسی، معیار تأخیر در گزارش حسابرسی و اظهار نظر ابهام در تداوم فعالیت دارد. همچنین، خودشیفتگی مدیرعامل رابطه منفی بین قدرت کمیته حسابرسی و ریسک حسابرسی، معیار تأخیر در گزارش حسابرسی را کاهش می دهد. بنابراین، خودشیفتگی مدیران عامل، ویژگی ای است که اثربخشی کمیته حسابرسی را کاهش می دهد و حسابرسان در ارزیابی ریسک شرکت ها با مدیران عامل خودشیفته، حتی با وجود کمیته حسابرسی قوی،

خطر حسابرسی بالاتری را برآورد می‌کنند.

حمیدیان و همکاران (۱۴۰۰) پژوهشی با عنوان «تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره، شاخصه‌های قدرت مدیرعامل و بحران مالی بر ریسک‌پذیری بانک‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران» انجام دادند. نتایج فرضیه اول تا ششم به ترتیب نشان داد که اندازه هیئت‌مدیره بر ریسک‌پذیری بانک‌ها (ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی) تأثیر معنادار و منفی دارد. استقلال هیئت‌مدیره بر ریسک‌پذیری بانک‌ها (ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی) تأثیر معنادار و منفی دارد؛ تخصص هیئت‌مدیره بر ریسک‌پذیری بانک‌ها (ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی) تأثیر معنادار و منفی ندارد. حقوق مدیرعامل بر ریسک‌پذیری بانک‌ها (ریسک اعتباری) تأثیر معنادار و منفی ندارد؛ اما این تأثیرگذاری بر ریسک نقدینگی، مثبت است. دوغانگی و وظیفه مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره بر ریسک‌پذیری بانک‌ها (ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی) تأثیر معنادار و منفی دارد و بحران مالی بر ریسک‌پذیری بانک‌ها (ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی) تأثیر معنادار و مثبتی دارد.

### پیشینه پژوهشی خارجی

سبای و اد دافالی<sup>۱</sup> (۲۰۲۳) پژوهشی با عنوان «تنوع جنسیتی و ریسک‌پذیری: شواهدی از سیستم‌های بانکی دوگانه» انجام دادند. نتایج نشان داد حضور زنان در هیئت‌مدیره ریسک مالی بانک‌ها را کاهش می‌دهد. با این حال، حضور زنان همچنان بر نسبت کفایت سرمایه بانک‌های بزرگ تأثیر مثبت دارد. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که حضور حداقل دو مدیر زن، به میزان قابل توجهی ریسک بانکی را کاهش می‌دهد.

منسا و بوچی<sup>۲</sup> (۲۰۲۳) پژوهشی با عنوان «مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود: نقش تعدیل‌کننده مدیران زن» انجام دادند. این مطالعه گزارش‌های سالانه و صورت‌های مالی ۵۲ شرکت از ۹ کشور جنوب صحرای آفریقا را در دوره زمانی ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۹ نمونه‌برداری

1. Sbai & Ed-Dafali

2. Mensah & Boachie

کرده و در مجموع ۶۷۶ مشاهده را نشان می‌دهد. در تحلیل‌ها از مدل‌های داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. این مطالعه نشان می‌دهد که تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره اهمیت دارد و به‌طور قابل توجهی رابطه بین شیوه‌های سازوکارهای حاکمیت شرکی و شیوه‌های مدیریت سود شرکت‌ها در جنوب صحرای آفریقا را تعدیل می‌کند. یافته‌های این مطالعه از گزاره نظریه نمایندگی حمایت می‌کند که اثر محدودکننده شیوه‌های مدیریت سود شرکت‌ها ممکن است مشروط به سیستم‌های حاکمیت شرکی، به‌ویژه تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره باشد.

اوزدمیر<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۲) پژوهشی با عنوان «تنوع هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری شرکت در بخش گردشگری: اثرهای تعدیل‌کننده استقلال هیئت‌مدیره، دوگانگی مدیرعامل و جریان‌های نقدی آزاد» را انجام دادند. با استفاده از یک شاخص ترکیبی از تنوع هیئت‌مدیره و نمونه‌ای از شرکت‌های گردشگری از صنایع هتل‌داری، رستوران‌ها و خطوط هوایی ایالات متحده، نتایج نشان داد که تنوع بیشتر هیئت‌مدیره، به ریسک‌پذیری کمتری منجر می‌شود که در انحراف استاندارد بازده دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود. علاوه بر این، اثر کاهش ریسک تنوع هیئت‌مدیره زمانی که شرکت‌های گردشگری استقلال هیئت‌مدیره کمتر و جریان‌های نقدی آزاد کمتری برای سرمایه‌گذاری دارند، عمیق‌تر است.

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه (۱): بین تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری شرکت، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه (۲): اندازه شرکت، رابطه منفی بین تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری شرکت را تعدیل می‌کند.

فرضیه (۳): مدیران مستقل، رابطه منفی بین تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری شرکت را تعدیل می‌کنند.

فرضیه (۴): خودشیفتگی مدیرعامل، رابطه بین تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری

شرکت را تعدیل می‌کند.

فرضیه (۵): جریان نقدی آزاد، رابطه منفی بین تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری شرکت را تعدیل می‌کنند.

### مدل‌های رگرسیونی فرضیه‌های پژوهش

با توجه به پژوهش‌های اوزدمیر و همکاران (۲۰۲۲) و محمد و همکاران (۲۰۲۲) مدل‌های رگرسیونی پژوهش به شرح زیر برآورد می‌شوند:

#### مدل (۱) به منظور سنجش فرضیه اول:

$$+Y_2 \text{ SIZE}_{i,t} + Y_3 \text{ LEV}_{it} + Y_4 \text{ MTB}_{i,t} + Y_5 \text{ FRT}_{i,t} = Y_0 + Y_1 \text{ BGD}_{i,t} + Y_6 \text{ CFO}_{i,t} + Y_7 \text{ Growth}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

#### مدل (۲) به منظور سنجش فرضیه دوم:

$$+Y_2 \text{ BS}_{i,t} + Y_3 \text{ BGD}_{i,t} * \text{BS}_{i,t} + Y_4 \text{ SIZE}_{i,t} + Y_5 \text{ FRT}_{i,t} = Y_0 + Y_1 \text{ BGD}_{i,t} + Y_6 \text{ LEV}_{it} + Y_7 \text{ MTB}_{i,t} + Y_8 \text{ CFO}_{i,t} + Y_9 \text{ Growth}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

#### مدل (۳) به منظور سنجش فرضیه سوم:

$$+Y_2 \text{ BI}_{i,t} + Y_3 \text{ BGD}_{i,t} * \text{BI}_{i,t} + Y_4 \text{ FRT}_{i,t} = Y_0 + Y_1 \text{ BGD}_{i,t} + Y_5 \text{ SIZE}_{i,t} + Y_6 \text{ LEV}_{it} + Y_7 \text{ MTB}_{i,t} + Y_8 \text{ CFO}_{i,t} + Y_9 \text{ Growth}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

#### مدل (۴) به منظور سنجش فرضیه چهارم:

$$+Y_2 \text{ CEO}_{i,t} + Y_3 \text{ BGD}_{i,t} * \text{CEO}_{i,t} + Y_4 \text{ FRT}_{i,t} = Y_0 + Y_1 \text{ BGD}_{i,t} + Y_5 \text{ SIZE}_{i,t} + Y_6 \text{ LEV}_{it} + Y_7 \text{ MTB}_{i,t} + Y_8 \text{ CFO}_{i,t} + Y_9 \text{ Growth}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

#### مدل (۵) به منظور سنجش فرضیه پنجم:

$$+Y_2 \text{ FCF}_{i,t} + Y_3 \text{ BGD}_{i,t} * \text{FCF}_{i,t} + Y_4 \text{ FRT}_{i,t} = Y_0 + Y_1 \text{ BGD}_{i,t} + Y_5 \text{ SIZE}_{i,t} + Y_6 \text{ LEV}_{it} + Y_7 \text{ MTB}_{i,t} + Y_8 \text{ CFO}_{i,t} + Y_9 \text{ Growth}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

### روش اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

شرح کامل متغیرهای اصلی پژوهش به اضافه تشریح متغیرهای کنترلی، در جدول ۱

آوردده شده است:

جدول ۱: تشریح متغیرهای اصلی و کنترلی پژوهش

علامت اختصاری در مدل رگرسیونی	تعریف و چگونگی محاسبه	معادل انگلیسی	نوع متغیر
			متغیر وابسته
FRT <sub>i,t</sub>	مطابق با تحقیقات قبلی (برونا <sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۹؛ فاجیو <sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۶؛ هیلاری و هوی <sup>۳</sup> ، ۲۰۰۹)، ما از انحراف استاندارد بازده دارایی ها ( $\sigma ROA$ ) به عنوان معیار ریسک پذیری شرکت استفاده می کنیم. ( $\sigma ROA$ ) نوسان های بازده دارایی های عملیاتی یک شرکت را اندازه گیری می کند که به عنوان نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی های شرکت عملیاتی می شود.	Firm risk-taking	ریسک پذیری شرکت
علامت اختصاری در مدل رگرسیونی	تعریف و چگونگی محاسبه	معادل انگلیسی	متغیر مستقل
BGD <sub>i,t</sub>	تغیر دووجهی بوده که بیانگر تنوع جنسیتی در هیئت مدیره است. در صورت وجود حداقل یک زن در هیئت مدیره، عدد یک در غیر این صورت برابر با صفر خواهد بود (چن و همکاران، ۲۰۱۶).	Board gender diversity	تنوع جنسیتی هیئت مدیره
علامت اختصاری	تعریف و چگونگی محاسبه	معادل انگلیسی	متغیرهای تعدیلگر
BS <sub>i,t</sub>	از طریق برآورد دقیق تعداد اعضای هیئت مدیره محاسبه و سنجش می شود (محمد و همکاران، ۲۰۲۲).	Size Board	اندازه هیئت مدیره

1. Brona
2. Fachio
3. Hillary and Haway

$BI_{i,t}$	برابر است با نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیئت‌مدیره (محمد و همکاران، ۲۰۲۲).	Board independence	استقلال هیئت‌مدیره
$CEO_{i,t}$	معیار خودشیفتگی بر اساس نسبت اندازه امضا به تعداد حروف نام مدیر عامل محاسبه می‌شود (هام <sup>۱</sup> و همکاران ۲۰۱۸).	CEO narcissism	خودشیفتگی مدیرعامل
$FCF_{i,t}$	در این پژوهش برای محاسبه جریان نقدی آزاد «سودخالص منهای خالص تغییرات سرمایه در گردش منهای خالص تغییرات دارایی ثابت» تقسیم بر مجموع دارایی‌هاست. (اوزدمیر و همکاران، ۲۰۲۲).	free cash flows	جریان نقدی آزاد
<b>علامت اختصاری</b>	<b>تعریف و چگونگی محاسبه</b>	<b>معادل انگلیسی</b>	<b>متغیرهای کنترلی</b>
$SIZE_{i,t}$	متغیر اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم طبیعی جمع فروش خالص شرکت $I$ در سال $t$ .	SIZE	اندازه
$LEV_{i,t}$	بیان‌کننده سطح اهرم مالی است که بر اساس رابطه زیر محاسبه شده است (نیکومرام و همکاران، ۱۳۹۳): $LEV(\text{اهرم مالی}) = \frac{\text{کل بدهی‌ها}}{\text{کل دارایی‌ها}}$	Leverage	اهرم
$MTB_{i,t}$	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است. ارزش دفتری: مبلغ حقوق صاحبان سهام طبق اطلاعات حسابداری که در پایان سال مالی به عنوان ارزش دفتری شرکت در نظر گرفته شده است.	market value of equity and the book value	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

	ارزش بازار تعداد سهام عادی شرکت در پایان سال = آخرین قیمت هر سهم در پایان سال *		
$ATO_{i,t}$	گردش دارایی است که از طریق میزان فروش تقسیم بر دارایی های کل محاسبه می شود.	asset turnover	گردش دارایی
$CFO_{i,t}$	متوسط وجه نقد سالانه: حاصل تفاضل ناخالص سرمایه گذاری در دارایی های سرمایه ای از جریان های نقد عملیاتی است. ناخالص سرمایه گذاری در دارایی های سرمایه ای نیز از مجموع خالص سرمایه گذاری در دارایی های سرمایه ای و استهلاک به دست می آید. (اوزدمیر و همکاران، ۲۰۲۲)	cash from operations ratio	وجه نقدی سالانه
$Growth_{i,t}$	نرخ رشد فروش از طریق نسبت تفاوت فروش سال جاری و سال قبل بر فروش سال قبل، به دست می آید.	Growth Rate	نرخ رشد فروش

### روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نوع استنباطی، از نظر هدف کاربردی و بر مبنای روش از نوع همبستگی با رویکرد رگرسیونی است که در آن برای آزمون مدل های پژوهش، از تحلیل رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر داده های ترکیبی، استفاده شده است. داده های مورد نیاز شرکت ها، مستقیم از پایگاه اطلاع رسانی بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده و به وسیله نرم افزارهای اکسل و ایویوز نسخه ۱۱ برای آزمون فرضیه های پژوهش، تجزیه و تحلیل شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که کلیه شرایط زیر را دارا باشند. تا پایان اسفند ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و سال مالی آن ها منتهی به پایان اسفند باشد؛ طی دوره زمانی پژوهش، تغییر سال مالی نداده باشند. به دلیل ماهیت متفاوت، جزء مؤسسه های مالی، سرمایه گذاری و بانک ها نباشند؛

اطلاعات مالی مورد نیاز شرکت‌ها طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۱ در دسترس باشد. از این رو، پس از جمع‌آوری، تعداد ۱۰۷ شرکت از جامعه مورد نظر انتخاب گردید.

## آمار توصیفی

پس از جمع‌آوری داده‌ها و محاسبه متغیرهای مورد استفاده در پژوهش، پارامترهای توصیفی هر متغیر به صورت مجزا محاسبه شده است. این پارامترها شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی نظیر میانگین، میانه، کمینه و بیشینه و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی همچون انحراف معیار، چولگی و کشیدگی است.

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
اهرم مالی	LEV	۰.۵۴	۰.۵۴۵	۱.۵۶	۰.۰۳۱	۰.۲۱	۰.۱۷	۳.۴۲
ریسک - پذیري شرکت	FRT	۰.۱۴	۰.۱۱	۰.۶۸	۰.۲۸	۰.۱۶	۰.۳۷	۳.۹۹
اندازه شرکت	SIZE	۱۴.۷۰	۱۴.۵۱	۲۱.۳۲	۱۰.۵۳	۱.۶۲	۰.۷۵	۴.۱۲
وجوه نقدي سالانه	CFO	۰.۱۱	۰.۰۹۷	۰.۷۲	۰.۳۶	۰.۱۴	۰.۵۳	۴.۲۲
گردش دارایی	ATO	۰.۰۸۲	۰.۰۴۵	۰.۸۳۳	۰.۰۰۲	۰.۱۰۱	۲.۵۴	۱۱.۳۷
نرخ رشد فروش	GROWTH	۰.۳۶	۰.۲۹	۳.۹۸	۰.۹۰	۰.۵۴	۲.۰۵۳	۱۱.۴۵
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق	MTB	۷.۶۳	۴.۲۲	۸۳.۵۲	۵۹.۵۹	۱۰.۵۴	۲.۴۱	۱۶.۱۵

								صاحبان سهام
۹۶۰.۹۹	۳۰.۹۸	۱۳۴.۴۶	۰.۱۰	۴۱۷۳	۰.۵۱	۴.۸۱	CEO	خودشیفتگی مدیرعامل
۱۱.۵۹	۱.۶۰	۰.۱۵	۰.۵۵	۰.۹۵	۰.۰۰۰	-۰.۰۰۸	FCF	جریان نقدی آزاد
۳۹.۰۴	۴.۹۱	۰.۳۱	۳.۰۰۰	۷.۰۰	۵.۰۰۰	۵.۰۳	BS	اندازه هیئت مدیره
۲.۷۵	-۰.۲۰	۰.۱۸	۰.۲۰	۱.۰۰	۰.۶۰	۰.۶۸	BI	استقلال هیئت مدیره

از بین شاخص های مرکزی بیان شده، «میانگین» مهم ترین آن ها محسوب می شود که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. «میانگین» شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال، میانگین متغیر اهرم مالی، برابر ۰/۵۵۴ است که نشان می دهد بیشتر داده های مربوط به این متغیر، حول این نقطه تمرکز یافته اند. آماره های توصیفی متغیرهای پژوهش، در جدول ۲ ارائه گردیده است. بر اساس آماره های ارائه شده، میانگین متغیر ریسک پذیری شرکت گذاری نشان دهنده عدد ۰.۲۸ است. می توان گفت، هرچه میانگین این متغیر بیشتر باشد، ریسک پذیری شرکت نیز در سطح بالاتری قرار دارد. میانگین امتیاز حاصل از ریسک پذیری شرکت، نشان دهنده عدد ۰.۱۴ است؛ به این معنا که شرکت های نمونه کمتر از نیمی از امتیازهای ریسک پذیری شرکت را کسب کرده اند. میانگین گردش دارایی ها نشان دهنده عدد ۰.۸۲ است. هرچه این عدد بیشتر باشد، بهره وری مدیران در استفاده از دارایی ها برای سودآوری، بیشتر است. میانگین اندازه شرکت، نشان دهنده عدد ۱۴.۷۰ است. هرچه این عدد بیشتر باشد، اندازه شرکت نیز بزرگ تر است. میانگین نقدینگی شرکت، نشان دهنده ۰.۱۱ است. هرچه این نسبت بیشتر باشد، نقدینگی شرکت و توانایی ایفای تعهدات کوتاه مدت مورد بررسی نیز بیشتر است. میانگین اهرم مالی، نشان دهنده عدد ۰.۵۴ است؛ به این معنا که مدیران شرکت های نمونه، تمایل بیشتری به تأمین

مالی از طریق بدهی دارند، زیرا به ازای هر واحد دارایی، ۵۴ درصد بدهی در شرکت وجود دارد.

### آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

پیش از تخمین مدل باید دادها از لحاظ پایایی، آزمون شوند. مانا نبودن متغیرها سبب بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. در این پژوهش، به منظور تشخیص مانایی متغیرها، از آزمون لیون، لین و چاو و وایم، پسران وشین استفاده می‌کنیم.

جدول ۳: آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	علامت	مقدار آماره لوین، لین و چو	احتمال آماره لوین، لین و چو
اهرم مالی	LEV	-۱۷.۲۵	۰.۰۰۰
ریسک‌پذیری شرکت	FRT	-۱۵.۲۶	۰.۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۱۵.۴۳	۰.۰۰۰
وجوه نقدی سالانه	CFO	-۲۰.۳۳	۰.۰۰۰
گردش دارایی	ATO	-۱۱.۵۱	۰.۰۰۰
نرخ رشد فروش	GROWTH	-۱۴.۱۵	۰.۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	MTB	-۱۵.۲۱	۰.۰۰۰
خودشیفتگی مدیرعامل	CEO	-۲۲.۶۱	۰.۰۰۰
جریان نقدی آزاد	FCF	-۲۶.۰۸	۰.۰۰۰
اندازه هیئت‌مدیره	BS	-۴.۸۱	
استقلال هیئت‌مدیره	BI	-۱۰.۹۳	
تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره	BGD	-۱۵.۱۱	

همان‌طور که از نتایج آزمون لیون، لین و چاو در جدول فوق مشخص است، تمامی داده‌ها در سطح معناداری ۵ درصد پایا هستند.

### آزمون نرمال بودن

اولین مرحله برای آغاز فرایند آزمون فرضیه‌ها، بررسی نرمال بودن داده‌هاست. برای

آزمون فرضیه، از آزمون «جاک برا» استفاده شده است.

جدول ۴: آزمون نرمال بودن داده‌های پژوهش

متغیر	علامت	مقدار جاک برا	احتمال جاک برا
اهرم مالی	LEV	۱۵.۱۴	۰/۰۰۲
ریسک پذیری شرکت	FRT	۶۲.۱۲	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۱۴۳.۰۹	۰/۰۰۰
وجوه نقدی سالانه	CFO	۳۶۹۷۹۲	۰/۰۰۰
گردش دارایی	ATO	۷۴۰.۵۴	۰.۰۰۰
نرخ رشد فروش	GROWTH	۳۵۴۳۸	۰.۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	MTB	۷۸۷۷.۱۹	۰.۰۰
خودشیفتگی مدیرعامل	CEO		۰.۰۰۰
جریان نقدی آزاد	FCF	۳۳۷۷.۶۳	۰.۰۰۰
اندازه هیئت مدیره	BS	۵۶۰۰۱	۰.۰۰۰
استقلال هیئت مدیره	BI	۸.۲۹	۰.۰۱۱
تنوع جنسیتی هیئت مدیره	BGD	۳۷۰.۷۸	۰.۰۰۰

نتایج آماره جاک برا حاکی از نرمال نبودن متغیرهای پژوهش در دوره زمانی پژوهش است. سطح معناداری در هر کدام از متغیرها، کوچکتر از ۰/۰۵ است. پس، با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت این متغیرها توزیع نرمال ندارند. ولی طبق نظریه استیونس (۲۰۰۲)، هرگاه در پژوهش حجم نمونه بالا باشد، بالابودن حجم نمونه، مشکل غیرنرمال بودن ویژگی مورد تحقیق را حل کرده است. استیونس معتقد است بر اساس قضیه حد مرکزی، حتی جامعه‌هایی که دارای توزیع نرمال نیستند، در شرایطی که نمونه‌هایی با حجم بالا از آنها انتخاب شود، توزیع نمونه‌گیری آنها، نرمال می‌شود. در نتیجه، می‌توان از آزمون‌های پارامتری برای تحلیل همه فرضیه‌های تحقیق حاضر، استفاده کرد.

## آزمون F لیمیر و آزمون هاسمن

جدول ۵: نتایج آزمون F لیمیر و آزمون هاسمن

نتیجه	معناداری	آماره	آزمون	
تأیید مدل ترکیبی (پانل) در برابر مدل تلفیقی	۰.۰۰۰	۲.۵۵	آزمون F- لیمیر (چاو)	مدل فرضیه ۱
تأیید اثرهای ثابت در مقابل اثرهای تصادفی	۰.۰۰۰	۳۹.۵۷	آزمون هاسمن	
تأیید مدل ترکیبی (پانل) در برابر مدل تلفیقی	(۰.۰۰۰)	۵.۳۶	آزمون F- لیمیر (چاو)	مدل فرضیه ۲
تأیید اثرهای ثابت در مقابل اثرهای تصادفی	۰.۰۰۰	۹۵.۹۸	آزمون هاسمن	
تأیید مدل ترکیبی (پانل) در برابر مدل تلفیقی	(۰.۰۰۰)	۵.۳۶	آزمون F- لیمیر (چاو)	مدل فرضیه ۳
تأیید اثرهای ثابت در مقابل اثرهای تصادفی	۰.۰۰۰	۹۹.۸۶	آزمون هاسمن	
تأیید مدل ترکیبی (پانل) در برابر مدل تلفیقی	(۰.۰۰۰)	۵.۳۹	آزمون F- لیمیر (چاو)	مدل فرضیه ۴
تأیید اثرهای ثابت در مقابل اثرهای تصادفی	۰.۰۰۰	۹۶.۹۴	آزمون هاسمن	
تأیید مدل ترکیبی (پانل) در برابر مدل تلفیقی	(۰.۰۰۰)	۵.۴۱	آزمون F- لیمیر (چاو)	مدل فرضیه ۵
تأیید اثرهای ثابت در مقابل اثرهای تصادفی	۰.۰۰۰	۱۰.۱۰	آزمون هاسمن	

نتایج آزمون لیمیر که در جدول ۵ ارائه شده است، نشان می‌دهد احتمال آماره آزمون F لیمیر کمتر از ۵ درصد است. از این رو، برای تخمین مدل، از روش ترکیبی (پانل) استفاده می‌شود. به این منظور، مدل با استفاده از روش اثرهای ثابت، تخمین زده شد. لیکن، قبل از بررسی ضریب‌ها، ضروری است از تأمین فرض‌های کلاسیک در این مدل مطمئن شویم.

### آزمون ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی

نتایج آزمون گادفری و وایت برای فرضیه‌ها، به ترتیب حاکی از وجود خودهمبستگی سریالی (نوع دوم) و وجود ناهمسانی واریانس در مدل رگرسیونی است. به منظور رفع خودهمبستگی از AR(1) و برای رفع ناهمسانی از GLS استفاده شده است.

جدول ۶: نتایج آزمون ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی

احتمال	مقدار	آزمون ناهمسانی واریانس	احتمال	مقدار	آزمون خودهمبستگی	مدل
۰.۰۰۰	5.89	وایت	۰/۰۰۰	۴۷.۹۱	گادفری	مدل ۱
۰.۰۰۰	۷.۱۹	وایت	۰.۰۰۰	۷۰.۷۹	گادفری	مدل ۲
۰.۰۰۲	7.59	وایت	۰/۰۰۰	۶۸.۴۱	گادفری	مدل ۳
۰.۰۰۰	7.10	وایت	۰.۰۰۰	۷۰.۷۲	گادفری	مدل ۴
۰.۰۰۰	7.46	وایت	۰/۰۰۰	۷۰.۱۱	گادفری	مدل ۵

### نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

#### نتایج برآورد مدل فرضیه اول پژوهش

جدول ۷: نتایج آزمون فرضیه نخست

عامل تورم واریانس (VIF)	P-Value	آماره t	ضریب (Beta)	نماد	نام متغیر
----	۰.۸۶	۰.۱۷۶	۰.۰۲۹	$\alpha$	مقدار ثابت
۱.۰۰۲	۰.۰۰۲	-۳.۰۴	-۰.۰۰۵	BGD	تنوع جنسیتی
۱.۱۰۵	۰.۲۰۶	۱.۲۶	۰.۰۱۴	SIZE	اندازه شرکت
۱.۲۰۹	۰.۰۰۰	-۱۸.۵۸	-۰.۳۸	LEV	اهرم مالی
۱.۰۵۲	۰.۰۲۲	۲.۲۸	۰.۰۰۰	MTB	نسبت ارزش بازار به دفتری
۱.۱۷۳	۰.۰۰۰	۹.۱۹	۰.۱۰۳	ATO	گردش دارایی
۱.۸۳	۰.۰۰۰	۳.۸۰	۰.۰۷۳	CFO	وجوه نقدی

					سالانه
۱.۱۲۳	۰.۰۰۱	۳.۲۳	۰.۰۳۵	GROWTH	نرخ رشد شرکت
	۰.۰۰۳	۲.۹۶	۰.۱۷۳	AR(1)	
$R^2$ AdjR <sup>2</sup>		D-) (W	P- Value	آماره F	کل مدل رگرسیون
$R^2 = ۰.۸۴$ AdjR <sup>2</sup> = ۰.۸۲		۲.۰۰۸	۰.۰۰۰	۳۵.۷۱	

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول ۶ ارائه شده است، نتایج نشان می‌دهد مقدار آماره F برابر با ۳۵.۷۱ Prob محاسبه شده که برای آماره F مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار است. معناداری آماره F نشان‌دهنده معناداری کل مدل است. ضریب متغیر تنوع جنسیتی، برابر با ۰.۰۵- و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰.۰۰۲، که کمتر از ۵٪ است، معنادار است. از این رو، نتایج نشان می‌دهد بین تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری شرکت، رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بنابراین، می‌توان گفت که فرضیه پذیرفته می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲.۰۰۸ که در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد و بیانگر نبود خودهمبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است. میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده، به ترتیب ۸۴٪ و ۸۲٪ است که نشان می‌دهد تقریباً ۸۲٪ از تغییرات متغیر وابسته، به وسیله متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی، قابل تبیین است. با توجه به اینکه مقادیر آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ است، می‌توان نتیجه گرفت که بین متغیرهای مستقل تحقیق، هم‌خطی وجود ندارد.

## نتایج بر آورد مدل فرضیه دوم پژوهش

جدول ۸: نتایج آزمون فرضیه دوم

نام متغیر	نماد	ضریب (Beta)	آماره t	P-Value	عامل تورم واریانس (VIF)
مقدار ثابت	$\alpha$	۰.۰۰۱	۰.۰۱۰	۰.۹۹	----
تنوع جنسیتی	BGD	-۰.۰۹۱	-۱.۳۵	۰.۱۷۵	۱.۱۴۲
اندازه هیئت مدیره	BS	۰.۰۰۴	۰.۹۲	۰.۳۵	۱.۰۷۴
اندازه هیئت مدیره * تنوع جنسیتی	BGD*BS	۰.۰۱۹	۱.۴۱	۰.۱۵۷	۱.۰۶۲
اندازه شرکت	SIZE	۰.۰۱۴	۱.۲۹	۰.۱۹۴	۱.۱۰۸
اهرم مالی	LEV	-۰.۳۸	-۱۸.۵۲	۰.۰۰۰	۱.۲۰۹
نسبت ارزش بازار به دفتری	MTB	۰.۰۰۰۸	۲.۳۲	۰.۰۲۰	۱.۰۵۴
گردش دارایی	ATO	۰.۱۰۳	۹.۳۳	۰.۰۰۰	۱.۱۸۱
وجوه نقدی سالانه	CFO	۰.۰۶۷	۳.۹۱	۰.۰۰۰	۱.۲۰۸
نرخ رشد شرکت	GROWTH	۰.۰۳۳	۳.۱۹۰	۰.۰۰۱	۱.۱۲۶
	AR(1)	۰.۱۷۵	۳.۰۷۲	۰.۰۰۲	
کل مدل	آماره F	P-Value	D-) (W		$R^2$ $AdjR^2$
رگرسیون	۳۳.۴۱	۰.۰۰۰	۱.۹۹۷		$R^2 = ۰.۶۳$ $AdjR^2 = ۰.۶۱$

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول ۷ ارائه شده است، نتایج نشان می دهد مقدار آماره F برابر با ۳۳.۴۱ Prob محاسبه شده که برای آماره F مدل کمتر از سطح خطای ۵٪

بوده و معنادار است. معناداری آماره F نشان‌دهنده معناداری کل مدل است. ضریب متغیر اندازه هیئت‌مدیره \* تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره، برابر با ۰.۰۱۹ و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰.۱۵۷ که بیشتر از ۵٪ است، معنادار نیست. نتایج نشان می‌دهد اندازه هیئت‌مدیره، رابطه منفی بین تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری شرکت را تعدیل نمی‌کند. مقدار آماره دوربین و اتسون برابر با ۱.۹۹۷ است که در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد و بیانگر نبود خودهمبستگی بین جمله‌های خطا در رگرسیون است. میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل‌شده، به ترتیب ۶۳ و ۶۱٪ است که نشان می‌دهد نزدیک به ۶۱٪ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی قابل تبیین است.

### نتایج برآورد مدل فرضیه سوم پژوهش

جدول ۹: نتایج آزمون فرضیه سوم

نام متغیر	نماد	ضریب (Beta)	آماره t	P-Value	عامل تورم واریانس (VIF)
مقدار ثابت	$\alpha$	۰.۰۳۶	۰.۲۳	۰.۸۱	----
تنوع جنسیتی	BGD	-۰.۰۱۶	-۱.۴۵	۰.۱۴	۵.۴۸
استقلال هیئت‌مدیره	BI	-۰.۰۲۵	-۲.۲۹	۰.۰۲۲	۵.۴۵
استقلال هیئت‌مدیره * تنوع جنسیتی	BGD*BI	-۰.۰۲۰	-۲.۸۸	۰.۰۰۴	۴.۳۱
اندازه شرکت	SIZE	۰.۰۱۴	۱.۳۱	۰.۱۸۹	۱.۱۰
اهرم مالی	LEV	-۰.۳۸	-۱۹.۰۰۴	۰.۰۰۰	۱.۲۱
نسبت ارزش بازار به دفتری	MTB	۰.۰۰۰۸	۲.۱۵	۰.۰۳۱	۱.۰۵۶
گردش دارایی	ATO	۰.۱۰۴	۹.۳۹	۰.۰۰۰	۱.۱۷

۱.۱۸۳	۰.۰۰۰	۳.۷۵	۰.۰۷۵	CFO	وجه نقدی سالانه
۱.۱۲	۰.۰۰۱	۳.۲۹	۰.۰۳۵	GROWTH	نرخ رشد شرکت
	۰.۰۰۵	۲.۷۹	۰.۱۶۵	AR(1)	
R <sup>2</sup> AdjR <sup>2</sup>		(D-W)	P- Value	F آماره	کل مدل
R <sup>2</sup> =۰.۸۴ AdjR <sup>2</sup> =۰.۸۲		۲.۰۰۶	۰.۰۰۰	۳۵.۱۲	رگرسیون

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول ۸ ارائه شده است، نتایج نشان می دهد مقدار آماره F برابر با ۳۵.۱۲ Prob محاسبه شده که برای آماره F مدل کمتر از سطح خطای ۵٪ بوده و معنادار است. معناداری آماره F نشان دهنده معناداری کل مدل است. ضریب متغیر استقلال هیئت مدیره \* تنوع جنسیتی، برابر با ۰.۰۲۰- و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰.۰۰۴ که کمتر از ۵٪ است، معنادار است؛ لذا نتایج نشان می دهد که استقلال هیئت مدیره، رابطه منفی بین تنوع جنسیتی هیئت مدیره و ریسک پذیری شرکت را تعدیل می کند. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲.۰۰۶ است که در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد و بیانگر نبود خودهمبستگی بین جمله های خطا در رگرسیون است. میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده، به ترتیب ۸۴٪ و ۸۲٪ است که نشان می دهد تقریباً ۸۲٪ تغییرات متغیر وابسته، به وسیله متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی قابل تبیین است.

## نتایج برآورد مدل فرضیه چهارم پژوهش

جدول ۱۰: نتایج آزمون فرضیه چهارم

عامل تورم وارانس (VIF)	P- Value	آماره t	ضریب (Beta)	نماد	نام متغیر
----	۰.۸۳	۰.۲۰۶	۰.۰۳۳	$\alpha$	مقدار ثابت
۸۸۶	۰.۷۴	۰.۳۲	۰.۰۰۵	BGD	تنوع جنسیتی
۱.۰۰۴	۰.۰۰۸	۲.۶۲	۰.۰۰۰۱	CEO	خودشیفتگی

۸۸۵	۰.۰۰۰	-۸۸۶	-۰.۰۹۴	BGD*CEO	خودشیفتگی * تنوع جنسیتی
۱.۱۰۷	۰.۰۱۴	۲.۴۶	۰.۰۲۹	SIZE	اندازه شرکت
۱.۲۱	۰.۰۰۰۰	-۱۶.۹۷	-۰.۳۸	LEV	اهرم مالی
۱.۰۵۴	۰.۰۲۸	۲.۱۹	۰.۰۰۸	MTB	نسبت ارزش بازار به دفتری
۱.۱۷۳	۰.۰۰۰	۹.۰۴	۰.۱۰۳	ATO	گردش دارایی
۱.۱۹	۰.۰۰۰	۳.۸۰	۰.۰۷۳	CFO	وجوه نقدی سالانه
۱.۱۲	۰.۰۰۱	۳.۱۵	۰.۰۳۴	GROWTH	نرخ رشد شرکت
	۰.۰۰۳	۲.۹۵	۰.۱۷۵	AR(1)	
R <sup>2</sup> AdjR <sup>2</sup>		D-) (W	P- Value	F آماره	کل مدل رگرسیون
R <sup>2</sup> = ۰.۸۴ AdjR <sup>2</sup> = ۰.۸۱		۱.۹۹۶	۰.۰۰۰	۳۴.۰۷	

نتایج آزمون فرضیه که در جدول ۹ ارائه شده است، نشان می‌دهد که مقدار آماره F برابر با Prob ۳۴.۰۷ محاسبه شده که برای آماره F مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار است. معناداری آماره F نشان‌دهنده معناداری کل مدل است. ضریب متغیر خودشیفتگی مدیرعامل \* تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره، برابر با -۰.۰۹۴- و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰.۰۰۰، که کمتر از پنج درصد است، معنادار است. از این‌رو، نتایج بیانگر این است که خودشیفتگی مدیرعامل رابطه بین تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری شرکت را تعدیل می‌کند. مقدار آماره دورین واتسون برابر با ۱.۹۹۶ است که در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد و بیانگر نبود خودهمبستگی بین جمله‌های خطا در رگرسیون است. میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل‌شده، به ترتیب ۸۴٪ و ۸۱٪ است که نشان می‌دهد تقریباً ۸۱٪ تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی قابل تبیین است.

## نتایج برآورد مدل فرضیه پنجم پژوهش

جدول ۱۱: نتایج آزمون فرضیه پنجم

نام متغیر	نماد	ضریب (Beta)	آماره t	P-Value	عامل تورم واریانس (VIF)
مقدار ثابت	$\alpha$	۰.۰۳۱	۰.۱۹	۰.۸۴	----
تنوع جنسیتی	BGD	۰.۰۰۷	۱.۴۸	۰.۱۳	۱.۷۲
وجوه نقد سالانه	FCF	۰.۰۱۵	۰.۵۸	۰.۵۵	۲.۸۰
وجوه نقد سالانه * تنوع جنسیتی	BGD*FCF	-۰.۰۳۵	-۰.۷۹	۰.۴۲	۳.۰۷
اندازه شرکت	SIZE	۰.۰۱۳	۱.۲۵	۰.۲۱	۱.۱۱
اهرم مالی	LEV	-۰.۳۸	-۱۵.۴۳	۰.۰۰۰	۱.۲۱
نسبت ارزش بازار به دفتری	MTB	۰.۰۰۰۸	۲.۲۵	۰.۰۲۴	۱.۰۵
گردش دارایی	ATO	۰.۱۰۳	۹.۰۵	۰.۰۰۰	۱.۱۷
وجوه نقدی سالانه	CFO	۰.۰۷۲	۳.۶۱	۰.۰۰	۱.۱۸
نرخ رشد شرکت	GROWTH	۰.۰۳۵	۳.۱۷	۰.۰۰۱	۱.۱۲
	AR(1)	۰.۱۷۲	۳.۰۰۹	۰.۰۰۲	
کل مدل	آماره F	P-Value	D-) (W	R <sup>2</sup> AdjR <sup>2</sup>	
رگرسیون	۳۴.۸۸	۰.۰۰۰	۲.۰۰۲	R <sup>2</sup> = ۰.۸۴ AdjR <sup>2</sup> = ۰.۸۲	

نتایج آزمون فرضیه که در جدول ۴-۱۲ ارائه شده است، نشان می‌دهد که مقدار آماره F برابر با ۳۴.۸۸ Prob محاسبه شده که برای آماره F مدل کمتر از سطح خطای ۵٪ درصد بوده و معنادار است. معناداری آماره F نشان‌دهنده معناداری کل مدل است. ضریب متغیر جریان نقدی آزاد \* تنوع جنسیتی هیئت مدیره برابر با -۰.۰۳۵ و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰.۰۴۲، که بیشتر از ۵٪ است، معنادار نیست. از این رو، نتایج بیانگر این است که جریان

نقدی آزاد رابطه منفی بین تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری شرکت را تعدیل نمی‌کند. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲.۰۰۲ است که در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد و بیانگر نبود خودهمبستگی بین جمله‌های خطا در رگرسیون است. میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل‌شده، به ترتیب ۸۴٪ و ۸۱٪ است که نشان می‌دهد تقریباً ۸۱٪ تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی، قابل تبیین است.

### بحث و نتیجه‌گیری

با توجه به نتایج و یافته‌های فرضیه نخست، تحلیل پژوهشگر بر این مسئله مبتنی است که ارتباط بین تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری شرکت می‌تواند از منظر کانون‌های نظری تحلیل شود. در وهله نخست، تئوری نمایندگی، واگرایی منافع بین مدیران و سهامداران را برجسته می‌کند. این تئوری استدلال می‌کند که مدیران، به دلیل فرصت‌طلبی‌شان، می‌توانند به سمت فعالیت‌های حداکثرسازی منافع شخصی و به ضرر سهامداران سوق داده شوند. این وضعیت، اغلب با کنترل داخلی ضعیف اعمال شده توسط هیئت‌مدیره همگن تسهیل می‌شود. بنابراین، به دلیل اعتماد بیش از حد و کنترل ضعیف، مدیران مرد احتمالاً در گیر سرمایه‌گذاری‌های پرخطر، مخارج اختیاری و بدهکاری بیش از حد هستند. علاوه بر این، بررسی‌های بیشتر پژوهشگر در سایر مطالعات نشان داد که حضور زنان در هیئت‌های مدیره، سازوکارهای نظارتی را تقویت می‌کند، حل تعارض‌های نمایندگی را ممکن و تصمیم‌گیری پرخطر را تعدیل می‌سازد. در حقیقت، زنان با ایفای نقش نظارتی خود در هیئت‌مدیره، تخصیص منابع را بهبود می‌بخشند و مشکلات سرمایه‌گذاری بیش از حد را محدود می‌کنند. حضور زنان در هیئت‌مدیره، امکان کاهش ریسک شرکت را با کاهش نوسان‌های بازده سهام فراهم می‌کند. طبق نظریه «جامعه‌پذیری جنسیتی»<sup>۱</sup> نیز، زنان به دلیل شخصیت‌هایی که در دوران کودکی در آن‌ها ایجاد شده است، دارای ویژگی‌ها، ارزش‌ها و علائق متمایز هستند. زنان، نودوستی و شفقت بیشتری نشان می‌دهند و به دیگران

بیشتر اهمیت می‌دهند. مدیران زن نیز بیشتر به کدهای اخلاقی وابسته هستند و کمتر تحت وسوسه فساد، جاه‌طلبی و ریسک‌های پرخطر قرار می‌گیرند. درباره همسویی یا عدم همسویی نتایج این فرضیه با یافته‌های پژوهش‌های دیگر، نتایج با پژوهش‌های گیلانی‌نای صومعه سرائی و علیزاده (۱۴۰۰)؛ سبای و اد-دافالی (۲۰۲۳)؛ اوزدمیر و همکاران (۲۰۲۲)؛ محمد و همکاران (۲۰۲۲)؛ سعید و همکاران (۲۰۲۱) و بوفاروا و همکاران (۲۰۲۰)، همسو است.

نتایج فرضیه دوم نشان داد، دارا بودن هیئت‌مدیره قوی‌تر و بزرگ‌تر می‌تواند رفتار ریسک‌پذیری شرکت را کاهش دهد، به‌ویژه زمانی که هیئت‌مدیره، متنوع و متشکل از اعضای بسیار واجد و آگاه به شرایط باشند. تأثیرگذاری اندازه هیئت‌مدیره، به پیچیدگی شرکت، فرهنگ سازمانی و سایر عوامل خارج از سازمان و شرکت بستگی دارد و اندازه‌های مختلف هیئت‌مدیره، بسته به ماهیت شرکت، می‌تواند مفید یا حتی مضر باشد.

نتایج با یافته‌های پژوهش محمد و همکاران (۲۰۲۲) با عنوان «حاکمیت شرکتهای ریسک‌پذیری شرکت: نقش تعدیل‌کننده تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره» در تضاد است.

نتایج فرضیه سوم نشان داد بر اساس نظریه‌های نمایندگی و وابستگی به منابع استوار است که بر مبنای آن‌ها، مدیران دارای استقلال کافی، تا حد ممکن تعارض منافع میان مدیران و سهامداران را کاهش می‌دهند و زمینه اعتماد و تضامین بیشتر برای سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان را فراهم می‌سازند. مدیران با استقلال حداکثری، بالطبع از سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ریسک پایین‌تر پشتیبانی می‌کنند. تجارب و یافته‌های پیشین نیز نمایانگر این موضوع است که استقلال حداکثری هیئت‌مدیره، رفتارهای ریسک‌پذیر شرکت را کاهش می‌دهد. همچنین، حضور زنان مستقل در هیئت‌مدیره، متضمن نظارت بیشتر و بهتر بر رفتار دیگر مدیران و نمایندگان است. این مسئله، مشکلات نمایندگی و رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را تا حد ممکن کاهش می‌دهد. نتایج عنوان‌شده با پژوهش حمیدیان و همکاران (۱۴۰۰) با عنوان «تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره، شاخصه‌های قدرت هیئت‌مدیره عامل و بحران مالی بر ریسک‌پذیری بانک‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران در تضاد است،

زیرا نشان دادند استقلال هیئت‌مدیره بر ریسک‌پذیری بانک‌ها (ریسک‌اعتباری و ریسک نقدینگی) تأثیر معنادار و منفی دارد؛ اما با نتایج پژوهش‌های اوزدمیر و همکاران (۲۰۲۲) با عنوان «تنوع هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری شرکت در بخش گردشگری: اثرات تعدیل‌کننده استقلال هیئت‌مدیره، دوگانگی مدیرعامل و جریان‌های نقدی آزاد» همسوست.

نتایج فرضیه چهارم نشان داد در بسیاری از کشورهای پیشرفته و برخی از کشورهای در حال توسعه، قابلیت‌ها و شایستگی‌های زنان در منصب مدیریت، پذیرفته و نهادینه شده و به دلیل توانایی‌های خاص آن‌ها در کنترل بحران و ریسک و همچنین بهبود برون‌دادهای مالی و غیرمالی، جایگاه آن‌ها بیش از پیش، تثبیت شده است. اما شواهد در ایران تا حدی نمایانگر این موضوع است که قابلیت‌های زنان در راستای پیاده‌سازی هدف‌ها و چشم‌اندازهای راهبردی شرکت‌ها، به دلیل تسلط جوّ مردسالارانه و فرهنگ قالب، محدود شده است. در طرف دیگر، ارتباط بین خودشیفتگی مدیران عامل (مرد و زن) و راهبردهای ریسک‌پذیری، قابل توجه است. نخست اینکه، مدیران عامل مرد که خودشیفتگی بالایی دارند، در مقایسه با زنان و در بسیاری از موارد به دنبال تحسین، تشویق و در کانون توجه قرار گرفتن، هستند. این موضوع آن‌ها را به سمت هدف‌های جاه‌طلبانه، بیش‌اعتمادی غیرمنطقی، فرصت‌طلبی برای تحقق هدف‌های شخصی و درگیر شدن در سازوکارهایی نظیر مدیریت سود، اجتناب و فرار مالیاتی و تقلب‌های مالی و مالیاتی، سوق می‌دهد. مورد دوم، مدیران عامل مرد خودشیفته در مقایسه با زنان، بنا بر تجربه‌ها و شواهد، تا حد زیادی خودمحور و منفعت‌طلب هستند. از این‌رو، به شدت به پاداش‌های شخصی و منفعت‌های مالی توجه دارند و در خصوص پیامدها و عواقب تصمیم‌گیری‌های خود درباره سرنوشت دیگر افراد، مانند کارمندان یا سایر ذینفعان، سطح دغدغه و نگرانی‌های کمتری دارند و سطح ریسک‌پذیری را تا حد ممکن کاهش می‌دهند. شواهد و نتایج فوق، با پژوهش‌های صابرمجتهدی و همکاران (۱۴۰۰)؛ بزرگ اصل و همکاران (۱۴۰۰) و سانچرزویز و همکاران (۲۰۲۱) همسویی دارد.

نتایج فرضیه پنجم نشان داد جریان نقدی آزاد، رابطه منفی بین تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره

و ریسک‌پذیری شرکت را تعدیل نمی‌کند. نتایج با یافته‌های پژوهش محمد و همکاران (۲۰۲۲) با عنوان «حاکمیت شرکعی و ریسک‌پذیری شرکت: نقش تعدیل‌کننده تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره» همسو نیست.

### **پیشنادهای کاربردی بر اساس یافته‌های پژوهش**

یافته‌های این مطالعه، پیامدهای قابل توجهی را برای سیاست‌گذاران در ایران، به‌ویژه در سازمان بورس اوراق بهادار، ارائه می‌دهد زیرا سهمیه‌های اجباری برای حضور بیشتر زنان در هیئت‌مدیره شرکت‌ها مورد نیاز است. نتایج این مطالعه، بر اهمیت ترویج مشارکت زنان در هیئت‌مدیره شرکت‌ها، به‌ویژه از منظر ریسک‌پذیری شرکعی، تأکید دارد. از این‌رو، پیشنهادهای زیر مطرح می‌شود:

● نتایج و یافته‌های پژوهش حاضر، از این دیدگاه حمایت می‌کند که هیئت‌های مدیره، وظایف متعددی مانند نظارت، مشاوره درباره مسائل راهبردی، مشاوره و ارائه منابع خارجی بیشتر و ایجاد شبکه‌های ارتباطاتی قوی را انجام می‌دهند. وقتی این نقش‌های چندگانه متعادل می‌شوند، باید به ویژگی‌های اعضای هیئت‌مدیره، از جمله ویژگی‌ها و قابلیت‌های زنان، توجه زیادی شود. نظریه نمایندگی و نظریه وابستگی به منابع نشان می‌دهد که مدیران زن، ایده‌ها و رفتارهای نظارتی جدیدی را به هیئت‌مدیره شرکت می‌آورند. از این‌رو، پیشنهاد می‌شود این موضوع مهم مورد توجه شرکت‌ها و سازمان‌ها قرار بگیرد.

● سیاست‌گذاران در سطوح خرد و کلان باید عناصر مختلف حاکمیت شرکعی را که منعکس‌کننده اثربخشی هیئت‌مدیره یک شرکت است، در نظر بگیرند و به‌طور ویژه به تقویت حضور زنان در هیئت‌های مدیره تمرکز کنند، زیرا بر اساس یافته‌های پژوهش، این مسئله با موضوع ریسک‌پذیری شرکت، مرتبط و درهم‌تنیده است.

● با توجه به یافته‌های پژوهش حاضر، هیئت‌های دارای تنوع جنسیتی احتمالاً منابع و مهارت‌هایی را فراهم می‌کنند که تصمیم‌گیری بهینه را تسهیل می‌کند، استقلال هیئت‌مدیره را افزایش و ریسک‌پذیری مخاطره‌آمیز شرکت را کاهش می‌دهد. از این‌رو، پیشنهاد می‌شود

سازوکارهای مدوّن و قوی به منظور تقویت هرچه بیشتر حضور زنان در مناصب مدیریتی شرکت‌های بورسی فراهم شود.

● شواهد نشان می‌دهد حضور بیشتر زنان در هیئت‌های مدیره، با کاهش مشارکت در مدیریت سود، فرارهای مالیاتی و درگیر نشدن در سازوکارهای تقلب مالی و مالیاتی همراه است و از میزان خودشیفتگی مدیران مرد و ایجاد فرصت‌طلبی‌های مالی آن‌ها می‌کاهد. از این رو، پیشنهاد می‌شود این مهم به صورت جدی در نظر گرفته شود.

## منابع

- اسکندری، علیرضا، محمدی، محمد و اسکندریپور، زهرا. (۱۴۰۱). بررسی نقش تعدیلگر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر رابطه بین کیفیت افشاگری‌های محیط زیستی و ریسک‌پذیری مدیرعامل، کنکاش مدیریت و حسابداری. ۴۷-۲۴، (۳)۲.
- بزرگ اصل، موسی، بهشور، اسحاق و احمدی پاک، فرشته. (۱۴۰۰). خودشیفتگی مدیرعامل و ریسک تقلب در گزارشگری مالی با تأکید بر نقش حساب‌رسان و کمیته حسابرسی، مجله دانش حسابداری، ۱۲(۲)، ۱۳۹-۱۵۵.
- حمیدیان، محسن، محمدی، محمد و کریمی دلدار، بهنام. (۱۴۰۰). تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره، شاخصه‌های قدرت مدیرعامل و بحران مالی بر ریسک‌پذیری بانک‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۵(۱۹)، ۴۳۴-۴۶۷.
- صابر مجتهدی، فاطمه، عباس‌زاده، محمدرضا و کاردان، بهزاد. (۱۴۰۰). تأثیر خودشیفتگی مدیرعامل بر ریسک شرکت، هشتمین کنگره ملی تازه‌یافته‌ها در مدیریت و مهندسی صنایع با تأکید بر توانمندی و هوش رقابت، تهران. صالحی، اله کرم، عجزاوی، جواد و فرهانیان، عبدالکریم. (۱۴۰۰). تأثیر خودشیفتگی مدیران بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد با تأکید بر نقش توانمندی مدیران در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات اخلاق و رفتار در حسابداری و حسابرسی، ۱۱(۱)، ۱۱۳-۱۴۰.
- گیلانی‌نای صومعه‌سرائی، بهنام و علیزاده، آریتا. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره بر ریسک سیستماتیک به واسطه نقش تعدیلگر مدیریت ریسک شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری. ۵(۷۲)، ۱۰۵-۱۱۸.
- ماشینی، رضا. (۱۴۰۲). بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری بر خلق ارزش شرکت، نهمین کنفرانس بین‌المللی علوم مدیریت و حسابداری، تهران.
- مشععی، سیدمحمد و جعفری ازوج، مرضیه. (۱۳۹۹). تحلیل اثر میانجی سیاست تقسیم سود بر ارتباط بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی درونی و جریان نقدی آزاد، فصلنامه حسابداری مالی، ۱۲(۴۵)، ۱۴۲-۱۶۵.
- منصوری‌نیا، الهام و عظیمی، امیرمحمد. (۱۴۰۱). تبیین نقش تعدیلگر خودشیفتگی مدیرعامل در رابطه بین قدرت کمیته حسابرسی و ارزیابی ریسک حساب‌رسان، فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و

- Alhosani, N. H. I., Nobanee, H. (2023). Board gender diversity and corporate social responsibility: A bibliometric analysis. *Heliyon*, 9(1), 1-21.
- Almashhadani, M. (2021). Internal Control Mechanisms, CSR, and Profitability: A. *International Journal of Business and Management Invention*, 10(12), 38-43.
- Almashhadani, M., Almashhadani, A. A. (2023). Corporate Governance Science, Culture and Financial Performance. *International Journal of Business and Management Invention*, 11(2), 55-60.
- Anderson, R. C., Reeb, D. M., Upadhyay, A., & Zhao, W. (2011). The economics of director heterogeneity. *Financial Management*, 40(1), 5-38.
- Berger, A.N., Kick, T. & Schaeck, K. (2014). Executive board composition and bank risk taking. *Journal of Corporate Finance*, 28. 48-65.
- Bernile G., Bhagwat, V., & Yonker, S. (2018). Board diversity, firm risk, and corporate policies. *Journal of Financial Economics*, 127(3), 588–612.
- hatterjee, A., Hambrick, D. C. (2011). Executive personality, capability cues, and risk taking: How narcissistic CEOs react to their successes and stumbles. *Administrative science quarterly*, 56(2), 202-237.
- Cheng, Q. (2021). Corporate Strategy and Risk-Taking Level—Based on the Regulatory Role of Audit Quality. *Open Journal of Business and Management*, 9(4), 1631-1646.
- Cohen, D. A., A. Dey, & T. Z. Lys (2013). Corporate Governance Reform and Executive Compensation Incentives: Implications for Investments and Risk Taking. *Contemporary Accounting Research*, 30, 1296–332.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2006), Managerial Incentives and RiskTaking. *Journal of Financial Economics*, 79, 431–68.
- Da Costa, V., Ljungberg, V. (2023). *Gender Diversity in the Boardroom and Financial Performance-A quantitative analysis of female presence in listed firms in the Nordic region*. [Bachelor thesis, University of Gothenburg]. Sweden.
- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2023). Board gender diversity and ESG decoupling: Does religiosity matter? Business Strategy and the Environment. *Business Strategy and Enviroment*. 32(7), 4046-4067.
- Gerstner, W. C., König, A., Enders, A., & Hambrick, D. C. (2013). CEO narcissism, audience engagement, and organizational adoption of technological discontinuities. *Administrative Science Quarterly*, 58, 257-291.
- Grosvold, J. (2011). Where are all the women? Institutional context and the prevalence of women on the corporate board of directors. *Business & Society*, 50(3), 531-555.
- Guizani, M., Abdalkrim, G. (2021). Board gender diversity, financial decisions and free cash flow: empirical evidence from Malaysia. *Management Research Review*. 45(2), 198-216.
- Gulamhussen, M.A., Santa, S.F. (2015), Female directors in bank boardrooms and their influence on performance and risk-taking. *Global Finance Journal*, 28, 10-23.
- Joeks, J., Pull, K., Vetter, K. (2013). Gender diversity in the boardroom and firm performance: What exactly constitutes a “critical mass?”. *Journal of business*

*ethics*, 118, 61-72.

- John, K., Litov, L., & Yeung, B. (2008). Corporate governance and risk-taking. *The journal of finance*, 63(4), 1679-1728.
- Kim, B. (2011). Do foreign investors encourage value-enhancing corporate risk taking?. *Emerging Markets Finance and Trade*, 47(3), 88-110.
- Konrad, A. M., Kramer, V., & Erkut, S. (2008). The impact of three or more women on corporate boards. *Organizational dynamics*, 37(2), 145-164.
- Laffarga, J., de Fuentes, P., & Giner, Y. (2006). *Género, estilo directivo y eficiencia empresarial*. In 12th Meeting of the Asociación Española de Profesores de Contabilidad, Burgos, Spain.
- Levi, M., Li, K., & Zhang, F. (2014). Director gender and mergers and acquisitions, *Journal of Corporate Finance*, 28,185-200.
- Liu, X.X., Liu, M., Yang, L. (2020). Relationship affinity and risk-taking level of private enterprises. *Sci. Res. Manag*, 41, 268–278.
- Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China?. *Journal of corporate finance*, 28, 169-184.
- Lombardi, F., Juraboev, S. (2021). Impact of corporate governance on overall performances of Central Asia companies. [Masters thesis, Politecnico di Torino University]. Italy.
- Lu, J. W., Liang, X., Shan., M., & Liang, X. (2015). Internationalization and performance of Chinese family firms: The moderating role of corporate governance. *Management and Organization Review*, 11(4), 645-678.
- Magoma, A., Ernest, E. (2023). The impact of board gender diversity on financial performance of listed firms in Tanzania: A panel analysis. *Strategic Approach to Business Ecosystem and Organizational Development*,12(3),78-87.
- McCormick Hyland, M., Marcellino, P. A. (2002). Examining gender on corporate boards: A regional study. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 2(4), 24-31.
- Mensah, E., Boachie, C. (2023). Corporate governance mechanisms and earnings management: The moderating role of female directors. *Cogent Business & Management*, 10(1), 2167290.
- Merendino, A., Melville, R. (2019). The board of directors and firm performance: empirical evidence from listed companies. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 19(3), 508-551.
- Mitra, D. (2022). *Board Gender Diversity, Innovation and Performance of Listed Small and Medium Enterprises in Australia* [Doctoral dissertation, Victoria University]. Australia.
- Muhammad, H., Migliori, S., & Mohsni, S. (2022). Corporate governance and firm risk-taking: the moderating role of board gender diversity. *Meditari Accountancy Research*, 31(3), 706-728.
- Muktadir-Al-Mukit, D. (2022). Do sociodemographic factors have influence on risk tolerance level of stock market investors? An analysis from a developing country perspective. *South Asian Journal of Business Studies*, 11(2), 149-173.
- Nakano, M., Nguyen, P. (2012), Board size and corporate risk taking: further evidence from Japan. *Corporate Governance: An International Review*, 20(4), 369-387.

- ekhili, M., Gatfaoui, H. (2013). Are demographic attributes and firm characteristics drivers of gender diversity? Investigating women's positions on French boards of directors. *Journal of business ethics*, 118, 227-249.
- Nor, M. I., Masron, T. A., & Alabdullah, T. T. Y. (2020). Macroeconomic fundamentals and the exchange rate volatility: empirical evidence from Somalia. *SAGE Open*, 10(1).
- Ozdemir, O., Erkmen, E., & Binesh, F. (2022). Board diversity and firm risk-taking in the tourism sector: Moderating effects of board independence, CEO duality, and free cash flows. *Tourism Economics*, 28(7), 1782-1804.
- Pandey, N., Andres, C., & Kumar, S. (2023). Mapping the corporate governance scholarship: Current state and future directions. *Corporate Governance: An International Review*, 31(1), 127-160.
- Rossi, F., Hu, C. & Foley, M. (2017), Women in the boardroom and corporate decisions of Italian listed companies: does the 'critical mass' matter?. *Management Decision*, 55(7), 1578-1595.
- Ruigrok, W., Peck, S., & Tacheva, S. (2007). Nationality and gender diversity on Swiss corporate boards. *Corporate governance: an international review*, 15(4), 546-557.
- Velte, P. (2023). The link between corporate governance and corporate financial misconduct. A review of archival studies and implications for future research. *Management Review Quarterly*, 73(1), 353-411.
- Yarram, S. R., & Adapa, S. (2021). Board gender diversity and corporate social responsibility: Is there a case for critical mass?. *Journal of cleaner production*, 278, 123319.
- Zhang, H., Aumeboonsuke, V. (2022). Technological innovation, risk-taking and firm performance—empirical evidence from Chinese listed companies. *Sustainability*, 14(22), 14688.
- Zhang, J., Xue, C., & Zhang, J. (2023). The Impact of CEO Educational Background on Corporate Risk-Taking in China. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(1), 9.
- Zhu, D. H., Chen, G. (2015). CEO narcissism and the impact of prior board experience on corporate strategy. *Administrative Science Quarterly*, 60(1), 31–65.