



رابطه ریسک پذیری شرکت با ساختار مالکیت با تاکید بر نقش بستر قانونی و گروه های تجاری

حمیده اثنی عشری^۱، حسن مرادقلی^۲

۱-استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی(نویسنده مسئول)

۲-کارشناس ارشد دانشگاه شهید بهشتی و شریک موسسه حسابرسی حافظ گام

ارتباط با نویسنده مسئول مکاتبات: h_asnaashari@sbu.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۹/۱۲، تاریخ انجام اصلاحات: ۱۳۹۷/۱۱/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۱۲/۲۵

The Relationship Between Corporate Risk Taking & Ownership Structure With Emphasize on Legal Environment And Business Groups

Asnaashari Hamideh*¹ Moradgholi Hassan²

¹ -Assistant Professor in Management And Accounting Faculty, Shahid Beheshti University

² -Master of Accounting, Shahid Beheshti University

Received 03/12/2017, Revised 12/10/2018, Accepted 15/03/2019

چکیده

در این پژوهش رابطه ریسک پذیری شرکت با ساختار مالکیت بررسی شده است. ریسک پذیری با استفاده از واریانس بازده دارایی های شرکت و ساختار مالکیت از طریق سطح مالکیت سهامدار عمده اندازه گیری شده اند. به علاوه، اثر عضویت در گروه های تجاری و بهبود بستر قانونی بر رابطه ریسک پذیری با ساختار سرمایه نیز تحلیل شد. در این راستا اطلاعات ۱۱۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۴ بررسی گردید. برای تجزیه و تحلیل داده ها، تحلیل رگرسیون- روش اثرات ثابت به کار گرفته شد. نتایج پژوهش حاکی از آن است درصد مالکیت سهامدار عمده با ریسک پذیری رابطه منفی معناداری دارد، بدین معنی که با افزایش درصد مالکیت سهامدار عمده ریسک پذیری شرکت کاهش می یابد. همچنین یافته ها نشان داد عضویت شرکتها در گروه تجاری و بهبود بستر قانونی تأثیری بر رابطه بین مالکیت سهامدار عمده و ریسک پذیری نداشته است.

کلمات کلیدی: ریسک پذیری، ساختار مالکیت، بهبود بستر قانونی، گروه های تجاری

مقدمه

بر اساس تعاریف جدید از ریسک که با ادراک سرمایه گذاران از ریسک تطابق بیشتری نیز دارد، افزایش بازدهی دارائی مالی به عنوان ریسک محسوب نمی‌شود. تعریف متعارف ریسک بیانگر هر گونه نوسانات است که شامل فرصت های ارزشمند سرمایه گذاری نیز می‌شود. در تعاریف جدید و شاخص هایی که بر آن اساس طراحی شده، فقط تغییرات نامطلوب (آن دسته از مشاهداتی که کمتر از نرخ بازده مشخصی می باشند) به عنوان ریسک تعریف می شوند (سعیدی و صفدری پور، ۱۳۸۷). سرمایه گذاری در سهام، ریسک بیشتری نسبت به سایر سرمایه گذاری ها در اوراق بهادار دارد و سهامداران اولویتی بر دارایی های شرکت در زمان ورشکستگی تا تسویه نهایی ندارند، از این رو انتظار بازده در این سرمایه گذاری نسبت به سایر سرمایه گذاری ها بیشتر می باشد. در صورتی که ریسک سرمایه گذاری افزایش یابد، سرمایه گذار نیز نرخ بازده مورد انتظار خود را افزایش می دهد. سرمایه گذاران نیز به عنوان فعالان اصلی بازار سرمایه، برای تصمیم گیری در ارتباط با خرید و فروش اوراق بهادار، عوامل مختلفی را در تصمیم گیری خود لحاظ می نمایند. از جمله این موارد می توان به بازده، ریسک بازار و نقد شوندگی سهام و نحوه مدیریت بنگاه اقتصادی اشاره نمود (گرد و همکاران، ۱۳۹۱). از زمان فروپاشی شرکت های بزرگی نظیر انرون و ورلدکام در خصوص عدم افشای رسوایی های مالی مدیران شرکت ها سرمایه گذاران توجه بیشتری به نقش برجسته نظام راهبری و اصول آن دارند. در طرف دیگر پس از جدا شدن شخصیت حقوقی بنگاه های تجاری از شخصیت حقیقی مالکان آنها و توسعه تجارت جهانی و احساس نیاز مالکان به منابع تأمین مالی، بحث چند مالکی در شرکت ها شکل گرفت و موجب بوجود آمدن شرکت های سهامی شد. در این میان هر کدام از سهامداران، بخصوص آنهایی که دارای نفوذ بیشتری بودند، که عمدتاً بخاطر بالا بودن حجم سرمایه شان بود، سعی در جهت دادن تصمیمات مالی شرکت ها بسوی منافع خود بودند (هاشمی و بکرانی، ۱۳۹۰). سهامداران عمده از کنترل شرکت و جریان وجه نقد لذت برده و برای جمع آوری اطلاعات و کنترل مدیران در جهت بیشتر کردن ارزش شرکت انگیزه های زیادی دارند. مساله ای که باید به آن توجه شود این نکته است که سهامداران به علت برخورداری از پرتفوی سرمایه گذاری از مدیران در اخذ پروژة ها ریسک پذیرتر هستند و این موضوع باعث می شود در صورت افزایش مالکیت سهامدار عمده بر رفتار مدیر فشار آید و باعث تغییر در سطح ریسک پذیری مدیران گردد (نمازی، ۱۳۸۴). گروه های تجاری باعث می شوند که میزان عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و بازار کاهش پیدا کند. این گروه ها ممکن است قادر به ایجاد بازارهای سرمایه داخلی باشند تا از این طریق بتوانند مساله عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی را از پیش رو بردارند. بنابراین، به نظر می رسد که شرکت های وابسته به گروه های تجاری در قیاس با شرکت های مستقل، به طور نسبی وابستگی کمتری به بازار سرمایه خارجی داشته باشند و ممکن است قادر به پرداخت سود سهام دائمی باشند و یا از سود سهام بالا حمایت کنند. پرداخت سود سهام دائمی و افزایش پرداخت سود می تواند تاثیر مثبت و مطلوبی روی ارزش و نرخ بازده سهام داشته و در نتیجه ریسک پذیری شرکت را تحت تاثیر قرار دهد (مرادی و همکاران، ۱۳۹۳).

آنچه باعث انجام این پژوهش شد، تعیین رابطه ریسک پذیری شرکت با ساختار مالکیت می باشد. از این رو پژوهش حاضر به دنبال پاسخ گویی به این پرسش هاست که آیا سطح مالکیت سهامدار عمده با رفتار ریسک پذیر شرکت رابطه معنی دار دارد؟ آیا سطح مالکیت سهامدار

عمده و ریسک پذیری شرکت با عضویت در گروه تجاری، تقویت می شود؟ آیا سطح مالکیت سهامدار عمده و ریسک پذیری شرکت با بهبودبستر قانونی، تقویت می شود؟

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

برای سالیان متمادی در گذشته، اقتصاددانان فرض می کردند که تمامی گروههای مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می کنند. اما در ۳۰ سال گذشته موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروهها و چگونگی مواجهه شرکتها با این گونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است. این موارد بطور کلی، تحت عنوان «تئوری نمایندگی» در حسابداری مدیریت بیان می شود. طبق تعریف جنسن و مک لینگ، رابطه نمایندگی قراردادی است که بر اساس آن صاحب کار یا مالک، نماینده یا عامل را از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم گیری را به او تفویض می کند (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷). عضویت در گروه های تجاری پیامدهای مثبت متعددی می تواند برای شرکت ها داشته باشد. ساختار مالکیت گروه های تجاری، مشکلات نمایندگی را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش و تا حدی برطرف می کند و نظارت موثر را در سراسر مدیریت ارشد موجب می شود (هشی و همکاران، ۱۹۹۰). نگهداری سهام به صورت متقابل بین شرکت های عضو گروه باعث تقویت نظارت متقابل و به اشتراک گذاری اطلاعات میان اعضای گروه و همچنین باعث انعطاف پذیری بیشتر در تصمیم گیری ها می شود. در عین حال، در تصمیمات سرمایه گذاری، شرکت های عضو گروه تجاری از نظر نقدینگی دچار مشکلات کمتری هستند. بر اساس تحقیقات انجام شده کاهش قابل توجهی در هزینه های ورشکستگی شرکت های عضو گروه مشاهده شده است. ریسک احتمال کاهش درآمد یا از دست دادن سرمایه تعریف می شود، هرچند سهامداران عمده (به طور کلی) و سهامداران نهادی برخی مشکلات نمایندگی را کاهش می دهند، اما ممکن است برخی مشکلات را نیز ایجاد کنند. ریسک پذیری را می توان انجام هرگونه فعالیتی که دارای حداقل یک نتیجه مبهم و یا نامطمئن باشد تعریف کرد. نتیجه مذکور ممکن است مثبت بوده و منفعتی را برای فرد به همراه داشته باشد و یا منفی بوده و فرد را با زیان مواجه سازد. با جدایی مالکیت از مدیریت شرکتها، این مسئله به وجود می آید که مدیران تصمیماتی اتخاذ کنند که در راستای منافع خود یا منافع سهامداران باشد. نحوه توزیع مالکیت (سهام شرکت) بین صاحبان واحد تجاری (سهامداران)، ساختار مالکیت نامیده می شود که از دو جنبه می تواند بررسی شود. یکی از دیدگاه تمرکز مالکیت و دیگری از دیدگاه ترکیب مالکیت است. (فروغی، ۱۳۸۵). از مزایای راهبری شرکت می توان کنترل رفتار سوء مدیریت، کنترل رفتار ریسک پذیر مضر مدیریت، کنترل ناکارآمدی مدیریت و جلوگیری از گزارشگری مالی کم کیفیت را برشمرد. راهبری شرکتی مناسب می تواند رفتار ریسک پذیر شرکت در جایی که مضر است را کاهش دهد.

یکی از سازوکارهای راهبری شرکتی که دارای اهمیت فزاینده ای بوده، ظهور سرمایه گذاران نهادی به عنوان مالکین سرمایه است. وجود سهامداران عمده می تواند میزان نظارت را افزایش یا آن را بهبود بخشد و بنابراین به عملکرد بهتر موسسه منجر می شود. تأثیر فعالیت سهامداران در راهبری شرکتی مهم است. امروزه مشارکت سهامداران نهادی به عنوان نیروی مهم در نظارت بر شرکت های بزرگ و حفاظت از منابع سهامداران اقلیت خدمت می کنند (میرینگ و

شرتریگ^۱، ۲۰۱۰). سهامداران عمده اطلاعات را جمع‌آوری و پردازش کرده، بر مبنای آن عمل می‌کنند. اگرچه این سرمایه‌گذاران، اطلاعات خود را به صورت عمومی در اختیار بازار قرار نمی‌دهند، ولی با تصمیم خود بازار را آگاه می‌سازند. بنابراین، نفوذ سرمایه‌گذاران نهادی در بازار و شرکت‌ها، معیار دیگری برای اندازه‌گیری شفافیت است (حساس یگانه و خیرالهی، ۱۳۸۷). به منظور کاهش درگیری‌های بین صاحبان و سهامداران اقلیت در شرکت‌های آسیایی، مشارکت سرمایه‌گذاران عمده اداره امور شرکت را بهبود می‌بخشد (کلین^۲، ۲۰۰۲). اغلب سهامداران نهادی به طور فعال بر اعمال مدیریت و جلوگیری از رفتار فرصت‌طلبانه مدیران نظارت دارند (میرینگ و شرتریگ، ۲۰۱۰). چون سرمایه‌گذاران عمده نظارت بهتری بر مدیریت نسبت به سرمایه‌گذاران فردی دارند، پس انتظار آن است که با بالا بردن سطح مالکیت نهادی، کیفیت سود افزایش یابد. سرمایه‌گذاران نهادی با نظارت بر گزارش‌های شرکت‌های بزرگ گزارشگری باکیفیت بالاتر را تشویق می‌کنند. علاوه بر این سرمایه‌گذاران عمده نسبت به سرمایه‌گذاران فردی بیشتر قادر به تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی هستند (والری و جنکینس^۳، ۲۰۰۶). مالکیت عمده سرمایه‌گذاران آن‌ها را به نظارت مؤثر بر فعالیت مدیریت ترغیب می‌کند، به علاوه قدرت حق رأی به آن‌ها اجازه می‌دهد تأثیر عمده‌ای بر مدیریت داشته باشند (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷). حضور سرمایه‌گذاران عمده ممکن است باعث تغییر در رفتار شرکت شود که این تغییر از طریق نظارت سرمایه‌گذاران نهادی امکان‌پذیر است. زیرا به دلیل میزان سرمایه‌گذاری، این سرمایه‌گذاران به طور فعال بر مدیریت نظارت دارند. چون سرمایه‌گذاران عمده ابزار بهتری برای نظارت بر مدیریت دارند انتظار آن است که وجود این سرمایه‌گذاران باعث بهبود کیفیت اطلاعات شود. سرمایه‌گذاران نهادی انگیزه‌های متعددی برای نظارت بر گزارشگری مالی دارند. اول اینکه صورت‌های مالی منبع مهم اطلاعات در مورد شرکت است. سرمایه‌گذاران نهادی احتمالاً در انواع برنامه‌ریزی و ارزیابی سرمایه‌گذاری خود از این اطلاعات استفاده خواهند کرد و دوم اینکه سرمایه‌گذاران نهادی نسبت به سرمایه‌گذاران فردی قادر به تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی به طور کامل‌تری هستند (والری و جنکینس، ۲۰۰۶). بر اساس تئوری نمایندگی، در شرکت‌های با میزان مالکیت نهادی بالا به واسطه همسو شدن منافع مدیران و سهامداران نیاز کمتری به رویه‌های محافظه‌کارانه وجود دارد.

سرمایه‌گذاران نهادی و عمده از طریق جمع‌آوری اطلاعات و قیمت‌گذاری تصمیمات مدیریت به طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت به طور صریح بر شرکت نظارت می‌کنند. در مقابل هنوز اندیشمندان زیادی وجود دارند که معتقدند نهادها به طور مؤثر بر شرکت نظارت نمی‌کنند، چرا که آن‌ها از تجربه کافی برخوردار نبوده و از حضور مفت سواران ناخشنودند یا ممکن است سیاست مدارانه با مدیران کنار بیایند. کلین (۲۰۰۲)، بیان کرد تمرکز مالکیت درآمد مدیریت را کاهش می‌دهد که باعث بهبود کیفیت افشای مالی می‌شود. تحقیقات دانشگاهی نشان می‌دهند در شرکت‌ها با مالکیت نهادی بالاتر، احتمال دست‌کاری صورت‌های مالی توسط مدیریت و دخالت نظر مدیریت در صورت‌های مالی کاهش می‌یابد. فعالیت سهامداران عمده به اشکال مختلف، از جمله ارائه پیشنهاد به شرکت، مذاکره مستقیم با مدیریت و نظارت بر گزارش‌های مالی که مسلماً چنین سطحی مانع از گزارش‌های مالی متقلبانه می‌شود (گیلان و استارکس، ۲۰۰۰).

¹ -Myryng and shrtrydg.

² - klein

³ - Velury and Jenkins

این فرض در ادبیات وجود دارد که سهامداران بزرگ قدرت بیشتر و انگیزه قوی‌تری برای حداکثر کردن ارزش سهام‌دارند (فرضیه هم‌راستایی انگیزه‌ها)، اما رابطه نظری میان سهامداران بزرگ و ارزش موسسه مبهم است. مالکیت عمده بالاتر از سطح مشخص ممکن است منجر به حفاظت مدیران مالک و در نتیجه سلب مالکیت از سهامداران خرد می‌شود (حساس یگانه و پاک مرام، ۱۳۹۱). در صناعی که مشکلات نمایندگی به‌طور قابل توجهی می‌تواند باعث کاهش ارزش بازار شود، مالکیت متمرکز می‌تواند نقش بسزایی در کاهش مشکلات نمایندگی داشته باشد (کوماریا^۴، ۲۰۱۱). مالکیت متمرکز سطح اقلام تعهدی اختیاری را کاهش می‌دهد و افشاجاری داوطلبانه توسط مدیران را نیز افزایش می‌دهد (نورواتی و همکاران^۵، ۲۰۱۰). تمرکز در مالکیت به حالتی اطلاق می‌شود که میزان در خور ملاحظه ای از سهام شرکت به سهامداران عمده (اکثریت) تعلق داشته باشد و نشان می‌دهد چند درصد سهام شرکت در دست عده ی محدودی قرار دارد (اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۸). سهامداران خرد به خاطر هزینه های بالا و منفعت اندک انگیزه ای برای نظارت بر عملکرد مدیران ندارند. در صورتی که سهامداران بزرگی وجود داشته باشند که بخش اصلی سود حاصل از عملکرد شرکت را کسب کنند، می‌توانند انگیزه لازم برای نظارت را بدست آورند (شلیفیر و ویشنی، ۱۹۹۷).

یکی از مهم‌ترین بازیگران نظام راهبری شرکتی سهامداران می‌باشند زیرا آن‌ها تأمین‌کنندگان سرمایه شرکت هستند. سهامداران با انتخاب اعضای هیئت‌مدیره به‌طور غیرمستقیم در تصمیم‌گیری‌های شرکت نقش ایفا می‌کند و سهامداران نهادی با توجه به اینکه قادر به انتخاب یک یا چند عضو هیئت‌مدیره هستند می‌توانند در کاهش هزینه‌های نمایندگی مؤثر واقع شوند. در یک نظام راهبری شرکتی مطلوب مدیران به هیئت‌مدیره و هیئت‌مدیره به سهامداران و سایر ذی‌نفعان پاسخگو هستند (کلای و عمری^۶، ۲۰۱۱). ریسک‌پذیری می‌تواند عملکرد شرکت را بهبود دهد، لیکن در صورت عدم دریافت مستقیم این منافع توسط مدیران و هم‌چنین با توجه به جنبه‌های منفی ریسک‌پذیری بالا و تهدیدهای مربوط به آن، ممکن است مدیران تمایل زیادی به ریسک‌پذیری نداشته باشند. براین اساس بیان می‌شود که پایش مدیران از سوی مالکان با استفاده از سازوکارهای مختلف راهبری شرکتی ضرورت دارد. راهبری شرکتی برای اطمینان از این که سرمایه‌گذاران بازده منصفانه ای بر روی سرمایه‌گذاری خود کسب می‌کنند، طراحی شده است (محمود آبادی و زمانی، ۱۳۹۵).

حاجیان و همکاران (۱۳۹۶)، رابطه ساختار مالکیت با مدیریت سود را مورد بررسی قرار دادند. آنها دریافتند ساختار مالکیت بر مدیریت سود اثر گذار است و سهامداران خارجی با کاهش مدیریت سود رابطه مثبت دارند. پیش‌دار و محمد حسینی (۱۳۹۴)، به بررسی تاثیر انواع مالکیت بر ریسک نقدینگی پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که مالکیت اشخاص حقیقی رابطه ای معنادار و معکوس و مالکیت بانکی رابطه ای مثبت و معنادار با ریسک نقدینگی دارد. کارگرسورکی و نظامی (۱۳۹۳)، در تحقیقی که اثر ساختار مالکیت بر ریسک شرکت‌ها را بررسی می‌کرد دریافتند شاخص سهامدار بزرگ شرکت و شاخص بزرگترین سهامدار شرکت رابطه معنادار و معکوس با ریسک بتا در بازار دارد. سجادی و همکاران (۱۳۹۲)، در پژوهشی تاثیر ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. نتایج نشان داد که متغیرهای تمرکز مالکیت و میزان مالکیت مدیریت رابطه منفی و معنادار با ریسک سرمایه‌گذاری دارند.

⁴ - Gugle.

⁵ - Meulen, et al.

⁶ -Clay and Omry.

اما، میزان مالکیت سهامداران نهادی با ریسک سرمایه گذاری شرکت‌ها رابطه ای ندارد. واعظ و همکاران (۱۳۸۹)، در پژوهشی رابطه ساختار مالکیت را از دو جنبه ترکیب و تمرکز مالکیت با بازده سهام بررسی نمودند. نتایج پژوهش بیانگر آن بود مالکیت دولتی با بازده سهام رابطه مثبت و معنادار دارد. بعلاوه، تمرکز مالکیت با ارزش شرکت رابطه معنادار و منفی دارد. بتانگ و همکاران (۲۰۱۹)، به بررسی رابطه نوع مالکیت بر ریسک اعتباری پرداختند. آنها دریافتند بانک های خصوصی در مقایسه با بانک های دولتی نظارت کارآمدتری بر ریسک اعتباری دارند. حسین و همکاران (۲۰۱۸)، رابطه نوع مالکیت و رفتار ریسک پذیر را در بانک های مورد آزمون قرار دادند. آنها دریافتند مالکیت مدیریتی با رفتار ریسک پذیر رابطه مثبت و مالکیت نهادی با رفتار ریسک پذیر رابطه منفی دارد. ناسیرا و همکاران (۲۰۱۵)، در پژوهشی به مطالعه روابط بین ساختار مالکیت (سرمایه گذاران نهادی، دولتی و خانوادگی) و پذیرش ریسک در بانکهای کشور مالزی پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان داد هیچ گونه رابطه معناداری بین ریسک و ساختار مالکیت وجود ندارد. کالن و فانگ (۲۰۱۱)، رابطه‌ی بین سهامداران نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام را بررسی کردند. نتایج تحقیق آنان نشان داد رابطه مثبتی بین مالکیت نهادی و ریسک سقوط قیمت بازار و رابطه‌ی منفی بین سرمایه گذاران نهادی متخصص و ریسک سقوط قیمت سهام وجود دارد. پالای گورا (۲۰۱۰)، تاثیر ساختار مالکیت بر ریسک پذیری شرکت را بررسی کرد. نتایج تحقیق وی حاکی از آن بود بین مالکیت بزرگ ترین سهامدار و مالکیت نهادی با ریسک سرمایه گذاری رابطه‌ی مثبتی وجود دارد. از سوی دیگر، بین مالکیت خانوادگی و ریسک پذیری شرکت رابطه‌ی منفی وجود دارد. النجار (۲۰۱۰)، روابط میان ساختار مالکیت، ریسک تجاری و حاکمیت شرکتی را مورد آزمون قرار دادند. یافته های پژوهش وی حاکی از آن بود که سرمایه گذاران نهادی زمانی که می خواهند تصمیمات سرمایه گذاری اتخاذ کنند عواملی از قبیل ساختار سرمایه، سودآوری، ریسک تجاری، ساختار دارایی، نقدینگی دارایی و اندازه شرکت را مورد توجه قرار می دهند. آیدین و همکاران (۲۰۰۷) در تحقیق خود نشان دادند شرکت‌ها با تمرکز مالکیت بالا نسبت به شرکت‌ها با مالکیت پراکنده، ریسک گریزی بیشتری دارند.

فرضیه های پژوهش

به منظور پاسخ گویی به سوالات پژوهش و به پشتوانه مبانی نظری موجود فرضیه های زیر تدوین گردید:

فرضیه اول: سطح مالکیت سهامدار عمده با رفتار ریسک پذیر شرکت رابطه معنی دار دارد.
فرضیه دوم: رابطه سطح مالکیت سهامدار عمده و ریسک پذیری شرکت با عضویت در گروه تجاری، تقویت می شود.
فرضیه سوم: رابطه سطح مالکیت سهامدار عمده و ریسک پذیری شرکت با بهبود بستر قانونی، تقویت می شود.

روش پژوهش

این تحقیق از لحاظ فلسفه، از نوع تحقیقات اثباتی و از لحاظ تحقیقات، رویکرد قیاسی است همچنین پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی است. تحقیق کاربردی تحقیقی است که نظریه ها، اصول و فنون را برای حل مسایل اجرایی و واقعی به کار می گیرد. همچنین این تحقیق از

لحاظ روش، از نوع توصیفی-همبستگی است، زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می کند و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون، کشف یا تعیین می نماید. همچنین از آنجایی که از اطلاعات گذشته و تاریخی برای آزمون فرضیه استفاده شده است، تحقیق حاضر بر مبنای ماهیت از نوع پس رویدادی به حساب می آید (حافظ نیا، ۱۳۸۳). در این تحقیق برای آزمون فرضیه اول از رابطه زیر استفاده می شود (اودین، ۲۰۱۶؛ پالیگوروا، ۲۰۱۰). در فرضیه اول رابطه بین سطح مالکیت سهامدار عمده و ریسک پذیری شرکت تعیین می شود:

مدل اول پژوهش

$$Dev_{it} = \alpha + \beta_1 ownership_{it} + \beta_2 lev_{it} + \beta_3 growth_{it} + \beta_4 size_{it} + \beta_5 initial\ sale_{it} + \beta_6 initial\ earn_{it} + e_{it}$$

تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق به شرح زیر هستند:

Dev_{it} : متغیرریسک پذیری شرکت است که به استفاده از روش زیر اندازه گیری می شود (اودین، ۲۰۱۶):

$$DEV_{it} = (ROA_{it} - \frac{1}{4} \sum_{t=1}^4 ROA_{it})$$

که در فرمول فوق ROA : عبارت است از حاصل تقسیم سود خالص بر مجموع دارایی های شرکت. برای محاسبه بازده دارایی در سال t از میانگین ۴ سال گذشته شرکت i استفاده می شود. $Ownership$ سطح مالکیت سهامدار عمده است و از تقسیم تعداد سهام در اختیار بزرگترین مالک بر کل سهام شرکت حاصل می شود. Lev نشان دهنده اهرم مالی شرکت است که از حاصل تقسیم جمع بدهی ها به دارایی ها بدست می آید، $Growth$ متغیرسودآوری است که از تفاوت فروش (درآمد) سال جاری منهای فروش (درآمد) سال گذشته شرکت حاصل شده، که با استفاده از فروش (درآمد) سال جاری مقیاس زدایی شده است. $Size$ متغیراندازه است که از حاصل لگاریتم جمع دارایی های شرکت در پایان دوره مالی حاصل شده است. $Initial\ sale$ متغیرفروش است که از حاصل لگاریتم فروش ها (درآمدها) حاصل شده است. $Initial\ earn$ از سود قبل از بهره و مالیات تقسیم بر جمع دارایی های شرکت حاصل شده است. برای آزمون فرضیه دوم، از مدل زیر استفاده می شود:

مدل دوم پژوهش

$$Dev_{it} = \alpha + \beta_1 group_{it} + \beta_2 ownership_{it} + \beta_3 ownership_{it} * group_{it} + \beta_4 lev_{it} + \beta_5 growth_{it} + \beta_6 size_{it} + \beta_7 initial\ sale_{it} + \beta_8 initial\ earn_{it} + e_{it}$$

در فرضیه دوم رابطه سطح مالکیت سهامدار عمده و ریسک پذیری شرکت با عضویت در گروه تجاری بررسی می شود. $Group$ متغیری مجازی است، چنانچه شرکتی عضوی از یک گروه تجاری باشد یک و در غیراین صورت صفرمی باشد. همچنین برای آزمون فرضیه سوم، از مدل زیر استفاده می شود:

مدل سوم پژوهش

$$\text{Dev}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{legal chng}_{it} + \beta_2 \text{ownership}_{it} + \beta_3 \text{ownership}_{it} * \text{legal chng}_{it} + \beta_4 \text{lev}_{it} + \beta_5 \text{growth}_{it} + \beta_6 \text{size}_{it} + \beta_7 \text{initial sale}_{it} + \beta_8 \text{initial earn}_{it} + e_{it}$$

با این فرضیه رابطه سطح مالیکت سهامدار عمده و ریسک پذیری شرکت با بهبود بستر قانونی بررسی می شود. چنانچه ضریب β_3 مثبت و معنی دار باشد فرضیه سوم رد نمی شود. بهبود بستر قانونی (LEGAL CHNG)، متغیری مجازی است که قبل از تاریخ تصویب منشور کمیته حسابرسی، منشور حسابرسی داخلی و دستورالعمل کنترل‌های داخلی عدد (سال ۱۳۹۱) صفر و بعد از تصویب آنها عدد یک منظور شد.

جامعه و نمونه پژوهش

جامعه این پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه تحقیق به روش غربالگری با لحاظ شرایط زیر انتخاب شدند:

- ۱- پیش از سال مالی ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
 - ۲- تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۹۴ تغییر سال مالی یا فعالیت نداده و حذف نشده باشد.
 - ۳- دوره مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد (به دلیل یکنواخت بودن اطلاعات ارائه شده از سوی شرکت ها).
 - ۴- در صنعت شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری های مالی، بانک و لیزینگ نباشد (به دلیل ماهیت خاص این نوع شرکتها).
- با توجه به شرایط بالا و با استفاده از روش حذفی (به جهت همگن سازی شرکتهای نمونه تحقیق) ۱۱۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سالهای ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ به عنوان نمونه تحقیق لحاظ شد. به عنوان نمونه تحقیق لحاظ شد. داده های مورد نیاز برای آزمون فرضیه ها با مراجعه به صورت های مالی، یادداشت های توضیحی، بانک جامع اطلاعاتی پایگاه اینترنتی سازمان بورس و اوراق بهادار و نرم افزار ره آورد نوین گردآوری شد.
- روش آزمون فرضیه ها برای تجزیه و تحلیل داده ها، روش داده های پنل بکار گرفته و جهت آزمون فرضیه ها از رگرسیون حداقل مربعات عادی استفاده شد. بدین صورت که ابتدا آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق ارائه می شود و سپس به منظور اطمینان از وجود عدم هم خطی بین متغیرهای پژوهش همبستگی بین متغیرها مورد بررسی قرار خواهد گرفت. همچنین به منظور اطمینان از پایایی متغیرهای پژوهش آزمون پایایی انجام شد تا اطمینان حاصل شود متغیرهای پژوهش در طول زمان از میانگین، واریانس و ضرایب خود همبستگی ثابت در طول زمان برخوردار هستند.

آمار توصیفی

ویژگی‌های آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق در جدول ۱ خلاصه شده است. آماره‌های گزارش شده شامل معیارهای مرکزی (میانگین، میانه) و شاخص‌های پراکندگی (انحراف معیار)، می‌باشد. با توجه به اختلاف کم بین اعداد میانگین و میانه بیشتر متغیرها، می‌توان نتیجه گرفت که متغیرهای پژوهش تقریباً از توزیع نرمالی برخوردار هستند.

جدول ۱: آماری توصیفی متغیرهای پژوهش

انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میانه	میانگین	
۰.۰۰۳۷	۰.۰۰۰۰	۰.۷۵۴۳	۰.۰۱۲۴	۰.۰۱۰۴	DEV
۰.۳۰۷۱	-۱.۲۷۶۸	۰.۸۸۶۶	۰.۱۳۲۲	۰.۰۸۴۷	GROWTH
۰.۱۵۹۶	-۰.۳۳۹۳	۱.۶۹۴۷	۰.۱۴۶۷	۰.۱۷۴۹	INITIAL ERAN
۱.۴۰۶۶	۹.۶۱۴۷	۱۸.۹۳۶۲	۱۳.۶۲۸۳	۱۳.۶۴۰۷	INITIALSALE
۰.۲۰۴۵	۰.۰۰۰۰	۱.۲۵۴۰	۰.۶۰۸۹	۰.۵۹۳۰	LEV
۰.۱۹۷۴	۰.۱۱۱۴	۰.۹۹۴۵	۰.۵۱۰۳	۰.۵۱۰۴	OWNERSHIP
۱.۴۰۴۳	۱۰.۰۳۱۲	۱۹.۱۰۶۲	۱۳.۸۰۶۰	۱۳.۹۱۳۰	SIZE

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده است. میانگین سطح مالکیت سهامدار عمده ۰.۵۱۰۴ می‌باشد که نشان می‌دهد اغلب شرکت‌های فعال در بورس از مالکیت متمرکز بهره‌مند می‌شوند. در ضمن بررسی رفتار متغیر اهرم مالی نیز حکایت از آن دارد که شرکت‌ها به میزان قابل توجهی بر بدهی به عنوان یک منبع تامین مالی تکیه می‌کنند. این در حالیست که بررسی رفتار متغیر INITIAL EARN نشان می‌دهد که میانگین بازدهی شرکت‌های بورسی به میانگین بازدهی بانک نزدیک است. لازم به ذکر است بررسی رفتار متغیرهای پژوهش نشان داده است که رفتاری مانا در طول زمان دارند.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول پژوهش

در فرضیه اول به بررسی رابطه بین مالکیت سهامدار عمده با رفتار ریسک پذیر شرکت‌ها پرداخته شده است. نتایج برآورد مدل اول پژوهش به روش اثرات ثابت به شرح جدول ۲ است.

جدول ۲: نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
C	-۰.۰۰۹۴	۰.۰۰۴۶	-۲.۰۴۶۲	۰.۰۴۱۲
OWNERSHIP	-۰.۰۰۴۵	۰.۰۰۲۱	-۲.۱۲۱۵	۰.۰۳۴۳
INITIALSALE	-۰.۰۰۲۷	۰.۰۰۰۸	-۳.۲۱۸۶	۰.۰۰۱۴
SIZE	۰.۰۰۳۰	۰.۰۰۰۵	۶.۱۶۵۹	۰.۰۰۰۰
LEV	۰.۰۰۶۵	۰.۰۰۲۵	۲.۵۶۵۹	۰.۰۱۰۵
INITIALERAN	۰.۰۷۵۵	۰.۰۰۹۰	۸.۴۰۱۳	۰.۰۰۰۰
GROWTH	-۰.۰۰۴۶	۰.۰۰۰۹	-۵.۱۵۸۸	۰.۰۰۰۰
شاخص‌های آماری در مدل برآورد شده				
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری آماره F	دوربین-واتسون D-W
۰.۵۰۲۴۹۷	۰.۳۹۷۴۷۸	۴.۷۸۴۸۳۶	۰.۰۰۰۰	۲.۱۹۴۴۹۵

نتایج حاصل از آزمون مدل اول نشان می‌دهد سطح معناداری مربوط به آماره F که بیانگر معنی دار بودن کل رگرسیون می‌باشد، برابر ۰/۰۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار می‌باشد. همانطور که در جدول ۲ نمایش داده شده است ضریب مالکیت سهامدار عمده (OWNERSHIP) برابر با ۰.۰۰۴۵- می‌باشد. با توجه به آماره T و سطح معناداری این متغیر، نتایج نشانگر معنادار بودن این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که بین مالکیت سهامدار عمده و ریسک پذیری رابطه منفی معناداری وجود دارد و در نتیجه فرضیه اول پژوهش رد نشد. آماره دوربین - واتسون بر اساس یافته‌های جدول ۲ برابر ۲.۱۹ می‌باشد که در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار می‌گیرد و نشان دهنده عدم وجود مشکل خود همبستگی است. به منظور رفع ناهمسانی واریانس باقیمانده های مدل (آزمون وایت) از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است. ضریب تعیین R^2 تعدیل شده برابر ۰/۳۹۷ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۳۹٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل و کنترلی مدل قابل تبیین است.

فرضیه دوم پژوهش

در فرضیه دوم به بررسی تاثیر عضویت در گروه تجاری بر رابطه بین سطح مالکیت سهامدار عمده و ریسک پذیری شرکتها پرداخته شده است. نتایج برآورد مدل دوم پژوهش به روش اثرات ثابت به شرح جدول ۳ است:



جدول ۳: نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
C	-۰.۰۰۰۴۹	۰.۰۰۹۰	-۰.۵۴۰۹	۰.۵۸۸۸
OWNERSHIP	-۰.۰۰۰۰۶	۰.۰۰۵۰	-۰.۱۲۵۷	۰.۹۰۰۰
GROUP	-۰.۰۰۰۲۹	۰.۰۱۰۱	-۰.۲۸۲۶	۰.۷۷۷۶
GROUP*OWNERSHIP	-۰.۰۱۰۱	۰.۰۰۷۵	-۱.۳۳۸۱	۰.۱۸۱۴
SIZE	۰.۰۰۰۲۹	۰.۰۰۰۰۵	۵.۴۱۷۹	۰.۰۰۰۰
LEV	۰.۰۰۰۷۰	۰.۰۰۰۲۹	۲.۴۳۶۵	۰.۰۱۵۱
INITIALSALE	-۰.۰۰۰۲۷	۰.۰۰۰۰۷	-۳.۷۹۷۷	۰.۰۰۰۰۲
INITIALERAN	۰.۰۰۷۶۲	۰.۰۰۰۴۹	۱۵.۴۴۳۶	۰.۰۰۰۰
GROWTH	-۰.۰۰۰۴۵	۰.۰۰۰۱۰	-۴.۶۷۷۰	۰.۰۰۰۰
شاخص‌های آماری در مدل برآورد شده				
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری آماره F	دوربین - واتسون D-W
۰.۵۰۳۲۷۷	۰.۳۹۶۲۶۳	۴.۷۰۲۹۱۶	۰.۰۰۰۰	۲.۲۰۴۶۵۳

نتایج حاصل از آزمون مدل دوم پژوهش نشان می‌دهد سطح معناداری مربوط به آماره F که بیانگر معنی دار بودن کل رگرسیون می‌باشد، برابر ۰/۰۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار می‌باشد. برای بررسی فرضیه به ضریب Ownership*Group توجه می‌شود همانطور که در جدول ۳ مشاهده می‌شود ضریب Ownership*Group برابر با -۰.۰۱۰۱ می‌باشد. با توجه به آماره T و سطح معناداری این متغیر، نتایج نشانگر بی معنی بودن این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که عضویت شرکتها در گروه تجاری در سطح اطمینان ۹۵٪ تاثیری بر رابطه بین مالکیت سهامدار عمده و ریسک پذیری ندارد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش رد می‌شود.

آماره دوربین - واتسون بر اساس یافته‌های جدول ۳ برابر ۲.۲۰ می‌باشد که در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار می‌گیرد و نشان دهنده عدم وجود مشکل خود همبستگی است. به منظور رفع ناهمسانی واریانس باقیمانده های مدل (آزمون وایت) از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است. ضریب تعیین R^2 تعدیل شده برابر ۰/۳۹۶ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۳۹٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل و کنترلی مدل قابل تبیین است.



فرضیه سوم پژوهش

در فرضیه سوم به بررسی تاثیر بهبود بستر قانونی بر رابطه بین سطح مالکیت سهامدار عمده و ریسک پذیری شرکتها پرداخته شده است. نتایج برآورد مدل سوم پژوهش به روش اثرات ثابت به شرح جدول ۴ است:

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
C	۰.۰۲۲۲	۰.۰۱۱۷	۲.۷۵۶۶	۰.۰۰۶۰
OWNERSHIP	-۰.۰۰۱۴	۰.۰۰۳۶	-۰.۳۸۸۴	۰.۶۹۷۸
LEGALCHNG	۰.۰۰۴۶	۰.۰۰۱۵	۳.۰۲۸۲	۰.۰۰۲۶
LEGALCHNG*OWNERSHIP	-۰.۰۰۳۴	۰.۰۰۲۳	-۱.۴۹۷۸	۰.۱۳۴۸
SIZE	۰.۰۰۰۵	۰.۰۰۰۸	۰.۵۶۹۸	۰.۵۶۹۰
LEV	۰.۰۰۶۱	۰.۰۰۲۷	۲.۲۰۴۱	۰.۰۲۷۹
INITIALSALE	-۰.۰۰۳۳	۰.۰۰۱۰	-۳.۲۱۰۸	۰.۰۰۱۴
INITIALERAN	۰.۰۰۷۶۲	۰.۰۰۵۱	۱۵.۰۳۲۵	۰.۰۰۰۰
GROWTH	-۰.۰۰۳۶	۰.۰۰۰۹	-۳.۹۱۳۱	۰.۰۰۰۱
شاخص‌های آماری در مدل برآورد شده				
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری آماره F	دوربین - واتسون D-W
۰.۵۱۴۷۷۶	۰.۴۱۰۲۴	۴.۹۲۴۳	۰.۰۰۰۰	۲.۲۲۴۸۵۷

نتایج حاصل از آزمون مدل سوم به شرح جدول ۴ نشان می‌دهد که سطح معناداری مربوط به آماره F که بیانگر معنی دار بودن کل رگرسیون می‌باشد، برابر ۰/۰۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار می‌باشد.

همانطور که از جدول ۴ مشاهده می‌شود ضریب Ownership*Legal chnge برابر با -۰.۰۰۳۴ می‌باشد. با توجه به آماره T و سطح معناداری این متغیر، نتایج نشانگر بی معنی بودن این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که بهبود بستر قانونی تاثیر معناداری در سطح اطمینان ۹۵٪ بر رابطه بین مالکیت سهامدار عمده و ریسک پذیری ندارد بنابراین فرضیه سوم پژوهش رد می‌شود. آماره دوربین-واتسون بر اساس یافته‌های جدول ۴ برابر ۲.۲۲ می‌باشد که در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار می‌گیرد و نشان دهنده عدم وجود مشکل خود همبستگی است. به منظور رفع ناهمسانی واریانس باقیمانده های مدل (آزمون وایت) از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است. ضریب تعیین R^2 تعدیل شده برابر ۰/۴۱۰ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۴۱٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای

مستقل و کنترلی مدل قابل تبیین است. جدول زیر خلاصه نتایج آزمون فرضیات را نشان می‌دهد:

نتیجه گیری و پیشنهادهای پژوهش

طبق تئوری نمایندگی، اولین مشکل مربوط به نمایندگی وجود تضاد منافع بین سهامدار و مدیر است. یعنی سهامدار به دنبال رسیدن به بالاترین مرحله ارزش سرمایه‌گذاری است و مدیر نیز در وهله اول به دنبال افزایش ثروت خود می‌باشد؛ بنابراین، این احتمال وجود دارد که مدیر، در راستای منافع سهامدار عمل ننماید. اختلاس و فساد مالی مدیر و خارج ساختن منافع سهامدار از شرکت، نمونه‌هایی افراطی از این تضاد منافع می‌باشند. تضاد منافع بیان می‌کند که ساختار مالکیت، توانایی مالکان برای پذیرش ریسک پذیری را تحت تاثیر قرار می‌دهد. سهامداران عمده از کنترل شرکت و جریان وجه نقد لذت برده و برای جمع آوری اطلاعات و کنترل مدیران در جهت بیشتر کردن شرکت انگیزه‌های زیادی دارند. مساله ایی که باید به آن توجه شود این نکته است که سهامداران به علت برخورداری از پرتفوی سرمایه‌گذاری از مدیران در اخذ پروژه‌ها ریسک‌پذیرتر هستند و این موضوع باعث می‌شود در صورت افزایش مالکیت سهامدار عمده بر رفتار مدیر فشار آید و باعث تغییر در سطح ریسک‌پذیری مدیران گردد (نمازی، ۱۳۸۴). عضویت در گروه‌های تجاری پیامدهای مثبت متعددی می‌تواند برای شرکت‌ها داشته باشد. ساختار حاکمیت گروه‌های تجاری، مشکلات نمایندگی را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش و تا حدی برطرف می‌کند و نظارت موثر را در سراسر مدیریت ارشد موجب می‌شود (هشی و همکاران، ۱۹۹۰). نگهداری سهام به صورت متقابل بین شرکت‌های عضو گروه باعث تقویت نظارت متقابل و به اشتراک گذاری اطلاعات میان اعضای گروه و همچنین باعث انعطاف‌پذیری بیشتر در تصمیم‌گیری‌ها می‌شود. در عین حال، در تصمیمات سرمایه‌گذاری، شرکت‌های عضو گروه تجاری از نظر نقدینگی دچار مشکلات کمتری هستند. بر اساس تحقیقات انجام شده کاهش قابل توجهی در هزینه‌های ورشکستگی شرکت‌های عضو گروه مشاهده شده است. در این پژوهش به منشور کمیته حسابرسی نیز توجه شده است که در این تحقیق به عنوان بستر قانونی شناخته می‌شود. طبق تعریف این منشور مأموریت واحد حسابرسی داخلی، ارائه خدمات اطمینان‌دهی و مشاوره ایی مستقل و بی‌طرفانه، به منظور ارزش‌افزایی و بهبود عملیات شرکت می‌باشد. وجود سهامداران عمده می‌تواند میزان نظارت را افزایش یا آن را بهبود بخشد و بنابراین به عملکرد بهتر موسسه منجر می‌شود. تاثیر فعالیت سهامداران در راهبری شرکتی مهم است. امروزه مشارکت سهامداران نهادی به‌عنوان نیروی مهم در نظارت بر شرکت‌های بزرگ و حفاظت از منابع سهامداران اقلیت خدمت می‌کنند (مرینگ و شرتریدگ، ۲۰۱۰).

در فرضیه اول این تحقیق به بررسی وجود رابطه بین مالکیت سهامدار عمده و رفتار ریسک‌پذیر شرکت‌ها پرداخته شد. نتایج آزمون فرضیه حاکی از آن است که بین مالکیت سهامدار عمده و رفتار ریسک‌پذیر شرکت‌ها رابطه منفی معنی‌داری وجود دارد. به عبارتی افزایش سطح مالکیت سهامدار عمده موجب کاهش ریسک‌پذیری شرکت‌ها می‌شود و بالعکس. نتایج این تحقیق با نتایج برخی تحقیقات بیان شده در این پژوهش (پیش‌دار و محمد حسینی، ۱۳۹۴)، کارگرسورکی و نظامی (۱۳۹۳)، سجادی و همکاران (۱۳۹۲)، آیدین و همکاران (۲۰۰۷) و

النجار (۲۰۱۰) هم خوانی دارد. همچنین، نتایج این پژوهش با نتایج برخی پژوهش‌ها (ناسیرا و همکاران (۲۰۱۵)، پالای گورو (۲۰۱۰)، دلد و کنف (۲۰۰۶)) همسویی ندارد.

در فرضیه دوم به بررسی تاثیر عضویت در گروه تجاری بر رابطه بین سطح مالکیت سهامدار عمده و ریسک پذیری شرکت‌ها پرداخته شد. نتایج حاکی از آن است که عضویت شرکتها در گروه تجاری در سطح اطمینان ۹۵٪ تاثیر بر رابطه بین مالکیت سهامدار عمده و ریسک پذیری ندارد. نتایج این تحقیق با نتایج تحقیق سجادی و همکاران (۱۳۹۲) و ناسیرا و همکاران (۲۰۱۵) هم خوانی دارد. همچنین، این نتایج با نتایج پژوهش پیش دار و محمد حسینی (۱۳۹۴)، کارگرشورکی و نظامی (۱۳۹۳)، کالن و فانگ (۲۰۱۱)، پالای گورو (۲۰۱۰) و آیدین و همکاران (۲۰۰۷) همسویی ندارد.

در فرضیه سوم به بررسی تاثیر بهبود بستر قانونی بر رابطه بین سطح مالکیت سهامدار عمده و ریسک پذیری شرکتها پرداخته شد. نتایج آزمون فرضیه حاکی از آن است که بهبود بستر قانونی تاثیر بر رابطه بین مالکیت سهامدار عمده و ریسک پذیری ندارد. نتایج این تحقیق با نتایج تحقیق سجادی و همکاران (۱۳۹۲) و ناسیرا و همکاران (۲۰۱۵) هم خوانی دارد. همچنین، این نتایج با نتایج پژوهش پیش دار و محمد حسینی (۱۳۹۴)، کارگرشورکی و نظامی (۱۳۹۳)، پالای گورو (۲۰۱۰) و دلد و کنف (۲۰۰۶) همسویی ندارد.

به این ترتیب، از آنجایی سهامداران عمده ابزار بهتری برای نظارت بر مدیریت دارند وجود این سهامداران باعث بهبود کیفیت اطلاعات شود. مالکیت عمده سرمایه‌گذاران آن‌ها را به نظارت مؤثر بر فعالیت مدیریت ترغیب می‌کند، به‌علاوه قدرت حق رأی به آن‌ها اجازه می‌دهد تأثیر عمده‌ای بر مدیریت داشته باشند. به این ترتیب با افزایش سطح مالکیت عمده میزان نظارت بر عملکرد مدیران افزایش یافته که باعث افزایش کیفیت گزارشگری و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود و در نهایت با افزایش سطح مالکیت سهامدار عمده، میزان ریسک پذیری کاهش می‌یابد.

هر تحقیق علمی ممکن است با یکسری محدودیت‌های غیر قابل اجتناب روبرو شود. انجام این پژوهش نیز با محدودیت‌هایی همراه بوده است از جمله آنکه یمعیارهای متفاوتی برای اندازه گیری ریسک شرکت وجود دارد که در این پژوهش تنها معیار واریانس ۴ ساله نرخ بازده دارایی‌ها مورد استفاده قرار گرفته است که شایسته است دقت نظر لازم در تفسیر نتایج بکار رود. بعلاوه، در این پژوهش تنها اثر مالکیت سهامدار عمده بر ریسک پذیری شرکت مورد توجه قرار گرفت و سایر ارکان راهبری شرکتی در دامنه تحقیق حاضر قرار نگرفت.

به اتکای نتایج این پژوهش، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود از شاخص درصد مالکیت سهامدار عمده به عنوان معیاری برای سنجش رفتار ریسک پذیر شرکت بهره ببرند. بعلاوه، این شاخص از سوی حسابرسان در برنامه ریزی حسابرسی و نهادهای ناظر بازار سرمایه به منظور

رصد رفتار کارآمد مدیریت می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد.

منابع

۱. اعتمادی، حسین و باباجانی، جعفر و آذر، عادل و زهرا دیانتی دیلمی. (۱۳۸۸). تأثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعات مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علوم مدیریت ایران، ۴(۵۹)، ۸۵-۱۵.
۲. پیش دار مرتضی و فاطمه محمدحسینی. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر انواع مالکیت بر ریسک نقدینگی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پنجمین کنفرانس ملی و سومین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت، تهران.
۳. حافظنیا، محمد. (۱۳۸۳). مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی، انتشارات سمت، تهران، چاپ هشتم.
۴. حاجیان، نجمه، داغانی، رضا و زهرا مسیوند. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر ساختار مالکیت و عملکرد شرکت بر مدیریت سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه تحلیل مالی (۱)، ۱-۲۴.
۵. حساس یگانه، یحیی و خیرالهی، مرشید. (۱۳۸۷). حاکمیت شرکتی و شفافیت، نشریه حسابداری، شماره ۸، ۷۴-۷۹.
۶. حساس یگانه، یحیی و عسگر پاک مرام. (۱۳۹۱). ارزیابی تأثیر ابعاد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۴(۱۵)، ۸۵-۱۱۶.
۷. سجادی، سیدحسین، فرازمنند حسن و جواد نیک کار. (۱۳۹۲). تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه گذاری در شرکت ها، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرس، ۵(۲۰)، ۲۹-۵۶.
۸. سعیدی، علی و اعظم صفدری پور. (۱۳۸۷). ارزیابی مقایسه ای عملکرد معیارهای ریسک نامطلوب و عملکرد معیارهای متعارف ریسک در پیش بینی میانگین بازده مازاد سهام (بورس اوراق بهادار تهران)، فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران، ۱(۴)، ۷-۳۳.
۹. فروغی، میثم. (۱۳۸۵). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید چمران اهواز.
۱۰. کارگرشورکی، محمدحسین و احمد نظامی. (۱۳۹۳). تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران، دومین کنفرانس بین المللی مدیریت چالشها و راهکارها، شیراز.
۱۱. گرد، عزیز و سیدجراحی، حمید و کامران راد، صدیقه. (۱۳۹۱). رابطه میزان سهام شناور آزاد و ریسک سهام، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، ۴(۱۳)، ۱۶۹-۱۹۲.
۱۲. مرادی، مهدی و دلدار، مصطفی و مجتبی محمدپور. (۱۳۹۳). رابطه بین عضویت در گروه های تجاری و بازده سهام، مجله پژوهش های حسابداری مالی، ۶(۴)، ۸۹-۱۰۸.
۱۳. محمدی، شاپور و قالیباف اصل، حسن و مهدی مشکى. (۱۳۸۸). بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، ۱۱(۲۸)، ۶۹-۸۸.
۱۴. محمود آبادی، حمید و زینب زمانی. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین ریسک پذیری شرکت و عملکرد مالی با تأکید بر ساز و کارهای راهبردی شرکتی، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۳(۴۹)، ۱۴۱-۱۷۰.



۱۵. نمازی، محمد و احسان کرمانی. (۱۳۸۷). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۵(۵۳)، ۸۳-۱۰۰.
۱۶. نمازی، محمد. (۱۳۸۴). بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، ۲۰(۲)، ۱۴۷-۱۶۴.
۱۷. واعظ، سید علی و کرراهی مقدم، سیروس و مهدی الهائی سحر. (۱۳۸۹). بررسی عملکرد شرکت و حاکمیت شرکتی از طریق ساختار مالکیت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۲(۷)، ۱۱۴-۱۳۵.
۱۸. هاشمی، سید عباس و بکرانی، کیوان. (۱۳۹۰). تأثیر ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۳(۹)، ۱-۱۸.

19. Al-Najjar, B. (2010), Corporate governance and institutional ownership: evidence from Jordan, *Corporate Governance*, 10 (2), 176-190.
20. Aydin, N, Sayim, M, & Yalama, A. (2007). Foreign ownership and firm performance: Evidence from Turkey, *International research journal of finance and economics*, Issue 11, 103-111.
21. Boateng, A, SanjuktaBrahma, B, & Brahma.S. (2019). Politically connected boards, ownership structure and credit risk: Evidence from Chinese commercial banks, *Research in International Business and Finance*, 47(C), 162- 173
22. Callen, J, & Fung. X. (2011). Institutional investors and crash risk: monitoring or expropriation, available at <https://pdfs.semanticscholar.org>
23. Dolde, Walter, &Knopf, J.D. (2006). Impact of Corporate Ownership on Risk- Taking and Return at Thrift Institutions, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=928652>.
24. Hussian, A, Rehman, D, Siddique, A, & Rehman, H. (2018). Impact of ownership structure on bank risk taking: a comparative analysis of conventional banks and Islamic banks of Pakistan, *Journal of Business and Tourism*, 4(1), 175-181
25. Hoshi, T.A, Kashyap, &Scharfstein. D. (1990). The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan, *Journal of Financial Economics*, 27(1), 67-88.
26. Jensen, M. C, & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
27. Klai, N, & Omri, A. (2011). Corporate Governance and Financial Reporting Quality: The Case of Tunisian Firms. *International Business Research*, 4, 158-166.



28. Klein, A. (2002). Audit committees, board of director's characteristics and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375-400.
29. Komariah, S. (2011). The effect Of Stock Return, Inflation, And Ownership Structure To The Investment Risk, *Society of Interdisciplinary Business Research (SIBR) Conference on Interdisciplinary Business Research*, <http://ssrn.com/abstract=1867881>
30. Myring, M, & Shortridge, R.T. (2010). Corporate Governance and the Quality of Financial Disclosures. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 9(6), 103-110
31. Nasyra, Ab, Rasidah, M, & Fauzias Mat Nor.S. (2015). OwnershipStructure and Risk Taking of Malaysian Commercial Banks: The Moderating Effectsof Capital Adequacy Ratio, *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 6 (6 s4), 139-150
32. Nurwati A, Zaluki, A, & Wan-Hussin, W. (2010). Corporate governance and earnings forecasts accuracy. *Asian Review of Accounting*, 18(1). 50 – 67.
33. Paligorova, T. (2010). Corporate risk taking and ownership structure, *Financial markets Department Bank of Canada Working Paper 2010-3*, available at <https://www.bankofcanada.ca>
34. Shleifer, A, & Vishney, R. (1997). A survey of corporate governance, *the Journal of Finance*, 52(2), 437-483.
35. Uddin, Md. (2016). Effect of government share ownership on corporate risk taking: Case of the United Arab Emirates, *Research in International Business and Finance*, 36(C), 322-339.
36. Velury, U.D, & Jenkins, A. (2006). Institutional ownership and the quality of earnings. *Journal of Business Research*, 59(9), 1043- 1051.