



## بررسی رابطه بین قدرت مدیرعامل، ریسک‌پذیری شرکت و نقش تمرکز مالکیت

فرزانه یوسفی اصل<sup>۱</sup>

الدار صداقت‌پرست<sup>۲</sup>

مهسا باریکانی<sup>۳</sup>

### چکیده

قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل نقش مهمی را در دستیابی یا عدم دستیابی به اهداف سازمانی ایفا می‌کند؛ براساس یافته‌های پژوهش‌های پیشین، مدیران قدرتمند، تصمیمات پرخطرتری را اخذ می‌کنند و همین مسأله می‌تواند؛ ریسک شرکت را افزایش دهد اما تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی به واسطه نوع نظارتی که بر فعالیت مدیران دارد؛ رابطه بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بر این اساس، هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه قدرت مدیرعامل، ریسک‌پذیری شرکت و نقش تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. جامعه آماری غربال شده طبق الگوی حذف سیستماتیک در این پژوهش ۱۱۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و در بازه زمانی بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ مورد بررسی قرار گرفته است. تحلیل داده‌ها با کمک رگرسیون پانل و نرم‌افزار ایوویز انجام شد. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت ارتباط معناداری وجود دارد؛ اما سهامداران عمده بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت تأثیری ندارند؛ همچنین تأثیر سهامداران عمده بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت در شرکت‌های دارای مالکیت غیردولتی نسبت به شرکت‌های دارای مالکیت دولتی، متفاوت نیست.

واژه‌های کلیدی: تمرکز مالکیت، ریسک‌پذیری شرکت، قدرت مدیرعامل

JEL: G11, G12

<sup>۱</sup> استادیار، حسابداری، دانشگاه خاتم، دانشکده مدیریت و مالی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) f.yousefi@khatam.ac.ir

<sup>۲</sup> استادیار حسابداری مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران، تهران، ایران. e.sedaghatparast@gmail.com

<sup>۳</sup> دانشجوی کارشناسی ارشد، حسابداری، دانشگاه خاتم، دانشکده مدیریت و مالی، تهران، ایران. maryamtania9@gmail.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۱۱/۱۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۷/۱۵

## مقدمه

مدیرعامل یکی از مدیران ارشد شرکت است که مسئولیت اجرای کسب و کار و کاهش عدم اطمینان در شرکت را بر عهده دارد. به هر حال، در برخی سازمان‌ها، مدیرعامل همه تصمیمات مهم را اخذ می‌کند؛ این در حالی است که در باقی شرکت‌ها، تصمیمات در نتیجه تجمیع نظرات مدیرعامل و دیگر مدیران اجرایی شرکت اخذ می‌شود. تصمیم‌گیری گروهی و نظریه سازمانی نشان می‌دهد که تصمیم‌گیری مبتنی بر یک شخص احتمالاً ریسک را افزایش می‌دهد؛ در حالی که تصمیم‌گیری گروهی، به دلیل تنوع نظرات، نتیجه متعادل‌تری ایجاد می‌کند. با توجه به این مسأله، انتظار می‌رود؛ زمانی که تصمیمات و قضاوت‌های فردی، تنها توسط مدیرعامل اخذ شده، نتایج افراطی خواهد بود. با این حال این مسأله تا حد زیادی بستگی به میزان تأثیرات قدرت مدیرعامل بر فرایند تصمیم‌گیری دارد. به عبارت دیگر، اینکه مدیرعامل تا چه میزان، در منصب خود قدرتمند است؛ بر فرایند تصمیم‌گیری، اثرگذار است. مدیرعامل قدرتمند، به طور کلی در موفقیت‌های شرکت نقش تعیین‌کننده‌ای دارد. مطالعات قبلی نشان می‌دهد که مدیرعامل قدرتمند، مشکلات نمایندگی را تشدید می‌کند (هایدر و فنگ، ۲۰۱۸). برای نمونه بیچانک و کریمرز و پیر<sup>۱</sup> (۲۰۱۱)، متوجه شدند که قدرت مدیرعامل منجر به سودآوری ضعیف حسابداری و بازده پایین سهام می‌شود؛ همچنین، دارندگان اوراق در شرکت‌هایی با مدیرعامل قدرتمند، تقاضای بازدهی بالاتری دارند؛ زیرا امکان نظارت بر مدیرعامل قدرتمند کم است (هایدر و فنگ<sup>۲</sup> ۲۰۱۸). اما در ادبیات پیشین مشخص نشده است که چطور قدرت مدیرعامل بر ریسک‌پذیری شرکت مؤثر است. چند مطالعه نشان می‌دهند که قدرت مدیرعامل با نوسان عملکرد شرکت مرتبط است. برای مثال، پژوهش آدامز و آلمیدا و فریرا<sup>۳</sup> (۲۰۰۵) نشان داد؛ هنگامی که مدیرعامل از قدرت بالایی در تصمیم‌گیری برخوردار است؛ بازده سهام، نوسان بیشتری دارد. چنگ<sup>۴</sup> (۲۰۰۸) عنوان نمود که قدرت مدیرعامل، نوسان عملکرد را افزایش می‌دهد. بهر حال، مطالعات مذکور، محدودیت‌های خاصی دارند: نخست؛ آن‌ها در قالب بازارهای توسعه یافته انجام شده‌اند و تأثیر سهامداران دولتی و تنظیمات بازار بر تصمیم‌گیری مدیرعامل، کنترل نشده‌اند. دوم، ریسک‌پذیری را به هنگام بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر نوسان عملکرد شرکت، مورد مطالعه قرار نداده‌اند. در نهایت، بیشتر مطالعات پیرامون قدرت مدیرعامل، قدرت را توسط دیدگاه دوگانگی وظیفه مدیرعامل و یا درصد مدیران غیرموظف،

<sup>1</sup> Bebchuk, Cremers & Peyer

<sup>2</sup> Haider & Fang

<sup>3</sup> Adams, Almeida & Ferreira

<sup>4</sup> Cheng

بررسی کرده‌اند که این مسأله باعث نادیده گرفتن ابعاد دیگر قدرت است. این پژوهش قصد دارد تا به تکمیل این نقایص بپردازد. بنابراین هدف پژوهش حاضر، پاسخ به این سؤال است که چه رابطه‌ای بین قدرت مدیرعامل، ریسک‌پذیری و نقش تمرکز مالکیت وجود دارد؟

### پیشینه پژوهش

رهنمای رودپشتی و زندی (۱۳۹۸)، پژوهشی با عنوان قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه مبتنی بر مدل لی انجام دادند. مطالعه، به بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر روی اهرم مالی شرکت‌ها با استفاده از یک نمونه شامل ۱۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ پرداخت. به‌طور اخص، این مطالعه درصدد بررسی رابطه بین قدرت مدیریت ارشد اجرایی و اهرم مالی براساس تئوری نمایندگی است. برای اندازه‌گیری شاخص قدرت مدیرعامل از یک شاخص مبتنی بر ویژگی‌های چهار متغیر قدرت مرتبط با هم استفاده گردید. نتایج نشان داد که هر چقدر قدرت مدیرعامل افزایش پیدا کند به همان نسبت ساختار سرمایه شرکت‌ها و نسبت اهرم مالی در جهت منفی حرکت خواهد کرد و باعث کاهش بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌ها خواهد شد. درخشان مهر و کرمی (۱۳۹۸)، پژوهشی با عنوان تأثیر دوره تصدی مدیرعامل و اندازه مؤسسه حسابرسی بر کیفیت اطلاعات حسابداری انجام دادند. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۱۲ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب و دوره زمانی آن بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین دوره تصدی مدیرعامل و کیفیت اطلاعات حسابداری وجود ندارد؛ ولی رابطه منفی معناداری بین اندازه مؤسسه حسابرسی و کیفیت اطلاعات حسابداری وجود دارد. همچنین کیفیت اطلاعات حسابداری در شرکت‌هایی با دوره تصدی مدیرعامل بیش از ۳ سال متفاوت از سایر شرکت‌ها نیست. معطوفی و نجاری (۱۳۹۷)، پژوهشی با عنوان بررسی رابطه دوره تصدی مدیرعامل و برنامه‌ریزی مالیاتی؛ شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. برای تعیین نمونه پژوهش از روش غربالگری طی بازه زمانی سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد؛ رابطه منفی و معناداری بین دوره تصدی مدیرعامل و برنامه‌ریزی مالیاتی وجود دارد. توانگر و اسکافی‌اصل (۱۳۹۷)، پژوهشی با عنوان ارتباط بین قدرت مدیرعامل، ویژگی‌های کمیته حسابرسی و کیفیت کنترل داخلی انجام دادند. پژوهش‌گران معتقدند؛ کیفیت کنترل داخلی یکی از سازوکارهای نظارتی و کنترلی واحدهای تجاری تلقی می‌شود. از سوی دیگر، کمیته حسابرسی

یکی از مکانیزم‌های راهبری شرکتی است که از سال ۱۳۹۱ شرکت‌های بورس اوراق بهادار ملزم به تشکیل این کمیته شده‌اند. علاوه بر این تفکیک مالکیت از مدیریت نیز سبب شده تا به قدرت مدیرعامل جهت افزایش منافع شخصی افزوده شود. در نتیجه اطلاعات ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به صورت تحلیل لاجیت مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج پژوهش نشان داد که از بین ویژگی‌های کمیته حسابرسی، تخصص مالی اعضاء و اندازه کمیته حسابرسی با کیفیت کنترل داخلی رابطه معنادار دارد و ویژگی استقلال با متغیر وابسته رابطه معنادار نداشته است. همچنین نتایج نشان داد که قدرت مدیرعامل تنها تأثیر تعدیل‌کننده بر ارتباط بین اندازه کمیته حسابرسی و کیفیت کنترل داخلی دارد.

شیخ<sup>۱</sup> (۲۰۱۹)، پژوهشی با عنوان ابعاد رابطه قدرت مدیرعامل و مسئولیت اجتماعی انجام دادند. نتایج نشان می‌دهد که رابطه بین قدرت مدیرعامل با نسبت مسئولیت اجتماعی معکوس است. با این حال، رابطه بین قدرت مدیران اجرایی و مسئولیت اجتماعی تحت تأثیر نقاط قوت و ضعف مسئولیت اجتماعی قرار می‌گیرد، زیرا قدرت به طور منفی با نقاط قوت مسئولیت اجتماعی مرتبط است. نتایج همچنان نشان می‌دهد که ابعاد ساختاری و مالکیت قدرت مدیرعامل به طور معنی‌داری با مسئولیت اجتماعی ارتباط دارد. بریت و سانگ، سان و ژان<sup>۲</sup> (۲۰۱۹)، پژوهشی با عنوان قدرت مدیرعامل و بهره‌وری نیروی انسانی انجام دادند. نتایج نشان داد که بین قدرت مدیرعامل و بهره‌وری نیروی انسانی، رابطه مثبت وجود دارد. محققان بهره‌وری نیروی انسانی را به کارایی نیروی انسانی و هزینه نیروی کار تقسیم کردند. نتایج نشان داد که بین قدرت مدیرعامل و هزینه‌های نیروی کار، رابطه معکوس وجود دارد. دیباسکی، لو و ژو<sup>۳</sup> (۲۰۱۹)، به بررسی پژوهشی با عنوان قدرت مدیرعامل، نظارت هیئت مدیره و سود اعلامی پرداختند. داده‌های پژوهش از ۴۷۶ شرکت طی سال‌های ۲۰۰۸ الی ۲۰۱۳ به دست آمده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که سود اعلامی شرکت به طور قابل توجهی با دوره تصدی و قدرت مدیرعامل مرتبط است. همچنین هنگامی که هیئت مدیره نظارت سختگیرانه‌ای بر مدیرعامل دارد؛ دوره تصدی و قدرت مدیرعامل کاهش پیدا می‌کند. هارپر و سان<sup>۴</sup> (۲۰۱۹)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین قدرت مدیرعامل و مسئولیت اجتماعی شرکت پرداختند. داده‌های پژوهش از ۱۵۷۴ شرکت آمریکایی به دست آمده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که ارتباطی منفی

<sup>1</sup> Sheikh

<sup>2</sup> Breit, Song, Sun, & Zhang

<sup>3</sup> DeBoskey, Luo & Zhou

<sup>4</sup> Harper & Sun

میان قدرت مدیرعامل و مسئولیت اجتماعی شرکتی وجود دارد. شرکت‌هایی که مدیران عامل قدرتمندی دارند؛ در فعالیت‌های اجتماعی کمتر شرکت می‌کنند. آلتانباش، تورنتون و اویماز<sup>۱</sup> (۲۰۱۸)، به بررسی پژوهشی با عنوان دوره تصدی مدیرعامل و سوء رفتار شرکت‌ها: شواهدی از بانک‌های آمریکا پرداختند. داده‌های پژوهش از ۳۴۰ بانک طی سال‌های ۱۹۹۸ الی ۲۰۱۵ بدست آمده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که هنگامی که دوره تصدی مدیرعامل افزایش پیدا می‌کند؛ مدیرعامل اطلاعات حسابداری و اهداف سازمان را به نفع منافع خود تغییر می‌دهند و موجب کاهش بازدهی سازمان می‌گردند.

### مبانی نظری و توسعه فرضیه‌های پژوهش

دو دیدگاه در مورد تأثیر قدرت مدیرعامل بر نتایج شرکت وجود دارد. دیدگاه اول، به‌عنوان دیدگاه تئوری سازمانی طبقه می‌شود و دیگری دیدگاه اقتصادی است. تحت دیدگاه نظری اول، رفتار سازمانی و نظریه‌های گروه روانشناسی بیان می‌کنند که تصمیمات شخصی نسبت به تصمیمات گروهی، پرخطرتر هستند. طرفداران این نظریه‌ها، استدلال می‌کنند که گروه بزرگی از مردم به‌دلیل تنوع نظرات، تصمیمات کم‌خطرتری اخذ می‌کنند (هایدر و فنگ، ۲۰۱۷). بنابراین، تصمیم نهایی گروهی، از جهت خطرپذیری، به دلیل سازش بین اعضای گروه، کم‌خطرتر است. در طرف مقابل، مبتنی بر دیدگاه اقتصادی و مدیریت؛ تبیین می‌شود که چگونه افزایش قدرت تصمیم‌گیری فردی بر نتایج تأثیر می‌گذارد. نظریه وابستگی به منابع<sup>۲</sup> و نظریه مباشرت<sup>۳</sup>، روایت متفاوتی را در این زمینه ارائه می‌دهند. ایده اصلی نظریه وابستگی به منابع، عبارت است از اینکه در سایه قدرت بیشتر مدیران، سازمان‌ها می‌توانند؛ از گزند عدم اطمینان محیطی در امان باشند و منابع با ارزشی را به‌دست آورند (هایدر و فنگ، ۲۰۱۷). درحالی‌که نظریه مباشرت بیان می‌کند که قدرت بیشتر مدیران، منجر به کاهش مشکلات نمایندگی می‌شود و آنان را قادر می‌سازد تا وظایف خود را بهتر انجام دهند. محققان مختلف در طول سال‌ها، شواهد تجربی مختلفی ارائه نموده‌اند. برای نمونه، هایدر و فنگ (۲۰۱۶)، نشان دادند که با افزایش تعداد اعضای هیأت‌مدیره، ریسک‌پذیری شرکت کاهش می‌یابد.

<sup>۱</sup> & Uymaz Altunbaş, Thornton

<sup>۲</sup> resource dependence theory (RDT)

<sup>۳</sup> stewardship theory (ST)

دیلی و دالتون<sup>۱</sup> (۱۹۹۴) نیز به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که مدیرعامل آن‌ها، ریاست هیات مدیره را برعهده دارند؛ بیشتر در معرض ورشکستگی قرار می‌گیرند (هایدر و فنگ، ۲۰۱۷). به‌طور مشابه، آدامز و آلمیدا و فریرا (۲۰۰۵) نشان دادند؛ در شرکت‌های حاضر در ایالات متحده که مدیران عامل بر قدرت تصمیم‌گیری مؤثر هستند؛ انحرافات قابل توجهی در عملکرد نسبت به دیگر شرکت‌ها دارند؛ لذا، بر قدرت تصمیم‌گیری تأثیر می‌گذارد و در نتیجه قدرت آنان نتایج متفاوتی بر عملکرد شرکت ایجاد می‌کند. چنگ (۲۰۰۸)، بیان می‌کند که افزایش اندازه هیأت‌مدیره با افزایش قدرت مدیرعامل مرتبط است. بر همین اساس، جنسن<sup>۲</sup> (۱۹۹۳)، بیان کرد که هنگامی که اعضای هیأت‌مدیره از ۷ یا ۸ نفر بیشتر باشد؛ موقعیت مدیرعامل برای کنترل بر هیأت‌مدیره را افزایش می‌دهد (هایدر و فنگ، ۲۰۱۷). چینتراکارن، جیراپورن و تانگ<sup>۳</sup> (۲۰۱۵)، متوجه شدند که مدیرعاملانی که نسبت به سایر مدیران ارشد، پاداش بیشتری دریافت می‌کنند؛ راهبردهای پرریسک‌تری را اتخاذ می‌کنند. در واقع تمامی مطالعات یاد شده نشان می‌دهد که مدیران عامل قدرتمند، تصمیمات ریسک‌دار اخذ می‌کنند؛ بر همین اساس فرضیه اول پژوهش به‌شرح ذیل تدوین می‌شود:

**فرضیه اول:** بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت، ارتباط معناداری وجود دارد.

اینکه مدیرعامل چگونه می‌تواند بر ریسک‌پذیری شرکت تأثیرگذار باشد؛ بستگی به تنظیمات بازار دارد. برای نمونه، ساختار مالکیت شرکت می‌تواند؛ بر قدرت مدیرعامل و اینکه چقدر وی در تصمیم‌گیری‌های ریسک‌پذیر مستقل است؛ مؤثر باشد. از دیدگاه نظریه نمایندگی، مالکیت عمده، اغلب به‌عنوان یک متغیر بیرونی مؤثر برای نظارت بر فعالیت‌های مدیران، در نظر گرفته می‌شود. دیدگاه نظریه نمایندگی به این معناست که مالکیت عمده می‌تواند؛ منجر به کاهش مشکلات تضاد منافع گردد. برطبق نظر جنسن و مک‌لینگ<sup>۴</sup> (۱۹۷۶)، ساختار مالکیت می‌تواند؛ بر تصمیمات تجاری اثرگذار باشد و در واقع این مسئله بر ریسک شرکت مؤثر است. دسمتز و لن<sup>۵</sup> (۱۹۸۵)، استدلال می‌کنند که دلیل اصلی وجود سهامداران عمده، نظارت و کنترل بهتر است. لاپورتا، لویز دیسیلانس، شلیفیو ویشنی<sup>۶</sup> (۱۹۹۷) نشان دادند که سهامداران عمده قدرت، منابع و انگیزه لازم را برای نظارت بر شرکت‌ها داشته‌اند. به‌طور

<sup>1</sup> Daily & Dalton

<sup>2</sup> Jensen

<sup>3</sup> Chintrakarn, Jiraporn & Tong

<sup>4</sup> Jensen & Meckling

<sup>5</sup> Demsetz and Lehn

<sup>6</sup> Laporta, Lopes-De-Silanes, Shleife & Vishny

مشابه، تمرکز مالکیت، به‌وسیله کاهش هزینه نظارت، عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد. در مقابل، بعضی از محققان استدلال می‌کنند که مالکیت عمده، می‌تواند برای شرکت زیان‌آور باشد. در واقع سهامداران بزرگ، ممکن است؛ از قدرت خود برای از بین بردن ثروت سهامداران اقلیت استفاده کنند. این مشکل تعارض منافع، در اکثر کشورهای در حال توسعه رایج است (هایدر و فنگ، ۲۰۱۷). زیتون و تیان<sup>۱</sup> (۲۰۰۷)، به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با تمرکز مالکیت بالاتر، به‌صورت پیش فرض، ریسک بالاتری دارند. همچنین نتیجه تحقیقات قبلی نشان می‌دهد که حضور سهامداران کنترلی بر تصمیم‌گیری ریسکی مدیران تأثیر می‌گذارد (هایدر و فنگ، ۲۰۱۷). بر همین اساس این انتظار وجود دارد که سهامداران کنترلی از طریق مکانیزم‌های نظارت و کنترل بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت، تأثیر گذارند. بنابراین فرضیه دوم پژوهش به‌شرح ذیل تدوین می‌گردد:

**فرضیه دوم:** تمرکز مالکیت، بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت، مؤثر است. انتخاب راهبرد تجاری و ترجیحات ریسک بستگی به هدف و ترجیحات مالک دارد. مالکان بسته به نوعی که دارند، اهداف متفاوتی را دنبال می‌کنند. ادبیات قبلی نشان می‌دهد که عملکرد متفاوتی بین شرکت‌های دولتی و غیردولتی وجود دارد. همانطور که ژو و آدامز<sup>۲</sup> (۲۰۰۸) دریافتند که تفاوت در ویژگی بازار سرمایه چین، بر راهبری شرکت و تصمیمات تجاری مؤثر است و این مسئله نیز بر ریسک شرکت تأثیرگذار است.

لی<sup>۳</sup> (۲۰۰۹)، به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های غیردولتی نگرانی بیشتری در مورد عملکردشان نسبت به شرکت‌های دولتی دارند. بنابراین ریال می‌توان مدعی شد؛ نقش تعدیل‌کننده مالکیت عمده بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری بسته به نوع مالکیت دارد. مالکیت دولتی، به دلایل متعددی منجر به تضاد منافع و مشکلات عملیاتی نسبت به مالکیت غیردولتی می‌شود؛ که برخی از مهم‌ترین آن‌ها عبارتند از:

ابتداء، مهم‌ترین مسئله شرکت‌های دولتی، غیاب مالکانی است که بتوانند مسئولیت‌های دولتی را بپذیرند و این مسئله منجر به قدرت گرفتن مدیرعامل می‌شود. دوم، در شرکت‌های دولتی تضاد منافع، افزایش می‌یابد؛ زیرا دولتی‌ها، اشتیاق اقتصادی هم‌سو با دیگر سهامداران را برای افزایش ارزش شرکت ندارند.

<sup>1</sup> Zeitun and Tian

<sup>2</sup> Zou and Adams

<sup>3</sup> Li

سوم اینکه، شرکت‌های دولتی متعلق به مردم است و بنابراین مالکیت آن‌ها نسبت به شرکت‌های غیردولتی پراکنده است، که این مسأله مشکلات مربوط به نظارت و کنترل را به چالش می‌کشد (هایدر و فنگ، ۲۰۱۷).

ژو و آدامز (۲۰۰۸)، دریافتند که حضور مالکان دولتی، منجر به افزایش نوسان سهام می‌شود. همچنین مالکان دولتی، که از امکانات دولتی بهره می‌برند، جز بزرگترین مالکان شرکت‌ها محسوب می‌شوند و سهامداران دولتی هدف‌های دیگری غیر از حداکثرسازی ارزش دارند؛ برای مثال آن‌ها به یارانه‌ها و افزایش رفاه اجتماعی توجه دارند. مدیرعامل و سایر مدیران اجرایی در شرکت‌های با مالکان دولتی بیشتر به دلیل ارتباطات اجتماعی و سیاسی استخدام می‌شوند تا مهارت و تحصیلات. در بلند مدت، مدیریت ناکارآمد؛ منجر به افزایش ریسک شرکت می‌گردد.

برهمن اساس، چنین انتظار می‌رود که حضور مالکان دولتی، منجر به افزایش قدرت مدیران عامل گردد (هایدر و فنگ، ۲۰۱۷) و فرضیه سوم پژوهش به شرح ذیل تدوین می‌گردد:

**فرضیه سوم:** تأثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت در شرکت‌های دارای مالکان غیردولتی نسبت به شرکت‌های دارای مالکان دولتی بیشتر است.

### روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و در حوزه مطالعات همبستگی و تحلیل رگرسیون قلمداد می‌شود.

- جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که
- صورت‌های مالی آن‌ها در دسترس و سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند هر سال باشد.
- همچنین جز شرکت‌های مالی و سرمایه‌گذاری، بیمه و بانک‌ها نباشند.
- وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه نیز نداشته باشند و

دوره زمانی پژوهش بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ باشد. نتایج آزمون فرضیه‌ها براساس نرم افزار ایویوز ۹ به دست آمده است. در این تحقیق برای جمع‌آوری داده‌های مربوط به ادبیات تحقیق و فرضیه‌ها از روش کتابخانه‌ای استفاده شده و با مطالعه کتب، مقالات، پایان‌نامه‌ها، نشریه‌های تخصصی پارسی و لاتین، اینترنت، این بخش‌ها نگاشته شده؛ همچنین از طریق مطالعه صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های نمونه، یادداشت‌های توضیحی، گزارشات هیأت مدیره به مجمع عمومی سالانه و سایت اینترنتی بورس اوراق بهادار داده‌ها جمع‌آوری گردیده است.

### مدل و متغیرهای پژوهش

به‌منظور آزمون فرضیه اول، مدل پژوهش به پیروی از تحقیق هایدن و فنگ (۲۰۱۷) به شرح ذیل است:

$$\text{Risk}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{CEOp}_{it} + \beta_2 \text{ROA}_{it} + \beta_3 \text{CAPEX}_{it} + \beta_4 \text{CF}_{it} + \beta_5 \text{MTB}_{it} + \beta_6 \text{Size}_{it} + \beta_7 \text{LEV}_{it} + \beta_8 \text{Age}_{it} + \beta_9 \text{ROA}_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه دوم، مدل پژوهش؛ به پیروی از تحقیق هایدن و فنگ (۲۰۱۷)؛ به شرح ذیل است:

$$\text{Risk}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{CEOp}_{it} + \beta_2 \text{Ownership}_{it} + \beta_3 \text{CEOp}_{it} \times \text{Ownership}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{CAPEX}_{it} + \beta_6 \text{CF}_{it} + \beta_7 \text{MTB}_{it} + \beta_8 \text{Size}_{it} + \beta_9 \text{Lev}_{it} + \beta_{10} \text{Age}_{it} + \beta_{11} \text{ROA}_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

جهت آزمون فرضیه سوم، مدل پژوهش؛ به پیروی از تحقیق هایدن و فنگ (۲۰۱۷)؛ به شرح ذیل است:

$$\text{Risk}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{CEOp}_{it} + \beta_2 \text{Ownership}_{it} + \beta_3 \text{SOE}_{it} + \beta_4 \text{CEOp}_{it} \times \text{Ownership}_{it} \times \text{SOE}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \text{CAPEX}_{it} + \beta_7 \text{CF}_{it} + \beta_8 \text{MTB}_{it} + \beta_9 \text{Size}_{it} + \beta_{10} \text{Leverage}_{it} + \beta_{11} \text{Age}_{it} + \beta_{12} \text{ROA}_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

در ادامه متغیرهای پژوهش معرفی و به‌صورت عملیاتی تعریف می‌شوند:

#### نگاره شماره ۱: تعریف متغیرهای پژوهش

روش محاسبه	نماد										
<p>با استفاده از مدل سه عاملی فاما و فرنچ محاسبه می‌شود:</p> $R_i - R_F = \alpha_i + \beta_1 (R_M - R_F)_{it} + \beta_2 \text{SMB}_{it} + \beta_3 \text{HML}_{it} + \varepsilon_{it}$ <p>R بازده سهام سالانه به پیروی از تحقیق دستگیر، گوگردچیان و آدمیت (۱۳۹۴)؛ به شرح ذیل است:</p> $R_t = \frac{[(1+\alpha)P_1 - P_0 + \text{DPS} - 1000\beta]}{P_0} \times 100$ <p>در معادله بالا:</p> <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tr> <td>P<sub>1</sub></td> <td>قیمت سهام شرکت در پایان دوره</td> </tr> <tr> <td>P<sub>0</sub></td> <td>قیمت سهام شرکت در ابتدای دوره</td> </tr> <tr> <td>α</td> <td>درصد کل افزایش سرمایه</td> </tr> <tr> <td>β</td> <td>درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی</td> </tr> <tr> <td>DPS</td> <td>سود تقسیمی هر سهم</td> </tr> </table>	P <sub>1</sub>	قیمت سهام شرکت در پایان دوره	P <sub>0</sub>	قیمت سهام شرکت در ابتدای دوره	α	درصد کل افزایش سرمایه	β	درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی	DPS	سود تقسیمی هر سهم	Risk
P <sub>1</sub>	قیمت سهام شرکت در پایان دوره										
P <sub>0</sub>	قیمت سهام شرکت در ابتدای دوره										
α	درصد کل افزایش سرمایه										
β	درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی										
DPS	سود تقسیمی هر سهم										

نماد	روش محاسبه
	<p><math>R_F</math> بازده بدون ریسک: تفاضل میانگین نرخ بازده بازار و نرخ بهره بدون ریسک (بهره بدون ریسک یک داده اقتصادی بوده و در این پژوهش برابر با نرخ سود سپرده‌های یکساله بانک مرکزی می‌باشد).</p> <p><math>R_m</math> بازدهی بازار، که به پیروی از تحقیق پورحیدری و شهبازی (۱۳۸۷)؛ به شرح ذیل است:</p> $R_m = \frac{\text{شاخص کل بورس اول دوره} - \text{شاخص کل بورس آخر دوره}}{\text{شاخص بورس اول دوره}}$ <p>SMB: تفاوت بین میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های کوچک و پرتفوی سهام شرکت‌های بزرگ است که به آن عامل اندازه می‌گویند و با رابطه ذیل سنجیده می‌شود (فاما و فرنچ، ۱۹۹۶):</p> $SMB = \frac{\left(\frac{S}{L} + \frac{S}{M} + \frac{S}{H}\right)}{3} - \frac{\left(\frac{B}{L} + \frac{B}{M} + \frac{B}{H}\right)}{3}$ <p>که در رابطه بالا:</p> <p><math>\frac{S}{L}</math> شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها پایین است.</p> <p><math>\frac{S}{M}</math> شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها متوسط است.</p> <p><math>\frac{S}{H}</math> شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها بالا است.</p> <p><math>\frac{B}{L}</math> شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها پایین است.</p> <p><math>\frac{B}{M}</math> شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها متوسط است.</p> <p><math>\frac{B}{H}</math> شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها بالا است.</p> <p>HML: تفاوت بین میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌هایی با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و پرتفوی سهام شرکت‌هایی با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین است که عموماً به آن عامل ارزش می‌گویند و با رابطه ذیل سنجیده می‌شود (فاما و فرنچ، ۱۹۹۶):</p> $HML = \frac{\left(\frac{S}{H} + \frac{B}{H}\right)}{2} - \frac{\left(\frac{S}{L} + \frac{B}{L}\right)}{2}$ <p>که در رابطه بالا:</p> <p><math>\frac{S}{H}</math> شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها بالا است.</p> <p><math>\frac{B}{H}</math> شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها بالا است.</p> <p><math>\frac{S}{L}</math> شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها پایین است.</p> <p><math>\frac{B}{L}</math> شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها پایین است.</p> <p>(ε): انحراف معیار باقی مانده معادله: ریسک‌پذیری شرکت</p>

نماد	روش محاسبه
CEOp	<p>قدرت مدیرعامل از جمع امتیاز ۵ شاخص به‌دست می‌آید:</p> <p>۱- ساختار قدرت (Structural Power):</p> <p>Duality: در صورتیکه مدیرعامل و رئیس هیأت‌مدیره (یا نایب رئیس هیأت‌مدیره)، یک نفر باشند؛ ۱ و در غیراینصورت صفر.</p> <p>Inside Director: در صورتی‌که مدیرعامل عضو هیأت‌مدیره باشد؛ ۱ و در غیراینصورت صفر.</p> <p>۲- قدرت مالکیت (Ownership Power):</p> <p>CEO share: در صورتی‌که مدیرعامل صاحب بخشی از سهام شرکت باشد، ۱ و در غیراینصورت صفر.</p> <p>Institutional Share: در صورتیکه شرکت دارای سهامدار نهادی باشد، ۱ و در غیراینصورت صفر.</p> <p>سهامداران نهادی، شخصیت یا مؤسسه‌ای هستند که به خرید و فروش حجم عظیمی از اوراق بهادار می‌پردازند؛ مانند بانک‌های دولتی و خصوصی، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه و سازمان تامین اجتماعی، صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بنیادها و نهادها (کاشانی پور، احمدپور و باقرپور، ۱۳۸۹).</p> <p>۳- قدرت تجربه (Expertise Power):</p> <p>Tenure: در صورتی‌که مدت تصدی مدیرعامل بیشتر از میانه تصدی صنعت باشد، ۱ و در غیراینصورت صفر (برای یافتن میانه صنعت، مجموعه اعداد تصدی مدیران برای شرکت‌های موجود در هر صنعت خاص به ترتیب مقدار مرتب می‌شوند و سپس عددی که در وسط آنها قرار دارد؛ میانه صنعت خواهد بود).</p> <p>۴- قدرت اعتبار (Prestige Power):</p> <p>Education: در صورتی‌که مدیرعامل دارای مدرک کارشناسی ارشد یا بالاتر باشد، ۱ و در غیراینصورت صفر.</p> <p>Outside service: در صورتی‌که مدیرعامل عضو هیأت‌مدیره شرکت دیگری باشد، ۱ و در غیراینصورت صفر.</p> <p>۵- قدرت جمعیت شناختی (Demographic Power):</p> <p>Gender: در صورتی‌که مدیرعامل مرد باشد، ۱ و در غیراینصورت صفر.</p> <p>مجموع امتیاز جنبه‌های فوق برای هر شرکت به‌عنوان قدرت مدیرعامل، مدنظر قرار خواهد گرفت.</p>
Ownership	درصد سهام تحت تملک پنج سهامدار اول شرکت
SOE	اگر شرکت دارای مالک دولتی باشد، ۱ و در غیراینصورت صفر. مالکیت دولتی اشاره به میزان سهامی دارد که مستقیماً تحت مالکیت و جزو دارایی دولت است، بدون توجه به درصد آن (هایدر و فنگ، ۲۰۱۷)

نماد	روش محاسبه
RoA	سود خالص تقسیم بر مجموع دارایی‌ها
CAPEX	تغییر در خالص دارایی‌های ثابت به علاوه هزینه‌های استهلاک تقسیم بر مجموع دارایی‌ها
CF	جریان نقد عملیاتی بر مجموع دارایی‌ها
MTB	ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در انتهای دوره بر ارزش دفتری دارایی‌ها
Leverage	مجموع بدهی‌ها بر مجموع دارایی‌ها
Age	لگاریتم طبیعی سال‌های فعالیت شرکت
SIZE	لگاریتم دارایی‌های شرکت

### یافته‌های پژوهش

#### آماره‌های توصیفی

طبق نگاره شماره (۲)، میانگین متغیر ریسک‌پذیری (Risk)، با مقدار  $0/089$  نشان می‌دهد که به‌طور متوسط میزان ریسک‌پذیری در میان شرکت‌های نمونه  $8/9$  درصد است. در مقایسه با پژوهش هایدر و فانگ (۲۰۱۶)، که میانگین ریسک‌پذیری  $3$  درصد است، میزان ریسک‌پذیری در جامعه مورد بررسی این پژوهش به‌صورت چشمگیری بالا است. میانگین متغیر درصد تمرکز مالکیت (Ownership) با مقدار  $0/50$  نشان می‌دهد که به‌طور متوسط، درصد تمرکز مالکیت در میان شرکت‌های حاضر در نمونه  $50$  درصد است. میانگین متغیر مالکیت دولتی (SOE) با مقدار  $0/82$  نشان می‌دهد که به‌طور متوسط،  $82$  درصد شرکت‌های حاضر دارای مالکیت دولتی هستند؛ در مقایسه با پژوهش هایدر و فانگ (۲۰۱۶)، که میانگین مالکیت دولتی  $3$  درصد است؛ مشاهده می‌گردد که میزان مالکیت دولتی در نمونه مورد بررسی نسبت به مقاله بیس به صورت قابل توجهی بالاتر است. میانگین متغیر بازده دارایی‌ها (ROA)، با مقدار  $0/12$  نشان می‌دهد که به‌طور متوسط نسبت سود خالص بر مجموع دارایی‌ها  $12$  درصد است.

نگاره شماره ۲: آمار توصیفی

نماد متغیر	Risk	CEOOp	Ownership	SOE	ROA	CAPEX	CF	MTB	Lev	Age
میانگین	۰.۰۸۹	۳.۹۶۲	۰.۵۰۲	۰.۸۲۷	۰.۱۲۶	۰.۰۱۰	۰.۱۳۰	۱.۲۴۰	۰.۵۰۰	۲.۷۸۹
میانه	۰.۰۷۸	۴.۰۰۰	۰.۶۵۰	۱.۰۰۰	۰.۱۱۰	۰.۰۰۹	۰.۱۱۳	۱.۴۰۳	۰.۵۵۲	۲.۷۷۳
افزونه دامنه	۰.۳۸۱	۸.۰۰۰	۰.۸۸۴	۱.۰۰۰	۰.۶۳۰	۰.۰۳۰	۰.۶۴۲	۲.۹۹۴	۰.۹۹۳	۳.۹۳۲
کمینه دامنه	۰.۰۰۴	۲.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	-۰.۴۰۰	۰.۰۰۰	-۰.۴۶۰	-۲.۹۷۰	۰.۰۰۰	۱.۳۶۸
انحراف معیار	۰.۰۵۵	۰.۷۱۱	۰.۳۳۹	۰.۳۷۹	۰.۱۳۶	۰.۰۰۹	۰.۱۳۱	۰.۹۹۹	۰.۲۳۹	۰.۴۶۴
چولگی	۱.۵۶۱	-۰.۱۴۵	-۰.۵۶۱	-۱.۷۲۶	۰.۵۷۹	۰.۴۴۰	۰.۵۵۱	-۰.۱۲۰	-۰.۳۶۳	۰.۱۳۵
کشیدگی	۱.۴۸۱	۵۰.۱۰۱	۱.۶۳۷	۳.۹۷۹	۴.۵۴۸	۱.۹۷۶	۴.۴۷۶	۱.۹۸۵	۲.۴۶۲	۲.۹۵۳
مشاهدات	۹۵۲	۹۵۲	۹۵۲	۹۵۲	۹۵۲	۹۵۲	۹۵۲	۹۵۲	۹۵۲	۹۵۲

در این پژوهش آزمون F لیمر برای تعیین نوع روش تخمین (روش داده‌های تلفیقی یا روش داده‌های پانل) و از آزمون هاسمن برای تعیین نوع الگو (اثر تصادفی یا ثابت) استفاده شده است (بالتاجی؛ ۲۰۰۵)، در تمام الگوهای پژوهش سطح معناداری برای آزمون هاسمن و F لیمر کمتر از ۰.۰۵ است؛ لذا مدل پانل با اثرات ثابت برای آزمون هر سه فرضیه انتخاب می‌شود.

در مرحله بعد، مفروضات رگرسیون بررسی شد؛ در بررسی فرض ناهمسانی واریانس باقی مانده از آزمون نسبت احتمال استفاده شده است؛ در این آزمون فرض بر ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها است که با توجه به معنادار بودن مدل‌های پژوهش، فرضیه ما مبنی بر وجود ناهمسانی واریانس در مدل‌های پژوهش پذیرفته می‌شود. بنابراین، به منظور رفع ناهمسانی واریانس از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است. در بررسی فرض هم‌خطی بین متغیرهای الگوهای پژوهش از آزمون هم خطی VIF استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون هم‌خطی VIF بیانگر آن است که مقدار میانگین آماره F برای هر سه الگو کمتر از ۱۰ می باشد؛ لذا بین متغیرهای مستقل مدل‌های پژوهش مشکل هم‌خطی حاد وجود ندارد.

در ادامه نتیجه آزمون فرضیات پژوهش به تفکیک هر یک از فرضیات ارائه خواهد شد. در نگاره شماره (۳)، نتایج آزمون فرضیه اول ارائه شده است.

نگاره شماره ۳: نتایج آزمون فرضیه اول

نام	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	$\alpha_0$	۰.۱۱۶	۰.۰۷۹	۱.۴۸۱	۰.۱۳۹
قدرت مدیرعامل	CEOp	-۰.۰۰۹	۰.۰۰۴	-۲.۳۵۸	۰.۰۱۹
بازده دارایی‌ها	ROA	۰.۰۵۳	۰.۰۱۱	۴.۶۶	۰.۰۰
هزینه سرمایه‌ای	CAPEX	۰.۱۴۵	۰.۱۲	۱.۲۰۲	۰.۲۳
جریان نقدی	CF	۰.۰۲۵	۰.۰۰۹	۲.۷۷	۰.۰۰۶
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MTB	۰.۰۰	۰.۰۰۰	۰.۵۵۲	۰.۵۸۱
اندازه شرکت	SIZE	۰.۰۲۵	۰.۰۰۷	۳.۵۴۷	۰.۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۰.۰۰۲	۰.۰۰۴	۰.۴۹۵	۰.۶۲۱
سن شرکت	AGE	-۰.۱۲۲۰	۰.۰۴۸	-۲.۵۷۲	۰.۰۱۰
بازده دارایی‌ها/سال قبل	ROAt-1	-۰.۱۱۸	۰.۰۳۲	-۳.۶۲۵	۰.۰۰۰
اعتبارسنجی	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> تعدیل شده	آماره W-D	آماره F	احتمال آماره F
مقدار	۰.۴۲	۰.۳۲	۲.۲۶	۴.۱۵	۰.۰۰

مطابق نگاره (۳)، آماره t برای رابطه متغیر مستقل قدرت مدیرعامل (با ضریب -۰.۰۰۹) برابر با ۲.۳۵۸ است و سطح معنی‌داری متغیر مذکور نیز برابر با ۰.۰۱ است که نشان دهنده آن است که در معادله حاضر، در سطح معناداری ۹۰ درصد، قدرت مدیرعامل با ریسک‌پذیری ارتباط معکوس و معناداری دارد. متغیرهای کنترلی بازده دارایی‌ها، جریان نقدی، اندازه شرکت، سن شرکت و بازده دارایی‌های سال قبل نیز رابطه معناداری با ریسک‌پذیری شرکت دارند. بنابراین فرضیه اول پژوهش رد نمی‌گردد.

نگاره شماره ۴: نتایج آزمون فرضیه دوم

نام	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	C	۰.۱۵	۰.۱۱۷	۱.۲۸	۰.۲۰۱
قدرت مدیرعامل	CEOp	-۰.۰۰۶	۰.۰۱۸	-۰.۳۶۱	۰.۷۱۸
تمرکز مالکیت	OW	-۰.۰۲۳	۰.۰۶۸	-۰.۳۴۴	۰.۷۳۱
رابطه تعدیلگر	CEOp×OW	۰.۰۰۳	۰.۰۲۱	۰.۱۴۴	۰.۸۸۵
بازده دارایی‌ها	ROA	۰.۰۵۱	۰.۰۱۱	۴.۴۵۴	۰.۰۰۰
هزینه سرمایه	CAPEX	۰.۱۴۶	۰.۱۲۹	۱.۱۳۲	۰.۲۵۸
جریان نقدی	CF	۰.۰۲۵	۰.۰۰۹	۲.۷۵۷	۰.۰۰۶
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MTB	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۴۳۵	۰.۶۶۴
اندازه شرکت	SIZE	۰.۰۲۴	۰.۰۰۷	۳.۴۴	۰.۰۰۱
اهرم مالی	LEV	۰.۰۰۲	۰.۰۰۴	۰.۴۴۵	۰.۶۵۷
سن شرکت	AGE	-۰.۱۲۶	۰.۰۴۹	-۲.۵۶۷	۰.۰۱۱
بازده دارایی‌ها/سال قبل	ROA-t-1	-۰.۱۱۹	۰.۰۳۴	-۳.۵۳۲	۰.۰۰۰
اعتبارسنجی	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> تعدیل شده	آماره W-D	آماره F	احتمال آماره F
مقدار	۰.۴۲	۰.۳۱	۲.۲۶	۴.۰۰	۰.۰۰۰

آماره t برای تأثیر قدرت مدیرعامل بر ریسک‌پذیری در شرکت‌های دارای تمرکز مالکیت نسبت به شرکت‌های فاقد مالکیت متمرکز (CEOp×OW) (با ضریب ۰.۰۰۳) برابر با ۰.۱۴۴ است و سطح معنی‌داری متغیر مذکور نیز برابر با ۰.۸۸ است که از نظر آماری معنادار نیست. با توجه به عدم معناداری ضریب  $\beta_3$ ، نتیجه تحلیل فرضیه دوم نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت، بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت، مؤثر نیست. در معادله حاضر، بازده دارایی‌ها، جریان نقدی، اندازه شرکت با ریسک‌پذیری ارتباط مستقیم و معناداری دارد. متغیر سن شرکت و بازده دارایی‌های سال قبل با ریسک‌پذیری ارتباط منفی و معناداری دارد. اما متغیرهای هزینه سرمایه، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و اهرم مالی ارتباط معناداری با ریسک‌پذیری نداشتند. پس فرضیه دوم پژوهش رد می‌شود.

نام	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	C	۲۰.۱۶	۳۰.۱۰	۸۱.۵۷	۰.۱۱۵
قدرت مدیرعامل	CEOp	-۷۰.۰۰	۰.۰۰۶	-۶۱.۰۸	۸۰.۲۷
تمرکز مالکیت	OW	-۰.۰۲۸	۰.۰۱۳	-۲.۱۲	۰.۰۳۴
مالکیت دولتی	SOE	-۳۰.۰۰	۰.۰۲۰	-۰.۱۴	۰.۸۸۸
رابطه تعدیلگر	CEOp×OW×SOE	-۳۰.۰۰	۰.۰۰۵	-۰.۵۳۵	۳۰.۵۹
بازده دارایی‌ها	ROA	۳۰.۰۵	۳۰.۰۱	۴.۱۳۹	۰.۰۰۰
هزینه سرمایه	CAPEX	۰.۱۴	۴۰.۱۳	۸۱.۰۴	۰.۲۹۵
جریان نقدی	CF	۰.۰۲۴	۰.۰۰۹	۷۲.۶۲	۹۰.۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MTB	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۸۰.۴۷	۰.۶۳۳
اندازه شرکت	SIZE	۰.۰۲۴	۷۰.۰۰	۳.۴۹۷	۱۰.۰۰
اهرم مالی	LEV	۰.۰۰۱	۰.۰۰۴	۰.۳۱۸	۰.۷۵۰
سن شرکت	AGE	-۸۰.۱۲	۰.۰۴۹	-۲.۶۰۸	۰.۰۰۹
بازده دارایی/سال قبل	ROAt-1	-۰.۱۲۰	۰.۰۳۴	-۵۳.۴۸	۱۰.۰۰
اعتبارسنجی	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> تعدیل شده	آماره W-D	آماره F	احتمال آماره F
مقدار	۰.۴۲	۰.۳۱	۲.۲۶	۳.۹۹	۰.۰۰

آماره t برای تأثیر قدرت مدیرعامل بر ریسک‌پذیری (با بتای ۰.۰۰۷-) برابر با ۱۰.۸۶- است و سطح معنی‌داری متغیر مذکور نیز برابر با ۰.۲۷ است که از نظر آماری معنادار نیست. آماره t برای تأثیر تمرکز مالکیت بر ریسک‌پذیری (با بتای ۰.۰۲۸-) برابر با ۲.۱۲- است و سطح معنی‌داری متغیر مذکور نیز برابر با ۰.۰۰ است که از نظر آماری معنادار است. آماره t برای تأثیر حضور مالکان دولتی بر ریسک‌پذیری (با بتای ۰.۰۰۳-) برابر با ۰.۱۴ است و سطح معنی‌داری متغیر مذکور نیز برابر با ۰.۸۸ است که از نظر آماری معنادار نیست. آماره t برای تأثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت در شرکت‌های دارای مالکان غیردولتی نسبت به شرکت‌های دارای مالکان دولتی (با بتای ۰.۰۰۳-) برابر با ۰.۵۳۵- است و سطح معنی‌داری متغیر مذکور نیز برابر با ۰.۵۹ است که از نظر آماری معنادار نیست.

طبق نگاره (۳) متغیرهای بازده دارایی‌ها، جریان نقدی و اندازه شرکت با ریسک‌پذیری ارتباط مستقیم و معناداری دارند؛ اما متغیر سن و بازده دارایی‌های سال قبل ارتباط منفی و معناداری با ریسک‌پذیری شرکت دارد. اما متغیرهای هزینه سرمایه‌ای، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و اهرم مالی ارتباط معناداری با ریسک‌پذیری نداشتند. پس فرضیه سوم پژوهش رد می‌شود.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

همانطور که در مبانی نظری عنوان گردید؛ دو دیدگاه در مورد تأثیر قدرت مدیرعامل بر نتایج شرکت وجود دارد. دیدگاه اول، به‌عنوان دیدگاه تئوری سازمانی طبقه می‌شود و دیگری دیدگاه اقتصادی است. همان‌طور که عنوان گردید؛ جنسن (۱۹۹۳)، دیلی و دالتون (۱۹۹۴)، آدامز و آلمیدا و فریرا (۲۰۰۵)، چنگ (۲۰۰۸)، چیترا کارن، جیراپورن و تانگ (۲۰۱۵)، و هایدن و فانگ (۲۰۱۶) همسو با دیدگاه تئوری سازمانی نشان می‌دهند که مدیران عامل قدرتمند، تصمیمات ریسک‌درازی‌تری اخذ می‌کنند (هایدر و فنگ، ۲۰۱۷). براساس نتایج به‌دست آمده در مورد فرضیه اول، می‌توان چنین نتیجه گرفت؛ افزایش قدرت مدیران عامل می‌تواند به کاهش ریسک‌پذیری شرکت بی‌انجامد. یعنی، نتیجه فرضیه اول نشان داد که قدرت مدیرعامل، بر ریسک‌پذیری، تأثیر معکوس و معناداری دارد. این نتایج با نتایج پژوهش‌های مطرح شده در قسمت فوق در تضاد و همسو با دیدگاه‌های مدیریتی و اقتصادی یعنی نظریه وابستگی به منابع و نظریه مباشرت است و با نتایج پژوهش هایدن و فنگ (۲۰۱۷)، بطور دقیق هم‌سو است. در واقع بر مبنای نتایج این پژوهش، ممکن است؛ مدیران با افزایش قدرت خود، سعی می‌کنند؛ شرکت را در وضعیت پایداری حفظ نموده و منابع با ارزشی کسب کنند. برای دستیابی به این هدف، مدیران تلاش می‌کنند؛ وضعیت فعلی شرکت را حفظ و از دست زدن به تغییرات، از جمله تغییرات راهبردی پرهیز نمایند. در واقع قدرت بالای مدیرعامل معادل است؛ با درجه پایین‌تری از تنوع در راهبردها و نوآوری در بازاریابی و در نتیجه ریسک‌پذیری. بعلاوه مدیرانی که طولانی‌مدت در سازمان ابقا شوند؛ تمایل کمتری به هم‌سو نمودن راهبردهای شرکت با بازار دارند. مورد مذکور، می‌تواند؛ منجر به کاهش ریسک‌پذیری گردد.

انتظار می‌رفت که که سهامداران کنترلی از طریق مکانیزم‌های نظارت و کنترل بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت، تأثیر داشته باشند. اما نتیجه فرضیه دوم این پژوهش نشان داد که تمرکز مالکیت، بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت، مؤثر نیستند. این نتیجه با نتایج پژوهش هایدن و فنگ (۲۰۱۷) و هایدن و فنگ (۲۰۱۶) هم‌سو نیست. این مسئله ممکن است؛

به دلیل ساختار متفاوت مالکیت متمرکز شرکت‌های ایرانی و نقش بسیار پررنگی که دولت به عنوان تمرکز مالکیت در اغلب شرکت‌های ایرانی ایفا می‌کند؛ باشد؛ به عبارت دیگر، نوع متفاوت تمرکز مالکیت، می‌تواند عاملی برای نتایج متفاوت این پژوهش باشد. همانطور که ژو و آدامز (۲۰۰۸)، دریافتند؛ تفاوت در ویژگی بازار سرمایه چین، بر راهبری شرکت و تصمیمات تجاری موثر است و این مسئله نیز بر ریسک شرکت تأثیرگذار است. این موضوع می‌تواند؛ در مورد کشور ما نیز صادق باشد. همچنین تأثیر شاخص‌های راهبری شرکتی که در دوره مورد بررسی به شدت مورد توجه ناظران بازار سرمایه بوده است؛ نیز ممکن است؛ بر نتایج متفاوت این پژوهش موثر باشد.

همان‌طور که پیشتر عنوان گردید؛ انتخاب راهبرد تجاری و ترجیحات ریسک بستگی به هدف و ترجیحات مالک دارد. مالکان بسته به نوعی که دارند، اهداف متفاوتی را دنبال می‌کنند. ادبیات قبلی نشان می‌دهد که عملکرد متفاوتی بین شرکت‌های دولتی و غیردولتی وجود دارد. لی (۲۰۰۹)، به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های غیردولتی نگرانی بیشتری در مورد عملکردشان نسبت به شرکت‌های دولتی دارند. نقش تعدیل‌کننده تمرکز مالکیت بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری بسته به نوع مالکیت دارد. مسائل متعدد شرکت‌های دولتی، مشکلات مربوط به نظارت و کنترل را به چالش می‌کشد. هیدرو فنگ (۲۰۱۷) عنوان نمودند؛ به دلایل متعددی، حضور مالکان دولتی، منجر به افزایش قدرت مدیران عامل گردد. اما نتیجه فرضیه سوم نشان داد که تأثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت در شرکت‌های دارای مالکان غیردولتی نسبت به شرکت‌های دارای مالکان دولتی تفاوتی ندارد. این نتیجه با نتایج پژوهش هایدر و فنگ (۲۰۱۷)، هم‌سو نیست. در بخش آمار توصیفی، مقایسه‌ای بین ویژگی جامعه مورد بررسی هایدر و فنگ (۲۰۱۷) و جامعه مورد بررسی در این پژوهش صورت گرفت و نشان داده شد؛ متوسط درصد مالکیت دولتی در پژوهش حاضر ۸۲ درصد و در پژوهش هایدر و فنگ (۲۰۱۷)، ۳ درصد است؛ نتایج متضاد این پژوهش نیز با پژوهش یاد شده ممکن است از این تفاوت قابل توجه و نقش پررنگ دولت و تصمیمات دولتی و قدرت این نهاد در فرایند تصمیم‌گیری شرکت‌های جامعه مورد بررسی نشأت گرفته باشد و نقش مدیرعامل را در ریسک‌پذیری شرکت تحت تأثیر قرار دهد.

با توجه به نتایج به‌دست آمده به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود؛ با توجه به ترجیحات ریسک خود و نیز رابطه منفی بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت، ساختار قدرت، قدرت مالکیت، تجربه و اعتبار و نیز جنسیت مدیران را در تصمیمات خود به‌عنوان یک عامل مؤثر بر ریسک‌پذیری و در نتیجه بازدهی شرکت مدنظر قرار دهند.

به محققان پیشنهاد می‌شود به بررسی موضوعات ذیل در پژوهش‌های آتی بپردازند:

- پژوهش حاضر با کمک شاخص‌های دیگر سنجش قدرت مدیرعامل همچون عضویت در کمیته حسابرسی، کمیته پاداش و کمیته انتصابات، عوامل تحصیلی و همچنین ویژگی‌های مانند سطح هورمون تستوسترون مدیرعامل سنجیده شود تا رابطه بین ابعاد دیگر قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت نیز مورد سنجش قرار گیرد.

-- این موضوع بررسی شود که آیا رابطه معکوس بین قدرت مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت ناشی از مسائلی است که در نظریه وابستگی به منابع عنوان شده یا ناشی از موارد عنوان شده در نظریه مباشرت است.

## منابع و مأخذ

- 1- Adams, R. B., Almeida, H. and Ferreira, D. (2005), "Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance", *The Review of Financial Studies*, Vol. 18 No. 4, pp. 1403-1432.
- 2- Altunbaş, Y., Thornton, J., & Uymaz, Y. (2018). CEO tenure and corporate misconduct: Evidence from US banks. *Finance Research Letters*, 26, 1-8.
- 3- Bebchuk, L. A., Cremers, K. J. M. and Peyer, U. C. (2011). The CEO pay slice". *Journal of Financial Economics*. Vol. 102 No. 1, pp. 199-221.
- 4- Breit, L., Song, X., Sun, L. & Zhang, J. (۲۰۱۹). CEO power and labor productivity. *Accounting Research Journal*.  
<https://doi.org/10.1108/ARJ-05-2016-0056>.
- 5- Cheng, S. (2008), "Board size and the variability of corporate performance. " *Journal of Financial Economics*, Vol. 87 No. 1, pp. 157-176.
- 6- Chintrakarn, P., Jiraporn, P. and Tong, S. (2015), "How do powerful CEOs view corporate risk-taking? Evidence from the CEO pay slice (CPS)". *Applied Economics Letters*. Vol. 22 No. 2, pp. 104-109.
- 7- Dastgir, M., googerd Chian, A. & Adamit, S. (2015). The relationship between earnings quality (earnings distribution) and stock returns. *Financial Accounting and Auditing Research*.7 (26). PP: 21-37. *(In Persian)*
- 8- DeBoskey, D. G., Luo, Y., & Zhou, L. (2019). CEO power, board oversight, and earnings announcement tone. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(2), 657-680.
- 9- Derakhshan Mehr, A. & Karami, S. (2019). The effect of CEO tenure and the size of the audit firm on the quality of accounting information. *Accounting and Management vision Journal*.2(6).pp:17-30.
- 10- Fama, E. & French, K. (1996). Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *The Journal of finance*, Volume51, Issue1, March 1996, Pages 55-84, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb05202.x>

- 11- Haider, J. & Fang, H. (۲۰۱۷). CEO power, corporate risk taking and role of large shareholders. *Journal of Financial Economic Policy*, <https://doi.org/10.1108/JFEP-04-2017-0033>
- 12- Haider, J. and Fang, H. (2016a), "Board Size and Corporate Risk: Evidence from China". *Journal of Asia-Pacific Business*. Vol. 17 No. 03, pp. 229-248.
- 13- Haider, J. and Fang, H. (2016b), "Board Size, Ownership Concentration and Future Firm Risk". *Chinese Management Studies*. Vol. 10 No. 4, pp. 692-709.
- 14- Harper, j. & Sun, l. (2019). CEO power and corporate social responsibility, *American Journal of Business*, vol. 34 no. 2.
- 15- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, pp. 305-360.
- 16- Kashanipoor, M., Ahmadpoor, A., Bagherpour, S. (2010). The Investigation of Association Between Short-term and Long-term Institutional Ownership and Aggressive Corporate Earnings Management. *Journal of Knowledge Accounting*, 1(3), 7-29. doi: 10.22103/jak.2010.38
- 17- mazlumi, N., latifi, F., aasaai, H. (2007). Risk Taking Behavior of CEO'S and Firm Performance (Companies Registered with Tehran Stock Exchange). *Management Studies in Development and Evolution*, 18(56), 71-92. (*In Persian*)
- 18- Pourheydari, O., Shahbazi, M. (2008). An Investigation of the Relationship between Market Return, Firm Size and Book-to-Market Value of Equity with Return of Equity in Tehran Stock Exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 6(24), 35-51. (*In Persian*)
- 19- Rahnama roodposhti, F., zandi, A. (2019). CEO's power and capital structure based on Lee's model. *Journal of accounting and social interests*, 9(1), 1-20. doi: 10.22051/ijar.2019.20896.1411(*In Persian*)
- 20- Sheikh, S. (2019). An examination of the dimensions of CEO power and corporate social responsibility. *Review of Accounting and Finance*, Vol. 18 Issue: 2, pp.221-244, <https://doi.org/10.1108/RAF-01-2018-0034>.

- 21- Tavangar Hamzeh Kalaei, A & Scaffi Asl, M. (2017).” The relationship between the power of the CEO Characteristics of the audit committee and the quality of internal control.” *Financial accounting and auditing research*. 10(38).PP: 187 207. *(In Persian)*
- 22- Zeitun, R. and Tian, G. G. (2007), "Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan?". *Corporate Governance: The international journal of business in society*. Vol. 7 No. 1, pp. 66-82.
- 23- Zou, H. and Adams, M. B. (2008), "Corporate ownership, equity risk and returns in the People's Republic of China", *Journal of International Business Studies*. Vol. 39, pp. 1149–1168.