

پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره بیستم، زمستان ۱۳۹۲، از صفحه ۲۹ تا ۵۶

## تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها

سید حسین سجادی\* حسن فرازمند\*\* جواد نیک‌کار\*\*\*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۰۷/۰۵ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۰۹/۰۸

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای بررسی این موضوع، سه متغیر تمرکز مالکیت، میزان مالکیت سهامداران نهادی و میزان مالکیت مدیریت به عنوان معیارهای ساختار مالکیت در نظر گرفته شد. با استفاده از داده‌های ۱۲۰ شرکت موجود در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ به بررسی این موضوع پرداخته شد. در این پژوهش با استفاده از روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت الگوی تحقیق موردبررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که متغیرهای تمرکز مالکیت و میزان مالکیت مدیریت تأثیر منفی و معنادار بر ریسک سرمایه‌گذاری دارند. اما، میزان مالکیت سهامداران نهادی تأثیری بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** ریسک سرمایه‌گذاری، تمرکز مالکیت، مالکیت سهامداران نهادی، مالکیت مدیریت.

\* استاد گروه حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات. Sajadi@scu.ac.ir

\*\* دانشیار گروه اقتصاد دانشگاه شهید چمران اهواز

\*\*\* دانشجوی دکترا حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز

## ۱- مقدمه

حفظ و توان اقتصادی هر جامعه‌ای در آینده در گرو سرمایه‌گذاری بهینه‌ی امروز آن جامعه است؛ سرمایه‌گذاری مطلوب موتور محرکه‌ی توسعه‌ی اقتصادی و اجتماعی است. این رهیافتی است که هیچ مکتب و نظام اقتصادی در آن شک ندارد. بنابراین، باید گفت که رشد اقتصادی و افزایش رفاه عمومی در بلندمدت بدون توجه به سرمایه‌گذاری و عوامل مهم موجود در محیط سرمایه‌گذاری، که بر آن تأثیر می‌گذارد، امکان‌پذیر نیست. یکی از عوامل مهم و اثرگذار بر تصمیم‌گیری در ارتباط با سرمایه‌گذاری در داخل یک کشور، میزان ریسک آن است. بنابراین، سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری به میزان ریسک توجه زیادی دارند. افزون بر این، شناخت عوامل عمده‌ای که بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد، نیز دارای اهمیت است تا از این طریق سرمایه‌گذاران بتوانند با در نظر گرفتن آن عوامل و میزان تأثیر آن‌ها، در ارتباط با سرمایه‌گذاری خود برنامه‌ریزی کنند و به یک ریسک سرمایه‌گذاری مطلوب دست یابند.

از سوی دیگر، این تصور وجود دارد که ساختار مالکیت شرکت‌ها ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. این موضوع از فعالیت‌های نظارتی که سرمایه‌گذاران مختلف در این ساختار انجام می‌دهند، نشأت می‌گیرد (جنکینز<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۶: ۷۴). در این مطالعه، هدف اصلی بررسی تأثیر نوع و میزان تمرکز مالکیت بر ریسک سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران است. نوع و میزان تمرکز مالکیت با توجه به تأثیری که بر محیط نظارتی شرکت (حاکمیت شرکتی)، شفافیت گزارشگری مالی، عدم تقارن اطلاعاتی، ارزش شرکت و تغییر رفتار شرکت دارد، بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است.

این تحقیق به این دلیل دارای اهمیت است که به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم‌گیرندگان نشان می‌دهد که تفاوت نوع مالکیت و نیز میزان تمرکز مالکیت به

تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها ..... ۳۱

واسطه نقشی که می‌تواند در نظارت و کنترل مدیریت و کاهش هزینه‌های نمایندگی داشته باشد، باید در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و مالی مورد توجه قرار گیرد.

## ۲- مبانی نظری تحقیق

### ۲-۱- مفهوم ریسک سرمایه‌گذاری

بررسی ریسک در مدیریت مالی از مباحث محوری و اساسی است و ضرورت مطالعه این پدیده مهم از اهمیت لازم برخوردار است. گالیتز<sup>۱</sup> (۱۹۹۶) ریسک را هرگونه نوسان در هر گونه عایدی می‌داند. تعریف مزبور این مطلب را روشن می‌سازد که تغییرات احتمالی آینده برای یک شاخص خاص چه مثبت و چه منفی سرمایه‌گذار را با ریسک مواجه می‌سازد. بنابراین، امکان دارد این تغییرات او را منتفع یا متضرر سازد. (گالیتز ۱۹۹۶)

به هر حال، اولین بار هری مارکویتز<sup>۲</sup> (۱۹۵۲) بر اساس تعاریف کمی ارائه‌شده، شاخص عددی برای ریسک معرفی کرد. وی ریسک را انحراف معیار چند دوره‌ای یک متغیر تعریف کرد. البته دیدگاه‌های دیگری نیز در خصوص ریسک وجود دارد که تنها به جنبه‌ی منفی نوسان‌ها توجه دارد. (هری مارکویتز، ۱۹۵۲)

به‌عنوان مثال، هیوب<sup>۳</sup> (۱۹۹۸) ریسک را احتمال کاهش درآمد یا از دست دادن سرمایه تعریف می‌کند. اما، به‌طور کلی، ریسک یک دارایی تغییر احتمالی بازده آینده ناشی از آن دارایی است. بنابراین، هرچه تغییرپذیری بازده‌های آینده یک دارایی (سرمایه‌گذاری) بیشتر باشد، آن دارایی (سرمایه‌گذاری) دارای ریسک بیشتر است (هیوب، ۱۹۹۸: ۶۹-۷۱).

---

1. Galitz  
2. Markowitz  
3. Hube

## ۲-۲- مفهوم ساختار مالکیت

نحوه‌ی توزیع مالکیت (سهام شرکت‌ها) بین صاحبان واحد تجاری (سهامداران)، ساختار مالکیت نامیده می‌شود که از دو جنبه می‌تواند بررسی شود. یکی از دیدگاه تمرکز مالکیت و دیگری از دیدگاه ترکیب مالکیت. تمرکز مالکیت به توزیع مقدار سهام نگهداری شده تحت تملک تعداد معینی از افراد، نهادها یا خانواده‌ها گفته می‌شود که به دو دسته مالکیت متمرکز و مالکیت پراکنده تقسیم می‌شود. ترکیب مالکیت مربوط به حضور و وجود نهادها و یا گروه‌های معینی از قبیل دولت، سهامداران نهادی، سهامداران انفرادی و شرکای خارجی در بین سهامداران است. در ترکیب سهامداران به نوع سهامداران اشاره می‌شود (فروغی، ۱۳۸۵: ۳۱).

## ۲-۳- تأثیر مالکیت مدیریت بر ریسک سرمایه‌گذاری

با توجه به تحقیقات پیشین، مالکیت مدیریت می‌تواند به چهار دلیل زیر بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشد:

دلیل اول، استدلال می‌کند زمانی که مدیریت درصد کمی از سهام شرکت را مالک است به سبب وجود نظارت کارا در جهت منافع شرکت و به حداکثر رساندن ارزش شرکت اقدام می‌نماید (فرضیه همگرایی منافع<sup>۱</sup>). از سوی دیگر، زمانی که مدیر درصد بالایی از سهام شرکت را مالک باشد به سبب نفوذ زیاد و عدم وجود نیروی نظارتی قوی در مقابل خود، ممکن است فعالیت‌هایی انجام دهد که در جهت حداکثر سازی منافع سهامداران نبوده و در جهت حداکثر سازی منافع خود باشد که مغایر باهدف به حداکثر رساندن ارزش شرکت است (فرضیه سنگربندی<sup>۲</sup>)؛ رفتارهایی نظیر تعیین پاداش و حقوق زیاد برای خود و یا فراهم کردن مقدمات یک زندگی مجلل که می‌تواند لطمه جدی به اهداف شرکت وارد کند (فاما و جنسن، ۱۹۸۳: ۳۳۱). لذا مدیر به عنوان سهامدار بزرگ منافع خود را از طریق کاهش منافع دیگر سهامداران افزایش می‌دهد که

---

1. Convergence of interest hypothesis

2. Trench Hypothesis

تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها ..... ۳۳

سبب تأثیر بر ریسک سرمایه‌گذاری دیگر سهامداران می‌شود (کیم و همکاران، ۲۰۱۱: ۲۷۶).

دلیل دوم، استدلال می‌کند ریسک‌پذیری مدیران به اندازه‌ی مشوق‌های مالکیت سهام در شرکت وابسته است. اگر منافع مدیران بیشتر از سهام آنان باشد امکان دارد آنان ریسک را افزایش دهند و زمانی که سطح مالکیت آنان افزایش یابد، ممکن است تمایلی به افزایش ریسک نداشته باشند زیرا، ممکن است به منافع خود آسیب وارد کنند (جیانگ<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۹).

دلیل سوم، استدلال می‌کند افزایش مالکیت مدیریت سبب می‌شود که اقدامات مدیریت کمتر قابل مشاهده باشد و شرکت در معرض یک محیط نامطمئن تر قرار گیرد (دنیس و دنیس، ۱۹۹۴: ۹۴).

در نتیجه، آزادی عمل مدیریت با توجه به تنوع روش‌های پذیرفته‌شده سبب کاهش شفافیت در محیط اطلاعاتی شرکت شده و یک محیط نامطمئن برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند. افزایش عدم اطمینان در محیط اطلاعاتی شرکت سبب می‌شود ارزش ذاتی شرکت باارزشی که سرمایه‌گذاران در بازار برای سهام موردنظر قائل می‌شوند، متفاوت باشد. در نتیجه، ارزش واقعی سهام شرکت با ارزش مورد انتظار تفاوت داشته و منجر به افزایش ریسک سرمایه‌گذاری در ارتباط با سهام آن شرکت می‌شود (لئوز و ورچیا<sup>۲</sup>، ۲۰۰۰: ۹۶).

دلیل چهارم، استدلال می‌کند مدیران دسترسی بهتری به اطلاعات داخلی دارند، که سبب ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی در بازار می‌شود (روسچ و کیسر، ۲۰۱۰).

افزایش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بازار سبب می‌شود که خریداران هیچ‌گاه از ارزش واقعی دارایی مالی مورد معامله آگاه نباشند (افزایش انتخاب نامطلوب<sup>۳</sup>) و در نتیجه سهام در قیمتی دور از ارزش ذاتی معامله شود. این موضوع

---

1. Jiang Cheng  
2. Leuz and Verrecchia  
3. Adverse Selection

۳۴..... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره بیستم، زمستان ۱۳۹۲

منجر به کاهش نقد شوندگی سهام شرکت می‌شود، در نتیجه ریسک سرمایه‌گذاری در ارتباط با عدم نقد شوندگی سهام شرکت افزایش می‌یابد (پاستور و همکاران، ۲۰۰۳: ۶۵۱).

#### ۴-۲- تأثیر مالکیت نهادی بر ریسک سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، موسسه‌های بازنشستگی و... هستند. در ارتباط با سهامداران نهادی دو فرضیه رقیب (نظارت فعال و منافع شخصی) وجود دارد:

بر اساس فرضیه نظارت فعال به دلیل اهمیت ثروت سرمایه‌گذاری شده، سرمایه‌گذاران نهادی احتمالاً فعالانه سرمایه‌گذاری خود را مدیریت می‌کنند. بر اساس این نگرش، سرمایه‌گذاران نهادی ماهر هستند و مزیت نسبی در گردآوری و پردازش اطلاعات دارند. آنان اطلاعات مرتبط با ارزش سهام را، که در سود جاری منعکس نشده است، تجزیه و تحلیل، و در قیمت‌های سهام لحاظ می‌کنند. به‌طور کلی، با نظارت کارآمد منافع سهامداران در مقابل سوءاستفاده مدیریت حفظ و باعث کاهش ریسک سهامداران کوچک می‌شود. در مقابل فرضیه نظارت فعال، فرضیه منافع شخصی قرار دارد. حامیان این نظریه معتقدند سرمایه‌گذاران نهادی برای اهداف تجاری بیشتر تمایل به دسترسی اطلاعات محرمانه دارند. دسترسی مالکان نهادی به اطلاعات محرمانه سبب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. در چنین موقعیتی، ممکن است مالکان نهادی تمایل کمتری به تشویق مدیریت برای گزارش سود باکیفیت داشته باشند (نصرالهی و عارف‌منش، ۱۳۸۹: ۱۱۹). در نتیجه، عدم نظارت کارآمد توسط سهامداران نهادی سبب افزایش عدم اطمینان در ارتباط با جریان‌های نقدی آینده شده و سبب افزایش ریسک سهام در ارتباط با عدم نقد شوندگی سهام می‌شود.

جیانگ چنگ و همکاران (۲۰۱۱)، معتقدند که مالکیت نهادی بر ریسک کل شرکت تأثیرگذار است. آنان استدلال می‌کنند که مالکان نهادی به سه طریق می‌توانند بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشند: اول، آنان می‌توانند به مدیریت توصیه‌هایی در ارتباط با موضوعات خاص در جهت رسیدن به اهداف شرکت نمایند. دوم، آنان می‌توانند منابع

مالی کافی در جهت اجرای پروژه‌های سودآور تأمین کنند. سوم، آنان می‌توانند با استفاده از قدرت حق رأی از طرح‌های مدیریت حمایت یا مخالفت نمایند. از سوی دیگر، آنان معتقدند با توجه به اینکه مالکیت نهادی ارتباط معکوس با اهرم مالی دارد، سبب کاهش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود. (جیانگ چنگ و همکاران، ۲۰۱۱)

اما، به دلایل زیر مالکان نهادی رفتار متفاوت از خود نشان می‌دهند: الف) نظارت مداوم هزینه‌بر است لذا، سهامداران نهادی ممکن است در پاسخ به عملکرد نامطلوب، سهام خود را به فروش رسانند، نسبت به اینکه اقدام اصلاحی خاصی انجام دهند. ب) استراتژی بیشتر مالکان نهادی در بازار سهام امریکا به این صورت است که در تعداد زیادی از سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری نمایند تا تنوع کافی در ریسک و نقدینگی داشته باشند در نتیجه، مالکان نهادی نسبت به حاکمیت شرکت‌ها بی‌تفاوت هستند. ج) مهم‌تر از همه، بسیاری از منتقدان ادعا می‌کنند که سهامداران نهادی بر عملکرد کوتاه مدت تأکید می‌کنند. به همین دلیل، مدیران بیش از حد نگران جلب رضایت سهامداران نهادی در ارتباط با سودهای کوتاه مدت هستند. زیرا، ممکن است موجب شود سهامداران نهادی، سهام خود را بفروشند و سبب ایجاد کاهش ارزش موقت در قیمت سهام شوند. در نتیجه، استدلال می‌کنند که سهامداران نهادی تمایل مدیران در جهت عدم افشای اخبار بد را افزایش می‌دهند و سبب افزایش ریسک سقوط قیمت سهام می‌شوند (جفری و فانگ، ۲۰۱۱).

جیانگ چنگ و همکاران (۲۰۰۹)، استدلال می‌کنند سهامداران نهادی به دو دلیل انگیزه‌ی زیادی برای کاهش ریسک سرمایه‌گذاری دارند. اول، چون ریسک بیشتر با هزینه‌ی سرمایه بیشتر و کاهش ارزش شرکت مرتبط است. لذا دارندگان اوراق قرضه در زمان تأمین مالی برای پوشش ریسک، بازده بیشتری را طلب می‌کنند. بنابراین، این انگیزه در سهامداران نهادی وجود دارد که به منظور کاهش هزینه‌ی سرمایه، سطح ریسک را کاهش دهند. دوم) سهامداران نهادی معمولاً درصد بیشتری از سهام شرکت را در اختیار دارند در نتیجه، ثروت آنان به ارزش شرکت وابسته است. ریسک بیشتر

۳۶..... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره بیستم، زمستان ۱۳۹۲

ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. بنابراین، سهامداران نهادی به منظور حفظ ثروت خود انگیزه زیادی برای کاهش سطح ریسک دارند. (جیانگ‌چنگ و همکاران، ۲۰۰۹)

#### ۵-۲- تأثیر تمرکز مالکیت بر ریسک سرمایه‌گذاری

تمرکز مالکیت به حالتی اطلاق می‌شود که میزان در خور ملاحظه‌ای از سهام شرکت به سهامداران عمده تعلق داشته باشد و نشان می‌دهد چند درصد سهام شرکت در دست عده محدودی قرار دارد (اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۸: ۶۸).

در ارتباط با تأثیر سهامداران بزرگ دو فرضیه وجود دارد. فرضیه اول بیان می‌کند، سهامداران بزرگ دارای قدرت و نفوذ زیادی بر مدیریت هستند، لذا مدیریت برای جلب رضایت این سهامداران مجبور می‌شود تمامی تصمیم‌های شرکت را در راستای اهداف سهامداران بزرگ و جلب رضایت آنان اتخاذ نماید در نتیجه، سبب ضایع شدن حقوق دیگر سهامداران و افزایش ریسک می‌شود. فرضیه دوم بیان می‌دارد، اگر شرکت فاقد سهامدار بزرگ باشد با توجه به اینکه هزینه نظارت بر مدیریت شرکت زیاد است لذا سهامداران کوچک با سهم کم نمی‌توانند از عهده‌ی این هزینه‌ها برآیند، در نتیجه کنترل مدیریت کاهش یافته و این موضوع سبب افزایش ریسک سهامداران می‌شود (جرمی و آلفونز<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴: ۱۴۶).

سهامداران انگیزه‌ی بیشتری برای افزایش سود خود از طریق سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک زیاد دارند. از سوی دیگر، تمرکز ثروت سهامدار در یک شرکت موجب می‌شود که سهامداران بزرگ در یک موقعیت با ریسک کمتر، سرمایه‌گذاری کنند. زیرا، معمولاً آنان سبد سرمایه‌گذاری ندارند و تمامی سرمایه خود را در یک شرکت سرمایه‌گذاری کرده‌اند. در نتیجه، به دلیل اینکه امکان دارد تمامی سرمایه خود را با یک تصمیم‌گیری اشتباه از دست دهند لذا، ریسک کمتری می‌کنند. بنابراین، می‌توان استدلال کرد که بین تمرکز مالکیت و ریسک رابطه‌ی معکوسی وجود دارد (گراسمن و هارت، ۱۹۸۰: ۴۸).



### ۳- پیشینه‌ی تحقیق

بوشی<sup>۱</sup> (۱۹۹۸)، مالکان نهادی را به دو دسته‌ی مالکان نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت و مالکان نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت (متخصص) تقسیم کرد. بوشی استدلال می‌کند که مالکان نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت به جای تمرکز بر پروژه‌های بلندمدت، بر سودهای کوتاه مدت تمرکز می‌کنند. این افق کوتاه مدت، سهامداران نهادی را از صرف هزینه‌های نظارت بازمی‌دارد؛ زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه مدت نصیب آنان شود. به علاوه به دلیل نیاز به تغییر در پرتفوی برای بهبود عملکرد، زمان و منابع کافی در اختیار سهامداران نهادی قرار ندارد تا خود را درگیر نظارت بر شرکت‌های پرتفوی خود کنند. لذا وی معتقد است که مالکان نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت عدم افشای اخبار بد را افزایش داده و رابطه‌ی مثبتی با ریسک سقوط قیمت سهام دارند. از سوی دیگر، مالکان نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت (متخصص) به سبب تخصص بالا، نظارت مؤثری بر فعالیت مدیران انجام می‌دهند و سبب محدودیت در رفتار سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت می‌شوند که در نهایت سبب کاهش ریسک سقوط قیمت سهام می‌شوند. (بوشی، ۱۹۹۸)

دونز و سامر<sup>۲</sup> (۱۹۹۹) معتقدند که رابطه‌ی بین مالکیت مدیریت و ریسک‌پذیری یک رابطه‌ی غیرخطی است. آنان بیان کردند رابطه‌ی مثبتی میان سطح ریسک و سطوح پایین مالکیت مدیریت وجود دارد. از سوی دیگر، در سطوح بالای مالکیت مدیریت این رابطه به صورت یک رابطه‌ی منفی تبدیل می‌شود. بنابراین، مدیران در سطوح بالای مالکیت تمایلی به ریسک ندارند زیرا، این امکان وجود دارد مدیر تمامی ثروت خود را به خطر اندازد. (دونز، ۱۹۹۹)

گونر و کورسات<sup>۳</sup> (۱۹۹۹)، تأثیر ساختار مالکیت را بر عملکرد و ریسک‌پذیری رفتار شرکت‌های ترکیه‌ای بررسی کردند. آنان برای ساختار مالکیت از معیار تمرکز و ترکیب

---

1. Bushee  
2. Downs and Sommer  
3. Guner and Kursat

مالکیت استفاده کردند. آنان تمرکز مالکیت را درصد سهام سه سهامدار اول و ترکیب مالکیت را درصد سهام تحت تملک دولت، خارجی و خانوادگی تعریف کردند. نتایج تحقیق آنان نشان می‌دهد که شرکت‌ها با تمرکز بالا نسبت  $P/E$  بیشتری نسبت به متوسط بازار دارند. از سوی دیگر، یافته‌های آنان نشان می‌دهد شرکت‌ها با تمرکز مالکیت بیشتر، در معرض ریسک زیاده‌تر بوده و انحراف بازده ماهانه سهام آن‌ها بیشتر است. (گونر، ۱۹۹۹)

همچنین، لیون و لوین<sup>۱</sup> (۲۰۰۹) در تحقیق خود نشان دادند که شرکت‌ها با تمرکز مالکیت نسبت به شرکت‌ها با مالکیت پراکنده، ریسک گریزی بیشتری دارند. بنابراین، آنان بیان می‌کنند که ساختار مالکیت بر ریسک شرکت تأثیرگذار است. (لیون، ۲۰۰۹)

پالای گوروا<sup>۲</sup> (۲۰۱۰)، تأثیر ساختار مالکیت را بر ریسک شرکت بررسی کرد. نتایج تحقیق وی نشان می‌دهد که بین مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار و مالکیت نهادی با ریسک سرمایه‌گذاری رابطه‌ی مثبتی وجود دارد. از سوی دیگر، بین مالکیت خانوادگی و ریسک‌پذیری شرکت رابطه‌ی منفی وجود دارد. (پالای گوروا، ۲۰۱۰)

جفری و فانگ<sup>۳</sup> (۲۰۱۱)، رابطه‌ی بین سهامداران نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام را بررسی کردند. آنان سهامداران نهادی را به دو گروه سهامداران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت و سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت (متخصص) تقسیم کردند. نتایج تحقیق آنان نشان می‌دهد که رابطه‌ی مثبتی بین مالکیت نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت و ریسک سقوط قیمت بازار و رابطه‌ی منفی بین سرمایه‌گذاران نهادی متخصص و ریسک سقوط قیمت سهام وجود دارد. (جفری، ۲۰۱۱)

کیم و لو<sup>۳</sup> (۲۰۱۱)، رابطه‌ی میان مالکیت مدیران اجرایی، حاکمیت خارجی و ریسک را بررسی کردند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که رابطه‌ی مالکیت مدیریت و ریسک به صورت غیرخطی است به گونه‌ای که در سطوح مالکیت کم، مالکیت مدیریت سبب

---

1. Laeven. and Levine

2. Paligorova

3. Kim & Lu

تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها ..... ۳۹

افزایش ارزش شرکت و کاهش هزینه‌ی نمایندگی و ریسک می‌شود و در سطوح بالای مالکیت مدیریت سبب کاهش ارزش شرکت و افزایش هزینه‌ی نمایندگی و ریسک می‌شود. (کیم، ۲۰۱۱)

فخاری و طاهری (۱۳۸۹)، در تحقیقی رابطه‌ی میان سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام را بررسی کردند. نتایج یافته‌های آنان نشان می‌دهد حضور سرمایه‌گذاران نهادی موجب افزایش نظارت بر عملکرد مدیران شده، از عدم تقارن اطلاعاتی می‌کاهد و در نهایت با افزایش درصد مالکیت این گروه از سهامداران، از نوسان پذیری بازده سهام کاسته می‌شود. (فخاری، ۱۳۸۹)

محمدی و همکاران (۱۳۸۹)، تأثیر تمرکز مالکیت را بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. نتایج یافته‌های تحقیق حاکی از وجود یک رابطه‌ی مثبت خطی و معنادار بین دو عامل تمرکز مالکیت و بازدهی شرکت‌ها و عدم وجود هرگونه رابطه‌ی معنادار بین مالکیت متمرکز و ارزش شرکت‌ها بوده است. همان‌طور که در پیشینه مشخص شده است، در هیچ یک از مطالعات داخلی تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه‌گذاری بررسی نشده است. لذا در این مطالعه، هدف اصلی بررسی تأثیر نوع و میزان تمرکز مالکیت بر ریسک سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران است. (محمدی، ۱۳۸۹)

#### ۴- فرضیه‌های تحقیق

با توجه به مبانی نظری مطرح‌شده فرضیه‌های تحقیق به صورت زیر تدوین شده‌اند:  
فرضیه اول: میزان درصد مالکیت مدیریت بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر دارد.  
فرضیه دوم: میزان درصد مالکیت سهامداران نهادی بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر دارد.

فرضیه سوم: میزان تمرکز مالکیت سهامداران بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر دارد.

## ۵- روش تحقیق

این تحقیق با توجه به عدم امکان کنترل کلیه متغیرهای مربوط نمی‌تواند از نوع تحقیقات تجربی محض باشد اما، با توجه به تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته، این تحقیق از نوع تحقیقات شبه تجربی است. همچنین، با توجه به اینکه نتایج بدست آمده از تحقیق به حل یک مشکل یا موضوع خاص می‌پردازد، از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ روش نیز از نوع تجزیه و تحلیل همبستگی با رویکرد رگرسیونی است.

## ۶- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله‌ی زمانی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ بوده است. در این تحقیق، برای تعیین نمونه آماری از روش نمونه‌گیری به صورت هدفمند استفاده شد؛ بدین صورت که در هر مرحله از بین کلیه شرکت‌های موجود در پایان سال ۱۳۸۲، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و شرکت‌های باقی‌مانده برای انجام آزمون انتخاب شدند:

۱. شرکت‌ها باید در طول دوره‌ی موردبررسی تداوم فعالیت داشته باشند.
  ۲. نمونه آماری شامل شرکت‌های تولیدی و صنعتی باشد.
  ۳. شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به انتهای اسفندماه ختم می‌شود.
- که در نهایت پس از طی مراحل مزبور، تعداد ۱۲۰ شرکت برای انجام آزمون فرضیه‌های تحقیق انتخاب شدند.

## ۷- روش گردآوری داده‌ها

در این تحقیق گردآوری اطلاعات در دو مرحله انجام شده است. در مرحله‌ی اول برای تدوین مبانی نظری تحقیق از روش کتابخانه‌ای و در مرحله‌ی دوم، برای

گردآوری داده‌های موردنظر از ماهنامه‌های بورس و سایت‌های بورس و بانک مرکزی و نرم‌افزارهای اطلاعات مالی شرکت‌ها استفاده شده است. سپس، برای آماده‌سازی اطلاعات از نرم‌افزار اکسل استفاده شده است، به این ترتیب که پس از استخراج اطلاعات مربوط به متغیرهای موردبررسی از منابع ذکرشده، این اطلاعات در کار برگ‌های ایجادشده در محیط این نرم‌افزار واردشده و سپس، محاسبات لازم برای دستیابی به متغیرهای موردبررسی انجام شده است.

### ۸- تجزیه و تحلیل اطلاعات

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار انجام شده است. همچنین، برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی استفاده شده است. برای انتخاب از بین روش‌های الگوهای رگرسیونی ترکیبی<sup>۱</sup> و الگوی داده‌های تابلویی<sup>۲</sup> از آزمون F لیمر استفاده شده است. به این معنی اگر در آزمون F لیمر روش داده‌های ترکیبی انتخاب شود، کار تمام است اما اگر روش داده‌های تابلویی انتخاب شد لازم است تا آزمون هاسمن نیز انجام شود. از آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از الگوی اثرات ثابت در مقابل الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌شود (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۸۹).

همچنین، قبل از برآزش الگو و با توجه به اینکه شرکت‌های مورد استفاده در این تحقیق مربوط به صنایع مختلف بوده و همچنین در این تحقیق از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است، در نتیجه، امکان وجود ناهمسانی واریانس وجود دارد که برای رفع این مشکل از روش رگرسیون کم‌ترین مربعات تعمیم‌یافته برای برآزش الگو استفاده شد. همچنین، پس از برآزش الگو به منظور بررسی عدم وجود خود همبستگی در باقی‌مانده‌های الگو از آماره‌ی دوربین واتسون استفاده شده است.

---

1. Pooled Data  
2. Panel Data

## ۹- الگوی تحقیق

با توجه به چارچوب نظری و پیشینه‌ی تحقیق، الگوی تحقیق از نوع رگرسیون چند متغیره است. بنابراین، مدل ۱ برای انجام آزمون پیشنهاد می‌شود (کوماریا، ۲۰۱۱).

الگوی شماره (۱)

$$Investment\ Risk = \alpha_0 + \alpha_1 CentOwn_{i,t} + \alpha_2 InsOwn_{i,t} + \alpha_3 ManOwn_{i,t} + \alpha_4 RET_{i,t} + \alpha_5 Leverage_{i,t} + \alpha_6 Size_{i,t} + \alpha_7 DPR_{i,t} + \alpha_8 LIQ_{i,t} + \varepsilon_{j,t}$$

در فرمول مزبور؛ Risk Investment ریسک سرمایه‌گذاری؛ CentOwn میزان تمرکز مالکیت؛ InsOwn میزان مالکیت سهامداران نهادی؛ ManOwn میزان مالکیت مدیریت؛ Leverage اهرم مالی؛ Size اندازه شرکت؛ DPR نسبت سود تقسیمی؛ RET بازده سهام؛ LIQ نقدینگی شرکت.  $i$  نماد شرکت موردنظر و  $t$  سال موردنظر تعریف شده است.

## ۱۰- متغیرهای تحقیق

الف) متغیر وابسته

در این تحقیق متغیر وابسته، ریسک سرمایه‌گذاری است. در یک تعریف کلی، وستون و بریگام ریسک را نوسان‌پذیری بازده سرمایه‌گذاری می‌نامند. ریسک توسط مارکوویتز<sup>۲</sup> (۱۹۵۲) به شرح زیر بیان شده است:

$$Investment\ Risk = \sqrt{\frac{\sum (R_i - E(R_i))^2}{n-1}} \quad \text{الگوی شماره (۲)}$$

1. Komariah  
2. Markowitz

تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها ..... ۴۳

در فرمول مزبور؛  $R_i$  بازده روزانه واقعی سهام  $i$ ؛  $E(R_i)$  بازده مورد انتظار سهام  $i$  و  $n$  تعداد دوره‌ها تعریف شده است. لازم به توضیح است که در فرمول فوق برای محاسبه ریسک از اطلاعات روزانه استفاده شده است.

**بازده واقعی سهام:** نسبت کل عایدی حاصل از سرمایه‌گذاری در یک دوره معین نسبت به سرمایه‌گذاری است که طی آن دوره مصرف شده است. به‌طورکلی، بازده سهام به صورت زیر محاسبه شده است.

$$R_t = \frac{(P_t - P_{t-1}) + DPS_t}{P_{t-1}} \quad \text{الگوی شماره (۳)}$$

در فرمول مزبور؛  $R_t$  بازده سهام عادی در دوره  $t$ ؛  $P_t$  قیمت سهام عادی در دوره  $t$ ؛  $P_{t-1}$  قیمت سهام در دوره  $t-1$  و  $PSD_{t-1}$  سود نقدی سهام عادی در دوره  $t$  تعریف شده است. اگر افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات یا اندوخته (سهام جایزه) باشد، به دلیل تفاوت در تعداد سهام قبل و پس از افزایش سرمایه،  $P_t$  با  $P_{t-1}$  قابل مقایسه نیست. بنابراین،  $P_t$  باید تعدیل شود. در نهایت، بازده سهام عادی یک شرکت به صورت زیر محاسبه شده است:

$$R_t = \frac{(1+a)P_t + DPS_t - P_{t-1} - C}{P_{t-1}} \quad \text{الگوی شماره (۴)}$$

در فرمول مزبور؛  $a$  درصد افزایش سرمایه (از محل اندوخته یا آورده نقدی و مطالبات) و  $C$  آورده نقدی به هنگام افزایش سرمایه تعریف شده است (خدادادی و کارگرپور، ۱۳۸۸: ۶۷-۶۶). لازم به توضیح است که بازده به صورت روزانه محاسبه شده است.

**بازده مورد انتظار:** بازده انتظاری یک سرمایه‌گذاری، میانگین هندسی بازده چند دوره قبل آن سرمایه‌گذاری است (طالب‌نیا و برزیگر، ۱۳۸۷: ۱۱). که به روش زیر محاسبه شده است:

۴۴ ..... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره بیستم، زمستان ۱۳۹۲

$$E(R_i) = \sqrt[n]{x_1 \times x_2 \times \dots \times x_n} \quad \text{الگوی شماره (۵)}$$

لازم به توضیح است که بازده مورد انتظار با استفاده از اطلاعات روزانه محاسبه شده است.

### ب) متغیرهای مستقل تحقیق

در این تحقیق متغیرهای مستقل به شرح زیر هستند:

**مالکیت مدیریت:** درصد مالکیت سهام در اختیار مدیریت شرکت است.

**مالکیت نهادی:** درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت است.

**تمرکز مالکیت:** درصد مالکیت سهام سه سهامدار عمده شرکت است.

### ج) متغیرهای کنترل تحقیق

متغیرهای کنترل تحقیق به شرح زیر هستند.

**اهرم مالی:** اهرم مالی شرکت نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌های شرکت به کل دارایی‌های آنان تعریف شده است. معمولاً با افزایش سهم بدهی‌ها در ساختار سرمایه جریان سود سهامداران عادی نوسان پذیر تر می‌شود. در نتیجه، افزایش نوسان سود سهامداران عادی سبب افزایش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود (مودلیانی و میلر، ۱۹۵۸: ۲۶۵).

**اندازه شرکت:** لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت تعریف شده است. معمولاً شرکت‌هایی که از لحاظ اندازه بزرگ‌تر هستند، به علت دسترسی به بازارهای محصول بیشتر و صرفه‌جویی در مقیاس در تأثیر عوامل تولید از ریسک تجاری کمتری برخوردارند و در ناملایمات تجاری مقاومت بیشتری از خود نشان می‌دهند. بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌های بزرگ‌تر ریسک پایین‌تری داشته باشند (بیور و همکاران، ۱۹۷۰).

**نسبت سود تقسیمی:** درصدی از سود هر سهم شرکت تعریف شده است. سهامداران جز یک شرکت دو منفعت از سرمایه‌گذاری خود می‌برند، یکی تفاوت بین قیمت فروش و قیمت خرید سهم و دیگری سود نقدی سهم. جز اول از منافع



تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها ..... ۴۵

سرمایه‌گذاری معمولاً ارتباط زیادی با متغیرهای مالی مثل نرخ بهره و به‌طور کلی متغیرهای کلان مؤثر بر بازار سرمایه دارد. اما سود نقدی سهام عمدتاً تحت تأثیر سودآوری شرکت و سیاست شرکت در زمینه تقسیم سود است. سهامدارانی که نمی‌خواهند برای کسب منفعت سرمایه‌گذاری خیلی به افزایش قیمت سهام در آینده، متکی باشند، چشم به سود نقدی سهام می‌دوزند و در نتیجه برای شرکت‌هایی که درصد کمتری از سود خود را توزیع می‌کنند، ریسک بالاتری ارزیابی می‌کنند (نمازی و خواجوی، ۱۳۸۳: ۱۰۵).

**بازده:** نسبت کل عایدی حاصل از سرمایه‌گذاری در یک دوره معین نسبت به سرمایه‌گذاری است که طی آن دوره مصرف شده است (خدادادی و کارگرپور، ۱۳۸۸: ۶۷-۶۶).

**نقدینگی شرکت:** نسبت‌های نقدینگی توانایی شرکت را برای انجام تعهدات کوتاه مدت در سررسید نشان می‌دهد. با توجه به اینکه توان بالقوه شرکت در دستیابی به منابع تولیدی موردنیاز و ایجاد فرصت‌های رشد تا حدود زیادی به نقدینگی شرکت بستگی دارد، انتظار می‌رود با بالا رفتن نقدینگی، دسترسی شرکت به منابع موردنیاز، انجام به‌موقع تعهدات نسبت به مشتریان و اعتباردهندگان افزایش یابد. در نتیجه به نظر می‌رسد نقدینگی در شرکت ریسک را کاهش می‌دهد. برای محاسبه نقدینگی از نسبت سریع استفاده شده است (نمازی و خواجوی، ۱۳۸۳: ۱۰۲).

الگوی شماره (۶) 
$$\text{نسبت سریع} = \frac{\text{میانگین موجودی کالا} - \text{میانگین دارایی جاری}}{\text{میانگین بدهی جاری}}$$
 = نسبت سریع (آنی)

## ۱۱- نتایج تحقیق

### ۱۱-۱- آمار توصیفی

همان‌طور که مشاهده می‌شود نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در جدول شماره‌ی (۱) نشان داده شده است.

جدول ۱- آماره‌های توصیفی متغیرهای الگو

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
ریسک سرمایه‌گذاری	۱/۰۷۸	۰/۹۹۷	۳/۸۵	۰/۰۵۲	۰/۵۷
درصد تمرکز مالکیت	۰/۶۹۸	۰/۷۱۶	۰/۹۹	۰/۱۹	۰/۱۸۷
درصد سهامداران نهادی	۰/۷۲۴	۰/۸۲	۰/۹۹	۰/۰۱۲۵	۰/۲۶
درصد سهام مالکیت مدیریت	۰/۶۷۹	۰/۷۰۳	۰/۹۹	۰/۰۱	۰/۱۹۲
نسبت سود تقسیمی	۰/۶۳	۰/۷۱	۱/۹۳	۰	۰/۳۶
اندازه شرکت	۱۲/۶۳	۱۲/۴۹	۱۷/۵۱	۷/۴۷	۱/۴۹
اهرم مالی	۰/۶۵	۰/۶۶	۰/۹۷	۰/۱۰	۰/۱۷
بازده سهام	۰/۲۳۲	۰/۱۰	۱/۸۶	-۰/۷۹	۰/۵۳
نسبت نقدینگی	۰/۷۴	۰/۶۸	۳/۷۹	۰/۰۷	۰/۴۳

\* منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج بدست آمده از آماره‌های توصیفی مندرج در جدول ۱ می‌توان بیان کرد که کلیه متغیرها از توزیع مناسبی برخوردار هستند.

#### ۱۱-۲- آمار استنباطی

همان‌گونه که در بخش‌های قبل نیز بیان شد، هدف این تحقیق تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در همین راستا قبل از تخمین الگو، لازم است تا آزمون F لیمر به منظور بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی برای الگوی بالا انجام شود. فرضیات این آزمون به صورت زیر است:

$H_0$ : داده‌های ترکیبی معمولی

$H_1$ : داده‌های تابلویی با اثرات ثابت

تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت ها ..... ۴۷

نتایج حاصل از آزمون F لیمر در جدول ۲ نمایش داده شده است.

جدول ۲- نتایج آزمون F لیمر

آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
۴/۷۲	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت

\* منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان‌طور که در جدول ۲ نیز قابل مشاهده است، نتایج حاکی از رد فرض  $H_0$  است، در نتیجه، الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت روش ارجح است. لازم است تا در ادامه از آزمون هاسمن نیز به منظور انتخاب از میان روش‌های داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی نیز انجام شود. فرضیات این آزمون به صورت زیر است:

$H_0$ : داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی

$H_1$ : داده‌های تابلویی با اثرات ثابت

نتایج حاصل از آزمون هاسمن در جدول ۳ نمایش داده شده است.

جدول ۳- نتایج آزمون هاسمن

آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
۳۳/۶۳	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت

\* منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان‌طور که در جدول ۳ نیز قابل مشاهده است، نتایج حاکی از رد فرض  $H_0$  است، در نتیجه، الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت روش ارجح است. در ادامه نتایج تخمین الگوی تحقیق در جدول ۴ با روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت نشان داده شده است.

جدول ۴- نتایج تخمین الگوی تحقیق

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
عرض از مبدأ	۱/۸۷	۳/۰۱۶	۰/۰۰۳
درصد تمرکز مالکیت	-۰/۳۶۹	-۲/۵۹	۰/۰۰۹
درصد سهامداران نهادی	۰/۲۷۳	۱/۸۵۷	۰/۰۶۴
درصد سهام مالکیت مدیریت	-۰/۲۷۹	-۳/۱۷۳	۰/۰۰۲
نسبت سود تقسیمی	-۰/۰۰۰۰۱	-۰/۲۴۵	۰/۸۰۶
اندازه شرکت	-۰/۰۵۳	-۱/۳۰۸	۰/۱۹۱
اهرم مالی	۰/۱۸۲	۲/۰۶۷	۰/۰۳۹
بازده سهام	۰/۰۰۲۴	۵/۵۰۴	۰/۰۰۰
نسبت نقدینگی	-۰/۰۶۹	-۲/۱۹۹	۰/۰۲۸
آماره F(احتمال آماره F)		(۰/۰۰۰)۹/۴	
ضریب تعیین		۰/۶۲۷	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۶۱	
آماره‌ی دوربین واتسن		۱/۸۸۹	

\* منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۴ و با توجه آماره F بدست آمده (۹/۴) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، در مجموع الگوی تحقیق از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگو که برابر ۵۶ درصد است، می‌توان ادعا کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل تحقیق بیش از ۵۶ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. همچنین، با توجه مقدار آماره‌ی دوربین واتسن که برابر ۱/۸۹ است، می‌توان ادعا کرد که خود همبستگی مرتبه‌ی اول میان باقی مانده‌های الگو وجود ندارد.

تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها ..... ۴۹

همچنین، نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که متغیر بازده سهام (۰/۰۰۲۴) و متغیر اهرم مالی (۰/۱۸۲) ارتباط مثبت و معنادار و متغیر نسبت نقدینگی (۰/۰۶۹-) ارتباط معکوس و معناداری با ریسک سرمایه‌گذاری دارند.

#### ۱۱-۲-۱- آزمون فرضیه اول

در این فرضیه به بررسی تأثیر درصد مالکیت مدیریت بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نتایج بدست آمده در جدول ۴ از تخمین الگوی تحقیق و ضریب متغیر درصد مالکیت مدیریت (۰/۲۷۹-) و سطح خطای آن (۰/۰۰۲) می‌توان ادعا کرد که در سطح خطای قابل‌پذیرش ۵ درصد، متغیر درصد مالکیت مدیریت تأثیر منفی و معناداری بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. با توجه به مبانی نظری مطرح‌شده زمانی که مدیر درصد بالایی از سهام شرکت را مالک باشد در انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری محافظه‌کارتر بوده زیرا امکان دارد با یک برآورد اشتباه کل منافع مدیریت با خطر مواجه شود. به عبارت دیگر، ریسک‌پذیری مدیران به اندازه‌ی مشوق‌های مالکیت سهام در شرکت وابسته است. اگر منافع مدیران بیشتر از سهام آنان باشد امکان دارد آنان ریسک را افزایش دهند در صورتی که زمانی که سطح مالکیت افزایش یابد آن‌ها ممکن است تمایلی به افزایش ریسک نداشته باشند زیرا ممکن است به منافع خود آسیب وارد کنند. نتیجه بدست آمده نیز مؤید این مطلب است. نتیجه‌ی آزمون این فرضیه با پژوهش‌های جیانگ چنگ و همکاران (۲۰۰۹) و کیم و لو (۲۰۱۱) مطابقت دارد.

#### ۱۱-۲-۲- آزمون فرضیه دوم

در این فرضیه به بررسی تأثیر درصد مالکیت سهامداران نهادی بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نتایج بدست آمده در جدول ۴ از تخمین الگوی تحقیق و ضریب متغیر درصد مالکیت

۵۰..... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره بیستم، زمستان ۱۳۹۲

سهامداران نهادی (۰/۲۷۳) و سطح خطای آن (۰/۰۶۴) می‌توان ادعا کرد که در سطح خطای قابل‌پذیرش ۵ درصد، متغیر درصد مالکیت سهامداران نهادی تأثیر معناداری بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ندارد. با توجه به این نتیجه دلیل احتمالی رد فرضیه را می‌توان این‌گونه بیان کرد که فعالان بازار معتقدند که سهامداران نهادی کارایی لازم را در انجام وظایف نظارتی و کنترلی خود ندارند که خود این قضیه می‌تواند ناشی از این موضوع باشد که سهامداران نهادی در بازار ایران به صورت مستقیم و غیرمستقیم به دولت وابسته هستند. بنابراین، در بورس اوراق بهادار تهران عوامل مهم‌تری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است که خود می‌تواند موضوع تحقیقات آینده قرار گیرد. نتیجه‌ی آزمون این فرضیه با پژوهش نایس<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) مطابقت دارد.

#### ۱۱-۲-۳- آزمون فرضیه سوم

در این فرضیه به بررسی تأثیر میزان تمرکز مالکیت سهامداران بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نتایج بدست آمده در جدول ۴ از تخمین الگوی تحقیق و ضریب متغیر میزان تمرکز مالکیت سهامداران (۰/۳۶۹-) و سطح خطای آن (۰/۰۰۹) می‌توان ادعا کرد که در سطح خطای قابل‌پذیرش ۵ درصد، متغیر میزان تمرکز مالکیت سهامداران تأثیر منفی و معناداری بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. با توجه به مبانی نظری مطرح‌شده در شرکت‌هایی که تمرکز مالکیت بالاست، هزینه‌های نظارت و نمایندگی به واسطه تسلط و نظارت بیشتر مالکان بر اقدامات و فعالیت‌های مدیریت کاهش یافته و در نتیجه مدیریت توانایی کمتری در دست‌کاری فعالیت‌های شرکت داشته است. بنابراین، ریسک سرمایه‌گذاری در این‌گونه شرکت‌ها کاهش می‌یابد. از سوی دیگر، باید بیان کرد هنگامی که تمرکز مالکیت بالا باشد، مالکان به دلیل سهم زیادی که در شرکت دارند اغلب از پذیرش ریسک‌های زیاد پیرامون فعالیت‌های شرکت که ثروت آن‌ها را در

---

1.Naes

مخاطره قرار دهد اجتناب کرده و در نتیجه ریسک سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها کاهش می‌یابد. نتیجه بدست آمده در این فرضیه نیز مؤید این مطلب است. نتیجه‌ی آزمون این فرضیه با پژوهش گراسمن و هارت<sup>۱</sup> (۱۹۸۰) مطابقت دارد.

## ۱۲- نتیجه‌گیری

هدف این پژوهش بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. برای بررسی این موضوع سه متغیر تمرکز مالکیت، میزان مالکیت سهامداران نهادی و میزان مالکیت مدیریت به عنوان معیارهای ساختار مالکیت در نظر گرفته شد. نتایج تحقیق نشان داد که متغیر تمرکز مالکیت و میزان مالکیت مدیریت تأثیر منفی و معنادار بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت دارند. همچنین، نتایج نشان داد که میزان مالکیت سهامداران نهادی تأثیری بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ندارد. با توجه نتایج بدست آمده می‌توان به این مورد اشاره کرد که، زمانی که تمرکز مالکیت در شرکت‌ها افزایش می‌یابد، ریسک سرمایه‌گذاری در آن‌ها کاهش می‌یابد. در این راستا می‌توان چنین استدلال کرد با توجه به اینکه در ایران اغلب نظارت کمی بر فعالیت‌های و تصمیم‌های درونی شرکت‌ها وجود دارد و این موارد از دید بازار پنهان است در نتیجه زمانی که تمرکز مالکیت در شرکتی زیاد باشد، به دلیل انجام بهتر وظایف نظارتی که این مالکان نسبت به سهامداران خرد، نسبت به اقدامات درونی شرکت می‌توانند داشته باشند، ریسک پیرامون سرمایه‌گذاری در این گونه شرکت‌ها نیز کاهش می‌یابد. از سوی دیگر، نتایج نشان داد که افزایش سهم مالکیت مدیریت در شرکت نیز می‌تواند عاملی در جهت کاهش ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت محسوب شود. در راستای چنین نتیجه‌ای می‌توان بیان داشت با توجه به وجود تضاد منافع میان گروه‌های مختلف ذینفع در شرکت‌ها، هنگامی که مدیریت سهم بیشتری در مالکیت شرکت داشته باشد، این

۵۲..... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره بیستم، زمستان ۱۳۹۲

موضوع از دید بازار به عنوان نشانه‌ای مثبت در خصوص اینکه منافع مدیریت در راستای منافع سایر سهامداران قرار دارد، تلقی می‌شود. در نتیجه، ریسک سرمایه‌گذاری در این‌گونه شرکت‌ها کاهش می‌یابد.

با توجه به نتایج بدست آمده پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود:

به سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود هنگام خرید سهام شرکت‌های مختلف به ساختار مالکیت آن‌ها توجه جدی شود زیرا، یکی از عوامل مؤثر در مطلوبیت ارائه گزارش‌های مالی شرکت‌ها به بازار، تأثیر و نظارت مالکان شرکت بر آن‌ها است. افزون بر این، به مالکان که نقش مهمی در تصمیم‌گیری‌های انجام‌شده در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران دارند، توصیه می‌شود تا در راستای ارائه گزارش‌های مالی باکیفیت‌تر به بازار سعی نمایند تا تعامل بیشتری با مدیریت شرکت داشته و نظرات و پیشنهادهای خود را در خصوص بهبود گزارشگری به وی ارائه دهند زیرا، هر چه کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها افزایش یابد و سرمایه‌گذاران اعتماد بیشتری به شرکت داشته باشند، آن شرکت راحت‌تر می‌تواند در جهت تأمین نیازهای مالی خود اقدام به تأمین مالی از طریق بازار سهام نماید.

همچنین، به محققان توصیه می‌شود تا در جهت شفاف‌تر شدن تأثیر سایر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کاهش ریسک سرمایه‌گذاری، تحقیقات زیر را انجام دهند.

- (۱) بررسی ارتباط میان ساختار هیئت‌مدیره و ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌ها.
- (۲) بررسی تأثیر ساختار مالکیت شرکت‌ها بر نقد شوندگی سهام شرکت.
- (۳) بررسی تأثیر سایر عوامل ساختار مالکیت بر عدم تقارن اطلاعاتی در بازار.



## منابع

- اعتمادی، حسین و جعفر باباجانی و عادل آذر 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، سال چهارم، شماره ۱۵، پاییز ۱۳۸۸، صص ۵۹-۸۵.
- افلاطونی، عباس و لیلی نیکبخت، (۱۳۸۹)، «کاربرد اقتصادسنجی در تحقیقات حسابداری، مدیریت مالی و علوم اقتصادی»، تهران، انتشارات ترمه.
- خدادادی، ولی و خاطره کارگرپور، (۱۳۸۸)، «بررسی رابطه بین‌جریان نقد عملیاتی و نسبت‌های نقدینگی با بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه حسابداری مالی، شماره ۱، صص ۶۰-۷۵.
- طالب‌نیا، قدرت‌اله و جهاد برزیگر، (۱۳۸۷)، «ارزیابی ریسک‌های شرکت‌های دارویی در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال اول، شماره سوم، پاییز ۸۷، صص ۵-۳۱.
- فخاری، حسین و عصمت السادات طاهری، (۱۳۸۹)، «بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره چهارم، شماره پیاپی (۶)، زمستان ۱۳۸۹، صص ۱۵۹-۱۷۲. *گناه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی*
- فروغی، میثم، (۱۳۸۵)، «تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید چمران اهواز.
- محمدی، شاپور؛ حسن قالیباف‌اصل و مهدی مشکئی، (۱۳۸۹)، «بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۸، پاییز و زمستان ۱۳۸۸، صص ۶۹-۸۸.

۵۴..... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره بیستم، زمستان ۱۳۹۲

نصراللهی، زهرا و زهره عارف منش، (۱۳۸۹)، «بررسی رابطه مالکیت و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله دانش حسابداری، سال اول، شماره ۳، زمستان ۱۳۸۹، ص ۱۱۷-۱۳۸.

نمازی، محمد و شکر الله خواجه‌جوی، (۱۳۸۳)، «سودمندی متغیرهای حسابداری در پیش‌بینی ریسک سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۸، زمستان ۱۳۸۳، ص ۹۳-۱۱۹.

Barton, S. L. and P. J. Gordon.(1987). Corporate Strategy: Useful Perspective for The Study of Capital Structure?. *Academy of Management Review* , 12(1), 67-75.

Beaver, W. , P. Kattler, and M. Scholes.(1970). The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures. *The Accounting Review*, Vol. 45, pp. 645-682.

Bushee, B.(1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior, *The Accounting Review* 73, pp: 305-333.

Denis, D. J. & D. K. Denis.(1994). Majority Owner-Managers and Organizational Efficiency. *Journal of Corporate Finance* 1, pp: 91-118.

Downs, D. H. , and Sommer, D. W.(1999), Monitoring, Ownership and Risk-Taking: The Impact of Guaranty Funds, *Journal of Risk and Insurance* 66, 477- 498.

Fama, E. F and Jensen, M. C.(1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26: 327-349.

Grossman, S. and Hart, O.(1980). Takeover Bids, The Free-Sider Problem and the Theory of The Corporation. *Bell Journal of Economics*, 11: pp: 42-64.

Guner, G. and Kursat, A.(1999).Equity Ownership Structure, Risk-Taking and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Companies. *www. bilkent. edu. tr*

Hube, K.(1998). Time for Investing's Four-Letter Word. *Wall Street Journal*, January 23, 1998.

Hutton, A. P. , Marcus, A. J. , Tehranian, H. ,(2009). "Opaque Financial Reports", R 2, and Crash Risk. *Journal of Financial Economics*, 94, 67-86.

Jeffrey L. Callen and Xiaohua, Fang.(2011). "Institutional Investors and Crash Risk: Monitoring or Expropriation?" *www. ssrn. com/sol3/papers. cfm?abstract\_id=1804697*

Jenkins, D. S. , Kane G. D. and Velury, U.(2006). "Earnings Quality Decline and The Effect of Industry Specialist Auditors: An Analysis of The 1990s", *Journal of Accounting and public policy*, Vol. 25, pp: 71-90.

Jeremy S. S. and Alfons J.(2004). "Ownership Concentration and Share Valuation". *German Economic Review* 5(2): pp: 143-171.

Jiang. Ch. , Elyas. E. and Jingyi(Jane) Jia.(2009). "Institutional Ownership", *Managerial Ownership and Risk Taking: Evidence from the Life-Health Insurance Industry*. <https://myweb.space.wisc.edu>

Jiang Cheng, Elyas Elyasiani and Jingyi(Jane) Jia.(2011). "Institutional Ownership Stability and Risk Taking Evidence from the Life-Health Insurance Industry". <http://ssrn.com/abstract=1888243>.

Kim, E. Han and Lu, Yao.(2011). "CEO ownership, external governance, and risk-taking", *Journal of Financial Economics*, 102,(2011). pp: 272-292.

Komariah, S.(2011), "The Influence of Stock Return, Inflation, And Ownership Structure To The Investment Risk", <http://ssrn.com/abstract=1867881>.

Laeven, L. , and Levine, R.(2009). "Bank Governance, Regulation and Risk taking", *Journal of Financial Economics*, 93: 259-275.

Leuz, C. , and R. Verrecchia.(2000). "Economic Consequences of Increased Disclosure". *Journal of Accounting Research*, 38, 91-124.

Markowitz, H, M.(1952). "Portfolio Selection. *Journal of Finance*", v7(1), 77-91.

Modigliani, F, Miller, M. H.(1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *American Economic Review*, Vol. 48, PP. 261-297.

Monsen, R. , J. Chiu, and D. Cooley,(1968). "The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm". *Quarterly Journal of Economics*, 82(August 1968), pp. 435-451.

Naes, R.(2006). "Ownership Structure and Stock Market Liquidity. Working Paper No". 2004-2006, Norges Bank(2004), Oslo.

Paligorova, T.(2010). "Corporate Risk Taking and Ownership Structure", [www.bank-banque-canada.co](http://www.bank-banque-canada.co)

Pastor, L. , and P. Veronesi.(2003). "Stock Valuation and Learning about Profitability". *Journal of Finance* 58: 1749-1789.

Pastor, Lubos, and Robert Stambaugh.(2003). "Liquidity Risk and Expected Stock Returns". *Journal of Political Economy*, pp 642-685.

Rosch, G and Kaserer, C.(2010). Ownership Concentration, Blockholder Types and Stock Market Liquidity <http://ssrn.com/abstract=1761443>.