

## Quarterly Journal of Fiscal and Economic Policies

Spring 2025, Vol. 13, No. 49, PP. 7-34

### Analyzing the Relationship Between Institutional Ownership and Systematic Risk with Emphasis on the Role of Corporate Governance: Using GMM and EGLS Methods

**Hossein Ameri\***

Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Economics and Administrative Sciences, University of Mazandaran, Babolsar, Iran

Received: 18/12/2024

Accepted: 18/05/2025

#### **Abstract:**

This study investigates the moderating role of corporate governance in the relationship between institutional ownership and systematic risk in Iran's capital market. The statistical population consists of all companies listed on the Tehran Stock Exchange. A total of 632 firm-year observations were examined over the period 1395-1402. To analyze the data, two regression models were employed: the Generalized Method of Moments (GMM) and the Estimated Generalized Least Squares (EGLS). The results indicate that institutional ownership has a positive and significant effect on systematic risk, suggesting that higher institutional ownership is associated with increased systematic risk in firms. Furthermore, corporate governance plays a moderating role in this relationship. Specifically, effective corporate governance mechanisms can mitigate the adverse impact of institutional ownership on systematic risk. These findings are confirmed by both the GMM and EGLS models with statistically significant coefficients at the 95% confidence level. Overall, the study highlights that strengthening corporate governance can contribute to reducing systematic risk in Iran's capital market. The findings offer useful insights for managers and policymakers aiming to improve governance frameworks and manage risk more effectively.

JEL Classification: G32, G34, G38

Keywords: Corporate Governance, Institutional Ownership, Systematic Risk, GMM Model, EGLS Model.

---

\* Corresponding Author, Email: h.ameri@umz.ac.ir



سال سیزدهم، شماره ۴۹، بهار ۱۴۰۴، صفحات ۳۴-۷

## تحلیل رابطه میان مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک با تأکید بر نقش حاکمیت شرکتی: با استفاده از روش‌های گشتاور تعمیم‌یافته (GMM) و حداقل مربعات تعمیم‌یافته (EGLS)

حسین عامری

استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران (نویسنده مسئول)

h.ameri@umz.ac.ir

این پژوهش به بررسی نقش حاکمیت شرکتی در تعدیل رابطه میان مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک در بازار سرمایه ایران پرداخته است. جامعه آماری پژوهش حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند. تعداد ۶۳۲ سال - شرکت طی دوره‌ی زمانی ۱۳۹۵-۱۴۰۲ مورد بررسی قرار گرفته‌اند. برای تحلیل داده‌ها از دو مدل رگرسیونی مختلف، مدل گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) و مدل حداقل مربعات تعمیم‌یافته (EGLS)، استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که مالکیت نهادی تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک سیستماتیک دارد، به این معنا که هرچه میزان مالکیت نهادی بیشتر باشد، ریسک سیستماتیک شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد. همچنین، حاکمیت شرکتی به‌عنوان یک عامل تعدیل‌کننده می‌تواند بر شدت این رابطه تأثیر بگذارد. به‌ویژه، در شرایطی که سازوکارهای حاکمیت شرکتی به‌طور مؤثر عمل کنند، می‌توانند از اثر منفی مالکیت نهادی بر ریسک سیستماتیک بکاهند. این نتایج در هر دو مدل رگرسیونی GMM و EGLS با ضرایب معناداری تأیید شده و در سطح اطمینان ۹۵٪ معتبر هستند. به‌طور کلی، یافته‌های این پژوهش تأکید می‌کند که تقویت حاکمیت شرکتی می‌تواند به کاهش ریسک سیستماتیک در بازار سرمایه ایران کمک کند. این تحقیق می‌تواند به مدیران و سیاست‌گذاران کمک کند تا با بهبود سازوکارهای حاکمیتی، اثرات منفی مالکیت نهادی را کاهش داده و ریسک سیستماتیک را کنترل کنند.

طبقه‌بندی G32, G34, G38:JEL

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، مالکیت نهادی، ریسک سیستماتیک، مدل GMM، مدل EGLS

\* تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۹/۲۸

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۲/۲۸

## ۱. مقدمه

ریسک سیستماتیک که به‌عنوان بخشی از ریسک کلان اقتصادی غیرقابل کنترل و اجتناب‌ناپذیر توسط نهادهای مالی شناخته می‌شود و یکی از جدی‌ترین تهدیدات برای پایداری و کارایی بازارهای مالی است. این نوع ریسک به‌واسطه تأثیرپذیری مستقیم از تغییرات کلان اقتصادی، سیاست‌های مالی و نوسانات بازار جهانی، می‌تواند ثبات بازارهای سرمایه را به‌طور قابل‌توجهی به چالش بکشد (آچاریا و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). از طرفی در بازار سرمایه ایران که همواره تحت تأثیر نوسانات اقتصادی، سیاست‌های کلان و شوک‌های خارجی قرار دارد، مدیریت و کاهش اثرات ریسک سیستماتیک از اهمیت راهبردی برخوردار است.

یکی از مؤلفه‌های کلیدی که می‌تواند در کاهش یا تقویت ریسک سیستماتیک نقش داشته باشد، ساختار مالکیت شرکت‌ها است. مالکیت نهادی که به سرمایه‌گذاری سازمان‌ها و نهادهای حرفه‌ای در سهام شرکت‌ها اشاره دارد، از دو منظر حائز اهمیت است. نخست، نهادهای نهادی معمولاً به دلیل منابع قابل توجه مالی و تجربیات مدیریتی خود، توانایی نظارت مؤثر بر مدیریت شرکت را دارند و از این طریق می‌توانند ریسک‌های بالقوه را کنترل کنند. دوم، برخی از این نهادها به دلیل تمایل به دستیابی به بازدهی بالا، ممکن است سیاست‌هایی اتخاذ کنند که به‌طور ناخواسته ریسک سیستماتیک را افزایش دهد (واو و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰). در کنار ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی به‌عنوان مجموعه‌ای از سازوکارهای مدیریتی و نظارتی تعریف می‌شود که هدف اصلی آن ارتقای شفافیت، پاسخگویی و کاهش تعارض منافع میان مدیران و سهام‌داران است. حاکمیت شرکتی از طریق مکانیزم‌هایی همچون استقلال هیئت مدیره، تعداد جلسات آن و تنوع ساختاری اعضای هیئت مدیره، می‌تواند نقش کلیدی در کاهش رفتارهای ریسک‌پذیر مدیران و به تبع آن کاهش ریسک سیستماتیک ایفا کند (فرانسیس و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲؛ باتاچاریا و

1 Acharya et al

2 Vu et al

3 Francis et al

همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴). با این حال، نقش حاکمیت شرکتی به عنوان یک تعدیل کننده در رابطه میان مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک، موضوعی است که به ویژه در بازار سرمایه ایران به خوبی مورد بررسی قرار نگرفته است. با توجه به خصوصیات بازار سرمایه ایران، از جمله تمرکز مالکیت، حضور پررنگ نهادهای نهادی و تأثیرپذیری از شوک های خارجی، بررسی رابطه میان مالکیت نهادی، حاکمیت شرکتی و ریسک سیستماتیک از اهمیت دوچندانی برخوردار است. بازار سرمایه ایران در سال های اخیر شاهد افزایش حضور نهادهای نهادی از جمله صندوق های بازنشستگی، شرکت های سرمایه گذاری و بانک ها در ترکیب مالکیت شرکت ها بوده است. این تغییرات، از یک سو، می تواند به ارتقای نظارت و کاهش تعارضات مدیریتی کمک کند و از سوی دیگر، احتمالاً موجب افزایش رفتارهای ریسکی برای کسب بازدهی بالاتر شود. به علاوه، سازوکارهای حاکمیت شرکتی در ایران، نظیر ترکیب و استقلال هیئت مدیره، به طور گسترده تحت تأثیر چارچوب های نهادی و فرهنگی خاص کشور قرار دارند. این ویژگی ها ممکن است کارکرد تعدیل کننده حاکمیت شرکتی را در اثرات مالکیت نهادی بر ریسک سیستماتیک به طور چشمگیری تحت تأثیر قرار دهد. در این راستا، بررسی جامع تعامل میان این عوامل می تواند شواهدی عملی و نظری برای سیاست گذاران، مدیران و سرمایه گذاران ارائه دهد.

از طرفی بررسی ادبیات نشان می دهد که پژوهش های پیشین به طور عمده بر بازارهای توسعه یافته و بانک ها تمرکز داشته اند و نقش ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی در سایر صنایع و بازارهای نوظهور، نظیر ایران، به ندرت مطالعه شده است. این پژوهش ها عموماً به تحلیل تأثیر مستقیم مالکیت نهادی یا حاکمیت شرکتی بر ریسک سیستماتیک پرداخته اند و تعامل و نقش تعدیل کننده این دو عامل را نادیده گرفته اند. به ویژه، در این میان، ساختار خاص بازار سرمایه ایران، شامل تمرکز مالکیت بالا، کنترل قابل توجه دولتی و سطح پایین شفافیت اطلاعاتی، می تواند منجر به نتایج منحصر به فردی در مقایسه با بازارهای توسعه یافته شود. این پژوهش با تمرکز بر بازار

سرمایه ایران، تلاشی نوین برای پر کردن شکاف‌های موجود در ادبیات تحقیق است. در این مطالعه، نقش تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی در رابطه میان مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک بررسی می‌شود. برخلاف بسیاری از پژوهش‌های پیشین که تنها به تأثیر مستقیم این متغیرها پرداخته‌اند، این تحقیق با ارائه چارچوبی جامع‌تر، تعاملی چندبعدی را تحلیل می‌کند. علاوه بر این، این پژوهش با تمرکز بر ویژگی‌های خاص بازار سرمایه ایران، مانند نوسانات شدید، شوک‌های اقتصادی و سیاسی و ویژگی‌های نهادی خاص، می‌تواند دیدگاه‌های عملی و راهبردی برای مدیران، سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران ارائه دهد.

## ۲- مبانی نظری

### متغیرهای کنترلی و ریسک سیستماتیک

ریسک سیستماتیک که با عناوینی مانند ریسک بازار یا ریسک غیرقابل حذف نیز شناخته می‌شود، بخشی از ریسک کلی است که تحت تأثیر عوامل بازار قرار دارد و امکان حذف آن وجود ندارد. این نوع ریسک شامل عواملی مانند ریسک نرخ بهره، ریسک بازار و ریسک تورم است و در نتیجه تغییرات اقتصادی، سیاسی، اجتماعی و محیطی در بازار سرمایه ایجاد می‌شود. علاوه بر این، این ریسک برای سهام مختلف الگوی تقریباً مشابهی دارد (شباهنگ، ۱۳۸۱).

لینتر<sup>۱</sup> (۱۹۵۶) از بابت مدل‌های کلاسیک قیمت‌گذاری دارایی‌ها بیان می‌کند که ریسک سیستماتیک یک شرکت نشان‌دهنده حساسیت بازده‌های آن شرکت به اطلاعات بازار است. با این حال، مباحث تئوریک جدید نشان می‌دهند که گزارشگری مالی، علاوه بر ارائه اطلاعات خاص شرکت، شامل داده‌هایی در مورد کل اقتصاد نیز هست؛ بنابراین، دیدگاه سنتی از این منظر ناقص به نظر می‌رسد. به عنوان مثال، پاتن و وراردو<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) اظهار داشتند که گزارش‌های مالی یک شرکت نه تنها اطلاعات ارزشمندی درباره چشم‌انداز همان شرکت ارائه می‌کند، بلکه داده‌های

1 Lintner

2 Patton & Verardo

مهمی درباره سایر شرکت‌ها و حتی کل اقتصاد فراهم می‌آورد. این امر به سرمایه‌گذاران امکان می‌دهد تا بر اساس اطلاعات منتشر شده، انتظارات خود را درباره سودآوری سایر شرکت‌ها و شرایط کلی اقتصادی تنظیم کنند. این فرآیند یادگیری میان شرکت‌ها می‌تواند کوواریانس بازده‌های یک شرکت نسبت به بازار را تغییر داده و در نتیجه بتای بازار آن را تعدیل کند. از این رو، متغیرهایی همچون اهرم مالی که نشان‌دهنده نسبت بدهی‌های بلندمدت به دارایی‌های شرکت است، به عنوان شاخصی از سطح ریسک مالی شرکت شناخته می‌شود. شرکت‌هایی که از اهرم مالی بالاتری برخوردارند، در معرض نوسانات بیشتری در بازدهی قرار می‌گیرند زیرا تغییرات در سودآوری یا شرایط اقتصادی می‌تواند تأثیر بیشتری بر توانایی بازپرداخت بدهی‌های آن‌ها داشته باشد. این موضوع باعث می‌شود که این شرکت‌ها حساسیت بیشتری به شرایط بازار و ریسک سیستماتیک نشان دهند. مطالعات پیشین نشان داده‌اند که اهرم مالی بالا اغلب با افزایش بتای بازار شرکت و در نتیجه افزایش ریسک سیستماتیک همراه است (فرانک و گوپال، ۲۰۰۹). اندازه شرکت نیز یکی دیگر از متغیرهای کلیدی است که می‌تواند ریسک سیستماتیک را تحت تأثیر قرار دهد. شرکت‌های بزرگ‌تر، به دلیل تنوع بیشتر فعالیت‌ها و ثبات بالاتر در جریان‌های نقدی، معمولاً در برابر نوسانات بازار مقاوم‌تر هستند و ریسک سیستماتیک کمتری دارند. از سوی دیگر، شرکت‌های کوچک‌تر به دلیل وابستگی بیشتر به شرایط خاص بازار و منابع محدودتر، اغلب ریسک سیستماتیک بالاتری را تجربه می‌کنند. به همین دلیل، اندازه شرکت (معمولاً به صورت لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) به عنوان متغیری مهم در تحلیل ریسک سیستماتیک در نظر گرفته می‌شود (فرانک و گوپال، ۲۰۰۹). عمر شرکت نیز به عنوان شاخصی از تجربه و ثبات در بازار عمل می‌کند. شرکت‌هایی که سابقه طولانی‌تری در بازار دارند، به دلیل یادگیری سازمانی و توانایی مدیریت بهتر تغییرات محیطی، معمولاً ریسک سیستماتیک کمتری دارند. در مقابل، شرکت‌های جدیدتر به دلیل نداشتن سابقه عملکردی قوی و مواجهه با چالش‌های

ابتدایی بازار، ممکن است با نوسانات بیشتری در بازدهی مواجه شوند که این امر می‌تواند بتای آن‌ها را افزایش دهد (دمستز و لهن<sup>۱</sup>، ۱۹۸۵). در نهایت نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MTB) به‌عنوان شاخصی از انتظارات رشد شرکت شناخته می‌شود. شرکت‌هایی که نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالاتری دارند، معمولاً توسط سرمایه‌گذاران به‌عنوان شرکت‌های پرتانسیل برای رشد در نظر گرفته می‌شوند. این امر می‌تواند منجر به افزایش حساسیت بازدهی این شرکت‌ها به تغییرات بازار شود و ریسک سیستماتیک آن‌ها را افزایش دهد. در مقابل، شرکت‌هایی با نسبت MTB پایین‌تر که معمولاً ارزش‌گذاری محافظه‌کارانه‌تری دارند، ریسک سیستماتیک کمتری تجربه می‌کنند (چونگ و پریوت<sup>۲</sup>، ۱۹۹۴). بنابراین این متغیرهای کنترلی در کنار متغیر مالکیت نهادی نقش حیاتی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران درباره اطلاعات بازار و ریسک سیستماتیک ایفا می‌کند.

### مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک

مالکیت نهادی به مشارکت نهادهای مالی، نظیر صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و سایر سازمان‌های بزرگ در ساختار مالکیت شرکت‌ها اشاره دارد. این نوع مالکیت از دو جنبه اساسی بر ریسک سیستماتیک تأثیر می‌گذارد:

۱. نظارت و کنترل: نهادهای نهادی به دلیل تخصص بالا، منابع مالی قابل توجه و دسترسی به اطلاعات، نقش فعالی در نظارت بر رفتار مدیران ایفا می‌کنند. این نظارت می‌تواند به کاهش رفتارهای ریسک‌پذیر مدیران و در نتیجه کاهش ریسک سیستماتیک منجر شود (اقبال و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵). به عبارتی نهادهای نهادی به دلیل دارا بودن سهم بزرگ‌تر در مالکیت شرکت‌ها، انگیزه بالاتری برای نظارت و جلوگیری از سوءمدیریت دارند. این نقش، به‌ویژه در شرایط بحرانی، می‌تواند از بروز رفتارهایی که منجر به افزایش ریسک سیستماتیک

1 Demsetz & Lehn

2 Chung & Pruitt

3 Iqbal et al

می‌شوند، جلوگیری کند (ساقی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). همچنین از طریق درخواست گزارش‌های دقیق‌تر و قابل‌اطمینان‌تر، می‌توانند به بهبود شفافیت مالی شرکت‌ها کمک کنند. این امر نه تنها اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد، بلکه احتمال بروز شوک‌های سیستماتیک ناشی از اطلاعات ناقص یا نادرست را کاهش می‌دهد (واو و همکاران، ۲۰۲۰). در نهایت نهادهای نهادی می‌توانند با مدیریت بهتر پورتنفوی خود و کاهش رفتارهای هیجانی، از انتقال اثرات منفی از یک شرکت به سایر بخش‌های بازار جلوگیری کنند. برای مثال، در شرایطی که یک شرکت به دلیل بحران‌های داخلی دچار مشکلات می‌شود، نهادهای نهادی می‌توانند با نظارت دقیق‌تر و ارائه حمایت مالی، از انتقال این مشکلات به سایر شرکت‌ها جلوگیری کنند (بلتراتی و استولز<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲).

۲. رفتار ریسک‌پذیر: از سوی دیگر، برخی نهادهای نهادی ممکن است برای دستیابی به بازدهی بالاتر، رفتارهای ریسک‌پذیر مدیران را تشویق کنند. این مسئله به‌ویژه در مواردی که سرمایه‌گذاران نهادی اهداف کوتاه‌مدت داشته باشند، قابل مشاهده است (دیزاستبان و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۲۱). چنین رفتاری موجب می‌شود که برخی نهادهای نهادی، به دلیل تمرکز بر بازدهی سهام در کوتاه‌مدت، اهمیت ریسک‌های سیستماتیک را نادیده بگیرند یا حساسیت کمتری به این نوع ریسک‌ها نشان دهند. این عدم حساسیت می‌تواند شرکت‌ها را به سمت پذیرش ریسک‌های بیشتری سوق دهد. به‌عنوان مثال، واو و همکاران (۲۰۲۰) نشان دادند که در محیط‌های با نظارت ضعیف، نهادهای نهادی به دلیل عدم ارزیابی کامل پیامدهای سیستماتیک، به افزایش سطح ریسک کلی بازار کمک کردند. همچنین نهادهای نهادی ممکن است شرکت‌ها را به سمت فعالیت‌های پیچیده‌تر و خارج از ترازنامه (مانند ابزارهای مشتقه) سوق دهند. این فعالیت‌ها اگرچه ممکن است در کوتاه‌مدت سودآور به نظر برسند،

1 Saghi et al

2 Beltratti & Stulz

3 Díez-Esteban et al

اما به دلیل ماهیت پیچیده و عدم شفافیت، احتمال ایجاد شوک‌های سیستماتیک در بازار را افزایش می‌دهند (بلتراتیا و استولز، ۲۰۱۲). در نهایت نهادهای نهادی به دلیل سهم عمده‌ای که در مالکیت چندین شرکت دارند، ممکن است موجب انتقال اثرات ریسک از یک شرکت به سایر بخش‌های بازار شوند. به عبارت دیگر، زمانی که یک شرکت دچار مشکلات مالی ناشی از ریسک‌های پذیرفته شده شود، این مشکلات می‌توانند به دلیل ارتباطات گسترده نهادهای نهادی با سایر شرکت‌ها، به کل بازار انتقال پیدا کنند. اندریس و نیستور<sup>۱</sup> (۲۰۱۶) نشان دادند که حضور نهادهای نهادی در بازارهای نوظهور، به‌ویژه در شرایط بحران، می‌تواند عامل افزایش ریسک سیستماتیک باشد.

### حاکمیت شرکتی و تعدیل رابطه میان مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک

حاکمیت شرکتی به عنوان یک مجموعه سازوکار مدیریتی و نظارتی شناخته می‌شود که به هدف ایجاد شفافیت، پاسخگویی و مدیریت تعارضات میان سهامداران و مدیران طراحی شده است. این مکانیزم‌ها شامل عناصری چون استقلال هیئت‌مدیره، تنوع اعضا، تعداد جلسات و شفافیت اطلاعاتی هستند که می‌توانند در تعدیل تأثیر مالکیت نهادی بر ریسک سیستماتیک نقش داشته باشند (فرانسیس و همکاران، ۲۰۱۲؛ باتاچاریا و همکاران، ۲۰۱۴).

نقش تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی می‌تواند در دو جهت کاهش رفتارهای ریسک‌پذیر و محدود کردن اثرات منفی مالکیت نهادی بر ریسک سیستماتیک و یا تقویت رفتارهای ریسک‌پذیر از طریق ایجاد انگیزه برای مدیران در راستای منافع کوتاه‌مدت سهامداران عمل کند. بنابراین سازوکارهای حاکمیت شرکتی مانند حضور اعضای مستقل در هیئت‌مدیره و برگزاری جلسات منظم، می‌توانند شفافیت اطلاعاتی را افزایش دهند و رفتارهای ریسک‌پذیر مدیران را محدود کنند. این سازوکارها با ارائه نظارت بهتر بر رفتارهای مدیران، می‌توانند رابطه میان مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک را بهبود بخشند. فرانسیس و همکاران (۲۰۱۲) نشان

1 Andries & Nistor

دادند که استقلال هیئت مدیره و بهبود فرآیند نظارتی در شرکت‌ها، به کاهش رفتارهای پریسک و در نتیجه کاهش ریسک سیستماتیک منجر شده است. به عبارتی حاکمیت شرکتی می‌تواند تعارض منافع میان سهامداران و مدیران را کاهش دهد. به‌ویژه در مواردی که نهادهای نهادی تمایل به بازدهی کوتاه‌مدت دارند، هیئت مدیره مستقل می‌تواند از تصمیم‌گیری‌های ریسک‌پذیر جلوگیری کرده و این اثر را بر رابطه مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک تعدیل کند (میتون و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴). همچنین می‌تواند با تأکید بر اهداف بلندمدت به جای منافع کوتاه‌مدت، استراتژی‌های پایدارتر و کم‌ریسک‌تری را تشویق کند. این رویکرد، به‌ویژه در محیط‌های اقتصادی با نوسانات بالا، می‌تواند رابطه میان مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک را بهبود بخشد (واو و همکاران، ۲۰۲۰).

در مقابل در راستای نقش دوگانه حاکمیت شرکتی در برخی موارد، هیئت مدیره‌های سهامدارمحور ممکن است به جای محدود کردن، رفتارهای ریسک‌پذیر را تشویق کنند. این اتفاق زمانی رخ می‌دهد که اعضای هیئت مدیره با تخصص مالی بالا، برای افزایش سودآوری کوتاه‌مدت، تصمیمات پریسکی را تأیید و منجر به افزایش ریسک سیستماتیک شود (میتون و همکاران، ۲۰۱۴). بنابراین، حاکمیت شرکتی می‌تواند باعث پیچیدگی بیش‌ازحد در تصمیم‌گیری‌ها شود که این امر ممکن است ریسک سیستماتیک را افزایش دهد. از طرفی در دوره‌های رشد بازار، هیئت مدیره‌ها ممکن است به دلیل اطمینان کاذب از عملکرد خوب شرکت، نظارت کافی بر تصمیم‌گیری‌ها نداشته باشند. این مسئله می‌تواند به افزایش ریسک سیستماتیک منجر شود. پاسان<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) نشان داد که در دوره‌های رشد اقتصادی، رفتارهای ریسک‌پذیر به دلیل نظارت ناکافی افزایش یافته است همچنین در برخی موارد، حاکمیت شرکتی ممکن است به جای مدیریت تعارض منافع، خود عامل ایجاد آن باشد. برای مثال، وجود روابط نزدیک میان اعضای

---

1 Minton et al

2 Pathan

هیئت‌مدیره و نهادهای نهادی می‌تواند به تصمیم‌گیری‌های پرریسک منجر شود (فاهلنبراج و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲).

### ۳- پیشینه پژوهش

عبیدی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۳) تأثیر تعدیلی ساختار مالکیت بر رابطه بین ریسک سیستماتیک و حاکمیت شرکتی را در بانک‌های کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس بررسی کردند. با تحلیل داده‌های ۲۲ بانک طی سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۸، یافته‌ها نشان داد که ساختار هیئت‌مدیره (ترکیب و تعداد جلسات) نقش مؤثری در کاهش ریسک سیستماتیک دارد. همچنین، نقش نهادهای دولتی به‌عنوان عامل تعدیلی کلیدی در تقویت ارتباط بین مکانیزم‌های حاکمیتی و کاهش ریسک سیستماتیک تأیید شد.

استبان و همکاران (۲۰۲۱) در مطالعه‌ای تأثیر ترکیب هیئت‌مدیره و ساختار مالکیت را بر ریسک سیستماتیک بانک‌های اروپایی مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که استقلال هیئت‌مدیره و تمرکز مالکیت نهادی می‌تواند در کاهش ریسک سیستماتیک مؤثر باشد. این پژوهش با تمرکز بر نقش حیاتی حاکمیت شرکتی، به تحلیل دقیق اثرات مثبت حضور اعضای مستقل در هیئت‌مدیره و تمرکز مالکیت بر پایداری نظام مالی پرداخته است.

او و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی با هدف تحلیل تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک سیستماتیک، بانک‌های ویتنام را به‌عنوان نمونه مورد مطالعه قرار دادند. یافته‌های این پژوهش نشان داد که تمرکز مالکیت نهادی، برخلاف انتظار، با افزایش ریسک سیستماتیک همراه است. محققان در تبیین این نتایج تأکید کردند که ضعف در مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی می‌تواند اثرات نامطلوب مالکیت نهادی را تشدید کرده و در نتیجه ریسک سازمانی را افزایش دهد.

- 
1. Fahlenbrach, et al
  2. Abidi

اندریس و نیستور (۲۰۱۶) به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و مقررات نظارتی بر ریسک سیستماتیک بانک‌های کشورهای نوظهور از جمله بلغارستان، کرواسی و مجارستان پرداختند. نتایج این مطالعه نشان داد که بانک‌هایی با سازوکارهای قوی حاکمیت شرکتی و سیستم‌های مدیریت ریسک سخت‌گیرانه، در سطح فردی کمتر در معرض ریسک قرار دارند. با این حال، سهم این بانک‌ها در ریسک سیستماتیک کل، بیشتر از بانک‌های دیگر است. این یافته‌ها بر پیچیدگی تأثیر حاکمیت شرکتی در سطوح فردی و سیستمی تأکید می‌کند.

اقبال و همکاران (۲۰۱۵) با مطالعه ۷۱ نهاد مالی در ایالات متحده طی سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۰، رابطه میان مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و ریسک سیستماتیک را بررسی کردند. یافته‌ها نشان داد که نهادهای مالی با حاکمیت شرکتی قوی‌تر و هیئت‌مدیره‌های سهامدارمحور، در مقایسه با سایر نهادها، سطح بالاتری از ریسک سیستماتیک را تجربه می‌کنند. محققان استدلال کردند که ساختارهای سهامدارمحور در حاکمیت شرکتی می‌تواند منجر به تشویق رفتارهای ریسک‌پذیر شده و در نتیجه بر افزایش ریسک سیستماتیک تأثیرگذار باشد.

این مطالعات به‌طور کلی نقش اساسی حاکمیت شرکتی در مدیریت ریسک سیستماتیک را برجسته کرده و نشان می‌دهند که کیفیت حاکمیت، هم در کاهش و هم در افزایش این نوع ریسک می‌تواند تأثیرگذار باشد.

نادی قمی و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی تأثیر قدرت سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ریسک سیستماتیک نهادهای مالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که قدرت سازوکارهای حاکمیت شرکتی تأثیر معناداری بر ریسک سیستماتیک ندارد. با این حال، متغیرهای کنترلی مانند اندازه و نسبت سرمایه نشان دادند که نهادهای مالی بزرگ‌تر و دارای نسبت سرمایه بیشتر، سهم بیشتری در ریسک سیستماتیک دارند.

ترشیزی و بزاززاده تربتی (۱۳۹۷) به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک شرکت با تأکید بر نقش تعدیل‌کننده مسئولیت اجتماعی شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که نسبت مدیران غیرموظف، اندازه هیئت‌مدیره و مسئولیت

اجتماعی شرکت با ریسک شرکت رابطه مثبت دارند. همچنین، مسئولیت اجتماعی شرکت به عنوان یک عامل تعدیل کننده عمل کرده و تأثیر مثبت معیارهای حاکمیت شرکتی مانند افزایش نسبت مدیران غیرموظف و تعداد اعضای هیئت مدیره را بر کاهش ریسک تقویت می کند.

### فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش بر اساس مبانی نظری و پیشینه تجربی مطرح شده، فرضیه‌های زیر طراحی گردیده است:

فرضیه اول: بین مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: حاکمیت شرکتی رابطه میان مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک را به طور معناداری تعدیل می نماید.

### ۴- روش پژوهش

پژوهش حاضر، از نظر نتیجه کاربردی و از لحاظ روش پژوهش تجربی از نوع پس رویدادی محسوب می شود. تحقیقات پس رویدادی به دنبال بررسی روابط علت و معلولی از طریق مطالعه نتایج موجود و زمینه قبلی به امید یافتن علت عمل انجام شده می باشند. در نهایت، پژوهش حاضر در طبقه رویکردهای اثبات گرایی قرار می گیرد، زیرا با این پیش فرض اقدام به انجام پژوهش شده است که مفاهیم و واقعیات به صورت عینی در دنیای خارجی وجود دارد و با انواع روش‌های آماری، مشاهده و غیره، قابل اندازه گیری هستند. و از لحاظ آماری از نوع تحقیقات همبستگی است که برای آزمون فرضیه‌های پژوهش به منظور بررسی دقیق و تحلیل حساسیت، از دو رویکرد مدل سازی استفاده می کند: مدل داده‌های تلفیقی ایستا و مدل داده‌های تلفیقی پویا.

در بخش اول، از مدل داده‌های تلفیقی ایستا با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته<sup>۱</sup> (GLS) بهره گرفته شده است. این روش، یکی از پرکاربردترین روش‌ها در تحلیل داده‌های

1 Generalized Least Squares

تلفیقی است که امکان برآورد روابط میان متغیرها را با فرض ثبات ساختاری در طول زمان و بین مقاطع فراهم می‌کند. هدف از به‌کارگیری این روش، ارائه یک تحلیل اولیه و بررسی ویژگی‌های اصلی داده‌ها در راستای آزمون فرضیه‌های پژوهش است. باید توجه داشت که با کنترل اثر سال و صنعت دیگر نیازی به اجرای آزمون‌های انتخاب الگوی مناسب برآورد (شامل آزمون‌های چاو<sup>۱</sup>، به‌روش - پاگان<sup>۲</sup> و هاسمن<sup>۳</sup>) نیست و استفاده هم‌زمان متغیرهای سال و صنعت و اجرای آزمون‌های چاو و به‌روش - پاگان و هاسمن نتایج متناقضی ارائه می‌کنند. از طرفی وقتی متغیرهای سال و صنعت به مدل اضافه می‌شوند؛ مدل موردنظر از طریق اثرات مقید<sup>۴</sup> (مشترک) برآورد می‌شود. همچنین در این حالت معمولاً فرض‌های کلاسیک رگرسیون یک‌به‌یک بررسی نشده و در ازای آن از برآورد مدل با خطاهای استاندارد مقاوم<sup>۵</sup> استفاده می‌شود (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۷).

در بخش دوم، به‌منظور ارتقای دقت تحلیل و کنترل برای مشکلات بالقوه‌ای مانند خودهمبستگی و درون‌زایی متغیرها، از مدل داده‌های تلفیقی پویا با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM)<sup>۶</sup> استفاده می‌شود. این روش که توسط آرلانو و باند<sup>۷</sup> (۱۹۹۱) معرفی شده است، امکان برآورد دقیق‌تر مدل‌هایی با وابستگی زمانی متغیر وابسته را فراهم می‌آورد. استفاده از GMM به‌ویژه در مواردی که داده‌ها از ساختار پنل کوتاه (تعداد مقاطع بیشتر از تعداد دوره‌های زمانی) برخوردارند و متغیرهای توضیحی با اثرات خطا همبستگی دارند، بسیار مفید است. هنگامی که در مدل داده‌های تلفیقی، متغیر وابسته به صورت وقفه در سمت راست مدل ظاهر شود، دیگر برآوردهای GLS سازگار نخواهد بود (بالتاچی<sup>۸</sup>، ۲۰۰۵). در چنین شرایطی لازم است از روش گشتاور تعمیم‌یافته (GMM) استفاده شود. در مدل GMM وقفه متغیر وابسته را به صورت متغیر

1 Chow test

2 Breusch-Pagan test

3 Hausman test

4 Panel effects

5 robust standard errors

6 Generalized Method of Moments

7 Arellano &amp; Bond

8 Baltaghi

مستقل در سمت راست معادله وارد می‌شود. تا بدین ترتیب امکان پارامتربندی مجدد مدل داده‌های تلفیقی پویا فراهم گردد. در چنین شرایطی اگر وقفه‌های توزیع شده نیز در مدل وارد شود، می‌توان به مدل خودرگرسیون با وقفه توزیعی دست یافت که امکان پارامتربندی غنی‌تر مدل را فراهم می‌سازد.

این رویکرد دوگانه در مدل‌سازی، نه تنها امکان مقایسه نتایج به‌دست آمده از دو روش متفاوت را فراهم می‌آورد، بلکه اعتبار و پایداری نتایج پژوهش را نیز از طریق تحلیل حساسیت افزایش می‌دهد. اما در نهایت می‌توان گفت روش GMM نسبت به روش ECLS انعطاف‌پذیرتر است و می‌تواند در مدل‌های پیچیده‌تری که نیاز به ابزارهای اضافی (instrumental variables) دارند یا مشکلاتی مانند همزمانی معادلات و متغیرهای غیر مشاهده‌شده وجود دارد، استفاده شود. همچنین، GMM می‌تواند در حضور مشکلاتی همچون خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس عملکرد بهتری داشته باشد.

اطلاعات گردآوری شده مبتنی بر اطلاعات واقعی بازار سهام، صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی شرکت‌هاست. داده‌ها در Excel مرتب و طبقه‌بندی شده‌اند و سپس با نرم‌افزار Eviews13 مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند.

### جامعه و نمونه آماری

دوره بررسی، از سال 1395 تا ۱۴۰۲ است. جامعه آماری این پژوهش، تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و با در نظر گرفتن این شرایط انتخاب شده است:

۱. پایان سال مالی شرکت‌ها به پایان اسفندماه منتهی شود و در دوره بررسی، تغییر سال مالی نداده باشند؛

۲. اطلاعات مالی شرکت در دوره بررسی در دسترس باشد؛

۳. جزء بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی نباشند؛

۴. شرکت‌ها تا پایان سال 1394 در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۴۰۲ از آن خارج نشده باشد. پس از اعمال محدودیت‌های فوق، نمونه‌ای متشکل از ۷۹ شرکت تعیین شد.

## ۵- الگوهای پژوهش

در پژوهش حاضر با توجه به مبانی و ادبیات نظری مطرح شده در بالا از مدل‌های زیر برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است

مدل ۱: آزمون فرضیه اول

$$BETA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Ins\_Own_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \sum_j IND + \sum_t YEAR + \varepsilon_{i,t}$$

مدل ۲: آزمون فرضیه دوم

$$BETA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Ins\_Own_{i,t} + \beta_2 CG_{i,t} + \beta_3 CG_{i,t} * Ins\_Own_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \sum_j IND + \sum_t YEAR + \varepsilon_{i,t}$$

## نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

### متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش، بتا (BETA) است که از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) استخراج شده است. مدل CAPM یکی از مدل‌های اساسی در اقتصاد مالی است که رابطه بین بازده مورد انتظار دارایی و ریسک سیستماتیک آن را بیان می‌کند (عامری، ۱۴۰۴). مطابق با پژوهش گیولی و پالمون (۱۹۸۲)، در این مدل، بتا به عنوان شاخصی از ریسک سیستماتیک دارایی تعریف می‌شود و حساسیت بازده دارایی به تغییرات بازده بازار را نشان می‌دهد. فرمول محاسبه بتا در مدل CAPM به صورت زیر است:

$$BETA = \frac{COV(R_i, R_m)}{VAR(R_m)}$$

$R_i$ : بازده دارایی

$R_m$ : بازده بازار

$COV(R_i, R_m)$ : کوواریانس بین بازده دارایی و بازده بازار

$VAR(R_m)$ : واریانس بازده بازار

### متغیر مستقل

مطابق با پژوهش بوشی<sup>۱</sup> (۲۰۰۱) برای اندازه‌گیری مالکیت نهادی، از درصد سهام شرکت‌ها که توسط نهادهای مالی و حقوقی (مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه، بانک‌ها و سایر مؤسسات مالی) نگهداری می‌شود، استفاده می‌شود. این درصد به عنوان سهم مالکیت نهادی در نظر گرفته می‌شود.

### متغیر تعدیلگر

حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر تعدیلگر در این پژوهش بر اساس مدل حساس یگانه و سلیمی (۱۳۹۰) و آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی مصوب ۱۳۹۷ اندازه‌گیری می‌شود. این متغیر با استفاده از ۶۹ عامل اندازه‌گیری شده شامل هفت زیرمجموعه (هیئت‌مدیره، کمیته حسابرسی، کمیته مدیریت ریسک، کمیته جبران خدمات، افشا و شفافیت، کنترل‌های داخلی و حقوق سهامداران) محاسبه می‌شود. هر کدام از این عوامل با کد ۱ (در صورت تحقق) یا کد ۰ (در صورت عدم تحقق) ارزیابی می‌شوند. سپس شرکت‌ها بر اساس مقدار میانه شاخص حاکمیت شرکتی به دو گروه قوی و ضعیف تقسیم می‌شوند؛ شرکت‌های با شاخص بالاتر از میانه به عنوان شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی و شرکت‌های با شاخص پایین‌تر از میانه به عنوان شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف شناخته می‌شوند.

## متغیرهای کنترلی

با توجه به مبانی نظری و پژوهش‌های پیشین از متغیرهای کنترلی که ممکن است بر ریسک سیستماتیک اثر داشته باشند، به مدل رگرسیون پژوهش اضافه شده‌اند  
جدول شماره ۱. تعریف و اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد انگلیسی	تعریف عملیاتی
اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام
اهرم مالی	LEV	نسبت مجموع بدهی‌های بلندمدت به مجموع دارایی‌های شرکت.
عمر شرکت	AGE	لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که شرکت شروع به فعالیت نموده
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MTB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
متغیر کنترلی صنعت	$\sum_j IND$	این متغیر به منظور کنترل اثر تغییرات صنایع بر متغیر وابسته انتخاب شده است.
متغیر کنترلی سال	$\sum_t YEAR$	این متغیر به منظور کنترل اثر تغییرات در طول زمان بر متغیر وابسته انتخاب شده است.

## ۶- یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

جدول ۲ آمار توصیفی متغیرهای آزمون‌شده را که شامل شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است، نشان می‌دهد.

جدول شماره ۲. آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	متغیرها	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	احتمال آماره چارک برا
کمی	ریسک سیستماتیک	۰/۸۱۵	۰/۷۷۰	۱/۸۳۱	۰/۱۱۳	۰/۴۶۵	۰/۴۵۴	۲/۴۲۸	۳۰/۳۶۳
	مالکیت نهادی	۰/۶۹۲	۰/۷۶۰	۰/۹۶۰	۰/۲۰۸	۰/۲۴۹	-۰/۸۴۹	۲/۴۲۸	۸۲/۲۶۰
	اندازه شرکت	۱۲/۲۲۷	۱۳/۰۶۷	۱۴/۴۹۳	۸/۷۲۹	۲/۰۵۳	-۰/۶۱۷	۱/۸۲۵	۷۶/۵۳۴
	اهرم مالی	۰/۰۶۶	۰/۰۴۵	۰/۱۷۴	۰/۰۰۸	۰/۰۵۵	۰/۸۳۰	۲/۲۹۴	۸۵/۷۲۹
	سن شرکت	۳/۶۶۷	۳/۷۶۱	۴/۱۱۳	۲/۹۴۴	۰/۳۵۲	-۰/۵۳۷	۲/۱۱۰	۵۱/۲۶۴
	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	۲/۵۹۲	۲/۲۱۸	۶/۰۰۶	۰/۶۹۷	۱/۳۷۳	۰/۹۲۲	۳/۲۱۵	۹۰/۸۷۹
نوع متغیر	متغیر	سال شرکتی		فراوانی (درصد)					
مجازی	حاکمیت شرکتی	۶۳۲		۳۱۵ (۰/۴۹۸)					

مأخذ: نتایج پژوهش

همان‌طور که مشاهده می‌شود میانگین مشاهدات و میانه آن‌ها اختلاف زیادی ندارند که این عامل نشان‌دهنده آن است که داده‌ها از توزیع نرمال برخوردار هستند. همچنین انحراف معیار متغیرها صفر نیست، لذا می‌توان متغیرهای مذکور را در الگو وارد نمود. میانگین ریسک سیستماتیک برابر با ۰/۸۱۵ است که نشان می‌دهد شرکت‌های مورد بررسی به‌طور متوسط از ریسک متوسطی برخوردار بوده‌اند. میانه آن برابر با ۰/۷۷۰ است که نشان می‌دهد توزیع مقادیر به

سمت مقادیر پایین تر متمایل است. بیشترین مقدار  $1/831$  و کمترین مقدار  $0/113$  است که حاکی از وجود تفاوت‌های قابل توجهی در ریسک سیستماتیک بین شرکت‌ها است. انحراف معیار برابر  $0/465$  بوده که نشان‌دهنده پراکندگی نسبی مقادیر حول میانگین است. ضریب چولگی  $0/454$  مثبت است که نشان می‌دهد توزیع داده‌ها کمی به سمت مقادیر بالاتر متمایل است. کشیدگی  $2/428$  نیز نشان می‌دهد توزیع داده‌ها نسبت به توزیع نرمال دارای قله بالاتری است. میانگین مالکیت نهادی برابر  $0/692$  است، به این معنی که به‌طور میانگین حدود  $69$  درصد سهام شرکت‌ها در اختیار نهادهای مالی و حقوقی است. میانه  $0/760$  نشان می‌دهد که برای بیشتر شرکت‌ها سطح مالکیت نهادی بالاتر از میانگین بوده است. بیشترین مقدار  $0/960$  و کمترین مقدار  $0/208$  است که بیانگر دامنه تنوع مناسبی در میزان مالکیت نهادی است. انحراف معیار  $0/249$  حاکی از پراکندگی متعادل داده‌ها است. ضریب چولگی  $-0/849$  - نشان می‌دهد توزیع داده‌ها به سمت مقادیر بالاتر متمایل است. کشیدگی  $2/438$  نیز نشان‌دهنده تمرکز بیشتر مقادیر در اطراف میانگین است. متغیر حاکمیت شرکتی به صورت مجازی تعریف شده و تعداد  $315$  مشاهده و مقدار فراوانی برابر با  $0/498$  است که نشان می‌دهد، حاکمیت شرکتی در حدود  $50$  درصد شرکت‌ها در سطح بالاتری قرار دارد.

یکی از روش‌های استاندارد برای ارزیابی نرمال بودن توزیع داده‌ها در تحلیل آماری آزمون جارک برا<sup>۱</sup> است. در جدول آماره توصیفی در ایویوز، این آزمون به‌طور خودکار محاسبه و نمایش داده می‌شود و به تحلیل‌گران امکان می‌دهد تا تشخیص دهند که داده‌های موجود از یک توزیع نرمال پیروی می‌کنند. اگر احتمال آماره آزمون جارک برا کمتر از  $0/05$  باشد، فرضیه نرمال بودن توزیع رد می‌شود. که با توجه به نتایج پژوهش این احتمال بیشتر از  $0/05$  است، بنابراین داده‌ها دارای توزیع نرمال می‌باشند.

## بررسی پایایی متغیرها

پایایی متغیرهای پژوهش، به این معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در صورتی که متغیرهای پژوهش پایا نباشند؛ چه در مورد داده‌های سری زمانی و چه در داده‌های ترکیبی باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب خواهد شد. لذا قبل از اینکه به آزمون فرضیه‌ها پرداخته شود، لازم است به تجزیه و تحلیل داده‌ها پرداخته شود. به همین دلیل قبل از انجام مقایسه بین مدل‌ها ابتدا پایایی متغیرهای پژوهش با آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو<sup>۱</sup> بررسی می‌شود.

که در کلیه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی، سطح معناداری در آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو کوچک‌تر از ۰.۰۵ بود که نشان‌دهنده آن است که متغیرهای پژوهش در سطح پایا هستند.

## نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

با توجه به نتایج برآورد مدل برای فرضیه اول بر اساس روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (EGLS)، جدول شماره (۳) نشان می‌دهد که آماره F در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار است، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که کل الگو از لحاظ آماری معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۴۸۹ است که نشان می‌دهد حدود ۴۹٪ از تغییرات متغیر وابسته می‌تواند به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داده شود. نتیجه کلی از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که ضریب متغیر مستقل مالکیت نهادی مثبت (۰/۱۳۳) و در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار است. بنابراین بین مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، در نتیجه فرضیه اول تأیید می‌شود. همچنین بر اساس نتایج جدول (۳) به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (EGLS)، متغیرهای کنترلی اندازه شرکت با ضریب منفی (۰/۰۳۱-) در سطح اطمینان ۹۵٪ نشان‌دهنده وجود رابطه منفی و معناداری بین اندازه شرکت با ریسک سیستماتیک است. در حالی که عمر شرکت با ضریب مثبت (۰/۱۴۵) در سطح اطمینان ۹۵٪ نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معناداری بین عمر شرکت با ریسک سیستماتیک است.

1 unit root test of Levin, Lin, and Chow

به منظور ارتقای دقت تحلیل و کنترل برای مشکلات بالقوه‌ای مانند خودهمبستگی و درون‌زایی متغیرها، از مدل داده‌های تلفیقی پویا با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) استفاده می‌شود. با توجه به نتایج برآورد مدل برای فرضیه دوم بر اساس روش گشتاور تعمیم یافته (GMM)، جدول شماره (۳) نشان می‌دهد که آماره J آزمون سارگان که در روش (GMM) به منظور بررسی تصریح مدل است با توجه به اینکه احتمال آماره J در سطح ۵ درصد معنادار نبوده و از آنجایی که عدم رد فرض  $H_0$  شواهدی دال بر مناسب بودن ابزارها فراهم می‌آورد، در نتیجه نشان‌دهنده تصریح درست مدل اقتصادسنجی دارد و بیانگر عدم وجود همبستگی بین متغیرهای ابزاری و جمله اخلاص مدل اصلی است. این موضوع از صحت و اعتبار متغیرهای ابزاری مدل حکایت دارد. نتایج برای فرضیه اول بر اساس روش GMM مطابق با جدول شماره (۳) نشان می‌دهد که مالکیت نهادی بر ریسک سیستماتیک با ضریب مثبت (۰/۳۱۹) در سطح اطمینان ۹۵٪ تأثیر معناداری دارد، بنابراین فرضیه اول رد نمی‌شود.

جدول ۳. رابطه ۱- نتایج آزمون فرضیه اول

روش GMM		روش EGLS		متغیر وابسته: ریسک سیستماتیک شرکت BETA
معناداری	ضرایب	معناداری	ضرایب	متغیرهای مستقل
		۰/۰۰۰	۱/۰۵۷	مقدار ثابت C
۰/۰۰۰	۰/۳۱۹	۰/۰۱۵	۰/۱۳۳	مالکیت نهادی INS_OWNS
۰/۵۱۰	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	-۰/۰۳۱	اندازه شرکت SIZE
۰/۹۹۲	-۰/۰۰۲	۰/۲۴۰	۰/۲۵۴	اهرم مالی LEV
۰/۰۵۰	۰/۱۵۱	۰/۰۰۰	۰/۱۴۵	عمر شرکت AGE
۰/۲۹۱	-۰/۰۱۵	۰/۲۲۲	-۰/۰۱۱	نسبت ارزش بازار به دفتری MTB
۰/۰۰۰	-۰/۳۰۷			متغیر تأخیری ریسک سیستماتیک BETA(-1)
۶۶/۹۳۹	آماره J	۲۹/۸۶۷		آماره F
۰/۳۰۲	احتمال آماره J	۰/۰۰۰		احتمال آماره F
۳۲	رتبه ابزاری	۰/۴۸۹		ضریب تعیین تعدیل شده

مأخذ: نتایج پژوهش

با توجه به نتایج برآورد مدل برای فرضیه دوم بر اساس روش حداقل مربعات تعمیم یافته (EGLS)، جدول شماره (۴) نشان می‌دهد که آماره  $F$  در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار است، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که کل الگو از لحاظ آماری معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۵۰۳ است که نشان می‌دهد حدود ۵۰٪ از تغییرات متغیر وابسته می‌تواند به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داده شود.

نتیجه کلی از آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که ضریب متغیر مستقل مالکیت نهادی مثبت (۰/۳۲۱) و در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار است. بنابراین بین مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. از طرفی ضریب متغیر حاکمیت شرکتی مثبت (۰/۷۰۱) در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار است، بنابراین حاکمیت شرکتی با ریسک سیستماتیک رابطه مثبت و معناداری دارد. همچنین متغیر تعاملی حاکمیت شرکتی ضربدر مالکیت نهادی که به منظور سنجش اثر تعدیل کنندگی حاکمیت شرکتی بر رابطه میان مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک مدنظر است دارای ضریب منفی (۰/۹۲۰-) در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار است، بنابراین با توجه به یافته‌های پژوهش، فرضیه دوم که به بررسی اثر تعدیل کنندگی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک می‌پردازد، رد نمی‌شود.

همچنین بر اساس نتایج جدول (۴) به روش حداقل مربعات تعمیم یافته (EGLS)، متغیرهای کنترلی اندازه شرکت با ضریب منفی (۰/۰۳۲-) در سطح اطمینان ۹۵٪ نشان‌دهنده وجود رابطه منفی و معناداری بین اندازه شرکت با ریسک سیستماتیک است. در حالی که عمر شرکت با ضریب مثبت (۰/۱۳۵) در سطح اطمینان ۹۵٪ نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معناداری بین عمر شرکت با ریسک سیستماتیک است.

در ادامه به منظور ارتقای دقت تحلیل و کنترل برای مشکلات بالقوه‌ای مانند خودهمبستگی و درون‌زایی متغیرها، از مدل داده‌های تلفیقی پویا با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) استفاده می‌شود. با توجه به نتایج برآورد مدل برای فرضیه دوم بر اساس روش گشتاور تعمیم یافته (GMM)، جدول شماره (۴) نشان می‌دهد که آماره  $J$  آزمون سارگان که در روش

(GMM) به منظور بررسی تصریح مدل است با توجه به اینکه احتمال آماره  $J$  در سطح ۵ درصد معنادار نبوده و از آنجایی که عدم رد فرض  $H_0$  شواهدی دال بر مناسب بودن ابزارها فراهم می‌آورد، در نتیجه نشان‌دهنده تصریح درست مدل اقتصادسنجی دارد و بیانگر عدم وجود همبستگی بین متغیرهای ابزاری و جمله اخلاص مدل اصلی است. این موضوع از صحت و اعتبار متغیرهای ابزاری مدل حکایت دارد. در نهایت نتیجه کلی برای فرضیه دوم بر اساس روش GMM مطابق با جدول شماره (۴) نشان می‌دهد که مالکیت نهادی بر ریسک سیستماتیک شرکت با ضریب مثبت (۰/۴۶۶) در سطح اطمینان ۹۵٪ تأثیر معناداری دارد، از طرفی حاکمیت شرکتی با ضریب مثبت (۱/۱۱۷) در سطح اطمینان ۹۵٪ تأثیر معناداری دارد. همچنین متغیر تعاملی حاکمیت شرکتی ضربدر مالکیت نهادی که به منظور سنجش اثر تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی بر رابطه میان مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک شرکت مدنظر است دارای ضریب منفی (۱/۳۱۸-) در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار است، بنابراین با توجه به یافته‌های پژوهش، فرضیه دوم که به بررسی اثر تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک شرکت می‌پردازد، تأیید می‌شود. در نهایت متغیر کنترلی اندازه شرکت با ضریب منفی (۰/۰۲۱-) و عمر شرکت با ضریب مثبت (۰/۱۷۸) در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار می‌باشند.

جدول ۴. رابطه ۲- نتایج آزمون فرضیه دوم

روش GMM		روش EGLS		متغیر وابسته: ریسک سیستماتیک شرکت BETA
سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	متغیرهای مستقل
		۰/۰۰۰	۱/۰۴۵	مقدار ثابت c
۰/۰۰۰	۰/۴۶۶	۰/۰۰۰	۰/۳۲۱	مالکیت نهادی INS_OWN
۰/۰۰۰	۱.۱۱۷	۰/۰۰۰	۰/۷۰۱	حاکمیت شرکتی CG
۰/۰۰۰	-۱/۳۱۸	۰/۰۰۰	-۰/۹۲۰	مالکیت نهادی*حاکمیت شرکتی CG*INS_OWN
۰/۰۰۰	-۰/۰۲۱	۰/۰۰۰	-۰/۰۳۲	اندازه شرکت SIZE
۰/۵۵۳	۰/۱۳۰	۰/۳۲۰	۰/۲۱۲	اهرم مالی LEV
۰/۰۲۱	۰/۱۷۸	۰/۰۰۰	۰/۱۳۵	عمر شرکت AGE
۰/۱۷۰	-۰/۰۱۹	۰/۱۵۳	-۰/۰۱۲	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار MTB
۰/۰۰۰	-۰/۲۰۰			متغیر تأخیری ریسک سیستماتیک BETA(-1)
۶۹/۸۱۴	آماره J	۲۸/۸۲۰		آماره F
۰/۳۲۵	احتمال آماره J	۰/۰۰۰		احتمال آماره F
۴۰	رتبه ابزاری	۰/۵۰۳		ضریب تعیین تعدیل شده

مأخذ: نتایج پژوهش

## ۷- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

پژوهش حاضر با هدف بررسی اثر تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی بر رابطه میان مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک شرکت انجام شد. نتایج نشان داد که مالکیت نهادی تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک سیستماتیک دارد. این یافته را می‌توان با توجه به مبانی نظری توضیح داد؛ مالکیت نهادی اگرچه ابزار مهمی برای نظارت بر مدیران است و می‌تواند از سوءمدیریت جلوگیری کند، اما در شرایطی که سرمایه‌گذاران نهادی به بازدهی کوتاه‌مدت اولویت می‌دهند، ممکن است رفتارهای پرریسک مدیران را تقویت کند. این امر می‌تواند از طریق تمایل نهادهای نهادی به سودهای

کوتاه مدت یا تشویق شرکت‌ها به انجام فعالیت‌های پیچیده مالی (مانند استفاده از ابزارهای مشتقه) رخ دهد که خود موجب افزایش نوسانات بازار و ریسک سیستماتیک می‌شود. این یافته با پژوهش‌های واو و همکاران (۲۰۲۰) و اندریس و نیستور (۲۰۱۶) مطابقت دارد که نشان دادند سرمایه‌گذاران نهادی در بازارهای نوظهور و محیط‌های با نظارت ضعیف می‌توانند عامل تشدید ریسک باشند.

از سوی دیگر، یافته‌ها تأیید کردند که حاکمیت شرکتی نقش تعدیل‌کننده مهمی در رابطه میان مالکیت نهادی و ریسک سیستماتیک ایفا می‌کند. ضریب منفی متغیر تعاملی (مالکیت نهادی  $\times$  حاکمیت شرکتی) نشان داد که سازوکارهای کارآمد حاکمیت شرکتی می‌توانند رفتارهای ریسک‌پذیر مدیران را محدود کنند. بر اساس مبانی نظری، حاکمیت شرکتی از طریق ایجاد شفافیت، پاسخگویی و نظارت بر تصمیمات مدیران می‌تواند از سوءاستفاده احتمالی نهادهای نهادی در راستای منافع کوتاه مدت جلوگیری کرده و در نتیجه، اثرات مثبت مالکیت نهادی بر ریسک سیستماتیک را کاهش دهد. این نتایج با پژوهش‌های فرانسیس و همکاران (۲۰۱۲) و میتون و همکاران (۲۰۱۴) که نشان دادند سازوکارهای قوی حاکمیت شرکتی می‌توانند ریسک‌پذیری را کاهش دهند و شفافیت مالی را بهبود بخشند، همخوانی دارد.

به‌طور کلی، یافته‌های پژوهش نشان داد که مالکیت نهادی و حاکمیت شرکتی هر دو نقش قابل توجهی در تعیین سطح ریسک سیستماتیک ایفا می‌کنند و تعامل میان این دو متغیر می‌تواند آثار متفاوتی بر ریسک شرکت‌ها داشته باشد. در شرایطی که سازوکارهای حاکمیتی قوی وجود دارد، اثرات منفی مالکیت نهادی بر ریسک سیستماتیک کاهش می‌یابد؛ در حالی که ضعف در این سازوکارها می‌تواند تأثیر معکوس داشته باشد. این نتایج اهمیت استفاده از حاکمیت شرکتی کارآمد برای کاهش ریسک سیستماتیک را برجسته می‌کند و می‌تواند برای مدیران، سیاست‌گذاران و سرمایه‌گذاران به‌عنوان راهنمایی برای ارتقای پایداری بازارهای مالی مفید باشد. با توجه به نتایج تحقیق حاضر که نشان‌دهنده اثر مثبت مالکیت نهادی بر ریسک سیستماتیک و نقش تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی در این رابطه است، پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها در

ارزیابی و مدیریت اثرات مالکیت نهادی بر ریسک سیستماتیک دقت بیشتری داشته باشند. با توجه به یافته‌های تحقیق که نشان دادند سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است بر رفتارهای ریسک‌پذیر تأثیر بگذارند، پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها در سیاست‌گذاری‌های خود، سرمایه‌گذاران نهادی را به استراتژی‌های بلندمدت و با ریسک پایین‌تر ترغیب کنند. و از آنجا که حاکمیت شرکتی می‌تواند نقش تعدیل‌کننده‌ای در این رابطه ایفا کند، به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که به تقویت سازوکارهای حاکمیتی بپردازند. این می‌تواند شامل افزایش شفافیت گزارشگری و بهبود فرآیندهای نظارتی باشد.

در نهایت پیشنهاد می‌شود سازمان‌های نظارتی، قوانینی را برای کنترل رفتارهای ریسک‌پذیر نهادهای نهادی تدوین کنند. به‌عنوان مثال، می‌توان الزامات گزارش‌دهی دقیقی برای این سرمایه‌گذاران وضع کرد تا از پذیرش ریسک‌های بیش‌ازحد توسط شرکت‌ها جلوگیری شود. همچنین شفافیت در استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و افشای کامل فعالیت‌های مالی نهادهای نهادی می‌تواند به کاهش ریسک سیستماتیک کمک کند.

اجرای این پیشنهادها می‌تواند به کاهش ریسک سیستماتیک، بهبود ثبات بازارهای مالی و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران کمک کند و نقش مؤثری در پایداری نظام مالی کشور ایفا نماید.

## منابع

- بنی مهد، بهمن؛ عربی، مهدی؛ حسن پور، شیوا (۱۳۹۷). پژوهش‌های تجربی و روش‌شناسی در حسابداری، چاپ پنجم، انتشارات ترمه.
- ترشیزی، علی و بزاززاده تربتی، حمیدرضا (۱۳۹۷). رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک شرکت: نقش تعدیل‌کننده مسئولیت اجتماعی. *دانش حسابداری مالی*، 5(3)، 135-151.
- شباهنگ، رضا (۱۳۸۱). *تئوری حسابداری*، جلد اول، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی، سازمان حسابرسی، نشریه ۱۴۱، چاپ اول.
- عامری، حسین (۱۴۰۴). نقش میانجی عدم تقارن اطلاعاتی بر تبیین رابطه بین افشای داوطلبانه اطلاعات و هزینه سرمایه با استفاده از مدل CAPM مدیریت دارایی و تأمین مالی، 47-62، 13(1).
- نادی قمی، ولی، حسینی، سید فرهنگ و مصطفوی، سیده فاطمه. (۱۳۹۹). بررسی اثر قدرت سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ریسک سیستمی نهادهای مالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی* 22(2)، 206-226.
- یگانه، حساس، سلیمی، یحیی (۱۳۹۰). مدلی برای رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی در ایران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۸(۳۰): ۱-۳۵.
- Abidi, Ilyes, Mariem Nsaibi, and Khaled Hussainey. 2023. Does Ownership Structure Moderate the Relationship between Systemic Risk and Corporate Governance? Evidence from Gulf Cooperation Council Countries. *Journal of Risk and Financial Management* 15: 216. <https://doi.org/10.3390/jrfm15050216>.
- Acharya, Viral V., Lasse H. Pedersen, Thomas Philippon, and Matthew Richardson. 2017. Measuring systemic risk. *The Review of Financial Studies* 30: 2-47.
- Alin, Marius Andries, and Nistor Simona. 2016. Systemic risk, corporate governance and regulation of banks across emerging countries. *Economics Letters* 144: 59-63.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297. <https://doi.org/10.2307/2297968>
- Baltaghi, H. B. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. 3rd Edition, New York: John Wiley & Sons Ltd.
- Battaglia, Francesca, Domenico Curcio, and Angela Gallo. (2014). Board structure and tail and systemic risk-taking: Evidence from European banks. In DMCA. Norfolk: European Financial Management Association (EFMA), pp. 1-47.

- Beltratti, Andrea, and René M. Stulz. 2012. The credit crisis around the globe: Why did some banks perform better? *Journal of Financial Economics* 105: 1–17.
- Bushee, B. (2001). Do institutional investors prefer near-term earning over long-run value? *Contemporary Accounting Research*, 18: 207–246.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23(3), 70-74.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Díez-Esteban, José María, Jorge Bento Farinha, Conrado Diego García-Gómez, and Cesario Mateus. 2021. Does board composition and ownership structure affect banks' systemic risk? European evidence. *Journal of Banking Regulation* 21: 1–18.
- Fahlenbrach, Rüdiger, Robert Prilmeier, and René M. Stulz. 2012. This time is the same: Using bank performance in 1998 to explain bank performance during the recent financial crisis. *The Journal of Finance* 67: 2139–85.
- Francis, Bill B., Iftekhar Hasan, and Qiang Wu. 2012. Do corporate boards affect firm performance? New evidence from the financial crisis. *New Evidence from the Financial Crisis*. Bank of Finland Research Discussion Paper 11: 2012.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). "Capital structure decisions: Which factors are reliably important?" *Financial Management*, 38(1), 1-37.
- Givoly, D. and Palmon, D. (1982). Timeliness of annual earnings announcements: Some empirical evidence. *The Accounting Review*, Vol. 57, pp.486-508.
- Iqbal, Jamshed, Sascha Strobl, and Sami Vähämaa. 2015. Corporate governance and the systemic risk of financial institutions. *Journal of Economics and Business* 82: 42–61.
- Minton, Bernadette A., Jérôme P. Taillard, and Rohan Williamson. 2014. Financial expertise of the board, risk taking, and performance: Evidence from bank holding companies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 49: 351–80.
- Lintner, J. (1965). Security prices, risk, and maximal gains from diversification. *The Journal of Finance*, 20(4), 587-615.
- Patton, A. J. & Verardo, M. (2012). Does beta move with news? Firm-specific information flows and learning about profitability. *Society for Financial Studies*, 25(9), 2789–2839.
- Pathan, Shams. 2009. Strong boards, CEO power and bank risk-taking. *Journal of Banking & Finance* 33: 1340–50.
- Saghi, Nadia, Zainab Srour, and Jean-Laurent Viviani. 2018. Ownership structure and systemic risk: Evidence from European banks. *Semantic Scholar*, 1–26. Available online: <https://api.semanticscholar.org/CorpusID:211567286>
- Vu, Van Thi Thuy, Nghia Trong Phan, and Hung Ngoc Dang. 2020. Impacts of ownership structure on systemic risk of listed companies in Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business* 7: 107–17.

## فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی