

تأثیر مالکیت نهادی بر ارزش و ریسک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

شماره ۲۳ / بهار ۱۳۹۹ (جلد سوم) / صص ۱۶-۲۸
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره سوم)

ابراهیم عنایت پور شیاده

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد قائم شهر، دانشگاه آزاد اسلامی، قائمشهر، ایران. (نویسنده مسئول)
e.enayatpour@yahoo.com

مهدی قلی پور پاشا

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد علوم و تحقیقات گلستان، دانشگاه آزاد اسلامی، گرگان، ایران.
hesampasha1390@gmail.com

جواد درخشان

کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی پرندک، ایران.
javad.derakhshan1362@gmail.com

ابوالقاسم فرقانی

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد بهشهر، دانشگاه پیام نور، بهشهر، ایران.
for_ghasem@yahoo.com

چکیده

استقرار مناسب سازوکارهای راهبری شرکتی، اقدامی اساسی برای استفاده بهینه از منابع، ارتقای پاسخگویی، شفافیت، رعایت انصاف و حقوق همه ذینفعان شرکت است. سرمایه گذاران نهادی یکی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی نیرومند را بازنمایی میکنند که می توانند بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند، زیرا آنان هم می توانند بر مدیریت شرکت، نفوذی چشمگیر داشته باشند و هم می توانند منافع مدیریت را با منافع گروه سهامداران هم جهت نمایند. این پژوهش به بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر ارزش و ریسک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. برای آزمون فرضیه های پژوهش، ۱۱۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ به عنوان نمونه انتخاب شده و برای آزمون فرضیه از نرم افزار آماری Eviews استفاده شده است. نتایج حاصله حاکی از آن است که، مالکیت نهادی تأثیر معناداری بر ارزش و ریسک شرکت دارد.

واژگان کلیدی: مالکیت نهادی، ریسک شرکت، ارزش شرکت.

مقدمه

شرکت ها از دیدگاه قانونی یک شخصیت حقوقی مستقل و جداگانه از مالکان آن محسوب می شوند، اما واتز و زیمرمن معتقدند که شرکت می تواند به عنوان مجموعه ای از قراردادهای میان طرف های مختلف تلقی شود. یکی از مهمترین این قراردادهای، قرارداد میان مدیران و سهامداران شرکت هاست که به دنبال جدایی مالکیت از مدیریت و بر پایه تئوری نمایندگی شکل می گیرد. در این قرارداد سهامداران، اداره امور شرکت را به نمایندگان (مدیران) می سپارند و در مقابل حق پاسخ خواهی در

خصوص عملکرد مدیران را برای خود حفظ می‌کنند. با این همه، در این قراردادها همواره این امکان وجود دارد که مدیران منافع شخصی خود را بر منافع سهامداران ترجیح دهند، که این امر موجب بروز تضاد منافع در روابط نمایندگی می‌گردد. از سویی دیگر، سهامداران برای آن که اطمینان یابند که مدیران در راستای منافع آنها عمل می‌کنند یا خیر، متحمل هزینه‌هایی می‌شوند که هزینه‌های نمایندگی نامیده می‌شود. برای کاهش مسائل نمایندگی، سازوکارهای مختلفی در ادبیات مالی مطرح شده که یکی از اصلی‌ترین آنها، نظام راهبری شرکت است. نظام راهبری شرکت بیانگر فرایند نظارت و کنترل بر مدیریت شرکت، برای حصول اطمینان از همسویی عملکرد آنها با منافع سهامداران می‌باشد (مقدم و مؤمنی یانسری، ۱۳۹۱). در اقتصادهای توسعه یافته، در میان ترکیبات متفاوتی از افشای اطلاعات و حداقل قوانین مورد نیاز برای اعمال یک نظام راهبری مناسب، به میزان کافی به هدف حمایت از سرمایه‌گذاران دست یافته شده است. اگرچه تفاوت‌های قابل ملاحظه‌ای در میان سیستم‌های حکومتی کشورهای مختلف و حتی در میان شرکت‌های یک کشور وجود دارد، اما پژوهش‌ها به دنبال کشف و تأکید بر فاکتورهایی مشترک در میان جوامع و شرکت‌ها و تخمین عوامل مناسب و تأثیرگذار می‌باشند. همچنین با توجه به موج جهانی خصوصی‌سازی و ضرورت اجرای اصل ۲۲ قانون اساسی، دستیابی به نتایج قابل اطمینان و یکسان در این زمینه و تدوین و بکارگیری اصول نظام راهبری شرکتی در کشور ما نیز برای توسعه بازار سرمایه، مهم و اجتناب‌ناپذیر است (انصاری و همکاران، ۱۳۹۱). از پیدایش تضاد منافع بین مدیران و مالکان با جدایی مالکیت از مدیریت، پیدایش بازارهای اوراق بهادار و گروه‌های مدیران حرفه‌ای صورت گرفت و شرکت‌های سهامی به عنوان پدیده‌های اجتماعی مطرح شد، ترکیب سهامداران شرکت‌های مختلف متفاوت است، بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد. این گروه برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت عمدتاً به اطلاعات در دسترس عموم، همانند صورت‌های مالی منتشره اتکاء می‌کنند. این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران حرفه‌ای عمده قرار دارد که بر خلاف گروه سهامداران نوع اول، اطلاعات داخلی با ارزش از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت در اختیار ایشان قرار می‌گیرد، لیکن سهامداران نقش اساسی در نظام راهبردی شرکت می‌توانند داشته باشند. لذا ترکیب مختلف آنها در شرکت‌ها می‌تواند اثرهای متفاوتی بر عملکرد شرکت‌ها و همچنین نحوه انعکاس اطلاعات شرکت در بازار و تقارن اطلاعات شرکت داشته باشد. بنابراین با توجه به نوع مالکیت، نحوه نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت‌ها نیز می‌تواند متفاوت باشد. اثر متنوع سازی در ارزش شرکت علایق تحقیقاتی قابل ملاحظه‌ای را جذب می‌کند. دو نوع متنوع سازی اصلی وجود دارد: متنوع سازی محصول و جغرافیایی. متنوع سازی محصول مربوط به درجه‌ای است که شرکت‌ها در صنایع مختلف مشارکت دارند (به آن‌ها بخش‌های کسب و کار گفته می‌شود). متنوع سازی جغرافیایی مربوط به حدی است که شرکت‌ها در کشورهای مختلف مشارکت دارند (به آن‌ها بخش‌های جغرافیایی گفته می‌شود). بودنر^۱ و تنگ^۲ و واینترپ^۳ دریافتند که متنوع سازی جهانی با ارزش شرکت بالاتر مرتبط است (بودنر و همکاران، ۱۹۹۷). در مقابل، دنیز^۴، دنیز و یاست^۵ درمی‌یابند که متنوع سازی ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. مطالعات دیگر اظهار می‌کنند که متنوع سازی به طور معکوس ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد (دنیس و همکاران، ۲۰۰۲). متنوع سازی شرکتی برای سرمایه‌گذاران جذاب است. تحت این فرض که شرکت‌ها در متنوع سازی بهتر از سهامداران

¹ Bodnar

² Tang

³ Weintrop

⁴ Denis

⁵ Denis & Yost

هستند، متنوع سازی شرکتی باید ریسک سرمایه‌گذاری سهامداران را در کسری از هزینه‌های محتمل شده توسط سرمایه‌گذاران فردی کاهش دهد. ولی، تنوع عملیات‌ها در شرکت‌های مختلط نظارت آن‌ها برای سرمایه‌گذاران عادی را مشکل می‌کند که باعث می‌شود مدیریت احتمالاً به دنبال اهداف نفع شخصی به قیمت سهامداران شود. چنین مشکلات عاملیتی بازده سرمایه‌گذاری سهامداران را کاهش و یا ریسک آن‌ها را افزایش خواهد داد. در نتیجه، دنبال کردن رهبری آن‌ها بهتر است. جنسن و مک‌لینگ^۱ و شلیفر و ویشنی^۲ اظهار می‌کنند که سرمایه‌گذاران بزرگ می‌توانند گروه تشکیل دهند. سرمایه‌گذاران نهادی شامل صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، صندوق‌های پوششی، صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه، بازیگران پیشرو در بازارهای مالی و همچنین مالکان اولیه سهام شرکتی ایالات متحده هستند. برآورد سهام آن‌ها در شرکت‌های ایالات متحده از ۳۵٪ در دهه ۱۹۸۰ و ۶۰٪ در دهه ۲۰۰۰ تا ۶۶٪ در اواخر سال ۲۰۱۰ متغیر است. با اندازه خاص سرمایه‌گذاری‌های سهام، آن‌ها تمایل دارند فشار قابل ملاحظه‌ای به مدیریت برای ایجاد ثروت برای سرمایه‌گذاران وارد کنند که ارتباط مستقیم بین سرمایه‌گذاران نهادی و ثروت سهامداران را نشان می‌دهد. متعاقباً، مدیران توجه زیادی به برآورده کردن اهداف مالی چنین سرمایه‌گذارانی دارند. سرمایه‌گذاران تمایل دارند توجه مطبوعاتی و رسانه‌ای زیادی خصوصاً در شرکت‌های بزرگ و متنوع ایجاد کنند. بسیاری از سرمایه‌گذاران نهادی بر این باورند که شرکت‌های سرمایه محور می‌توانند سودآوری بیشتری با بازسازی بخش‌های خود داشته باشند؛ مانند کمپین‌های ایجاد شده توسط سرمایه‌گذاران که به بازسازی در شرکت‌های بزرگ مانند پپسی^۳، سونی^۴، تیمکن^۵ و مک گرو هیل^۶ نیاز دارند. آیا سرمایه‌گذاران نهادی از متنوع سازی پشتیبانی می‌کنند و ارزش شرکت‌های سرمایه محور را افزایش می‌دهند؟ ما تلاش می‌کنیم به این سؤال پاسخ دهیم و اهمیت معیار مالکیت نهادی در ارزش و ریسک پذیری شرکت‌ها را تجزیه و تحلیل کنیم. این پژوهش تاثیر مالکیت نهادی بر ارزش و ریسک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار می‌دهد.

پیشینه پژوهش

جیراپورن و همکاران^۷ (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر میزان ریسک پذیری شرکت‌ها بر روی فهرست ۷۰۱۵ شرکت گزارش شده توسط مؤسسه خدمات سهامداران پرداخته‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که رابطه معنادار و منفی بین نمره راهبری شرکتی و ریسک پذیری شرکت‌ها وجود دارد؛ به عبارت دیگر، شرکت‌ها با راهبری مؤثر، استراتژی‌هایی با ریسک کمتر را اعمال می‌نمایند. مدیران تمایل دارند که تصمیمات ریسکی اتخاذ کنند، اما راهبری شرکتی درجه ریسک پذیری را کاهش می‌دهد. در واقع شرکت‌ها با راهبری شرکتی قوی تمایل به استراتژی‌های با ریسک کم دارند. به نظر می‌رسد راهبری شرکتی مؤثر به کنترل ریسک پذیری شرکت‌ها کمک می‌کند.

¹ Jensen & Meckling

² Shleifer & Vishny

³ PepsiCo

⁴ Sony

⁵ Timken

⁶ McGraw-Hill

⁷ Jiraporna

کالین و فانگ^۱ (۲۰۱۳)، در تحقیق خود به بررسی رابطه مالکیت نهادی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که بین مالکیت نهادی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام رابطه مثبتی وجود دارد. آنها سرمایه گذاران نهادی را به کوتاه مدت، اختصاصی و شبه شاخص گذار تقسیم کردند. نتایج آنها نشان داد، که رابطه مثبت بین مالکیت نهادی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام به گونه عمده ناشی از مؤسسات موقتی است. مؤسسات اختصاصی نقش نظارتی در کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارند.

مالورکی^۲ و مارتین^۳ (۲۰۰۹-۲۰۱۰) در مطالعه خود از ۱۱۱ بنگاه غیر مالی اسپانیا بین سالهای ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۹ تاثیر انواع مختلف از مالکان نهادی بر ارزش شرکت را مورد بررسی قرار دادند. آنها در این تحقیق دریافتند که زمانی که یک بانک سهامدار عمده است، حق رای های آن مالک به طور منفی با ارزش شرکت ارتباط دارد. این نتیجه عنوان می کند که در برهه مالکیت تمرکز یافته و قانون حمایت ضعیف از سهامداران اقلیت، زمانی که نهادهای بانکی وضعیت مالکیت عمده را دارند، آنها تمایل دارند تا منافع خصوصی را به هزینه ی سهامداران اقلیت به دست آورند. از این رو اگر چه چنین رفتاری منجر به کاهش ارزش وضعیت بانک در بتگاه می شود، سود های کسب شده از سلب مالکیت بیشتر از هزینه های انجام شده توسط بانک عمده است (برتری منفعت بر هزینه وجود دارد). این احتمالاً به دلیل این واقعیت است که بانک ها می توانند روابط تجاری را با بنگاه هایی که سهام آن را نگه می دارند حفظ کنند تا بتوانند منافع را آسانتر بدست آورند. حال زمانی که یک صندوق سرمایه گذاری مالک عمده است، نتایج آشکار می کند که اثر مثبت از این حق رای های مالک بر ارزش شرکت وجود دارد (کنترل افزایش یافته). از اینرو، برای صندوقهای سرمایه گذاری، هزینه های مرتبط با سلب مالکیت از هرگونه منفعت مربوطه بزرگتر است.

مهربانپور و میری چیمه (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تاثیر شاخص راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه شرکتها و ریسک سیستماتیک پیش بینی شده پرداختند. برای آزمون فرضیه های پژوهش، ۲۳۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۳ به عنوان نمونه انتخاب و از تحلیل ضرایب رگرسیون استفاده شد. در این پژوهش از چهار معیار راهبری شرکتی برای اندازه گیری شاخص راهبری شرکتی استفاده شده است. نتایج حاصله حاکی از آن است که رابطه منفی و معناداری بین هزینه سرمایه شرکت با شاخص راهبری شرکتی وجود دارد که نشان می دهد وجود راهبری شرکتی مؤثر و قوی، موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و تضمین گزارشگری دقیق و صحیح توسط مدیریت، شفافیت بیشتر و جلب اعتماد ذینفعان و متعاقباً کاهش هزینه سرمایه خواهد شد. همچنین نتیجه پژوهش نشان می دهد که بین ریسک سیستماتیک پیش بینی شده شرکت با شاخص راهبری شرکتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این نتیجه مؤید این است که شرکتها با سازوکارهای راهبری سهامدار محور، ریسک سیستماتیک بیشتری را تحمل می کنند که نشان می دهد راهبری شرکتی خوب، احتمال دارد به جای ممانعت برافزودن ریسک، آن را تشویق کند و منجر به ریسک پذیری بالا شود.

شیرازیان و کیهانی (۱۳۹۶)، در پژوهش خود تاثیر مالکیت نهادی، فرصت سرمایه گذاری و سودآوری بر تقسیم سود و ارزش شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش بیانگر تاثیر مثبت و معنادار مالکیت نهادی، فرصت سرمایه گذاری و سودآوری بر میزان تقسیم سود می باشد.

¹ Callen & Fang

² Maury and Pajuste

³ M.V. Ruiz-Mallorqu

همچنین فرصت سرمایه گذاری و سودآوری تاثیر مثبت و معنادار بر ارزش شرکت دارند اما مالکیت نهادی بر ارزش شرکت هیچگونه تاثیر معناداری ندارد.

محمودآبادی و زمانی (۱۳۹۵)، در پژوهشی، رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی، ریسک پذیری شرکت، عملکرد مالی و هم چنین اثر سازوکارهای راهبری شرکتی بر رابطه بین ریسک پذیری و عملکرد مالی را مورد بررسی قرار دادند. برای این منظور داده های مربوط به ۱۰۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال های ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۱ جمع آوری و به روش همبستگی و با استفاده از رگرسیون خطی مورد بررسی قرار گرفت. یافته های حاصل از پژوهش نشان داد که میزان ریسک پذیری شرکت ها رابطه مثبت و معناداری با عملکرد مالی آن ها دارد. همچنین درصد اعضای مستقل هیات مدیره، اثر منفی و معناداری بر میزان ریسک پذیری شرکت دارد؛ ولی درصد مالکیت سهامداران نهادی و تعداد اعضای هیات مدیره با میزان ریسک پذیری رابطه معناداری ندارند. در رابطه با اثر ساختار هیات مدیره و مالکیت نهادی بر رابطه بین ریسک پذیری و عملکرد مالی، یافته ها نشان داد که استقلال هیات مدیره، اندازه هیات مدیره و درصد مالکیت سهامداران نهادی بر رابطه بین ریسک پذیری و عملکرد مالی اثر مثبتی دارند و این رابطه را تقویت می کنند.

قنبری و همکاران (۱۳۹۴)، به بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر ریسک سقوط ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری این پژوهش مشتمل بر شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری این پژوهش شامل ۱۱۱ شرکت بوده است. نتیجه این پژوهش حاکی از آن است که مالکیت نهادی بر ریسک سقوط ارزش سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

مهرانی و نوروزی (۱۳۹۴)، نقش حاکمیت شرکتی در کاهش اثر منفی مدیریت سود بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۶-۱۳۹۱، را بررسی نمودند. با استفاده از روش تاپسیس شاخصی به منظور رتبه بندی شرکت های نمونه بر اساس حاکمیت شرکتی، ساخته شده است. شاخص مزبور متشکل از شش معیاراندازه هیات مدیره، استقلال هیات مدیره، دوگانگی وظایف مدیرعامل، مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و حسابرس مستقل می باشد. همچنین برای محاسبه ارزش شرکت از شاخص Q توبین و برای محاسبه مدیریت سود از مدل جونز تعدیل شده استفاده شده است. یافته های پژوهش نشان می دهد که سهامداران مدیریت سود را فرصت طلبانه تلقی کرده و مدیریت سود دارای اثری منفی بر ارزش شرکت می باشد ولی در شرکتهای دارای حاکمیت شرکتی قوی چنین اثری کاهش می یابد. به عبارت دیگر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت سود و ارزش شرکت تاثیر مثبت دارد و شرکتهای دارای رتبه حاکمیت شرکتی بالاتر با اثر منفی کمتری مواجه هستند.

فرضیه های پژوهش

- فرضیه اول : مالکیت نهادی بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تاثیر معناداری دارد.
- فرضیه دوم : مالکیت نهادی بر ریسک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تاثیر معناداری دارد.

روش پژوهش

با توجه به اینکه تحقیق حاضر در جستجوی تاثیر مالکیت نهادی بر ارزش و ریسک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد، از لحاظ هدف کاربردی و از آنجایی که در پی یافتن ارتباط بین متغیرها می باشد، از لحاظ ماهیت و روش تحقیق از نوع همبستگی است.

جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۶ می باشد. ابتدا باید بررسی شود که اطلاعات این شرکت ها تا چه حد در دسترس می باشد. پس از بررسی های بعمل آمده در مورد انتخاب نمونه، در بهترین شرایط برای یک دوره ۵ ساله (۱۳۹۲-۱۳۹۶)، ۱۱۶ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید. در این پژوهش، برای تعیین نمونه آماری، از روش حذفی سیستماتیک که در اغلب تحقیق های حسابداری و مدیریت مالی مرسوم است استفاده شده است. شرکت های نمونه بر اساس شرایط نمونه گیری زیر انتخاب گردیدند:

۱. شرکت ها جزو منابع سرمایه گذاری، واسطه گریهای مالی، بانک ها، نهادهای پولی و ... (شرکت های مالی) نباشند و اطلاعات مالی آنها در دسترس باشد.
۲. جهت دستیابی به ویژگی قابلیت مقایسه شرکت ها دارای سال مالی منتهی به پایان اسفند ماه باشند.
۳. سال مالی خود را طی دوره مورد رسیدگی تغییر نداده باشند.
۴. شرکت ها فاقد وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه باشند. لازم به ذکر است که این توقف شامل توقف های عادی مرتبط با برگزاری مجامع سالانه و مجامع فوق العاده شرکت نمی شود.
۵. شرکت ها تا قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند.

ابزار و روش های آماری

داده های این پژوهش مبتنی بر ارقام و اطلاعات صورت های مالی شرکت ها تهیه شده است. در این پژوهش برای جمع آوری داده ها و اطلاعات از روش کتابخانه ای و میدانی استفاده شده است.

تجزیه و تحلیل داده ها

آزمون مورد استفاده در این پژوهش به دو بخش آمار توصیفی و آمار استنباطی تقسیم می شود، در بخش آمار توصیفی از شاخص هایی همچون میانگین استفاده شده است. در بخش آمار استنباطی برای بیان وجود یا عدم وجود ارتباط بین متغیر های پژوهش، از تحلیل رگرسیون چند متغیره خطی استفاده شده است. همچنین جهت آزمون فرضیه ها و در نهایت تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزار آماری Eviews استفاده شده است.

متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آنها

برای انجام آزمون فرضیه های پژوهش، با توجه به در دسترس بودن اطلاعات، مدل های زیر مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد:

برای سنجش فرضیه اول، از مدل رگرسیونی ذیل استفاده شده است:

$$FV_{i,t} = \alpha + \beta_1 IO_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 age_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

برای سنجش فرضیه دوم، از مدل رگرسیونی ذیل استفاده شده است:

$$Risk_{i,t} = \alpha + \beta_1 IO_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 age_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش به طور خلاصه در جدول ذیل درج شده است:

جدول (۱): متغیرهای پژوهش

منبع	نحوه محاسبه	تعریف عملیاتی	نماد	نوع متغیر
بوشی (۲۰۰۱)	سهام عادی در اختیار سرمایه گذاران نهادی کل سهام	نسبت سهام عادی در اختیار سرمایه گذاران نهادی در یک شرکت به کل سهام آن شرکت	IO	مستقل
میرزائی و همکاران (۱۳۹۲)	ارزش دفتری بدهی + ارزش بازار شرکت ارزش دفتری دارایی	تقسیم ارزش بازار شرکت بعلاوه ارزش دفتری بدهی ها بر ارزش دفتری دارایی ها	FV	وابسته
هرنادی و اورموس (۲۰۱۲)، بوس (۲۰۰۱)	انحراف معیار بازده دارایی ها در بازه زمانی سه ساله	انحراف معیار بازده شرکت	Risk	وابسته
سیتادها و ماچالی، ۲۰۱۷	دارایی ln	لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت	Size	کنترل
یان شن و ژانگ (۲۰۱۸)	کل بدهی کل دارایی	تقسیم کل بدهی ها به کل دارایی ها	Lev	کنترل
سرلک و کلوانی (۱۳۹۴)	سال ورود به بورس - سال جاری	تفاوت سال مالی جاری از سال مالی ورود به بورس اوراق بهادار	age	کنترل

آمار توصیفی پژوهش

در این تحقیق، ابتدا با استفاده از داده های خام، مقدار متغیرهای تحقیق محاسبه شده و سپس آماره های توصیفی متغیرهای مستقل و وابسته ی تحقیق که شامل میانگین، میانه، حداکثر، حداقل و انحراف معیار داده های تحقیق است محاسبه و در جدول شماره ۲ ارائه شده است. مقادیر مذکور شمایی کلی از وضعیت توزیع داده های تحقیق ارائه می کنند. نتایج ارائه شده نشان می دهد که میانگین و انحراف معیار متغیرهای تحقیق را نشان می دهد عدد مربوط به انحراف معیار

بیانگر درصد پراکندگی داده های این متغیر حول میانگین است. سایر متغیرهای تحقیق نیز به همین صورت قابل تفسیر هستند.

جدول (۲): آمار توصیفی پژوهش

متغیرها	تعداد	انحراف استاندارد	میانگین	ماکزیمم	مینیمم
مالکیت نهادی	۵۸۰	۱۹,۷۰۱۸	۷۳,۲۷۹	۱۰۰,۰۰۰	۰,۰۰۰
ارزش شرکت	۵۸۰	۵,۵۵۴۴۸	۲,۵۱۵۰	۶۹,۱۸	۰,۱۲
ریسک شرکت	۵۸۰	۰,۲۲۹۳۶	۰,۰۹۷۵	۲,۵۵۱۷۷۴	۰,۰۰۰۴۱۷
اندازه شرکت	۵۸۰	۱,۳۲۹۰	۱,۴۳۵۴۱۲	۱۹,۱۳۳۰	۱۰,۷۲۷۵
اهرم مالی	۵۸۰	۰,۵۶۱۵	۰,۶۷۴۷۶	۸,۳۲۵	۰,۰۴۷
سن شرکت	۵۸۰	۸,۴۲۲۳	۱۸,۶۵۵	۵۰,۰	۰,۰۰۰

آمار استنباطی پژوهش

آزمون فرضیه اول

ابتدا باید دید که استفاده از مدل Pooled بهتر است یا مدل اثرات ثابت که این امر با آزمون F لیمر صورت می گیرد اگر مدل Pooled ارجح بود کار تمام است اما اگر مدل اثرات ثابت می بایست آن را در مقابل مدل اثرات تصادفی آزمون کنیم تا از میان آن دو مدل مناسب جهت برآورد معین شود که این کار با آزمون هاسمن صورت می گیرد. برای آزمون فرضیه ابتدا با استفاده از آزمون F مشخص می شود که آزمون به صورت مدل تلفیقی یا اثرات ثابت می باشد. آماره آزمون F بصورت جدول زیر محاسبه شده است:

جدول (۳): انتخاب بین مدل تلفیقی و اثرات ثابت (فرضیه اول)

آزمون	آماره	سطح اطمینان
آماره F لیمر	۱,۵۶۱۲۴	۰,۰۲۳۱
سطح معنی داری آماره خی دو	۱۹۶,۶۵۶۰	۰,۰۰۰۰

همانطور که در جدول فوق ملاحظه می گردد مقدار آماره F برابر با ۱/۵۶ شده و مقدار سطح اطمینان نیز کمتر از ۰/۰۵ شده است پس نتیجه می گیریم که مدل اثرات ثابت می باشد و باید در مقابل مدل اثرات تصادفی آزمون کنیم تا از میان آن دو مدل مناسب جهت برآورد معین شود که این کار با آزمون هاسمن صورت می گیرد.

جدول (۴): نتایج آزمون هاسمن (فرضیه اول)

آزمون	آماره F	سطح اطمینان
آماره هاسمن	۰,۴۳۱۵۶۴	۰,۰۶۵

همانطور که در جدول فوق ملاحظه می‌گردد مقدار آماره F برابر با ۰,۴۳۱۵ شده و مقدار سطح اطمینان نیز بیشتر از ۰/۰۵ شده است پس نتیجه می‌گیریم که مدل اثرات تصادفی می‌بایست بکار برده شود. بررسی ارتباط بین متغیرها با استفاده از تکنیک پانل دیتا و نرم افزار Eviews به شرح جدول زیر می‌باشد:

جدول (۵): رگرسیون خطی چند متغیره (فرضیه اول)

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح اطمینان
عدد ثابت	۱,۰۶۷	۱,۶۵	۶,۳۸۳	۰,۰۰۰
مالکیت نهادی	۰,۳۶۷	۵,۵۵۴۴۸	-۱,۹۵۱	۰,۰۳۱
اندازه	۰,۲۴۵	۱,۳۲۹۰	۰,۵۸۴	۰,۱۵۲
اهرم مالی	۰,۳۳۰	۰,۵۶۱۵	۲,۶۵۴	۰,۰۰۱
سن	۰,۰۴۵	۸,۴۲۲۳	-۱,۴۳۹	۰,۰۷۱
ضریب تعیین	۰,۴۱۳	F آماره	۲۰,۵۴۲	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۴۱۱	F سطح اطمینان آماره	۰,۰۰۰	
دوربین واتسون	۱,۷۷۰			

همانطور که در جدول بالا ملاحظه می‌گردد مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۴۱۱ بدست آمده است که مقدار مناسبی است. همین طور مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۷۷۰ بدست آمده که نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی در اجزای خطا یا اخلاص در مدل می‌باشد. همانطور که در جدول فوق ملاحظه می‌گردد متغیر مستقل مالکیت نهادی در نتیجه فرضیه تایید می‌گردند. مقدار آماره F برای مدل رگرسیونی برابر با ۲۰/۵۴۲ بوده که در سطح معنی‌داری ۵ درصد نشان دهنده معنی‌داری مدل رگرسیونی است. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۴۱۱ است به عبارتی ۴۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته از طریق متغیر مستقل تبیین می‌گردد. که مقدار بسیار مناسبی است و نشان دهنده برآزش مناسب مدل است. میزان تاثیر متغیر مستقل ۰,۳۶۷ و میزان تاثیر متغیرهای کنترلی در مدل رگرسیونی به ترتیب اهرم ۰,۳۳۰ و سن شرکت ۰,۰۴۵ می‌باشد. اندازه شرکت نیز تاثیر معناداری بر ارزش شرکت ندارد.

آزمون فرضیه دوم پژوهش

ابتدا باید دید که استفاده از مدل اثرات مقید بهتر است یا مدل اثرات ثابت که این امر با آزمون F لیمر (چاو) صورت می‌گیرد اگر مدل اثرات مقید ارجح بود کار تمام است اما اگر مدل اثرات ثابت می‌بایست آن را در مقابل مدل اثرات تصادفی آزمون کنیم تا از میان آن دو مدل مناسب جهت برآورد معین شود که این کار با آزمون هاسمن صورت می‌گیرد. برای آزمون فرضیه ابتدا با استفاده از آزمون F مشخص می‌شود که آزمون به صورت مدل تلفیقی یا اثرات ثابت می‌باشد. آماره آزمون F بصورت جدول زیر محاسبه شده است:

جدول (۶): انتخاب بین مدل تلفیقی و اثرات ثابت (فرضیه دوم)

سطح اطمینان	آماره F	آزمون
۰,۰۰۰۲	۱,۸۲۱۳۰	آماره F لیمر
۰,۰۰۰۰	۱۵۵,۸۶۵۰۴۳	آماره خی دو

همانطور که در جدول فوق ملاحظه می‌گردد مقدار آماره F برابر با ۱/۸۲۱ شده و مقدار سطح اطمینان نیز کمتر از ۰/۰۵ شده است پس نتیجه می‌گیریم که مدل اثرات ثابت می‌بایست در مقابل مدل اثرات تصادفی آزمون کنیم تا از میان آن دو مدل مناسب جهت برآورد معین شود که این کار با آزمون هاسمن صورت می‌گیرد.

جدول (۷): نتایج آزمون هاسمن (فرضیه دوم)

سطح اطمینان	آماره F	آزمون
۰,۰۰۰۷	۱۴,۷۱۲۳	آماره هاسمن (اثرات مقطعی)

همانطور که در آزمون هاسمن که در جدول فوق قرار دارد ملاحظه می‌شود مقدار آماره F برابر با ۱۴/۷۱۲۳ است و مقدار سطح اطمینان برابر با ۰/۰۰۰۷ بدست آمده است در نتیجه مدل با اثرات ثابت را می‌پذیریم. بررسی ارتباط بین متغیرها با استفاده از تکنیک پانل دیتا و نرم افزار Eviews به شرح جدول زیر می‌باشد:

جدول (۸): رگرسیون خطی چند متغیره (فرضیه دوم)

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح اطمینان
عدد ثابت	۱,۹۳۹	۰,۱۷۴	۱۰,۸۵۴	۰,۰۰۰
مالکیت نهادی	۰,۵۰۱	۵,۵۵۴۴۸	۱۰,۱۰۱	۰,۰۰۰
اندازه	۰,۲۴۱	۱,۳۲۹۰	-۷,۰۱۴	۰,۰۰۰
اهرم	۰,۳۳۸	۰,۵۶۱۵	۱,۳۸۵	۰,۰۰۶
سن	-۰,۲۵	۸,۴۲۲۳	-۱,۰۴۵	۰,۱۲۶
ضریب تعیین	۰,۳۹۸	F آماره		۳۳,۱۷۶
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۳۹۵	F سطح اطمینان آماره		۰,۰۰۰۰
دوربین واتسون	۱,۵۱۰			

همچنانکه از جدول فوق مشخص است متغیر مستقل (مالکیت نهادی) حاضر در مدل بر متغیر وابسته (ریسک پذیری) تاثیر گذار است. ضرایب رگرسیونی متغیر در جدول فوق آورده شده است. آماره دوربین واتسن، ۱/۵۱۰ می‌باشد که نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی در اجزای خطا یا اخلال در مدل می‌باشد. مقدار آماره F برای مدل رگرسیونی برابر با ۳۳/۱۷۶ بوده که در سطح معنی‌داری ۵ درصد نشان دهنده معنی‌داری مدل رگرسیونی است. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با

۰/۳۹ است به عبارتی ۳۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته از طریق متغیر مستقل تبیین می گردد. که مقدار بسیار مناسبی است و نشان دهنده برازش مناسب مدل است. میزان تاثیر متغیر مستقل ۰,۵۰۱ و میزان تاثیر متغیرهای کنترلی در مدل رگرسیونی به ترتیب اهرم ۰,۳۳۸ و اندازه شرکت ۰,۲۴۱ بر روی ریسک پذیری شرکت دارد. سن شرکت نیز تاثیر معناداری بر ریسک شرکت ندارد.

نتیجه گیری

با توجه به اهمیت و جایگاه ارزش و ریسک شرکت، در این پژوهش به بررسی اثرات مالکیت نهادی بر ارزش و ریسک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. برای آزمون فرضیه های تحقیق از اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ استفاده شده است و نمونه نهایی متشکل از ۱۱۶ شرکت بوده که پس از اعمال محدودیت های مورد نظر در این پژوهش و با استفاده از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک انتخاب شده اند. نتایج به دست آمده در این پژوهش نشان می دهد مالکیت نهادی بر ارزش و ریسک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تاثیر مثبت و معناداری دارد. در فرضیه اول پژوهش به بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. نتایج حاصل از ارتباط مالکیت نهادی و ارزش نشان داد مالکیت نهادی تاثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد که این امر موید فرضیه نظارت کارآمد بوده و بیان می دارد که سرمایه گذاران نهادی، محرک هایی برای بهبود عملکرد دارند و توان تنبیهی مدیرانی که در جهت منافعتشان حرکت نمی کنند را نیز دارا می باشند. در فرضیه دوم پژوهش به بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر ریسک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. نتایج بدست آمده نشان می دهد این سرمایه گذاران با حضور در شرکت ها اقدامات موثری در جهت رفع مشکلات نمایندگی میان مدیران و سهامداران انجام نمی دهند که این امر موجب کاهش پاسخگوئی مدیران نسبت به سهامداران و سایر ذینفعان می شود. به بیان دیگر می توان این چنین گفت که ضعف حاکمیت شرکتی در این شرکت ها موجب سلب اعتماد سرمایه گذاران در جهت تشویق به سرمایه گذاری می گردد و اجرای نادرست این اصول، باعث بهبود عملکرد شرکت نشده که این موضوع به تبع افزایش نوسانات بازده سهام را به عنوان معیاری از عدم ثبات شرایط اقتصادی شرکت نمایان می سازد. با توجه به نتایج این فرضیه، فرضیه همگرایی مبنی بر وجود رابطه مستقیم و معنادار بین مالکان نهادی و ریسک شرکت تائید می شود.

پیشنهادهایی مبتنی بر نتایج پژوهش

(۱) با توجه به تاثیر مثبت و معنادار مالکیت نهادی بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شده موجب ارتقای عملکرد این گونه شرکت ها می گردد، پیشنهاد می گردد با تداوم عرضه شرکت های دولتی در بورس اوراق بهادار تهران و نظارت این مالکان بر عملکرد مدیران، موجبات افزایش ارزش شرکت ها را فراهم آورده و افزایش بازده سهام را فراهم آورند.

۲) با توجه به تاثیر مثبت و معنادار مالکیت نهادی بر ریسک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیشنهاد می گردد با ارتقای نظام حاکمیت شرکتی در شرکت ها و انجام اقداماتی در جهت حل مشکل نمایندگی، نظارت کارآمد را تقویت نموده تا از این طریق موجب تشویق سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران گردند.

پیشنهادی برای پژوهش های آتی

- ۱) بررسی رابطه میان کیفیت افشای اطلاعاتی و نوسان پذیری بازده سهام
- ۲) بررسی تاثیر معیار نوسان پذیری بازده سهام در تصمیم گیری سرمایه گذاران
- ۳) بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر نوسان پذیری بازده سهام

منابع

- ✓ انصاری، عبدالمهدی، دری خدیجه ابراهیمی، مصطفی، (۱۳۹۱)، ارتباط معیارهای راهبری شرکتی و شاخص های ارزیابی عملکرد با توجه به معیار ارزش آفرینی، دهمین همایش ملی حسابداری ایران.
- ✓ پور زمانی، زهرا، خریدار، احسان رضا، (۱۳۹۲)، تاثیر مالکان نهادی عمده بر ارزش شرکت، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۶ شماره ۴، صص ۷۹-۸۹.
- ✓ حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد، اسکندر، هدی، (۱۳۸۷)، بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۵ دوره، شماره ۵۲، صص ۱۰۷-۱۲۲.
- ✓ سرلک، نرگس، کلوانی، داود، (۱۳۹۴)، رابطه بین انواع مالکیت نهادی و محافظه کاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های تجربی حسابداری، دوره ۴، شماره ۳، صص ۱۴۹-۱۶۴.
- ✓ شیرازیان، زهرا، رویا، کیهانی، (۱۳۹۶)، بررسی تاثیر مالکیت نهادی، فرصت سرمایه گذاری و سودآوری بر تقسیم سود و ارزش شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین همایش حسابداری، مدیریت و اقتصاد با رویکرد پویایی اقتصاد ملی، ملایر، دانشگاه آزاد اسلامی واحد ملایر.
- ✓ قنبری، مهرداد، مرادپور، مجتبی، احمدیان پور، مریم، (۱۳۹۴)، بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر ریسک سقوط ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی پژوهش های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری.
- ✓ محمود آبادی، حمید، زمانی، زینب، (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین ریسک پذیری شرکت و عملکرد مالی با تاکید بر سازوکارهای راهبری شرکتی، مطالعات تجربی حسابداری مالی.
- ✓ مقدم، عبدالکریم، مؤمنی یانسری، ابوالفضل، (۱۳۹۱)، بررسی تاثیر برخی ویژگی های نظام راهبری شرکت بر تصمیم های ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری، دوره ۲، شماره ۱۹، صص ۱۲۳-۱۳۶.
- ✓ مهرانی، ساسان، نوروژی، سونا، (۱۳۹۴)، بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین ارزش شرکت و مدیریت سود، دانش حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۳، صص ۱۰۵-۱۲۲.

- ✓ مهربان پور، محمدرضا، میری چیمه، فرزانه سادات، (۱۳۹۷)، تأثیر شاخص راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه و ریسک شرکت‌ها، پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۷، شماره ۳، صص ۲۲۷-۲۴۵.
- ✓ میرزائی، حسین، ختائی، محمدرضا، قنبری، یوسف، (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین ریسک تجاری و ریسک مالی با عملکرد شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری سلامت، دوره ۲، شماره ۲، صص ۷۷-۹۱.
- ✓ Bodnar, G.M., Tang, C., & Weintrop, J. (1997). Both sides of corporate diversification: The value impacts of geographic and industrial diversification (No. w6224). National Bureau of Economic Research.
- ✓ Booth, L., V. Aivazian, A. Demircug-Kunt and V. Maksimovic, (2001). Capital Structures in Developing Countries, *The Journal of Finance*, 56 (1): 87-130.
- ✓ Bushee, B., (2001). Do institutional investors prefer near-term earning over long-run value? *Contemporary Accounting Research*, 18: 207-246.
- ✓ Callen, J. L., and Fang, X. (2013). Institutional Investor stability and Crash Risk: Monitoring or Expropriation?, *Journal of Banking & Finance*, 37 (8), 3047-3063.
- ✓ Callen, J.L., & Fang, X. (2013). Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism? *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3047-3063.
- ✓ Denis, D.J., Denis, D.K., & Yost, K. (2002). Global diversification, industrial diversification, and firm value. *The Journal of Finance*, 57 (5), 1951-1979.
- ✓ Denis, D.J., Denis, D.K., & Yost, K. (2002). Global diversification, industrial diversification, and firm value. *The Journal of Finance*, 57 (5), 1951-1979.
- ✓ Hernádi, P. and M. Ormos, (2012). Capital Structure and Its Choice in Central and Eastern Europe. *Acta Oeconomica*, 62 (2): 229-263.
- ✓ Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- ✓ Jiraporna, P. Chatjuthamard, P. Tongc, S. Kimd, Y. (2015). Does corporate governance influence corporate risk-taking?, Evidence from the Institutional Shareholders Services (ISS). *Finance Research Letters*.
- ✓ Ruiz-Mallorquí, M.V., Santana-Martín, D.J., (2010). Dominant institutional owners and firm value. *Journal of Banking & Finance* 35 (2011) 118-129.
- ✓ Setiadharmas & Machali M, (2017). The Effect of Asset Structure and Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable. *Journal of Business & Financial Affairs*.
- ✓ Shen, J and Zhang, Renhui. (2018). Cost Stickiness, Ownership Concentration and Fixed Assets Investment. 8th International Conference on Management and Computer Science (ICMCS 2018).
- ✓ Maury, B., Pajuste, A., (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance* 29, 1813-1834.
- ✓ Ruiz-Mallorquí, M.V., Santana-Martín, D.J., (2009). Ultimate institutional owner and takeover defenses in the controlling versus minority shareholders context. *Corporate Governance: An International Review*, 17, 238-254.