

## بررسی تاثیر تجميع و ساختار مالکان و برخی مشخصات عملکردی بر مخاطره بازار شرکتها

رضوانه سادات سید رضایی<sup>۱</sup>

مریم شهری<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۳/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۱/۰۳/۲۵

### چکیده

در این تحقیق به بررسی تاثیر تجميع و ساختار مالکان و برخی مشخصات عملکردی بر مخاطره بازار شرکتها می پردازیم. در این راستا درصد و تعداد سهامداران نهادی و تمرکز در ترکیب سهامداران و اندازه شرکتها بر مخاطره بازار مورد بررسی و آزمون قرار گرفته است دوره مورد بررسی ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۸ و تعداد شرکتها ۱۳۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. این تحقیق از نظر نوع داده ها از نوع تحقیقات تجربی و توصیفی- مبتنی بر تحلیل رگرسیونی است که از داده های واقعی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. نتایج نشان داد تعداد و درصد سهام سهامداران نهادی ارتباط و تاثیر معناداری بر مخاطره بازار شرکتها ندارند بعلاوه میزان تمرکز مالکان شرکتها نیز بر مخاطره بازار شرکتها مورد تایید قرار نگرفته است تاثیر اندازه و سرمایه شرکتها نیز تایید نشده است.

### واژگان کلیدی

ترکیب، ساختار مالکان، مخاطره بازار

۱. کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود، شاهرود، ایران. (ymcom1376@gmail.com)

۲. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود، شاهرود، ایران. (Mra830@yahoo.com)

## ۱. مقدمه

ورشکستگی و رسوایی های شرکت هایی چون انرون و ورلد کام نیاز به ایجاد سیستم های راهبردی مناسب شرکت ها را به عنوان یکی از مهم ترین مسائل در کشورها مطرح کرد، دلیل اصلی حاکمیت شرکتی ضرورت بازگرداندن اعتماد سرمایه گذاران به فعالیتهای تجاری از طریق شفافیت، پاسخگویی، انصاف و مسئولیت پذیری است. هر کشور متناسب با عواملی چون نظام های مالی و قانونی، ساختار مالکیت شرکتی، فرهنگ و وضعیت اقتصادی سرمایه گذاران رویه های حاکمیت شرکتی منحصر به خود را دارد. حاکمیت شرکتی شامل معیارهایی است که می تواند با افزایش عدم تمرکز در کنترل شرکت ها، از قدرت مدیران در پیگیری منافع شخصی کاسته و باعث بهبود عملکرد شرکت ها شود. (مهرآرا ۱۳۹۲)

از طرفی سیاست اقتصاد آزاد و افزایش ارتباطات در میان شرکت ها، منجر به تاثیر متقابل آن ها بر یکدیگر شده است. مدیران با توجه به موضوع حاکمیت شرکتی باید پاسخگویی سرمایه گذاران و سهامداران باشند. سرمایه گذاران از لحاظ سرمایه گذاری تا جای ممکن سعی دارند تا منابع مالی خود را به سویی سوق دهند که کمترین ریسک و بالاترین بازده را داشته باشد. بدیهی است در این راستا سرمایه گذاران نیازمند ابزاری خواهند بود تا از طریق آن بتوانند ریسک و بازده هر سرمایه گذاری را پیش بینی کنند. مدیران باید به دنبال اجرای سیاست های مدیریتی باشند که موجب افزایش رفاه و ثروت ذینفعان شوند؛ اما مدیران پی بردند که رسیدن به این هدف با وجود عدم اطمینان های آتی به ویژه در حضور ریسک سیستماتیک دشوار است. عواملی چون تورم، نوسان های نرخ ارز، تغییرات قدرت خرید مصرف کننده و نوسان های نرخ بهره قابل پیش بینی نیستند. در چنین شرایطی مدیران باید سیاست های مناسبی به کار گیرند تا عملکرد شرکت را در سطح مطلوبی حفظ کنند. (نیکبخت و طاهری ۱۳۹۳).

یکی از سیاست هایی که به طور بلقوه برای مبارزه با چنین شرایطی استفاده شده است، سازو کارهای راهبردی شرکتی است این تحقیق به بررسی تاثیر ارکان کنترل کننده شرکت بر ریسک سیستماتیک در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. مولفه هایی از حاکمیت شرکتی که به عنوان ابزار کنترل کننده شرکتی در این تحقیق استفاده می شود عبارتند از: درصد سهام سهامداران نهادی شرکت، رتبه تمرکز مالکیت شرکت ها، درصد سهام شناور آزاد شرکت ها، تعداد سهامداران نهادی شرکت ها و تعداد اعضای غیر موظف هیئت مدیره. در این تحقیق برای اندازه گیری ریسک سیستماتیک از بتا استفاده می شود. تخمین بتای بازار با مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای (CAMP) با وجود محدودیت های موجود، یک روش قابل اطمینان برای اندازه گیری ریسک به شمار می رود. گواه این واقعیت این است که در بسیاری از کتابهای دانشگاهی (بریلی، میرز، آلن (۲۰۰۶) و داموداران (۲۰۱۰)) این روش به عنوان بهترین روش پذیرفته شده و هم چنین در عمل نیز به عنوان حرفه ای ترین روش استفاده شده است. در پژوهش حاضر سعی بر این است به دنبال پاسخگویی به این سوال هستیم که آیا بررسی تاثیر تجمیع و ساختار مالکان و برخی مشخصات عملکردی بر مخاطره بازار شرکتها می تواند در ارتباط باشد؟

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ≠ مدیریت مخاطره

≠ مدیریت مخاطره به منظور محافظت در برابر پیامدهای نامطلوب ناشی از تحمل ریسک و همچنین اطمینان یافتن از دستیابی به فواید پذیرش ریسک، مطرح می شود. این امر مستلزم آن است که ریسک را شناسایی و برای مدیریت آن تصمیمات هوشیارانه اتخاذ نماییم. به بیانی دقیق تر می توان گفت مدیریت ریسک فرآیندی است که در آن مدیران به شناسایی، اندازه گیری، تصمیم گیری و نظارت بر انواع ریسک مطرح، برای بنگاه پردازند. (رادپور و عبده تبریزی، ۱۹۸۸)

≠ یکی از مهمترین اجزای مدیریت ریسک، اندازه گیری ریسک است. اندازه گیری ریسک، کمی کردن ریسک از چالش های بسیار قدیمی می باشد که ذهن ریاضیدانان، مدیران و سیاستگذاران را به خود مشغول کرده است. ابزارهای مختلفی در حیطه ریاضیات و مهندسی مالی به ویژه در سال های اخیر تدوین شده اند. در این میان روش های ریاضی از ساده ترین مدل هایی آماری تا پیچیده ترین معادلات توانسته اند در برخی موارد جوایز نوبل را به خود اختصاص دهند. در واقع عدم قطعیت فزاینده در محیط ها باعث شده تا ابزارهای ایجاد شده در طی ۷۱ سال گذشته ارائه شود. (فانگ و همکاران ۱۹۹۰)

### ≠ ریسک مخاطره

≠ سرمایه گذاران برای افزایش آگاهی خود نسبت به مسائل ریسک نیاز به درک دقیق از ریسک سرمایه گذاری دارند؛ به عبارت دیگر فرآیند سرمایه گذاری بر پایه درک و تنظیم ریسک بنانهاده شده است. حصول و یا عدم حصول نرخ بازده پیش بینی شده در ارزیابی پروژه های سرمایه ای را ریسک می گویند؛ به عبارت دیگر عدم اطمینان در مورد دریافت عایدات آتی یک سرمایه گذاری را ریسک می نامند که در این راستا عواملی همچون تورم، اوضاع سیاسی، نرخ بهره و... موج کاهش عدم اطمینان به عایدات آینده می گردد. یکی از اصول بسیار مهم در سرمایه گذاری این است که ریسک باید متناسب با بازده آن سرمایه گذاری باشد که به عنوان مثال، پس انداز در بانک دارای ریسک کم، خرید اوراق مشارکت دارای ریسک متوسط و خرید سهام عادی دارای ریسک نسبتا بالا می باشد. در ادبیات مالی، ریسک به عنوان احتمال اختلاف بین بازده واقعی و بازده مورد انتظار تعریف شده و به دو دسته تقسیم می شود. دسته اول: شامل ریسک هایی است که به عوامل داخلی شرکت مربوط هستند مانند ریسک مدیریت، ریسک نقدینگی، ریسک ناتوانی در پرداخت بدهیها و غیره که به آن ها ریسک غیر سیستماتیک گفته می شود. دسته دوم: شامل ریسک هایی است که خاص یک یا چند شرکت نبوده بلکه مربوط به شرایط کلی بازار نظیر شرایط اقتصادی، سیاسی، اجتماعی و غیره می باشد و تحت عنوان ریسک سیستماتیک شناخته میشود. از آن جایی که ریسک سیستماتیک غیر قابل کنترل و کاهش ناپذیر می باشد، در تصمیم گیری مدیران شرکتهای و سرمایه گذاران میتواند نقش به سزایی داشته باشد (فخاری و یوسف نژاد، ۱۳۸۵). آنچه باعث شده ریسک را به دو بخش (سیستماتیک و غیرسیستماتیک) مجزا تفکیک کنیم، الگوی بازار است

که بر این فرض مبتنی است که بازده هر دسته از اوراق بهادار تنها به کواریانس بازده آن و بازده پرتفوی بستگی دارد. چنین به نظر می‌رسد که در دنیای واقعی چندین عامل به غیر از کواریانس بازده پرتفوی بازار، بر بازدهی اوراق بهادار ریسک دار تأثیرگذار باشند. اگر قرار باشد که ارزش سهام با توجه به ریسک سیستماتیک آن تعیین گردد باید از ضریب بتا استفاده کرد. در بورس اوراق بهادار کسب اطلاعات راجع به ریسک سیستماتیک سهام عادی مهم ترین مسئله می باشد. برای تعیین ریسک سیستماتیک از شاخص ریسک سیستماتیک (ضریب بتا) استفاده می شود که بیانگر همبستگی بازده بازار و بازده سهم  $I$  است و از طریق تقسیم کواریانس بازده سهام  $I$  و بازده بازار بر واریانس بازار به صورت سالیانه محاسبه میشود (راعی و پویان فر، ۱۳۹۱).

**۱- نیکبخت و طاهری (۱۳۹۸)** به بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک در میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. برای تحقق این هدف، از اطلاعات ۱۵۴ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ استفاده شده است. روش آماری به کار رفته برای آزمون فرضیه ها، رگرسیون حداقل مربعات معمولی است. مدل پژوهش ابتدا در سطح کل داد هها و سپس به منظور بررسی دقیق تر هر یک از فرضیه ها، بر اساس تقسیم بندی مدل پراستيو (۲۰۱۱) در سطح سه طبقه مختلف از شرکتهای (شرکت های دارای بتای کوچکتر از نیم به منزله شرکت هایی با ریسک پایین، شرکت های دارای بتای بزرگتر از نیم و کوچکتر از یک، نشان دهنده شرکت هایی با ریسک متوسط و شرکت های دارای بتای بزرگتر از یک، نماینده شرکت هایی با ریسک بالا) اجرا شده است. یافته های پژوهش نشان می دهد که بین درصد سهامداران نهادی که یکی از عناصر و سازوکارهای راهبری شرکتی شمرده می شود و ریسک سیستماتیک، ارتباط معناداری وجود دارد. بین درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره و ریسک سیستماتیک، در سطح کلی و نیز در سایر طبقات شرکت ها معنادار نیست.

**۲- رحمانی و پیکار جو (۱۳۹۷)** بررسی رابطه ریسک سیستماتیک سهام (بتای بازار) با متغیرهای کلان و اطلاعات حسابداری انجام شده است. تحلیل رگرسیون با استفاده از روش پنل دیتای ایستا و پویا بر روی نمونه ای شامل ۶۱ شرکت عضو بورس و اوراق بهادار طی سال های ۱۳۸۰-۱۳۸۹ انجام شد. برای برآورد مدل ها، از روش ای گارچ، ام گارچ و حداقل مربعات معمولی استفاده گردید. نتایج حاکی از ارتباط برخی متغیرهای کلان و اطلاعات حسابداری با بتای بازار می باشد. در مدل برازش شده با توجه به سطح معناداری متغیرها، مهمترین متغیرهای حسابداری شامل اندازه شرکت، رشد شرکت و نسبت بدهی ها از نوع اطلاعات حسابداری و متغیرهای رشد تولید ناخالص داخلی، نرخ سود بانکی، تورم، تغییرات قیمت نفت خام و تغییرات نرخ ارز از نوع متغیرهای کلان می باشند.

**۳- اولی و همکارن (۱۳۹۳)** به بررسی رابطه میان عناصر حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. با یک نمونه ۱۲۲ تایی از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۸۵ می باشد. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که بین پنج عنصر حاکمیت شرکتی (شامل درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی، درصد مالکیت سهامداران عمده، درصد مالکیت سهام داران کنترلی،

تفکیک نقش مدیر عامل از رییس هیات مدیره و درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره) فقط متغیر درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی تاثیر معنادار و مثبتی بر ارزش افزوده اقتصادی دارد. به علاوه رابطه علیت این متغیر با ارزش افزوده اقتصادی نیز بر اساس آزمون علیت گرنجری تایید می شود. شرکت های ایران خودرو، سرمایه گذاری معادن و فلزات و سایپا به ترتیب دارای بالاترین اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی می باشند.

**۴- حمیدرضا وکیلی فرد و همکاران (۱۳۹۲)** به بررسی رابطه بین ضعف کنترلهای داخلی و ریسک سیستماتیک در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار دادند. با استفاده از روش آماری دادههای پانل ۱، نمونه آماری شامل ۱۶۲ شرکت منتخب در قالب یک تحقیق همبستگی مورد آزمون قرار گرفته است. یافته های این تحقیق نشان دادند که در صورت وجود ضعف و نارسایی در سیستم کنترلهای داخلی، شاخص ریسک سیستماتیک شرکت ها افزایش می یابد.

**۵- مهرآرا و همکاران (۱۳۹۲)** در پژوهشی به بررسی رابطه بین ریسک سیستماتیک و بازدهی سهام بر اساس مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای در بورس اوراق بهادار تهران میپردازند. نمونه انتخابی پژوهش، ۵۰ شرکت برتر بورس اوراق بهادار تهران است که داده ها را در یک دوره پنج ساله از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ انتخاب کرده اند. برای هر شرکت ۵ داده در سال و برای ۵۰ شرکت نمونه ۲۵۰ داده که با توجه به زمان ۵ ساله مورد استفاده در مجموع، ۱۲۵۰ داده را برای برآورد گردآوری کرده ایم. برآورد مدل از طریق تک تک داده های تابلویی ۷ بوده و نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه ها نشان می دهد که بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام آنها از نظر آماری رابطه معنی داری وجود دارد. همچنین، یافته ها نشان می دهد که رابطه غیر خطی (درجه دو) بهتر از رابطه خطی قادر است ارتباط بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام را تبیین کند. این بدان معناست که فرض خطی بودن ارتباط بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران رد می شود و هیچ ارتباط خطی بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام در نمونه انتخابی وجود ندارد.

**۶- رضایی و افشار (۱۳۹۲)** رابطه سازوکارهای نظام راهبری و رتبه نظام راهبری شامل، تعداد مدیران غیر موظف در هیات مدیره، درصد مالکیت بلوکی، درصد مالکیت نهادی و تمرکز مالکان با هزینه سهام عادی شرکت ها مورد بررسی قرار دادند. برای رتبه بندی شرکتها مبتنی بر نظام راهبری از روش "تاپسیس (TOPSIS)" استفاده شده نمونه تحقیق شامل ۱۱۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۸۹ می باشد. نتایج نشان داد بین درصد مالکیت بلوکی، درصد مالکیت نهادی و تمرکز مالکان با هزینه سهام عادی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. یافته های تحقیق نشان می دهد که بین رتبه کلی شرکت از نظر نظام راهبری و هزینه سهام عادی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.

**۷- رضایی و مهدوی دوست (۱۳۹۱)** مطالعه ای در رابطه با "تاثیر متغیرهای مالکیت و راهبری شرکتی بر روی هزینه های نمایندگی" انجام دادند. یافته های تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت و معناداری بین متغیرهای تعداد

مدیران غیر موظف هیئت مدیره و مدت تصدی هیئت مدیره و رابطه منفی و معنادار بین متغیر مالکان نهادی و هزینه نمایندگی است؛ ولی بین تصدی همزمان دو پست مدیریت عامل و عضویت هیئت مدیره رابطه معناداری یافت نشد.

### ۳. فرضیه های پژوهش

۱- بین میزان درصد سهام داران نهادی شرکت ها با میزان مخاطره بازار ارتباط معناداری وجود دارد.

۲- تعداد سهامداران نهادی شرکت ها بر میزان مخاطره بازار تاثیر معنادار دارد.

۳- بین میزان تمرکز در سهامداران شرکت ها با میزان مخاطره بازار ارتباط معناداری وجود دارد.

### ۴. روش پژوهش

تحقیق حاضر قیاسی - استقرایی و همچنین توصیفی از نوع همبستگی می باشد. چرا که در آن ارتباط تاثیر تجمیع و ساختار مالکان و برخی مشخصات عملکردی بر مخاطره بازار شرکتها مورد مطالعه قرار می گیرد. در زمینه پژوهش های کاربردی روش های متعددی وجود دارد که بر حسب شرایط خاص مطالعه و جامعه مورد مطالعه متفاوت است. لیکن این بررسی در حوزه مباحث روش شناسی تحقیق از دسته تحقیقات پس رویدادی و کاربردی تلقی می شود.

### ۵. جامعه و نمونه آماری و دوره زمانی پژوهش

هر مجموعه ای از افراد و اشیاء را که حداقل یک صفت مشترک داشته باشند، جامعه آماری گویند. در واقع جامعه آماری به کل گروه افراد، وقایع یا چیزهایی اشاره دارد که محقق می خواهد به تحقیق درباره آنها بپردازد. جامعه آماری این تحقیق، تمام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۹۳ تا پایان سال ۱۳۹۸ می باشد که شامل ۱۳۸ شرکت می باشند.

دلایل انتخاب شرکت ها از بورس اوراق بهادار تهران به شرح موارد زیر است:

دسترسی به اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار آسان تر است. به خصوص که برخی از اطلاعات به صورت بانک های اطلاعاتی بر روی لوح های فشرده موجودند.

با توجه به اینکه اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تحت بررسی و نظارت قرار می گیرد، به نظر می رسد اطلاعات مندرج در صورت های مالی این شرکت ها از کیفیت بیشتری برخوردار است.

با توجه به لازم الاجراء بودن ضوابط، مقررات و استانداردهای حسابداری مالی در تهیه صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، به نظر می رسد اطلاعات مندرج در گزارش های مالی این شرکت ها همگن تر بوده و قابلیت مقایسه بیشتری داشته باشند. در تحقیق حاضر، برای تعیین نمونه آماری، از رابطه خاصی جهت برآورد حجم نمونه و نمونه گیری استفاده نشده است بلکه، از روش حذفی سیستماتیک استفاده گردیده است؛ به عبارت دیگر، به منظور حذف و یا تعدیل اثر پدیده های غیرقابل کنترل و همچنین به لحاظ بررسی دقیق تر اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و به خاطر تصادفی نبودن و قابلیت اتکای بیشتر نمونه های انتخابی، شرایط زیر توسط پژوهشگر اعمال شده است:

۱. پايان سال مالى آن‌ها ۲۹ اسفند ماه باشد.
  ۲. جزء شركت‌هاى مالى (مثل بانك‌ها، موسسات بيمه) و شركت‌هاى سرمايه گذارى نباشند.
  ۳. در طى دوره مورد بررسى تغيير سال مالى نداشته باشند.
  ۴. ساير اطلاعات مالى آن‌ها قابل دسترسى باشند.
- با توجه به شرايط فوق ۱۳۸ شركت به صورت تصادفى به عنوان نمونه انتخاب شده است كه به شرح جدول (۱-۳) مى باشند:

### جدول ۱- نحوه‌ى گزينش شركت‌هاى عضو نمونه

شركت‌هاى مشمول	شرح محدوديت
۵۶۷	تعداد شركت‌هاى پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طى سال‌هاى ۹۳ تا ۹۸ در بورس حضور دارند (مشاهده شده از وب سايت بورس)
(۵۸)	حجم شركت‌هاى واسطه گرى و سرمايه گذارى
(۵۴)	تعداد شركت‌هاى مالى آنها منتهى به اسفند نيست
(۴۱)	تعداد شركت‌هاى بورسى كه تغيير سال مالى داده اند
(۲۳۱)	شركت‌هاى مالى كه اطلاعات مربوط به متغيرهاى پژوهش را افشا نكردند
(۴۷)	حذف از بورس در بازه زمانى مورد مطالعه
۱۳۸	دسترسى به اطلاعات و در نهايت تعداد شركت‌هاى جامعه آمارى

### ۶. مدل و متغيرهاى پژوهش

مدل تحليلى تحقيق در حقيقت رابطه بين چارچوب نظرى و كار جمع آورى و تجزيه و تحليل اطلاعات است. مدل تحليلى دستگامى است متشكل از مفاهيم و فرضيه ها كه كار انتخاب و جمع آورى اطلاعات موردنياز براى آزمون فرضيه را تسهيل مى كند.

استفاده از مدل تحليلى تحقيق به محقق امكان مى دهد تا موقعيت‌هاى پيچيده و دور از دسترس را به صورت قابل درك تهيه نموده و مورد مطالعه قرار دهد؛ بنابراین مى توان گفت كه محقق پس از انتخاب چارچوب نظرى مناسب و شناسايى متغيرها، آنها را به صورت ترسيمى نمايش مى دهد. (مهدى زاده اشرفى، على، حسيني، سيد مهدى، روش تحقيق در علوم انساني، انتشارات يكان، ۱۳۷۵، ص ۴۹). با توجه به تحقيق‌هاى انجام شده در خارج از كشور كه در فصل دوم بيان شده است و از رگرسيون جهت بررسى ارتباط بين متغيرها استفاده نموده است در تحقيق حاضر نيز از اين آزمون براى بررسى رابطه بين متغيرهاى تحقيق استفاده مى گردد.

در اين تحقيق به منظور بررسى تأثير برخى عوامل عملکردى به عنوان متغيرهاى مستقل، مخاطره بازار به عنوان متغير وابسته با وجود متغيرهاى كنترلى، اهم مالى و اندازه شركت از مدل‌هاى زيراستفاده شده است:

مدل فرضیه اصلی تحقیق: این مدل با توجه به مدل مقاله بیس تنظیم شده است.

مخاطره بازار = اعضای غیر موظف هیات مدیره شرکت + درصد سهام سهامداران نهادی شرکت + رتبه تمرکز مالکیت شرکت + تعداد سهامداران نهادی شرکت + درصد سهام شناور آزاد شرکت + اندازه شرکت + اهرم مالی.

$MRISK = INSI + BS + FF + RO + CISH + SI + FL$ . = (Market Risk) مخاطره بازار

INSI (Institutional investors) = درصد سهام سهامداران نهادی

BS (Other members of the Board shall) = درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره

FF (Free Float) = سهام شناور

RO (Rating ownership concentration) = رتبه تمرکز مالکیت شرکت

CISH = تعداد سهامداران نهادی

Size = اندازه شرکت

FL (Financial Leverage) = اهرم مالی

### متغیرهای تحقیق

متغیرها بر اساس نقشی که در تحقیق بر عهده دارند، به دو دسته مستقل و وابسته تقسیم می‌شوند. متغیر مستقل به متغیری گفته می‌شود که از طریق آن، متغیر وابسته تبیین یا پیش‌بینی می‌شود. متغیر وابسته، متغیری است که مشاهده یا اندازه‌گیری می‌شود تا تأثیر متغیر مستقل بر آن معلوم و برآورد شود. بر اساس مبانی نظری، متغیرهای کنترل می‌توانند بر متغیر وابسته موثر باشند لذا به عنوان متغیر جداگانه وارد مدل می‌شوند و آنگاه اثر تغییرات بر نتایج به عنوان تأثیر این متغیرها در نظر گرفته می‌شود.

مخاطره بازار (Market risk):

در این پژوهش به منظور محاسبه مخاطره بازار به عنوان متغیر وابسته از رابطه ذیل استفاده شده است. محاسبه این متغیر بر اساس مقاله بیس صورت گرفته است. (فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی)

در این تحقیق برای اندازه‌گیری شاخص مخاطره بازار از فرمول بتا استفاده می‌شود. بتا از تقسیم کواریانس بین بازده سهم مورد نظر و بازار تقسیم بر واریانس بازده بازار به دست می‌آید که به صورت زیر می‌باشد:

$$B = \frac{\sum_{i=1}^n (r_i - r_m)(r_i - r_m)}{\sum_{i=1}^n (r_i - r_m)^2}$$

$$B = \frac{(r_i - r_m)}{\sigma^2}$$

$r_i$ : نرخ بازده سهم مورد بررسی

$r_m$ : نرخ بازده پرتفوی بازار (نرخ بازده پرتفوی بازار از روی شاخص قیمت بورس سهام قابل محاسبه است)

$(r_i)^-$ : میانگین نرخ بازدهی سهام در طول دوره مورد بررسی  $(r_m)^-$ : میانگین نرخ بازدهی شاخص بازار سهام در

طول دوره مورد بررسی



$Cov(r_i, r_m)$ : کواریانس نرخ بازدهی سهام و نرخ بازدهی شاخص بازار سهام

$\sigma^2(r_m)$ : واریانس نرخ بازدهی بازار

n: تعداد اعضای که برای نرخ بازدهی هادر نظر گرفته شده است

روش آماری به کار رفته برای آزمون فرضیه ها، رگرسیون حداقل مربعات معمولی است.

هم چنین می توان  $\beta$  را از طریق تعیین شیب خط حداقل مجذورات (رگرسیون) به دست آورد.

متغیرهای مستقل اصلی:

برخی ارکان کنترل کننده شرکتی:

(۱) درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره:

در صورت های مالی هر شرکت در پایان سال مالی. با تقسیم نمودن تعداد اعضای غیر موظف هیات مدیره به کل

اعضای هیات مدیره بدست می آید. منظور از عضو غیرموظف هیئت مدیره، عضوی است که در شرکت، سمت اجرایی

نداشته باشد.

(۲) درصد سهام سهامداران نهادی:

برای محاسبه درصد سهامداران نهادی در هر شرکت تعداد سهام سهامداران نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت در

ابتدای دوره تقسیم می شود؛ به عبارت دیگر  $CRH=N/M$

$CRH$  = درصد سهام سهامداران نهادی و  $N$  = تعداد سهام عادی شرکت در اختیار شرکت های سرمایه گذاری و تجاری

و  $M$  = تعداد کل سهام عادی شرکت در ابتدای دوره

(۳) درصد سهام شناور آزاد شرکت:

صورت درصدی از سهام متعلق به سرمایه گذاران خرد که در بازار مورد معامله قرار میگیرد محاسبه میشود.

توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران محاسبه و اعلام می شود و در روزنامه دنیای اقتصاد هر روز نوشته می شود

(۴) تعداد سهامداران نهادی شرکت:

در صورت های مالی هر شرکت در پایان هر سال مالی و در یادداشت سرمایه افشا می شود.

(۵) رتبه تمرکز مالکیت شرکت:

برای محاسبه تمرکز مالکیت نهادی از شاخص هرفیندال-هریثمن استفاده شده است. شاخص هرفیندال-هریثمن

شاخصی اقتصادی است که برای سنجش میزان انحصار در بازار استفاده میگردد. بدین ترتیب درصد سهام هر یک از

مالکان نهادی به توان دو رسیده و با هم جمع می شود.

$$OC = \sum (درصد مالکیت هر نهاد)^2$$

متغیرهای کنترلی:

متغیرهای کنترلی در این تحقیق از مقاله اکیوبال و همکاران (۲۰۱۴) حاکمیت شرکتی و ریسک سیستماتیک در موسسات مالی، برگرفته شده است که به صورت زیر تعریف شده است:

اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت است.

اهرم مالی: اهرم مالی میزان استفاده از بدهی برای تأمین مالی دارایی ها را نشان می دهد. برای سنجش اهرم مالی شرکت از جمع کل بدهی ها به کل دارایی ها استفاده می شود.

جمع کل دارایی ها / جمع کل بدهیها = اهرم مالی

## ۷. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

### فرضیه اول

بین میزان درصد سهام داران نهادی شرکت ها با میزان مخاطره بازار ارتباط معناداری وجود دارد. همانطور که ملاحظه می گردد در سطح خطای ۵ درصد، سطح معنی داری مقدار آماره  $t$  متغیر درصد سهامداران نهادی (۲,۰۷۷) کوچکتر از ۵ درصد بود ( $\text{sig} = ۰,۰۳۷$ )، از این رو فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵ درصد رد گردید یعنی درصد سهام سهامداران نهادی شرکت ها بر میزان مخاطره بازار تاثیر مثبت (مستقیم) معنی داری دارد. این نتایج نشان می دهد هرچه درصد سهامداران نهادی افزایش (کاهش) یابد میزان مخاطره بازار نیز افزایش (کاهش) خواهد یافت (جدول ۴-۴).

### فرضیه دوم

تعداد سهامداران نهادی شرکت ها بر میزان مخاطره بازار تاثیر معنادار دارد.

همانطور که ملاحظه می گردد در سطح خطای ۵ درصد، سطح معنی داری مقدار آماره  $t$  متغیر تعداد سهامداران نهادی (۰,۱۲۷) بزرگتر از ۵ درصد بود ( $\text{sig} = ۰,۹۰۰$ )، از این رو فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵ درصد رد گردید یعنی تعداد سهامداران نهادی شرکت ها بر میزان مخاطره بازار تاثیر معنی داری ندارد (جدول ۴-۴)

### فرضیه سوم

بین میزان تمرکز در سهامداران شرکت ها با میزان مخاطره بازار ارتباط معناداری وجود دارد.

. همانطور که ملاحظه می گردد در سطح خطای ۵ درصد، سطح معنی داری مقدار آماره  $t$  متغیر رتبه تمرکز مالکیت (۱,۸۱۵-) کوچکتر از ۱۰ درصد بود ( $\text{sig} = ۰,۰۷۰$ )، از این رو فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵ درصد رد نگردید یعنی رتبه تمرکز مالکیت شرکت ها بر میزان مخاطره بازار تاثیر منفی (معکوس) معنی داری ندارد. این نتایج نشان می دهد هرچه رتبه تمرکز مالکیت افزایش (کاهش) یابد میزان مخاطره بازار کاهش (افزایش) خواهد یافت (جدول ۲).

متغیر	ضریب رگرسیونی	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری	نتیجه
Constant	۰,۸۷۷	۱,۱۱۸	۰,۷۸۳	۰,۴۳۵	-
درصد سهام نهادی	۳,۴۲۴	۱,۶۴۸	۲,۰۷۷	۰,۰۳۷	رد $H_0$
تعداد سهامداران نهادی	۰,۰۰۲	۰,۰۱۷	۰,۱۲۷	۰,۹۰۰	عدم رد $H_0$
رتبه تمرکز مالکیت	-۱,۴۸۱	۰,۸۳۲	-۱,۸۱۵	۰,۰۷۰	رد $H_0$
نسبت اعضای غیرموظف	-۰,۱۳۲	۰,۲۰۰	-۰,۶۱۱	۰,۵۴۳	عدم رد $H_0$
درصد سهام شناور آزاد	۰,۱۵۹	۰,۰۲۴	۶,۳۲۸	۰,۰۰۰	رد $H_0$
اهرم مالی	۰,۰۷۸	۰,۱۱۳	۰,۷۰۱	۰,۴۸۴	عدم رد $H_0$
اندازه شرکت	-۰,۱۷۴	۰,۰۵۸	-۳,۰۶۴	۰,۰۰۲	رد $H_0$
ضریب تعیین	۰,۵۴۶		آماره F		۵,۶۳۳ (۰,۰۰۰)
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۴۴۷		دوربین واتسون		۲,۳۷۸

### ۸. نتیجه گیری

#### نتیجه حاصل از بررسی فرضیه اول

- بین میزان درصد سهام داران نهادی شرکت ها با میزان مخاطره بازار ارتباط معناداری وجود دارد. نتایج اماری نشان داد در سطح ۹۵ درصد ارتباطی معنادار بین درصد سهامداران بلوکی و نهادی بر میزان مخاطره بازار شرکتها نیست بعبارتی بازار به این قضیه واکنش و حساسیتی نشان نمی دهد لذا نمی توان با سهامدار نهادی ریسک شرکتها را کاهش داد

#### نتیجه حاصل از بررسی فرضیه دوم

تعداد سهامداران نهادی شرکت ها بر میزان مخاطره بازار تاثیر معنادار دارد. نتایج همانطور که در فصل ۴ نشان داد حاکی از عدم تایید رابطه ایندو متغیر می باشد بعبارتی بازار سرمایه حساسیتی به تعداد سهام داران نهادی نشان نمی دهد و مولفه هایی دیگر را مد نظر دارد و احتمالاً عملکردی صنعت و شرکت بر آن موثر می باشد

#### نتیجه حاصل از بررسی فرضیه سوم

بین میزان تمرکز در سهامداران شرکت ها با میزان مخاطره بازار ارتباط معناداری وجود دارد. نتایج برای آزمون این فرضیه هم نشان داد که وجود سهامداری محدود که عمده سهام یک شرکت را در اختیار دارد نتوانسته مخاطره بازار شرکتها را کاهش دهد و یا معنادار نبوده است لذا تمرکز بر این موضوع نمی تواند بر کاهش مخاطره بازار بازار شرکتها کمک نماید

## تحلیل تاثیر ورود متغیرهای کنترلی

با ورود متغیرهای کنترلی اهرم مالی و اندازه شرکت ها و بررسی تاثیر آن بر مخاطره بازار به این نتیجه می رسیم که اهرم مالی بر مخاطره بازار تاثیر معنی داری ندارد ولی اندازه شرکت بر مخاطره بازار تاثیر (معکوس) معنی داری دارد یعنی با افزایش (کاهش) اندازه شرکت مخاطره بازار آن کاهش (افزایش) می یابد؛ که این نتیجه با نتایج تحقیق نیکبخت و طاهری (۱۳۹۳) متضاد است و با نتایج تحقیق واتس و زیمرمن (۱۹۸۶) و نمازی و خواجوی (۱۳۸۳) مطابقت دارد. عبدالقانی (۲۰۰۵) بیان می کند که نسبت اهرمی رابطه ضعیفی با ریسک سیستماتیک دارد؛ و بریمبل (۲۰۰۳) بیان می کند متغیر اندازه شرکت و اهرم مالی بیش از ۵۷٪ تغییرات ریسک سیستماتیک را بیان می کند.

## ۹. پیشنهادهای حاصل از یافته‌های پژوهش

- ۱- با توجه به نتایج تحقیق، سرمایه گذاران می بایست توجه خاصی به کیفیت ارکان کنترل کننده شرکتی نمایند، زیرا یافته ها نشان می دهد که افزایش کیفیت نظام راهبری با کاهش مخاطره بازار همراه است.
- ۲- فعالان بازار سرمایه باید نتایج این تحقیق را برای فعالیت های سرمایه گذاری خود مد نظر قرار دهند.
- ۳- با توجه به یافته های تحقیق اندازه، درصد سهام نهادی و درصد سهام شناور آزاد از جمله مواردی است که سرمایه گذاران برای کاهش ریسک سیستماتیک و افزایش بازده پرتفوی باید بدان توجه کنند.

## منابع

- ۱- قندهاری، شراره (۱۳۹۳) پایان نامه "برآورد ارزش در معرض خطر بر محدودیت برارزیابی عملکرد مدیریت پرتفوی فعال در بورس اوراق بهادار تهران". دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی. دانشکده مدیریت- گروه آموزشی بازرگانی.
- ۲- فخاری، حسین و یوسف نژاد، صادق (۱۳۸۵). بررسی رابطه ریسک نظاممند و رشد سود شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۵
- ۳- راعی، رضا و پویان فر، احمد ((۱۳۹۱). مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته، چاپ ششم، انتشارات
- ۴- راعی، رضا و احمد تلنگی. (۱۳۸۳) مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته، تهران: سمت، چاپ اول.
- ۵- حاجی بزرگی، ج. اخوندیان، م. (۱۳۹۰)، بررسی ایستایی ریسک سیستماتیک پرتفوی سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ششم، بهار ۱۳۹۰
- ۶- نیکبخت، م. طاهری، ز. (۱۳۹۸) "بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک" بررسی های حسابداری و حسابرسی. دوره ۲۱، شماره ۱، ص ۱۲۶-۱۰۹
- ۷- سعیدی، ع. رامشه، م. (۱۳۹۰). "عوامل تعیین کننده ریسک سیستماتیک سهام در بورس اوراق بهادار تهران" مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره اول، شماره پیاپی ۷، صص ۱۴۲-۱۲۵

۸- دکتر احمد بدری. مدیر گروه مدیریت مالی دانشگاه شهید بهشتی، مبانی و ضرورت راهبری شرکت ها. مجموعه مقالات همایش راهبری شرکتی، شرکت بورس اوراق بهادار تهران

۹- حساس یگانه، یحیی. (۱۳۸۳)، مبانی نظری حاکمیت شرکتی، نشریه حسابدار، شماره ۱۶۸

۱۰- دکتر علی رحمانی. استقرا نظام راهبری شرکتی: تجربه بورس اوراق بهادار تهران مجموعه مقالات همایش راهبری شرکتی

۱۱- صدیقی، ر. (۱۳۹۳) " تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر محتوای اطلاعاتی نتایج عملیات برای شرکت های زیان ده در مقایسه با شرکت های سود ده ". پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد شاهرود

۱۲- علی نژاد ساروکلایی، م. شول، ع. بحرینی، م. (۱۳۹۱) تاثیر سرمایه گذاران نهادی بر ریسک سیستماتیک در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۱۳- نیکومرام، ه. بادآورنهدی، ی. (۱۳۸۸) تبیین و ارائه الگویی برای تعیین و ارزیابی عوامل موثر بر انتخاب کیفیت گزارشگری مالی در ایران. فصل نامه فراسوی مدیریت، سال دوم، شماره ۸، ص ۱۸۸-۱۴۱.

1- Brimbel, m.a (2003). The relevance of accounting information for valuation and risk

www4.gu.edu.au: 8080/ adt- root / uploads/.

2-Eskew, r.k. (1979). the forecasting ability of accounting risk measures: some additional evidence, accounting review,45, no, 1,pp107-117.

3- Hong, g. and s. sarkar, (2007) equity systematic risk (beta) and its determinants. Contemporary accounting research, vol, 24.no.2.pp.423-466.

4.Kester, W. C. (1984). Today's Options for Tomorrow's Growth, Harvard Business Review, pp. 153-160.

5- Prasetyo, A.H. (2011). Corporate Governance and Systematic Risk; evidence from 6. Indonesia Listed Company. *International Proceedings of Economics Development & Research*, 4: 433-449.

6- Shleifer,A.&Vishny,R. (1997). A survey of corporate governance. the journal of 15finance 52(2):737-7830

7- Laporta.R.& Lopez-de- silanes, F. &Shleifer, A. (1999). Corporate owner ship around the world. Journal of finance.54(2):471-517

8-Demsetz,H, and Lehn, k., 1985, the structure of corporate ownership: causes and consequences, journal of political economy, vol 93, pp.155-770.

9-Beaver, W. H., P. Kettler, and M. Scholes. (1970). The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures, Accounting

10-. Bildersee, J. S., (1975). The Association between Market-Determined Measure of Risk and Alternative Measure of Risk. Accounting Review, No. 50, pp. 81-98.

11. Astami. Emita, Tower. Greg, (2006), Accounting Policy Choice and Firm Characteristics in the Asia Ppacific Region: An International Empirical Test of Costly Contracting Theory, International Journal of Accounting,41(2006)1-21.

12. Dhaliwal, D., Wang, S., (1992). The effect of book income adjustment in the 1986 alternative minimum tax on corporate reporting. *Journal of Accounting and Economics* 15(1),7-26
13. Jensen Michael C. and William H. Meckling (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.



# Investigating the effect of aggregation and structure of owners and some performance characteristics on the market risk of companies

Rezvaneh Sadat Seyed Rezaei <sup>1</sup>  
Maryam Shahri <sup>2</sup>

Date of Receipt: 2022/05/22 Date of Issue: 2022/06/09

## Abstract

In this study, we examine the impact of aggregation and structure of owners and some performance characteristics on market risk of companies. In this regard, the percentage and number of institutional shareholders and focus on shareholder composition and company size on market risk have been studied and tested. 1398 and the number of companies is 138 companies listed on the Tehran Stock Exchange. In terms of data type, this research is an experimental and descriptive research - based on regression analysis that uses real data of companies listed on the Tehran Stock Exchange. The results showed that the number and percentage of shares of institutional shareholders do not have a significant relationship and effect on the market risk of companies. In addition, the focus of company owners on the market risk of companies has not been confirmed.

## Keywords

Composition, ownership structure, market risk

1. Master of Accounting, Islamic Azad University, Shahroud Branch, Shahroud, Iran. (ymcom1376@gmail.com)
2. Assistant Professor, Department of Accounting, Islamic Azad University, Shahroud Branch, Shahroud, Iran. (Mra830@yahoo.com)

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی