



## Effect of Corporate Governance System on the Specific Risk of Stock Volatility based on Asset Pricing Model: Evidence from Linear and Non-Linear Regression

Fatemeh Zhoolanezhad<sup>1\*</sup>, Raheleh Amirkhani<sup>2</sup>

1.PhD in Accounting, Faculty of Humanities, Faizul Islam Institute of Higher Education, Khomeini Shahr, Iran. \* Corresponding Author

2.MSc. Student of Accounting, Faculty of Humanities, Faizul Islam Institute of Higher Education, Khomeini Shahr, Iran.

Received:2023/10/28

Accepted: 2024/03/12

### Abstract

Ownership structure and corporate governance are effective and important factors for the level of risk accepted by companies. The ownership structure and corporate governance determine the level of exposure to risk. The effects of risk appetite are significant because they can affect the company's profitability, changes in market value and the probability of bankruptcy. This study examined the effect of family ownership, corporate governance and board of directors' characteristics on the accepted risk. In line with the goal of the research, twelve hypotheses were formulated. In order to test these hypotheses using the systematic elimination method, a sample of 180 companies was selected from among the companies admitted to the Tehran Stock Exchange during the years 2011 to 2021. To analyze the data and test the hypotheses, multivariable regression models were used using the panel data method. The results of the research showed that family and non-family ownership had a linear and non-linear effect on accepted risk, the size of the board of directors did not have a significant effect on the accepted risk; moreover, the presence of women in the board of directors did not have a significant effect on the accepted risk.

**Keywords:** Accepted risk, Family ownership, Non-family ownership, Members of board of directors, Women members of board of directors.



## تأثیر نظام راهبری شرکتی بر ریسک ویژه نوسانات سهام بر پایه مدل قیمت گذاری دارایی: شواهدی از رگرسیون خطی و غیرخطی

فاطمه ژولانژاد<sup>۱</sup>، راحله امیرخانی<sup>۲</sup>

۱. دکترای حسابداری، دانشکده علوم انسانی، موسسه آموزش عالی فیض الاسلام، خمینی شهر، ایران. (نویسنده مسئول)
۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم انسانی، موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی غیردولتی فیض الاسلام، خمینی شهر، ایران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۸/۰۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۱۲/۲۲

### چکیده

ساختار مالکیت و راهبری شرکتی و حاکمیت شرکتی عوامل مؤثر و مهمی برای سطح ریسک پذیرفته شده توسط شرکت‌ها هستند. ساختار مالکیت و راهبری شرکتی و حاکمیت شرکتی، میزان مواجهه با ریسک را تعیین می‌کند. اثرات ریسک‌پذیری قابل توجه است؛ زیرا می‌تواند بر سودآوری شرکت، تغییر ارزش بازار و احتمال ورشکستگی تأثیر بگذارد. این پژوهش، تأثیر مالکیت خانوادگی و راهبری شرکتی و ویژگی‌های هیئت مدیره را بر ریسک پذیرفته شده بررسی می‌کند. در راستای هدف پژوهش، دوازده فرضیه تدوین شد. جهت آزمون این فرضیه‌ها-با استفاده از روش حذف سامان‌مند جامعه آماری قابل دسترس، نمونه‌ای متشکل از ۱۸۰ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۹۰ لغایت ۱۴۰۰ انتخاب گردید. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیون چند متغیره به روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت خانوادگی بر ریسک پذیرفته شده به صورت خطی و غیر خطی تأثیر می‌گذارد، مالکیت غیرخانوادگی بر ریسک پذیرفته شده به صورت خطی و غیر خطی تأثیر می‌گذارد، اندازه هیأت مدیره بر ریسک پذیرفته شده تأثیر معناداری ندارد و همچنین حضور زنان در هیأت مدیره بر ریسک پذیرفته شده تأثیر معناداری ندارد.

**واژگان کلیدی:** ریسک پذیرفته شده، مالکیت خانوادگی، مالکیت غیرخانوادگی، اعضای هیئت مدیره، زنان عضو هیئت مدیره

## مقدمه

در سال‌های اخیر و در ادبیات مالی و اقتصاد، شرکت‌های خانوادگی در کانون توجه قرار گرفته‌اند؛ چرا که پژوهش‌های گذشته نشان داده‌اند که شرکت‌های خانوادگی به‌طور مستقیم عمومی‌ترین شرکت‌های تجاری در سراسر جهان را اداره می‌کرده‌اند (بندسن و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷ و ۲۰۱۱؛ فاجیو و لنگ<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲، لاپورتا و همکاران<sup>۳</sup>، ۱۹۹۹). در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، شرکت‌های خانوادگی به شکل سازمان یافته، سهم قابل توجهی را در بازار سرمایه دارا هستند. مطالعات متعددی که در این زمینه انجام شده است تفاوت‌های تملک شرکت‌های خانوادگی را در بین کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه شناسایی کرده است.

اندرسون و ریب<sup>۴</sup> (۲۰۰۳) پیشنهاد می‌کنند که مالکان خانوادگی، استراتژی‌های کاهش ریسک را از طریق تنوع بیشتر شرکت یا استفاده کمتر از بدهی نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی دنبال نمی‌کنند، دیگر شواهد نشان می‌دهد که خانواده‌ها با تأثیر بر سطح و نوع سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت شرکت، ریسک شرکت را کاهش می‌دهند. بویژه، شواهد نشان می‌دهد که خانواده‌ها با اختصاص منابع کمتر به سرمایه‌گذاری‌های پرخطر مخارج پژوهش و توسعه نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی، درگیر اجتناب از ریسک هستند.

کوثری و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۰۲) نشان دادند که فعالیت‌های سرمایه‌گذاری پژوهش و توسعه شرکت‌ها می‌تواند تأثیر شدیدی بر ریسک شرکت داشته باشد. به‌طور کلی، نتایج نشان می‌دهد که الگوهای سرمایه‌گذاری بین شرکت‌های خانوادگی و شرکت‌های غیرخانوادگی متفاوت است. نگوین<sup>۶</sup> (۲۰۱۱) استدلال می‌کند با بررسی شرکت‌های خانوادگی ژاپنی این نتیجه حاصل شد که کنترل خانواده و مالکیت متمرکز به‌طور مثبت با ریسک‌پذیری شرکت مرتبط است.

لاپورتا و همکاران (۱۹۹۹) و مورک و یونگ<sup>۷</sup> (۲۰۰۳) اشاره می‌کنند که خانواده‌ها ریسک‌گریزتر هستند؛ زیرا دارایی‌های متمرکز بیشتری در شرکت‌های خود دارند. همچنین اندرسون و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۰۳) نشان می‌دهند که خانواده‌ها ممکن است ریسک کمتری را متحمل شوند زیرا می‌خواهند تجارت خود را به نسل بعدی منتقل کنند. برخی از مطالعات سعی می‌کنند نتایج متناقضی را در مورد ریسک‌گریزی بنگاه‌های خانوادگی با توجه به سهام آنها تفکیک کنند؛ گومز-مچیا و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۰۷) استدلال می‌کنند که خانواده‌ها با از دست دادن ثروت اجتماعی-عاطفی از کسب‌وکار خود متفرند و رفتار ریسک‌پذیر آنها به احتمال این ضرر بستگی دارد. هر چه احتمال زیان بیشتر باشد ریسک کمتری پذیرفته می‌شود و بالعکس.

بورکارت و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۳) استدلال می‌کنند که حداکثر کردن ثروت خانواده کنترل‌کننده را می‌توان با حداکثر کردن ارزش شرکت یا سلب مالکیت از منافع خصوصی بسته به سهام خانواده به دست آورد. اگر خانواده‌ای سهام به میزان قابل توجهی بزرگ داشته باشد، منافع آنها با منافع شرکت همسو می‌شود. در این صورت، خانواده ریسک بیشتری را متحمل می‌شود که ارزش شرکت را ایجاد می‌کند. از سوی دیگر، اگر خانواده‌ای سهام نسبتاً کوچکی داشته باشد، ممکن است با به حداکثر رساندن ارزش شرکت، حداکثر مطلوبیت خود را دنبال نکند. در عوض، آنها سعی می‌کنند از منافع شخصی مانند تداوم مالکیت خانواده سوء استفاده کنند و سیاست‌های محافظه کارانه تری در شرکت اتخاذ کنند. بین این دو منبع انگیزه، فرض می‌شود که ریسک‌پذیری یک شرکت به میزان سهام سهامداران کنترل‌کننده بستگی دارد. همانطور که آمیهود و لو<sup>۱۱</sup> (۱۹۸۱)، دمستز و لن<sup>۱۲</sup> (۱۹۸۵) و اندرسون و ریب (۲۰۰۳) استدلال می‌کنند که خانواده‌های کنترل‌کننده از منافع شخصی خود - با در نظر گرفتن پروژه‌های کم خطر، در صورتی که سهام آنها کمتر از سطح معینی باشد - محافظت می‌کنند. از سوی دیگر، اگر یک خانواده کنترل‌کننده بیش از ۵۰ درصد از سهام

1. Bennedsen, et.al
2. Faccio and Lang
3. La Porta et al
4. Anderson and Reeb
5. Kothari, Laguerre and Leone
6. Nguyen
7. Morck and Yeung
8. Anderson et al
9. Gómez-Mejía et al
10. Burkart et al
11. Amihud, and Baruch
12. Demsetz and Lehn

شرکت خود را در اختیار داشته باشد، خانواده معمولاً پروژه‌های مخاطره آمیزی را برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت انجام می‌دهد که با منافع خانواده هماهنگ است (دمستز و لن، ۱۹۸۵، گروسمن وهارت<sup>۱</sup>، ۱۹۸۸، دی آنجلو و دی آنجلو<sup>۲</sup>، ۲۰۰۰، فاجیو و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۱، اندرسون و ریب، ۲۰۰۳، جان و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸، راجر و شات<sup>۵</sup>، ۲۰۱۶، کوکولی و پروزی<sup>۶</sup>، ۲۰۱۷). لاون و لوین<sup>۷</sup> (۲۰۰۹) و پالیگورووا<sup>۸</sup> (۲۰۱۰) نشان می‌دهند که هر چه سهامداران کنترل کننده یک شرکت بیشتر باشد، شرکت ریسک بیشتری را متحمل خواهد شد. از سوی دیگر جان و همکاران (۲۰۰۸) استدلال می‌کنند که هیچ رابطه‌ای بین ساختار مالکیت و ریسک‌پذیری شرکت وجود ندارد. همچنین، لاپورتا و همکاران (۱۹۹۹)، مورک و یونگ (۲۰۰۳)، و اندرسون و همکاران (۲۰۰۳) نشان دادند که کنترل خانواده و مالکیت متمرکز رابطه منفی با ریسک‌پذیری شرکت دارد.

به دلیل دخالت مالکان خانواده در امور کسب‌وکار و توانایی آنها در کنترل مدیران، شرکت‌های خانوادگی، شکل سازمانی ایده‌آلی را نشان می‌دهند که در آن اهداف مالک و شرکت در یک راستا قرار دارند (زهرا<sup>۹</sup>، ۲۰۰۵). دوم، صاحبان خانواده به دلیل نیازه اطمینان از تداوم شرکت و به حداکثر رساندن ثروت خانواده، جهت‌گیری بلندمدت قوی‌تری نسبت به سایر دسته از سهامداران دارند.

علاوه بر این، ریسک‌پذیری شرکت‌های خانوادگی، تحت تأثیر عوامل مختلفی است: مانند پرتفوی کل ثروت، منافع مالی و غیر مالی و پتانسیل برای استقرار آنها (رایت و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۱۹۹۶). در این راستا، استدلال می‌شود که انتصاب سهامداران بزرگ و مالکان خانواده در هیئت مدیره بر ریسکی که شرکت‌ها با آن مواجه هستند، تأثیر می‌گذارد و مدیران استخدام شده را به سمت سطوح ریسک مورد نظر مالکان هدایت می‌کند (اسپونگ و سالیوان<sup>۱۱</sup>، ۱۹۹۸).

رایت و همکاران (۱۹۹۶) دریافته‌اند که با افزایش سطح مالکیت سهام، ریسک‌پذیری شرکت کاهش می‌یابد. الینگ و مارک<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۴) گزارش کردند که تعداد بیشتری از سهامداران بر انتخاب‌های ریسک‌پذیر شرکت تأثیر منفی می‌گذارد. از یک طرف، استدلال می‌شود که صاحبان خانواده از استراتژی‌های محافظه‌کارانه‌تری برای محدود کردن خطر شکست شرکت و افزایش احتمال واگذاری حمایت می‌کنند (آبینزانو و همکاران<sup>۱۳</sup>، ۲۰۲۰). از سوی دیگر، هدف واگذاری کسب‌وکار به نسل بعدی، صاحبان خانواده را به سمت بهره‌برداری کامل از فرصت‌های کارآفرینی سوق می‌دهد (نگوین، ۲۰۱۱) و پروژه‌های مخاطره‌آمیز را برای افزایش ارزش و مزیت رقابتی شرکت انجام می‌دهند (زهرا، ۲۰۰۵). علاوه بر این، به نظر می‌رسد که این تمایل با ارزش‌های منحصر به فرد مالکان، انگیزه، تعهد به کسب‌وکار و هزینه‌های فرصت نظارت تقویت شده است (راندوی و گوئل<sup>۱۴</sup>، ۲۰۰۳). علاوه بر این، از آنجایی که پورتفولیوهای صاحبان خانواده تمایل به تنوع کمتری دارند، این شرایط می‌تواند به طور متناوب منجر به ریسک‌پذیری کمتر شود، زمانی که صاحبان خانواده احساس می‌کنند که عدم اطمینان بیش از حد را تحمل می‌کنند یا در موارد تنوع پایین به سطوح ریسک بالاتری می‌پردازند (اندرسون و ریب، ۲۰۰۳؛ اندرسون و همکاران، ۲۰۰۹؛ نگوین، ۲۰۱۱). با وجود این، برخی از نویسندگان (وانگ و همکاران<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۷؛ سونفیلد و لوسیر<sup>۱۶</sup>، ۲۰۰۹) معتقدند که به دلیل فقدان تخصص و دانش، مالکان خانواده نسبت به مدیران حرفه‌ای مدیران بدتری هستند و در تدوین استراتژی‌های شرکتی مناسب، بویژه در محیط‌های

- 
1. Grossman and Hart
  2. DeAngelo and DeAngelo
  3. Faccio et al
  4. John et al
  5. Roger and Schatt
  6. Cucculelli and Peruzzi
  7. Laeven and Levine
  8. Paligorova
  9. Zahra
  10. Wright et al
  11. Spong and Sullivan
  12. Eling and Marek
  13. Abinzano et al.,
  14. Randoy and Goel
  15. Wang et al
  16. Sonfield and Lussier

بیرونی نامطمئن و متلاطم شکست می‌خورند (رابینسون و پیرس<sup>۱</sup>، ۱۹۸۴؛ دایر<sup>۲</sup>، ۱۹۸۹؛ شریدر و همکاران<sup>۳</sup>، ۱۹۸۹؛ یوسف و سافو<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵). بنابراین کسب‌وکارهای خانوادگی را در معرض سطوح بیشتری از خطر قرار می‌دهند (بری<sup>۵</sup>، ۱۹۹۸). به‌نظر می‌رسد این امر به‌ویژه در مورد شرکت‌های خانوادگی که با حمایت کم از سرمایه‌گذار کار می‌کنند صادق است، جایی که اعضای خانواده باید به‌دلیل تضادهای نمایندگی، در اداره کسب‌وکار درگیر باقی بمانند (بورکارت و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۳). اکثر مطالعات قبلی بر ارتباط بین مالکیت خانواده و عملکرد شرکت متمرکز بودند و نتایج متفاوتی را گزارش کردند (مک‌کاناهی و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۱؛ کرانکوویست و نیلسون<sup>۸</sup>، ۲۰۰۳؛ بارث و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۰۵؛ ویلاونگا و آمیت<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۶؛ نگوین<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۱). در مورد ریسک‌پذیری، برخی از نویسندگان شواهدی ارائه می‌دهند که نشان می‌دهد مالکیت خانواده بر ریسک‌پذیری شرکت تأثیر منفی می‌گذارد. کیم و چو<sup>۱۱</sup> (۲۰۲۱) ارتباطی بین سهامداران بزرگ خانواده و سطوح پایین ریسک شرکت را گزارش کردند؛ بر این اساس راجورما و همکاران<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۹) نشان دادند که تمرکز مالکیت خانواده و کنترل خانواده ریسک شرکت‌ها را کاهش می‌دهد و پالیگوروا (۲۰۱۰) و گادووم و ایادی<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۳) دریافتند که سهامداران خانواده کانا‌دایی با افزایش مالکیت از ریسک کردن اجتناب می‌کنند. در مقابل، نگوین (۲۰۱۱) ارتباط مثبتی بین مالکیت خانوادگی و سطوح ریسک شرکت‌ها پیدا می‌کند که با توانایی بیشتر مالکان خانواده در سوق دادن شرکت‌ها به سمت سرمایه‌گذاری‌های افزایش‌دهنده ارزش و ریسک‌پذیر و دوری از استراتژی‌های متنوع توضیح داده می‌شود (ولپین<sup>۱۴</sup>، ۲۰۰۲؛ دی پیترا و همکاران<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۸؛ ماتیاس گاما و رودریگز<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۳).

### چارچوب نظری و پیشینه پژوهش

در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به‌ویژه در بازار سهام، ریسک و بازده دو وزنه اصلی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذار محسوب می‌شوند. این سؤال که چه عوامل ریسکی بر بازده سهام مؤثر هستند، سالهاست که سؤال اصلی محققان و بازیگران دنیای مالی می‌باشد (چاندرا و ساردی<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۳). بخشی از ریسک را که غیرقابل کنترل بوده و مربوط به عوامل خارجی می‌شود ریسک سیستماتیک می‌نامند؛ در مقابل، ریسک غیرسیستماتیک مربوط به داخل شرکت است (بادآورنهدی و همکاران<sup>۱۸</sup>، ۱۳۹۰). ریسک غیرسیستماتیک، گاهی اوقات ریسک خاص، ریسک نامتعارف یا ریسک قابل تنوع‌بخشی نامیده می‌شود (عرب صالحی و حمیدیان<sup>۱۹</sup>، ۱۳۹۴). جزء خاصی از ریسک غیرسیستماتیک، نوسانات بازده سهام، موسوم به نوسانات ویژه می‌باشد. وجود شواهد محکم مبنی بر روند افزایشی و غیرتصادفی نوسانات ویژه بازده سهام (نظیر کمیل و همکاران<sup>۲۰</sup>، ۲۰۰۱؛ فینک و همکاران<sup>۲۱</sup>، ۲۰۱۰) سبب شد، نوسانات ویژه بازده سهام به‌عنوان معمای اصلی در اغلب مطالعات مطرح شود (دومینگوس<sup>۲۲</sup>، ۲۰۱۶). در ادبیات موجود، واژه‌هایی نظیر نوسانات ویژه بازده سهام و ریسک ویژه شرکت به‌طور جایگزین به کار برده می‌شوند (راونتری<sup>۲۳</sup>، ۲۰۱۳؛ عبده و وارلا<sup>۲۴</sup>، ۲۰۱۷). با توجه به اینکه نوسانات ویژه بازده سهام در بسیاری از زمینه‌ها نظیر تنوع‌بخشی پرتفوی‌ها، مدیریت پرتفولیو و ارزش‌گذاری

1. Robinson and Pearce
2. Dyer
3. Shrader et al
4. Yusuf and Saffu
5. berry
6. McConaughy et al
7. Cronqvist and Mattias
8. Barth et al
9. Villalonga and Amit
10. Kim and Cho
11. Rajverma et al.
12. Gadhoum and Ayadi
13. Volpin
14. Di Pietra et al
15. Matias Gama and Rodrigues
16. Chandra and Suardi.
17. Campbell et al.
18. Fink et al.
19. Domingues
20. Rountree
21. Abdoh and Varela

اختیارات کاربرد دارد، شناسایی عوامل مؤثر بر نوسانات ویژه می‌تواند حائز اهمیت باشد (چن و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲؛ راجگوپال و ونکاتاجالام<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱). سودمندی مطالعه نوسان پذیری بازده سهام از سوی سرمایه‌گذاران از این جهت است که آنها نوسان‌پذیری بازده سهام را به‌عنوان معیاری از ریسک در نظر می‌گیرند. همچنین خطمشی‌گذاران بازار سرمایه می‌توانند از این معیار به‌عنوان ابزاری برای اندازه‌گیری میزان آسیب‌پذیری بازار سهام استفاده نمایند (قربانی و همکاران، ۱۳۹۲). پژوهشگران مختلف تلاش زیادی کرده‌اند تا به تشریح عوامل ایجاد این نوسانات بپردازند (ایروین و پونتیف<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸؛ راجگوپال و ونکاتاجالام، ۲۰۱۱؛ پاستور و ورونزی<sup>۴</sup>، ۲۰۰۳). ثابت شده است که ساختار مالکیت و حاکمیت یک شرکت، عوامل مهم تعیین‌کننده برای سطح ریسک پذیرفته شده توسط شرکت‌ها هستند (توفانو<sup>۵</sup>، ۱۹۹۶؛ بوبکری و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۳). توفانو (۱۹۹۶) و اندرسون و ریب (۲۰۰۳) نشان دادند که در مدیریت سرمایه، ساختار مالکیت و مشارکت مدیران یا هیأت مدیره اثر کلی ریسک را تعیین می‌کنند. پالیگورووا (۲۰۱۰) بیان می‌کند که سهامداران عمده می‌توانند بر سطح تمایل به ریسک تأثیر بگذارند.

تأثیر تمرکز مالکیت خانوادگی در یک کسب‌وکار بر ریسک پذیرفته شده، نشان می‌دهد که در موارد خاص، این ویژگی ارتباط تنگاتنگی با مشارکت متعلق به یک خانواده دارد. در سطح نظری، بخش قابل توجهی از پژوهش‌های پیشین استدلال کرده‌اند که کسب‌وکارهای خانوادگی ریسک‌پذیری پایینی دارند (اندرسون و ریب، ۲۰۰۳؛ فاجیو و همکاران، ۲۰۰۱) و میزان بالای ثبات مالی با ساختارهای نسبتاً محافظه‌کارانه و سطح بدهی پایین دارد (ولز و زلوگر<sup>۷</sup>، ۲۰۱۰؛ گونزالس و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۱۲).

با این حال، این روند می‌تواند تحت تأثیر عوامل متعدد مرتبط با مشارکت خانواده در یک کسب‌وکار باشد؛ ویژگی‌های مدیر خانواده، محیط و رقابت، یکی از عواملی که می‌تواند سطح ریسک را به‌طور خاص تر تعدیل کند، درصد مشارکت در سرمایه شرکت است (آیزنهارت<sup>۹</sup>، ۱۹۸۹؛ پالمر وایزمن<sup>۱۰</sup>، ۱۹۹۹). کروونکوویست و نیلسون (۲۰۰۳) نشان می‌دهند که سهامداران بزرگ، مدیران را انتخاب می‌کنند و آنها سیاست‌هایی را که باید دنبال شود، تعیین می‌کنند؛ به‌طور خلاصه، آنها تعیین‌کننده عاملی برای سطح ریسک پذیرفته شده توسط یک شرکت هستند. "نظریه نمایندگی" پیش‌بینی می‌کند که مدیران به‌دلیل تأثیر بر شهرت و موقعیت و تمایل آنها برای حفظ شغل خود، ریسک‌گریز هستند (جنسن و مک‌لینگ<sup>۱۱</sup>، ۱۹۷۶؛ آمیهود و لو، ۱۹۸۱؛ جان و همکاران، ۲۰۰۸). در حالی که سهامداران انگیزه‌هایی برای افزایش ریسک دارند (استی<sup>۱۲</sup>، ۱۹۹۸؛ گالائی و ماسولیس<sup>۱۳</sup>، ۱۹۷۶). وقتی صاحبان خانواده از نزدیک مدیران خود را زیر نظر داشته باشند مشکل نمایندگی را می‌توان کاهش داد (فرانکس و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۲۰۰۱). در نتیجه، تمرکز مالکیت بر سطح نظارت و ریسک‌پذیری تأثیر می‌گذارد (ایانوتا و همکاران<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۷؛ نگوین، ۲۰۱۱). در مورد تأثیر تمرکز مالکیت بر ریسک‌پذیری، اتفاق نظر وجود ندارد؛ برخی از مطالعات بین تمرکز مالکیت و ریسک ارتباط مثبتی می‌دانند (هاو و همکاران<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۰، لاون و لوین، ۲۰۰۹). شرکت‌هایی که توسط سهامداران بزرگ کنترل می‌شوند احتمالاً سطح بالایی از ریسک را متحمل می‌شوند (آمیهود و لو، ۱۹۸۱).

به‌دلیل ماهیت غیر متنوع مالکیت خانوادگی، خانواده‌ها دلایل معتبری برای کاهش سطح ریسک‌پذیری خود دارند (بوبکر و همکاران، ۲۰۱۶، ویلانگا و آمیت، ۲۰۰۶)، از طرف دیگر خانواده‌ها تمایل دارند به شرکت‌های خود جبران کمبود تنوع شخصی

- 
1. Chen et al
  2. Rajgopal and Venkatachalam
  3. Irvine and Pontiff
  4. Pastor and Veronesi
  5. Tufano
  6. Boubakri et al
  7. Welsh and Zellweger
  8. González et al
  9. Eisenhardt
  10. Palmer and Wiseman
  11. Jensen and Meckling
  12. Esty
  13. Galai and Masulis
  14. Franks et al.
  15. Iannotta et al
  16. Haw et al.

آنها تنوع ببخشند. علاوه بر این، مالکان خانوادگی انگیزه‌های قوی برای محافظت از منافع خصوصی شخصی خود دارند (اندرسون و ریب، ۲۰۰۳؛ فاجیو و همکاران، ۲۰۰۱؛ جان و همکاران، ۲۰۰۸). انگیزه‌های استخراج مزایای کنترل نیز در تجارت‌های خانوادگی قوی‌تر است؛ زیرا مزایای مالی فقط برای اعضای خانواده است و بین مالکان مختلف تقسیم نمی‌شود (ویلاونگا و آمیت، ۲۰۰۶).

با این حال، در صورت وجود تعداد بالای سهامداران مربوطه، ریسک می‌تواند به‌طور قابل توجهی تغییر کند، که اکثر آنها ریسک بالایی را برعهده دارند (مشرا، ۲۰۱۱). افزایش سطح تمرکز به‌طور مثبت بر سطح ریسک در نظر گرفته شده تا یک سطح خاص تأثیر می‌گذارد که در آن نقطه رابطه معکوس می‌شود (لی و همکاران، ۲۰۱۸؛ اودین، ۲۰۱۶؛ اندرسون و فریزر، ۲۰۰۰؛ گورتون و روزن، ۱۹۹۵). به‌همین ترتیب، هنگامی که سهامداران کنترل قابل توجهی بر شرکت دارند، انگیزه بیشتری برای پذیرش ریسک‌های بزرگ در تلاش برای کسب سود بیشتر دارند؛ زیرا ریسک با بقیه سهامداران تقسیم می‌شود. با این حال، از یک سطح مشخص با توجه به‌اینکه سهامداران بیشتر ریسک‌پذیرفته شده را بر عهده می‌گیرند و از آنجایی که سرمایه‌گذاری آنها ممکن است متنوع نباشد تمایل بیشتری به پذیرش ریسک دارند. برای غلظت‌های بسیار بالا، مشکل ایجاد شده توسط نظریه نمایندگی (نماینده اصلی) با همسویی بین منافع سهامداران و مدیران کاهش می‌یابد و هر دو مشخصات ریسک‌گریزتری دارند: سهامداران به‌دلیل ریسک بسیار متمرکز و مدیران به‌دلیل اینکه حفظ موقعیت و شغل حرفه‌ای خود را در اولویت قرار می‌دهند (جان و همکاران، ۲۰۰۸). از یک سو، زمانی که تمرکز کم است، می‌توان درک کرد که سرمایه‌گذاری سهامداران متنوع‌تر است و از سوی دیگر، مجامع سهامداران بزرگتر و کمتر مستقل است که می‌تواند باعث انحراف از ریسک‌پذیری بهینه شود.

اگر سهامداران مرتبط زیادی وجود داشته باشند، این می‌تواند باعث افزایش سطح ریسک مفروض شود (مشرا، ۲۰۱۱) زیرا وجود سایر سهامداران بزرگ نفوذ سهامدار عمده را محدود می‌کند (بویاکر و همکاران، ۲۰۱۶). سهامدارانی که بخش قابل توجهی از دارایی‌های خود را نیز به خطر می‌اندازند اما فرصت‌های کمتری برای استخراج منافع خصوصی دارند، سعی می‌کنند ریسک بیشتری را برای جستجوی بازدهی بالاتر بپذیرند (بویاکر و همکاران، ۲۰۱۶).

هیئت مدیره می‌تواند نقش مهمی در سطح ریسک‌پذیرفته شده توسط شرکت ایفا کند؛ از آنجایی که قدرت برکناری و پاداش دادن به مدیران (لین و همکاران، ۲۰۱۱)، کنترل مدیریت، حفاظت از منافع سهامداران و انتخاب حسابرس را به‌عهده دارند. اندازه و ترکیب هیئت مدیره ممکن است برای توضیح ریسک‌پذیرفته شده توسط شرکت مرتبط باشد (هسلین و دونالدسون، ۱۹۹۹). در زمینه روانشناسی اجتماعی و رفتار سازمانی، اندازه گروه تصمیم‌گیری، نشان دهنده دشواری قابل توجهی در دستیابی موافقت نامه برای پروژه‌های پرخطر و تسهیل جایگزین‌های معقول به‌منظور توافق محکم پیشنهاد می‌شود (والاچ و کوگان، ۱۹۶۵؛ ساه و استیگلitz، ۱۹۹۱).

اکثریت قریب به اتفاق اعضای هیئت مدیره را مردان تشکیل می‌دهند؛ ادبیات موجود نشان می‌دهد که زنان بیشتر از مردان ریسک‌گریز هستند (کروسون و گنیزی، ۲۰۰۹؛ نیدرل و وسترون، ۲۰۰۷) و در انتخاب راهبردها تهاجمی کمتری دارند (آپستگیا و همکاران، ۲۰۱۲؛ کارنس و گنیزی، ۲۰۱۲). از جمله، (پالویا و همکاران، ۲۰۱۵ و فاجیو و همکاران، ۲۰۱۶) ارتباط بین مدیران عامل زن و ریسک تجاری را مورد بررسی قرار دادند و به‌این نتیجه رسیدند با انتصاب زنان، ریسک شرکت کاهش یافت؛ زیرا آنها تصمیم‌ها پرخطر کمتری گرفتند.

1. Mishra
2. Lee et al.
3. Uddin.
4. Anderson, and Fraser.
5. Gorton, an Rosen.
6. Lin et al.
7. Heslin and Donaldson
8. Wallach and Kogan
9. Sah and Stiglitz
10. Croson and Gneezy
11. Niederle and Vesterlund
12. Apestequia et al
13. charness and Gneezy

لازم به ذکر است که در نتایج به دست آمده از این مبحث اتفاق نظر وجود ندارد؛ بنابراین (سیلا و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶) نشان دادند که اظهارات زن در ریسک تحت تأثیر هیئت مدیره هیچ مدرکی وجود ندارد. برعکس، نتایج (آدامز و فانک، ۲۰۱۲) نشان داد زنانی که توانستند به پست‌های مدیریتی دست یابند، با سایر زنان متفاوت بودند ریسک‌پذیرتر هستند و حتی استعداد بیشتری از سایر اعضای هیئت مدیره برای ریسک دارند.

تعدادی از مطالعات وجود دارد که نشان می‌دهد رابطه مثبتی بین مدیران عامل سهامدار و تمایل به ریسک کردن وجود دارد (هیل و اسنل<sup>۲</sup>، ۱۹۸۸؛ استی، ۱۹۹۸؛ لولین و مولر کاله<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲). با این حال، نویسندگانی مانند (دمیگل و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۴) وجود دارند که استدلال می‌کنند که این رفتار تا زمانی که مدیران به سطح معینی از مشارکت سهام برسند ادامه می‌یابد. در این مرحله، بی‌بزاری آنها از ریسک افزایش یافته است (مورک و همکاران، ۱۹۸۸).

به نظر می‌رسد که علت وجود اختلاف در نتایج تجربی قبل، وجود یک ارتباط غیرخطی بین راهبری شرکتی و ریسک باشد که در مواردی منجر به همپوشانی ارتباطات مثبت و منفی و یا بروز تنها یکی از وجوه ارتباط شده است. در پژوهش حاضر تلاش بر آن است که پاسخی به تناقض‌های ایجاد شده در یافته‌های محققان در راستای مشاهده ارتباطات مثبت و منفی بین نظام راهبری شرکتی بر ریسک ویژه نوسانات سهام ارائه گردد.

براین اساس فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر می‌باشند:

- فرضیه اول: کسب و کار خانوادگی بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت خطی تأثیر می‌گذارد.
- فرضیه دوم: کسب و کار خانوادگی بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت غیر خطی درجه ۲ تأثیر می‌گذارد.
- فرضیه سوم: کسب و کار خانوادگی بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت غیر خطی درجه ۳ تأثیر می‌گذارد.
- فرضیه چهارم: کسب و کار غیرخانوادگی بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت خطی تأثیر می‌گذارد.
- فرضیه پنجم: کسب و کار غیرخانوادگی بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت غیر خطی درجه ۲ تأثیر می‌گذارد.
- فرضیه ششم: کسب و کار غیرخانوادگی بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت غیر خطی درجه ۳ تأثیر می‌گذارد.
- فرضیه هفتم: اندازه هیئت مدیره بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت خطی تأثیر منفی می‌گذارد.
- فرضیه هشتم: اندازه هیئت مدیره بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت غیر خطی درجه ۲ تأثیر منفی می‌گذارد.
- فرضیه نهم: اندازه هیئت مدیره بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت غیر خطی درجه ۳ تأثیر منفی می‌گذارد.
- فرضیه دهم: حضور زنان در هیئت مدیره بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت خطی تأثیر منفی می‌گذارد.
- فرضیه یازدهم: حضور زنان در هیئت مدیره بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت غیر خطی درجه ۲ تأثیر منفی می‌گذارد.
- فرضیه دوازدهم: حضور زنان در هیئت مدیره بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت غیر خطی درجه ۳ تأثیر منفی می‌گذارد.

پیشینه مرتبط با موضوع پژوهش به شرح زیر است:

صالح نژاد و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی تحت عنوان "خصوصیات کیفی گزارشگری مالی شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به مقایسه شرکت‌های خانوادگی با شرکت‌های غیرخانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از لحاظ خصوصیات کیفی گزارشگری مالی ایران پرداختند؛ برای این منظور تعداد ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۸۹ تا ۹۳ انتخاب و براساس خانوادگی و غیرخانوادگی تفکیک و مورد مطالعه قرار دادند. در این راستا تمامی خصوصیات کیفی شامل ارزش پیش بینی کنندگی، ارزش تائیدکنندگی، انتخاب خاصه، بیان صادقانه، بی‌طرفی، احتیاط، کامل بودن، قابلیت مقایسه و قابلیت فهم اطلاعات را با استفاده از مدل‌های آماری و همچنین چک لیست‌های تهیه شده به صورت کمی درآوردند و با روش‌های آماری با استفاده از نسخه ۲۲ نرم افزار اس پی اس اس مورد

1. Sila et al.  
2. Hill and Snell  
3. Lewellyn and Muller-Kahle  
4. DeMiguel et al.



مقایسه قرار دادند. نتایج حاصل نشان می‌دهند که شرکت‌های خانوادگی از لحاظ خصوصیات کیفی گزارشگری مالی به جز در دو خصوصیت ارزش پیش بینی کنندگی و انتخاب خاصه با شرکت‌های غیرخانوادگی متفاوت هستند. این تفاوت‌ها نشان دادند که شرکت‌های خانوادگی در رعایت خصوصیات کیفی گزارشگری مالی بهتر از شرکت‌های خانوادگی عمل می‌کنند.

دهقان خاوری و ملایی (۱۴۰۰) در پژوهشی تحت عنوان " بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی بر رابطه بین ریسک شرکت و عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " به بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی بر رابطه بین ریسک شرکت و عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در روش تجزیه و تحلیل داده‌ها از رگرسیون خطی استفاده شد و همچنین برای تعداد نمونه از جامعه آماری دردسترس شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تعداد ۱۱۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۰ - ۱۳۹۷ انتخاب شد. روش گردآوری اطلاعات از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین از سایت کدال و نرم افزار ره‌آورد نوین بود. نتایج نشان داد که متغیر تعدیل‌گر مالکیت خانواده و ریسک شرکت، رابطه مستقیم و معناداری با عملکرد شرکت را نشان می‌دهد.

ایمانی و توسکی (۱۴۰۰) در پژوهشی تحت عنوان " بررسی نقش تعدیلی مالکیت خانوادگی در رابطه بین ویژگی‌های هیئت مدیره و افشای ریسک شرکت " به بررسی نقش تعدیلی مالکیت خانوادگی در رابطه بین ویژگی‌های هیئت مدیره و افشای ریسک شرکت پرداختند. ویژگی‌های هیئت مدیره در مدیریت افشای ریسک شرکت و در نتیجه، در تصمیم‌های راهبردی سازمان اثرگذار است. هدف پژوهش، بررسی نقش تعدیلی مالکیت خانوادگی بر رابطه بین ویژگی‌های هیئت مدیره و افشای ریسک شرکت بوده است. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و نمونه پژوهش نیز با لحاظ برخی ویژگی‌ها (شامل ۱۷۲ شرکت) در بازه زمانی ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۸ انتخاب شده است. روش پژوهش توصیفی - همبستگی است و فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته آزمون شده‌اند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش حاکی از آن بوده است که بین اندازه هیئت مدیره و تعداد جلسات هیئت مدیره با سطح افشای ریسک رابطه معناداری وجود دارد و بین دوگانگی سمت مدیرعامل و تجربه هیئت مدیره و تعداد جلسات هیئت مدیره با سطح افشای ریسک رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین، نتایج نشان داده است مالکیت خانوادگی رابطه بین تجربه هیئت مدیره و سطح افشای ریسک را تعدیل می‌کند و مالکیت خانوادگی رابطه بین اندازه هیئت مدیره، تعداد جلسات هیئت مدیره و دوگانگی سمت مدیرعامل سطح افشای ریسک را تعدیل نمی‌کند.

خوشکار و سرشار (۱۴۰۱) در پژوهشی تحت عنوان " نقش ویژگی‌های روان‌شناختی مدیران بر رابطه بین مالکیت شرکت‌های خانوادگی و سرمایه‌گذاری پژوهش و توسعه " به بررسی نقش ویژگی‌های روان‌شناختی مدیران بر رابطه بین مالکیت شرکت‌های خانوادگی و سرمایه‌گذاری پژوهش و توسعه پرداختند. پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از بعد روش‌شناسی، همبستگی بود. جامعه آماری پژوهش، با استفاده از جامعه آماری در دسترس شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۴۶ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش در دوره‌ی زمانی ۸ ساله بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ انتخاب شد. روش مورد استفاده جهت جمع‌آوری اطلاعات، کتابخانه‌ای بود و داده‌های مربوط برای اندازه‌گیری متغیرها از سایت کدال و صورت‌های مالی شرکت‌ها جمع‌آوری شدند و سپس برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم‌افزار ایویوز استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد بین مالکیت شرکت‌های خانوادگی و سرمایه‌گذاری پژوهش و توسعه، رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین ویژگی‌های روان‌شناختی مدیران (بیش اعتمادی مدیریت) بر این رابطه تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد.

رضاپور و انصاری (۱۴۰۱) در پژوهشی تحت عنوان " ارتباط بین نظام راهبری شرکتی، ریسک‌پذیری و رشد شرکت‌ها " به بررسی ارتباط بین نظام راهبری شرکتی، ریسک‌پذیری و رشد شرکت‌ها پرداختند. هدف اصلی در این پژوهش، بررسی " ارتباط بین نظام راهبردی شرکتی، ریسک‌پذیری و رشد شرکت " می‌باشد که در این خصوص از اطلاعات ۱۲۲ شرکت برای بازه زمانی ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ استفاده گردیده و نتایج فرضیات حاکی از این موضوع بوده که بین حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری در شرکت‌ها رابطه منفی وجود دارد، همچنین بین حاکمیت شرکتی و رشد شرکت‌ها نیز رابطه مستقیم و معنی‌داری وجود دارد؛ اما فرضیه دوم پژوهش، مبنی بر ارتباط بین ریسک‌پذیری و رشد شرکت‌ها اثبات نگردید. بنابراین کلیت موضوع و هدف پژوهش یعنی ارتباط بین نظام راهبردی شرکتی، ریسک‌پذیری و رشد شرکت روابط مثبت و منفی تأیید می‌شود. نهاد حاکمیتی، مشکل نمایندگی بین سهامداران

و مدیران اجرایی را کاهش می‌دهد؛ مدیران معمولاً ریسک‌گریز هستند زیرا تصمیم‌ها -خط مشی آنها در مقایسه با سهامداران با تنوع خوب محافظه کارانه است، آن‌ها پروژه‌های کم ریسک تری را می‌پذیرند و گاهی اوقات، حتی از پروژه‌های مخاطره آمیز با ارزش فعلی خالص مثبت اجتناب می‌کنند. همچنین تأثیر متغیرهای مختلف حاکمیت شرکتی در سطح شرکت، مانند انگیزه‌ها و ویژگی‌های مدیریتی، حقوق طلبکار، حمایت از سرمایه‌گذار، مسائل فرهنگی، اصلاح حاکمیت شرکتی یا ویژگی‌های هیئت مدیره یک امر ضروری است. شرکت با حاکمیت راهبری قوی‌تر و حمایت از سرمایه‌گذار منجر به ریسک بالاتر در سطح شرکت در سرمایه‌گذاری می‌شود که در جای خود، به‌طور مثبت با رشد شرکت مرتبط است.

الشیره و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) در پژوهشی تحت عنوان "ویژگی‌های هیئت مدیره و افشای ریسک شرکت، نقش تعدیل‌کننده مالکیت خانوادگی"، به بررسی سطح ریسک شیوه‌های افشا و تأثیر چهار ویژگی هیئت مدیره (اندازه هیئت مدیره، جلسات هیئت مدیره، دوگانگی مدیر عامل و تخصص هیئت مدیره) بر این شیوه‌ها در کشور اردن پرداختند؛ نمونه این مطالعه شامل شرکت‌های غیرمالی پذیرفته شده اردن در بورس اوراق بهادار امان می‌باشد؛ ۳۷۶ گزارش سالانه شرکت‌های نمونه در طول چهار سال از سال ۲۰۱۴ تا ۲۰۱۷ مورد استفاده قرار گرفت. رویکرد تحلیل محتوا برای جمع‌آوری داده‌ها و تعیین سطح افشای ریسک با محاسبه تعداد جملات مرتبط با ریسک در گزارش سالانه استفاده شد. برای آزمون فرضیه پژوهش از مدل اثر تصادفی استفاده شد. نتایج تجربی نشان داد که مجموع جملات افشای ریسک برای هر شرکت از حداقل مقدار ۲ جمله تا حداکثر مقدار ۶۱ جمله متغیر است و میانگین ۲۸ جمله است. همچنین نتایج نشان داد که تخصص هیئت مدیره با سطح افشای ریسک رابطه مثبت دارد. برعکس، دوگانگی مدیر عامل، تأثیر منفی بر رویه‌های افشای ریسک دارد. با این حال، از نتایج مشخص نشد که اندازه هیئت مدیره و جلسات هیئت مدیره چه تأثیری بر سطح افشای ریسک دارند.

الشیره و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۱) در پژوهشی تحت عنوان "ارتباط سیاسی، مالکیت خانوادگی و افشای ریسک شرکت: شواهد تجربی از اردن" به صورت تجربی به بررسی این که آیا ارتباط سیاسی با شیوه‌های افشای ریسک مرتبط است یا خیر پرداختند. رویکرد تحلیل محتوا -برای جمع‌آوری داده‌ها و تعیین سطح افشای ریسک در مورد شرکت‌های غیرمالی پذیرفته شده اردن در بورس اوراق بهادار- استفاده شد. نمونه این پژوهش، شامل ۳۷۶ گزارش سالانه در طول چهار سال از سال ۲۰۱۴ تا ۲۰۱۷ است. برای بررسی فرضیه پژوهش از رگرسیون اثر تصادفی استفاده شد. نتایج نشان داد که شرکت‌های مرتبط سیاسی اطلاعات ریسک کمتری را نسبت به شرکت‌های غیر مرتبط در اردن افشا می‌کنند. نتایج همچنین نشان می‌دهد که مالکیت خانوادگی در کاهش اثر منفی ارتباط سیاسی بر سطح ریسک شرکت کمک می‌کند.

ستیا-آتماجا و چاندرا<sup>۳</sup> (۲۰۲۱) در پژوهشی تحت عنوان "تأثیر مالکیت خانواده، مدیریت و نسل‌ها بر کاهش قیمت اولیه و عملکرد بلندمدت" تأثیر مالکیت خانواده، مدیریت و نسل‌ها را بر کاهش قیمت اولیه سهام و عملکرد بلندمدت شرکت‌های سهامی عام در اندونزی از سال ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۵ بررسی کردند. نتایج مطالعه نشان داد که قیمت پایین‌تر از IPO برای شرکت‌های خانوادگی ۲۸ درصد بیشتر از شرکت‌های غیرخانوادگی بود. در میان شرکت‌های خانوادگی، حضور یکی از اعضای خانواده به‌عنوان مدیر اجرایی (مدیرعامل) به‌طور قابل توجهی سطح زیر قیمت‌گذاری IPO را کاهش داد. یک رابطه منفی بین مدیر عامل خانواده و قیمت پایین IPO تنها در صورتی مشاهده شد که یک مدیر عامل در زمان IPO به جای فرزندان خانواده، بنیانگذار باشد. بازگشت بلندمدت IPO های شرکت‌های خانوادگی به احتمال زیاد عملکرد کمتری نسبت به هم‌تایان غیرخانوادگی خود دارد. یافته‌ها در بازار اولیه نشان داد که سرمایه‌گذاران مسائل بزرگ‌تری را در مورد تضاد نمایندگی بین سهامداران کنترل‌کننده و غیرکنترل در شرکت‌های خانوادگی نسبت به مسائل تضاد نمایندگی بین سهامداران و مدیریت در شرکت‌های غیرخانوادگی پیش‌بینی می‌کنند. از آنجایی که سرمایه‌گذاران، IPO های شرکت خانوادگی را ریسک‌پذیرتر از شرکت‌های غیرخانوادگی می‌دانند، برای جبران این خطرات، سطح بالاتری از قیمت‌گذاری پایین‌تر از عرضه اولیه سهام را طلب می‌کنند. نتایج در بازار ثانویه یافته‌های بازار اولیه را تأیید می‌کند.

1. Alshirah et al.

2. Setia-Atmaja and Chandera

دسته و کارابلی (۲۰۲۲) در پژوهشی تحت عنوان "مالکیت خانوادگی و ریسک: نقش مدیران خانوادگی" به بررسی رابطه بین مدیران خانوادگی و سطوح ریسک شرکت‌ها با حمایت کم از سرمایه‌گذار و عدم شفافیت شرکت پرداختند. مقاله، به‌طور خاص، بررسی کرده است که آیا سطح ریسکی که شرکت‌ها با آن مواجه هستند تحت تأثیر سهام مالکیت و فعالیت سهامداران خانوادگی قرار گرفته‌اند یا خیر. داده‌های حاکمیت شرکتی برای نمونه‌ای از ۹۰ شرکت پذیرفته شده ایتالیایی و ۵۴۰ مشاهده از سال ۲۰۱۸ به صورت دستی جمع آوری شد. سپس از تحلیل رگرسیون برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شد. شواهدی از ارتباط مثبت بین مالکیت فعال خانوادگی و ریسکی که شرکت‌های نمونه با آن مواجه هستند ارائه شد. این مطالعه همچنین نشان داد که تعداد مدیران داخلی با ریسک‌پذیری شرکت‌ها همبستگی منفی دارد.

لی و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۲) در پژوهشی تحت عنوان "مدیریت سود واقعی، حاکمیت شرکتی و ریسک سقوط قیمت سهام، شواهدی از چین" به بررسی ارتباط بین مدیریت سود واقعی و ریسک سقوط، به‌ویژه از دیدگاه اقتصاد بازار در حال ظهور پرداختند. همچنین نقش تعدیل را که حاکمیت شرکتی داخلی و خارجی ممکن است در این زمینه ایفا کند بررسی کردند. داده‌های پژوهش در بازه زمانی ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۸ بررسی شدند. یافته‌های نتایج نشان داد: در شرکت‌هایی که مدیریت سود واقعی بالاتری دارند، ریسک سقوط قیمت سهام به‌طور قابل توجهی بیشتر است و این ارتباط با نظارت خارجی کاهش می‌یابد. ارزیابی اثر تعدیل سازوکارهای حاکمیت داخلی و خارجی می‌تواند پیامدهای معناداری برای سرمایه‌گذاران و قانون‌گذاران در چین و سایر بازارهای نوظهور داشته باشد.

### روش شناسی پژوهش

روش مورد استفاده برای ارزیابی فرضیه‌ها، تخمین مدل‌های رگرسیون چندگانه است که در پانل داده‌هایی که در دسترس ما هستند اعمال می‌شود؛ این روش شناسی امکان کنترل ناهمگنی غیرقابل مشاهده فردی و همچنین مزایایی مانند کاهش هم‌خطی و کارایی قابل توجه را فراهم می‌کند که فقط به چند مورد اشاره می‌شود (بالتاگی و پیروت، ۲۰۱۰). همچنین اجازه می‌دهد تا تعداد درجات آزادی و سطح افزایش یابد. از هم خطی بودن و کنترل‌ها برای کاهش اثرات فردی، و در آخر، معرفی سوگیری‌هایی که می‌توان به دلیل وجود ویژگی‌هایی مانند کیفیت مدیریت یا ریسک‌گریزی که اندازه‌گیری یا به دست آوردن آن‌ها دشوار است اجتناب کرد (بالتاگی و موسکون، ۲۰۱۰؛ هاسیو، ۲۰۰۵). این پژوهش، یک پژوهش توصیفی از نوع پژوهش‌های پس‌رویدادی و در حوزه پژوهش‌ها همبستگی است، که مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با روش استقرایی به کل جامعه آماری قابل تعمیم خواهد بود. همچنین به دلیل اینکه نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در فرایند تصمیم‌گیری مورد استفاده قرار گیرد، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. همچنین در این پژوهش از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی برای تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده شده است.

در این پژوهش، با توجه به نوع داده‌ها و روش‌های تجزیه و تحلیل آماری موجود، از روش داده‌های ترکیبی برای برآورد پارامترهای الگو و بررسی آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. روش داده‌های ترکیبی که به روش داده‌های مقطعی نیز معروف است، به شکل‌های مختلف انجام شده و مدل‌های متنوعی دارد که با توجه به شرایط پژوهش از یکی از آن‌ها استفاده می‌شود. استفاده از روش داده‌های مقطعی ممکن است با مشکلات عدم کارایی و ناسازگاری تخمین مدل‌ها همراه باشد. مشکلات مزبور در تخمین مدل‌ها به روش داده‌های ترکیبی و با استفاده از روش‌هایی مانند مدل اثر ثابت، مدل اثر تصادفی، مدل رگرسیون به ظاهر نامرتب و مدل داده‌های یکپارچه شده وجود نخواهد داشت. در بررسی داده‌های مقطعی و سری زمانی، اگر ضریب اثرات مقطعی و اثر زمانی معنی‌دار نشود، می‌توان تمامی داده‌ها را با یکدیگر ترکیب کرده و بوسیله رگرسیون حداقل مربعات معمولی تخمین زد. به این روش، داده‌های تلفیق شده نیز می‌گویند.

---

1. D'Est. and Carabelli  
 2. Li et al  
 3. Baltagi and Pirotte  
 4. Baltagi, and Moscon  
 5. Hsiao

## تعریف عملیاتی متغیرها

تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش شامل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی به شرح زیر است:  
متغیر وابسته

ریسک پذیرفته شده (نوسانات ویژه سهام) ( $Risk_{it}$ ): نوسانات ویژه شرکت  $i$  در دوره  $t$  است که از نرم افزار رهاورد استخراج شده است.

متغیرهای مستقل

متغیرهای مرتبط با راهبری شرکتی به شرح زیر می‌باشند:

مالکیت خانوادگی (Famcont): درصد سرمایه در دست مالکان خانوادگی در یک شرکت.

مالکیت غیرخانوادگی (IFcont): درصد سرمایه در دست مالکان غیرخانوادگی در یک شرکت.

تعداد اعضای هیئت‌مدیره (TotalMembers): مجموع اعضای هیئت مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار.

تعداد زنان عضو هیئت مدیره (Boardwom): تعداد اعضای زن در هیئت مدیره.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (Size): لگاریتم جمع دارایی‌ها.

نقدینگی (Liquidity): دارایی‌های جاری تقسیم بر بدهی‌های جاری.

تسویه شونددگی (Solvency): حقوق صاحبان سهام تقسیم بر دارایی‌های غیر جاری.

سودآوری اقتصادی یا بازده دارایی‌ها (ROA): سود بعد از بهره و مالیات تقسیم بر جمع دارایی‌ها.

## مدل پژوهش

مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش به پیروی از پژوهش گونزالس و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۲) به شرح زیر است:

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Famcont_{it} + \beta_2 Famcont_{it}^2 + \beta_3 Famcont_{it}^3 + \beta_4 IFcont_{it} + \beta_5 IFcont_{it}^2 + \beta_6 IFcont_{it}^3 + \beta_7 Totalmemb_{it} + \beta_8 Totalmemb_{it}^2 + \beta_9 Totalmemb_{it}^3 + \beta_{10} Boardwom_{it} + \beta_{11} Boardwom_{it}^2 + \beta_{12} Boardwom_{it}^3 + \beta_{14} Boardwom_{it}^2 + \beta_{15} Boardwom_{it}^3 + \sum_{j=2}^k \beta_j X_j + \varepsilon_{it}$$

$Risk_{it}$ : ریسک پذیرفته شده (نوسانات ویژه سهام)

Famcont: مالکیت خانوادگی

IFcont: مالکیت غیرخانوادگی

Totalmemb: تعداد اعضای هیئت مدیره

Boardwom: زنان عضو هیئت مدیره

$X_j$ : متغیرهای کنترلی برداری از (اندازه شرکت، نقدینگی، تسویه شونددگی، سودآوری اقتصادی یا بازده دارایی‌ها)

$\varepsilon$ : میزان خطای باقی مانده مدل

## ابزار گردآوری داده‌ها

در این پژوهش برای جمع آوری مبانی نظری و ادبیات موضوع پژوهش از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است.

بدین منظور از طریق مطالعه کتاب‌ها و نشریات مربوطه و مراجعه به سایت‌های تخصصی، اطلاعات لازم جمع آوری شده است. همچنین برای گردآوری داده‌های مورد نیاز از روش اسنادکاوی استفاده گردیده است و داده‌های مورد نیاز و اطلاعات مالی، از طریق مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و بانک اطلاعاتی ره آورد نوین جمع آوری و مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

### جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو زمانی این پژوهش، سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. روش نمونه برداری در این پژوهش مبتنی بر روش حذف سامان‌مند جامعه آماری در دسترس می‌باشد.

در این پژوهش، حجم نمونه برابر تعداد شرکت‌های موجود در جامعه آماری است که از کلیه ویژگی و شرایط ذیل برخوردار باشند:

۱- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.

۲- طی بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.

۳- معاملات سهام شرکت طی دوره پژوهش، بیش از ۳ ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشند.

۴- جزو شرکت‌هایی باشند، که در سال‌های مورد بررسی سود تقسیم کرده باشند.

۵- کلیه داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی موجود و در دسترس باشد.

۶- جزو شرکت‌های واسطه‌گری مالی (بانک‌ها، سرمایه‌گذاری و لیزینگ) نباشند.

### یافته‌های پژوهش

در ادامه جهت تجزیه و تحلیل فرضیه‌های پژوهش، ابتدا آمار توصیفی بیان شده و در ادامه به آمار استنباطی پرداخته شده است.

#### نگاره ۱. معیارهای توصیفی و شاخص‌های مرکزی و پراکندگی مربوط به متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
ریسک پذیرفته شده (نوسانات ویژه سهام)	۰/۶۶۵۹۳	۰/۵۸۰۰۰	۷/۳۰۰	-۷/۷۲۰۰	۰/۹۶۴۸۰۹	-۰/۳۶۶۶۹۹	۱۳/۰۳۰۱۲
مالکیت خانوادگی	۰/۰۲۵۳۰۳	.	۰/۸۰۰۰	.	۰/۱۱۰۸۲۷	۴/۴۵۲۰۱۵	۲۲/۳۵۳۴۸
مالکیت خانوادگی درجه ۲	۰/۰۱۲۹۱۹	.	۰/۶۴۰۰۰	.	۰/۰۶۲۱۹۵	۵/۸۳۳۱۰۷	۴۳/۰۰۹۴۵
مالکیت خانوادگی درجه ۳	۰/۰۰۶۹۴۹	.	۰/۵۱۰۰۰	.	۰/۰۳۹۰۷۱	۸/۱۰۶۱۱۳	۸۳/۷۸۳۰۲
مالکیت غیرخانوادگی	۰/۹۹۳۰۵۶	۱	۱	۰/۴۹۰۰۰	۰/۰۳۹۰۵۵	-۸/۱۱۲۶۴۶	۸۳/۹۰۴۰۰
مالکیت غیرخانوادگی درجه ۲	۰/۹۸۷۶۰۶	۱	۱	۰/۳۴۰۰۰	۰/۰۶۵۵۰۹	-۷/۰۱۲۵۳۱	۶۰/۸۸۴۹۸
مالکیت غیرخانوادگی درجه ۳	۰/۹۷۳۶۹۷	۱	۱	۰/۰۱۰۰۰	۰/۱۲۳۶۰۲	-۵/۲۸۲۵۸۵	۳۲/۰۴۱۷۲
تعداد اعضای هیئت مدیره	۵/۰۲۹۷۹۸	۵/۰۰۰۰	۷/۰۰۰۰	.	-۴/۳۱۹۴۹	-۱/۸۶۹۲۶۳	۵۹/۲۰۲۰۶
تعداد اعضای هیئت مدیره درجه ۲	۲۵/۴۸۵۳۵	۲۵/۰۰۰۰	۴۹/۰۰۰	.	۴/۲۲۸۰۰۰	۳/۶۹۸۵۷۵	۲۸/۹۱۸۳۱
تعداد اعضای هیئت مدیره درجه ۳	۱۲۹/۹۱۱۶	۱۲۵/۰۰۰۰	۳۴۳/۰۰	.	۳۶/۳۵۶۸۷	۵/۰۱۶۶۶۳	۳۱/۱۹۳۳۰
تعداد زنان عضو هیئت مدیره	۰/۰۲۱۲۱۲	.	۲/۰۰۰۰	.	-۱/۱۵۴۲۸۷	۷/۸۴۱۹۲۶	۷۰/۵۱۶۱۸
تعداد زنان عضو هیئت مدیره درجه ۲	۰/۰۲۴۲۴۲	.	۴/۰۰۰۰	.	۰/۲۰۴۵۹۲	۱۳/۰۹۹۳۹	۲۲۵/۷۰۰۶
تعداد زنان عضو هیئت مدیره درجه ۳	۰/۰۳۰۳۰۳	.	۸/۰۰۰	.	-۳/۳۸۰۶۹	۲۰/۲۹۳۸۸	۴۶۹/۶۵۵۱
اندازه شرکت	۶/۴۱۹۷۵۷	۶/۳۱۲۷۸۵	۹/۲۶۲۴۷۰	۴/۴۱۵۲۷۰	۰/۷۵۵۵۷۵	-۰/۶۱۰۳۶۴	۳/۴۰۲۲۶۲
نقدینگی	۱/۸۴۳۵۸۸	۱/۳۶۶۴۱۰	۴۳/۶۸۸۲۵	۰/۲۰۹۳۷۳	۲/۲۷۱۷۴۵	۹/۲۳۷۱۹۸	۱۲۱/۹۱۸۱
تسویه شوندگی	۱۳۲/۲۷۳۷	۱۱/۸۲۲۶۳	۵۵۰۶۷/۴۰	-۳۲/۳۳۶۹۳	۱۵۷۶/۰۹۳	۲۹/۵۲۹۹۷	۹۴۶/۴۹۲۶
بازده دارایی‌ها	۰/۲۸۰۱۵۰	۰/۲۰۰۷۱۰	۱۰/۸۰۷۰۶	-۱/۲۶۹۸۳۶	۰/۴۳۸۴۹۴	۱۱/۰۳۴۵۲	۲۳۵/۶۹۶۹

### فروض کلاسیک

برای تجزیه و تحلیل داده‌های مدل بیان شده نیاز است قبل از پردازش آن و آزمون فرضیه‌ها، فروض کلاسیک مدل آزمون شود. یکی از فروض کلاسیک آماری همسانی واریانس باقی مانده‌ها است که از فرضیه‌های اساسی هر رابطه محسوب می‌شود. همچنین

لازم است آزمون های آماری لازم برای تبیین نوع داده‌ها انجام گیرد تا مشخص گردد که داده‌ها به صورت تابلویی است یا تلفیقی و در صورتی که نوع داده‌ها تابلویی تشخیص داده شد، باید نوع اثرات آن مشخص گردد.

### نگاره ۲: نتایج مفروضات رگرسیون

نوع آزمون	مقدار آماره آزمون	سطح معناداری آزمون	نتیجه
آزمون اف لیمر	۱/۴۰۱۴۸۹	۰/۰۰۰۶	تابلویی
آزمون هاسمن	۰/۰۰۰۰	۰/۰۴۲۵۸	اثرات ثابت
آزمون ناهمسانی واریانس	۰/۶۲۵۲۲۸	۰/۸۶۵۹	همسانی واریانس

نتایج مندرج در نگاره ۲ نشان می‌دهد نتایج آزمون اف لیمر طبق نتایج آزمون چاو، سطح معناداری آزمون کمتر از ۵ درصد است و بیانگر پذیرش الگوی داده‌های تابلویی (پانل) با اثرات ثابت می‌باشد. اگر نتیجه آزمون F از سطح ۵٪ کمتر باشد از آزمون هاسمن استفاده می‌شود اصطلاحاً پانل یا تابلویی هستند و باید برای قسمت مدل (فرضیه) از آزمون هاسمن استفاده شود. پس براساس نتایج آزمون لیمر نیاز به انجام آزمون هاسمن می‌باشد. طبق نتایج آزمون هاسمن، سطح معناداری در مدل کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر پذیرش الگوی اثرات ثابت پانل می‌باشد. نتایج مندرج در نگاره ۲ نشان می‌دهد که باید جهت برآورد مدل رگرسیونی بدون تورش، از روش اثرات ثابت استفاده شود ( $P < ۰/۰۵$ ). همچنین همانطور که در نگاره ۲ مشاهده می‌شود سطح معناداری آزمون ۰/۸۶۵۹ در مدل بیشتر از ۵ درصد است و بیانگر عدم وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص روبرو است. از آزمون ناهمسانی بروسچ پاگان گادفری<sup>۱</sup> استفاده شده است.

### نتیجه نهایی برآزش مدل‌های رگرسیونی

نتیجه مدل رگرسیونی مربوط به فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر می‌باشد:

### نگاره ۴: تخمین نهایی مدل

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره آزمون	سطح معناداری
مالکیت خانوادگی	۱۳/۶۷۷۵۲	۲/۷۶۴۷۷۱	۴/۹۴۷۰۷۱	۰/۰۰۰۰
مالکیت خانوادگی درجه ۲	-۵۶/۳۹۷۹۷	۱۲/۲۵۷۴۹	-۴/۶۰۱۱۰۴	۰/۰۰۰۰
مالکیت خانوادگی درجه ۳	-۸۵/۷۴۵۲۹	۱۸/۶۸۷۰۲	-۴/۵۸۸۴۹۵	۰/۰۰۰۰
مالکیت غیرخانوادگی	-۶۲/۷۵۹۵۹	۱۳/۲۸۷۵۶	-۴/۷۲۵۴۴۱	۰/۰۰۰۰
مالکیت غیرخانوادگی درجه ۲	-۵۶/۱۷۷۰۰	۱۲/۳۵۰۱۰	-۴/۵۴۸۷۰۸	۰/۰۰۰۰
مالکیت غیرخانوادگی درجه ۳	۶/۵۳۰۲۴۷	۱/۰۸۳۴۱۶	۶/۰۲۷۴۵۹	۰/۰۰۰۰
تعداد اعضای هیئت مدیره	۰/۳۱۲۴۳۷	۰/۳۴۱۲۰۱	۰/۹۱۵۶۹۷	۰/۳۵۹۹
تعداد اعضای هیئت مدیره درجه ۲	-۰/۱۳۱۳۸۳	۰/۱۱۳۵۷۹	-۱/۱۵۶۷۵۲	۰/۲۴۷۵
تعداد اعضای هیئت مدیره درجه ۳	-۰/۰۱۳۲۵۷	۰/۰۰۹۳۴۲	-۱/۴۱۹۱۴۳	۰/۱۵۶۰
تعداد زنان عضو هیئت مدیره	۰/۰۵۰۵۳۷	۰/۲۰۶۴۱۹	۰/۲۴۴۸۲۹	۰/۸۰۶۶
تعداد زنان عضو هیئت مدیره درجه ۲	۴/۸۳۰۶	۱/۴۸۰۵	۰/۳۲۷۱۷۳	۰/۷۴۳۶
تعداد زنان عضو هیئت مدیره درجه ۳	-۰/۱۲۷۱۴۲	۰/۰۹۰۱۳۲	-۱/۴۱۰۶۲۰	۰/۱۵۸۵
اندازه شرکت	۰/۰۵۶۴۹۱	۰/۱۰۱۶۸۸	۰/۵۵۵۵۳۱	۰/۵۷۸۶
نقدینگی	۰/۰۱۲۹۵۵	۰/۰۰۶۵۴۰	۱/۹۸۰۸۷۹	۰/۰۴۷۸
تسویه شونددگی	۵/۴۸۰۰۰۶	۴/۴۹۰۰۰۶	۱/۲۲۱۳۵۰	۰/۲۲۲۱
بازده دارایی‌ها	۰/۰۴۷۷۳۸	۰/۰۹۸۱۲۴	۰/۴۸۶۵۱۲	۰/۶۲۶۷
ضریب تعیین	۰/۳۴۷۸۱۸	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۶۵۶۰۱	
دوربین واتسون	۲/۱۱۹۰۱	آماره F	...	

**فرضیه اول:** در فرضیه اول، کسب‌وکار خانوادگی بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت خطی مورد بررسی قرار گرفت، نتایج پژوهش حاکی از این است که بین کسب‌وکار خانوادگی و ریسک‌پذیرفته شده رابطه مثبت و معناداری در سطح اطمینان ۹۵٪ وجود دارد؛ یعنی با افزایش یک متغیر، دیگری افزایش می‌یابد. نتایج این پژوهش با یافته‌های گونزالس و همکاران (۲۰۲۲) همخوانی دارد.

**فرضیه دوم:** در فرضیه دوم، اثر کسب‌وکار خانوادگی بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت غیر خطی درجه ۲ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش حاکی از این است که بین کسب‌وکار خانوادگی و ریسک‌پذیرفته شده به صورت غیر خطی درجه ۲ رابطه منفی و معناداری در سطح اطمینان ۹۵٪ وجود دارد؛ یعنی با افزایش یک متغیر، دیگری کاهش می‌یابد. نتایج این پژوهش با یافته‌های گونزالس و همکاران (۲۰۲۲) همسو می‌باشد.

**فرضیه سوم:** در فرضیه سوم، اثر کسب‌وکار خانوادگی بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت غیر خطی درجه ۳ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش حاکی از این است که بین کسب‌وکار خانوادگی و ریسک‌پذیرفته شده به صورت غیر خطی درجه ۳ رابطه منفی و معناداری در سطح اطمینان ۹۵٪ وجود دارد؛ یعنی با افزایش یک متغیر، دیگری کاهش می‌یابد. نتایج این پژوهش با یافته‌های گونزالس و همکاران (۲۰۲۲) همسو می‌باشد.

**فرضیه چهارم:** در فرضیه چهارم، تأثیر کسب‌وکار غیرخانوادگی بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت خطی مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش حاکی از این است که بین کسب‌وکار غیرخانوادگی و ریسک‌پذیرفته شده رابطه منفی و معناداری در سطح اطمینان ۹۵٪ وجود دارد؛ یعنی با افزایش یک متغیر، دیگری کاهش می‌یابد. نتایج این پژوهش با یافته‌های گونزالس و همکاران (۲۰۲۲) همسو می‌باشد.

**فرضیه پنجم:** در فرضیه پنجم، اثر کسب‌وکار غیرخانوادگی بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت غیر خطی درجه ۲ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش حاکی از این است که بین کسب‌وکار غیرخانوادگی و ریسک‌پذیرفته شده به صورت غیر خطی درجه ۲ رابطه مثبت و معناداری در سطح اطمینان ۹۵٪ وجود دارد؛ یعنی با افزایش یک متغیر، دیگری افزایش می‌یابد. نتایج این پژوهش با یافته‌های گونزالس و همکاران (۲۰۲۲) همسو می‌باشد.

**فرضیه ششم:** در فرضیه ششم، اثر کسب‌وکار غیرخانوادگی بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت غیر خطی درجه ۳ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش حاکی از این است که بین کسب‌وکار غیرخانوادگی و ریسک‌پذیرفته شده به صورت غیر خطی درجه ۳ رابطه منفی و معناداری در سطح اطمینان ۹۵٪ وجود دارد؛ یعنی با افزایش یک متغیر، دیگری کاهش می‌یابد. نتایج این پژوهش با یافته‌های گونزالس و همکاران (۲۰۲۲) همسو می‌باشد. معمولاً فرض می‌شود که شرکت‌های با مالکیت خانوادگی تمایل به اتخاذ استراتژی‌های بسیار محافظه کارانه دارند و به دنبال حفظ بقای طولانی مدت خود هستند. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که در رابطه بین سطح تمرکز مالکیت خانوادگی و ریسک، ساختاری غیرخطی وجود دارد؛ از یک طرف، یک رابطه U شکل برای سطوح پایین مالکیت را می‌توان با ریسک بالای موجود در شرکت‌های دارای مالکیت‌های غیرخانوادگی توضیح داد (اندرسون و ریب ۲۰۰۳؛ سو و لی ۲۰۱۳؛ بوباگر و همکاران ۲۰۱۶). از سوی دیگر، یک رابطه U شکل معکوس برای سطوح بالای مالکیت ایجاد می‌شود، زیرا سهامداران مشتاق هستند ریسک‌های قابل توجهی را برای کسب سود بپذیرند، اما زمانی که سطح مالکیت بسیار بالا است، بیشتر ریسک‌پذیرفته شده را به عهده می‌گیرند. در نتیجه، تا حدی نتایج پژوهش با نتایج کارلی و همکاران (۲۰۱۸) مطابقت دارد.

**فرضیه هفتم:** در فرضیه هفتم، تأثیر منفی اندازه هیئت مدیره بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت خطی مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشانگر بی‌معنی بودن این ضرایب در سطح خطای ۵٪ درصد می‌باشد؛ به بیانی دیگر اندازه هیئت مدیره بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت خطی نقشی تعدیل کننده ندارد. پژوهش گونزالس و همکاران (۲۰۲۲) نشان دادند که تعداد اعضای هیئت مدیره منجر به ریسک بیشتر می‌شود. نتایج به دست آمده از این فرضیه با پژوهش گونزالس و همکاران (۲۰۲۲) همخوانی ندارد.

**فرضیه هشتم:** در فرضیه هشتم، تأثیر منفی اندازه هیئت مدیره بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت خطی درجه ۲ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشانگر بی‌معنی بودن این ضرایب در سطح خطای ۵٪ درصد می‌باشد. به بیانی دیگر اندازه هیئت مدیره بر ریسک‌پذیرفته شده به صورت خطی درجه ۲ نقشی تعدیل کننده ندارد.

**فرضیه نهم:** در فرضیه نهم، تأثیر منفی اندازه هیئت مدیره بر ریسک پذیرفته شده به صورت خطی درجه ۳ مورد بررسی قرار گرفت؛ نتایج نشانگر بی معنی بودن این ضرایب در سطح خطای ۵٪ درصد می باشد؛ به بیانی دیگر اندازه هیئت مدیره بر ریسک پذیرفته شده به صورت خطی درجه ۳ نقشی تعدیل کننده ندارد.

**فرضیه دهم:** در فرضیه دهم، تأثیر منفی حضور زنان در هیئت مدیره بر ریسک پذیرفته شده به صورت خطی مورد بررسی قرار گرفت؛ نتایج نشانگر عدم معنادار بودن این ضرایب در سطح خطای ۵٪ درصد می باشد؛ به بیانی دیگر حضور زنان در هیئت مدیره بر ریسک پذیرفته شده به صورت خطی نقشی تعدیل کننده ندارد. در پژوهش گونزالس و همکاران (۲۰۲۲)، در رابطه با جنسیت، مشاهده شده است که هر چه تعداد زنان بیشتر باشد، ریسک پذیری کمتری در شرکتها رخ می دهد. در این راستا، نتایج از رفتار محافظه کارانه تر زنان حمایت می کند که پژوهش پولتی هیوز و بریانو تورنت (۲۰۱۹) در مورد شرکت های خانوادگی همخوانی دارد. در نتیجه، در صورت افزایش تعداد زنان، اقدامات محافظه کارانه تری بر هیئت مدیره تحمیل می شود که پرداخت بدهی شرکت را در اولویت قرار می دهد. نتایج به دست آمده از این فرضیه با پژوهش گونزالس و همکاران (۲۰۲۲) همخوانی ندارد.

**فرضیه یازدهم:** در فرضیه یازدهم، تأثیر منفی حضور زنان در هیئت مدیره بر ریسک پذیرفته شده به صورت خطی درجه ۲ مورد بررسی قرار گرفت؛ نتایج پژوهش حاکی از این است که بین حضور زنان در هیئت مدیره و ریسک پذیرفته شده به صورت خطی درجه ۲ رابطه مثبت و معناداری در سطح اطمینان ۹۵٪ وجود دارد؛ یعنی با افزایش یک متغیر، دیگری افزایش می یابد. نتایج این پژوهش با یافته های گونزالس و همکاران (۲۰۲۲) همسو می باشد.

**فرضیه دوازدهم:** در فرضیه دوازدهم، تأثیر منفی حضور زنان در هیئت مدیره بر ریسک پذیرفته شده به صورت خطی درجه ۳ مورد بررسی قرار گرفت؛ نتایج نشانگر بی معنی بودن این ضرایب در سطح خطای ۵٪ درصد می باشد؛ به بیانی دیگر حضور زنان در هیئت مدیره بر ریسک پذیرفته شده به صورت خطی درجه ۳ نقشی تعدیل کننده ندارد.

در پژوهش گونزالس و همکاران (۲۰۲۲) در خصوص متغیرهای مربوط به حاکمیت شرکتی، اهمیت ویژگی های هیئت مدیره در ریسک پذیری تأیید شده است. در این راستا مشاهده شد که هیئت مدیره های بزرگ، شرکتها را در معرض ریسک زیادی قرار می دهند. با توجه به این واقعیت که اگر تعداد زیادی عضو هیئت مدیره زن وجود داشته باشد، یک استراتژی محافظه کارانه به وجود می آید و می توان با این اثر مقابله کرد. بنابراین، نتایج تأیید می کند ریسکی که شرکت در معرض آن قرار دارد به طور قابل توجهی به تصمیم های اتخاذ شده توسط افراد دخیل در مدیریت آن یعنی مالکان و نهادهای کنترل بستگی دارد. شرکت هایی با تمرکز بالا یا پایین سرمایه خانوادگی، بدون سهامداران مالی، بسیار محافظه کار هستند؛ به خصوص اگر تنوع جنسیتی در هیئت مدیره آنها وجود داشته باشد. برعکس، هیئت مدیره های بزرگ ریسک پذیری را افزایش می دهند.

### نتیجه گیری

روش مورد استفاده برای ارزیابی فرضیه ها، تخمین مدل های رگرسیون چندگانه است که در پانل داده هایی که در دسترس ما هستند اعمال می شود. این روش شناسی، امکان کنترل ناهمگنی غیر قابل مشاهده فردی و همچنین مزایایی مانند کاهش هم خطی و کارایی قابل توجه را فراهم می کند که فقط به چند مورد اشاره می شود (بالتاگی و پیروت، ۲۰۱۰). همچنین اجازه می دهد تا تعداد درجات آزادی و سطح افزایش یابد. از هم خطی بودن و کنترلها برای کاهش اثرات فردی، و در آخر، معرفی سوگیری هایی که می توان به دلیل وجود ویژگی هایی مانند کیفیت مدیریت یا ریسک گریزی که اندازه گیری یا به دست آوردن آنها دشوار است اجتناب کرد (بالتاگی و موسکون، ۲۰۱۰؛ هاسیو، ۲۰۰۵). این پژوهش، یک پژوهش توصیفی از نوع پژوهش های پس رویدادی و در حوزه پژوهش ها همبستگی است، که مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با روش استقرایی به کل جامعه آماری قابل تعمیم است. همچنین به دلیل اینکه نتایج حاصل از این پژوهش می تواند در

1 Baltagi and Pirotte

2 Baltagi, and Moscone.

3 Hsiao



فرایند تصمیم‌گیری مورد استفاده قرار گیرد، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. همچنین در این پژوهش از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی برای تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده شده است.

### پیشنهادات

هر سرمایه‌گذار و اعتبار دهنده‌ای به دنبال کسب منافع و عایدی می‌باشد و با توجه به اینکه این سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان جهت اخذ تصمیم‌های درست و به هنگام نیازمند اطلاعات درست می‌باشند، ما نیز در این پژوهش در جای خود تلاش کردیم اطلاعاتی ولو اندک را در اختیار سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان قرار دهیم. در این پژوهش رابطه بین مالکیت خانوادگی و ریسک پذیرفته شده را بررسی نمودیم و به نتایجی دست یافتیم که نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند به کلیه سرمایه‌گذاران، مدیران پرتفوی، موسسات مالی و اعتباری، حسابداران و حسابرسان، مدیران و سایر افراد شاغل در این زمینه جهت اتخاذ تصمیم‌ها درست کمک نماید. همچنین به پژوهشگران و محققان نیز پیشنهاد می‌شود جهت تکمیل شدن این پژوهش، پژوهش‌ها و بررسی‌های زیر را انجام دهند:

- الف) تأثیر نوع مؤسسه حسابرسی بر ریسک سقوط قیمت سهام
- ب) بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری و محدودیت‌های مالی
- ج) تأثیر نفوذ هیئت مدیره به تفکیک پتانسیل و پویایی هیئت مدیره بر ریسک
- د) تأثیر مالکیت خانواده، مدیریت و نسل‌ها بر عملکرد شرکت و ریسک‌پذیری مالکین
- ه) تعیین عوامل تأثیر گذار بر ریسک سقوط قیمت
- و) بررسی تأثیر محدودیت‌های مالی بر رابطه بین مالکیت خانوادگی و سرمایه‌گذاری
- ز) تأثیر پتانسیل هیئت مدیره و حکمرانی خانوادگی بر نقش نوآوری در موفقیت و عدم موفقیت شرکت

### محدودیت پژوهش

هر پژوهشی متأثر از محدودیت‌هایی است که لزوماً قابل کنترل نبوده و باید در تعمیم یافته‌های پژوهش به آنها توجه نمود که از عمده‌ترین محدودیت‌های پژوهش در ذیل بیان می‌شود:

- ۱- پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های ۱۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است و شرکت‌های لیزینگ و بیمه به علت ماهیت خاص فعالیت آنها از جامعه آماری کنار گذاشته شده اند، همچنین به علت تعداد کم شرکت‌های با مالکیت خانوادگی، نتایج به دست آمده قابلیت تعمیم به تمامی شرکت‌ها را ندارد.
- ۲- دوره زمانی پژوهش سال‌های ۱۴۰۰-۱۳۹۰ می‌باشد در نتیجه اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تا پایان سال ۹۰ مورد استفاده قرار گرفته است که می‌تواند تمامیت بخشیدن به نتایج پژوهش را دچار تردید نماید بنابراین باید توجه کرد که نتایج پژوهش قابل تعمیم به سال‌های قبل و بعد از ۱۳۹۰ نمی‌باشد.
- ۳- اثر تورم و سایر متغیرهای اقتصادی بر ارقام صورت‌های مالی و رابطه بین متغیرهای پژوهش منظور نشده است. شرایط تورمی کشور و عدم تعدیل اقلام صورت‌های مالی، بر محاسبه‌ی متغیرهای پژوهش بسیار مؤثر می‌باشد، اما به علت عدم انجام این کار در ایران، اثر تورم در پژوهش حاضر نادیده گرفته شده است.

### منابع

- ایمانی، فاطمه، و فرهادتوسکی، امید. (۱۴۰۰). بررسی نقش تعدیلی مالکیت خانوادگی در رابطه بین ویژگی‌های هیئت مدیره و افشای ریسک شرکت. کنفرانس بین‌المللی مدیریت، حسابداری و توسعه اقتصادی..
- بادآورن‌هندی، یونس، بیورانی، حسین و آبروان، حمزه (۱۳۹۰). بررسی تأثیر نوسانات جریان نقدی بر ریسک سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های مدیریت ویژه‌نامه شماره‌های ۹۲ و ۹۳، پاییز و زمستان ۱۳۹۰.
- خوشکار، فرزین، سرشار، سارا (۱۴۰۱). نقش ویژگی‌های روان‌شناختی مدیران بر رابطه بین مالکیت شرکت‌های خانوادگی و سرمایه‌گذاری پژوهش و توسعه، چشم انداز حسابداری و مدیریت بهار ۱۴۰۱، دوره پنجم - شماره ۵۷ (جلد ۱).

- رضاپور، مریم و انصاری، زهرا، (۱۴۰۱). ارتباط بین نظام راهبری شرکتی، ریسک‌پذیری و رشد شرکت‌ها، سیزدهمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، امور مالی، تجارت، بانک، اقتصاد و حسابداری،
- دهقان خاوری، سعید، ملایی، فرشته (۱۴۰۰). بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی بر رابطه بین ریسک شرکت و عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین‌المللی چالش‌ها و راهکارهای نوین در مهندسی صنایع و مدیریت و حسابداری، دامغان.
- صالح نژاد، سیدفیاض و بداعی، حمید و رضایی، حمیدرضا (۱۳۹۹). خصوصیات کیفی گزارشگری مالی شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سومین کنفرانس مطالعات مدیریت اقتصاد و حسابداری صنعت محور، تهران.
- عرب‌صالحی، مهدی، و حمیدیان، نرگس (۱۳۹۴). بررسی اثر تغییرپذیری اقلام تعهدی و اجزای بنیادی و اختیاری آن بر نوسان بازده متعارف و نامتعارف آتی سهام، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت ۱۴: ۱۴۵-۱۵۷
- Abdoh, H., and O. Varela. (2017). Product market competition, idiosyncratic and systematic volatility. *Journal of Corporate Finance*, 43: 500-513.
- Abinzano, I., Corredor, P. and Martinez, B. (2020), "Does family ownership always reduce default risk?", *Accounting & Finance*, Vol. 61 No. 3, pp. 4025-4060, doi: 10.1111/acfi.12725.
- Alshirah, M.H., Abdul Rahman, A. and Mustapa, I.R. (2020), "Board of directors' characteristics and corporate risk disclosure: the moderating role of family ownership", *EuroMed Journal of Business*, Vol. 15 No. 2, pp. 219-252. <https://doi.org/10.1108/EMJB-09-2019-0115>
- Alshirah, M.H., Alshira'h, A.F. and Lutfi, A. (2021), "Political connection, family ownership and corporate risk disclosure: empirical evidence from Jordan", *Meditari Accountancy Research*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print.
- Amihud, Yakov, and Baruch Lev. 1981. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economics* 12: 605-17. [CrossRef]
- Anderson, Ronald C., and David M. Reeb. 2003. Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance* 58: 1301-28. [CrossRef]
- Anderson, R.C., Mansi, S.A. and Reeb, D.M. (2003), "Founding family ownership and the agency cost of debt", *Journal of Financial Economics*, Vol. 68 No. 2, pp. 263-285, doi: 10.1016/S0304-405X(03)00067-9.
- Anderson, Ronald C., Augustine Duru, and D. M. Reeb. 2012. Investment policy in family controlled firms. *Journal of Banking & Finance* 36: 1744-58. [CrossRef]
- Anderson, Ronald C., and Donald. R. Fraser. 2000. Corporate control, bank risk taking, and the health of the banking industry. *Journal of Banking & Finance* 24: 1383-98. [CrossRef]
- Apestegui, Jose, Ghazala Azmat, and Nagore Iriberry. 2012. The impact of gender composition on team performance and decisionmaking: Evidence from the field. *Management Science* 58: 78-93. [CrossRef]
- Arabsalehi, Mehdi, and Hamidian, Narges, (2014). Investigating the effect of variability of accruals and its fundamental and discretionary components on the volatility of future conventional and unconventional stock returns, *Management Accounting and Auditing Knowledge* 14: 157-145
- Badavarnahandi, Yunus, Byrani, Hossein and Abarvan, Hamzeh (2013). Investigating the effect of cash flow fluctuations on the systematic risk of companies listed on the Tehran Stock Exchange, *Management Research Quarterly, Special Issue Nos. 92 and 93/Autumn and Winter 2013*
- Baltagi, Badi H., and Alain Pirotte. 2010. Panel data inference under spatial dependence. *Economic Modelling* 27: 1368-81. [CrossRef]
- Baltagi, Badi H., and Francesco Moscone. 2010. Health care expenditure and income in the OECD reconsidered: Evidence from panel
- Barth, E., Gulbrandsen, T. and Schønea, P. (2005), "Family ownership and productivity: the role of ownermanagement", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11 Nos 1/2, pp. 107-127, doi: 10.1016/j.jcorpfin.2004.02.001.
- Bennedsen M., Guzman A., Henry B., Trujillo M. A., Wiwattanakantang Y. (2017). *Carvajal: From Soldiers to Diplomats, from Family-run to Professionally-Managed*.
- Berry, M. (1998), "Strategic planning in small high tech companies", *Long Range Planning*, Vol. 31 No. 3, pp. 455-466, doi: 10.1016/S0024-6301(98)80012-5.

- Boubakri, Narjess, Jean-Claude Cosset, and Walid Saffar. 2013. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization. *Journal of Financial Economics* 108: 641–58. [CrossRef]
- Burkart, M., Panunzi, F. and Shleifer, A. (2003), “Family firms”, *The Journal of Finance*, Vol. 58 No. 5, pp. 2167-2201, doi: 10.1111/1540-6261.00601.
- Campbell, J.Y., M. Lettau, B.G. Malkiel, and Y. Xu.(2001). Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk. *The Journal of Finance* 56(1): 1-43.
- Chandra, I. and L. Suardi.(2013). Analysis of Idiosyncratic Volatility Effect on Expected Return on Stock that Listed in Indonesia Stock Exchange in 2006-2010, University Indonesia, Graduate School of Management Research Paper No. 13-67. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2330661> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.n.2330661>.
- Charness, Gary, and Uri Gneezy. 2012. Strong evidence for gender differences in risk taking. *Journal of Economic Behavior & Organization* 83: 50–58. [CrossRef]
- Chen, C., A.G. Huang, and R. Jha.(2012). Idiosyncratic return volatility and the information quality underlying managerial discretion. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47(4): 873-899.
- Cronqvist, Henrik, and Mattias Nilsson. 2003. Agency costs of controlling minority shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38: 695–719. [CrossRef]
- Croson, Rachel, and Uri Gneezy. 2009. Gender differences in preferences. *Journal of Economic Literature* 47: 1–27. [CrossRef]
- Cucculelli, Marco & Peruzzi, Valentina, 2017. "Bank screening technologies and the founder effect: Evidence from European lending relationships," *Finance Research Letters*, Elsevier, vol. 20(C), pages 229-237. data. *Economic Modelling* 27: 804–11. [CrossRef]
- DeAngelo Harry and DeAngelo Linda (2000), Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: a study of the Times Mirror Company *Journal of Financial Economics*, Volume 56, Issue 2, May 2000, Pages 153-207 ,[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00039-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00039-8)
- Dehghan Khavari, Saeed, Melai, Fereshte (1400). Investigating the impact of family ownership on the relationship between company risk and company performance in companies listed on the Tehran Stock Exchange, the second international conference on challenges and new solutions in industrial engineering, management and accounting, Damghan, <https://civilica.com/doc/1244354>
- Demsetz, Harold, and Kefneth Lehn. 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93: 1155–77. [CrossRef]
- De Miguel, Alberto, Julio Pindado, and Chabela De La Torre. 2004. Ownership structure and firm value: New evidence from Spain. *Strategic Management Journal* 25: 1199–207. [CrossRef]
- D'Este, C. and Carabelli, M.(2022), "Family ownership and risk: the role of family managers" ,*Corporate Governance*, Vol. 22No. 6, pp. 1161-77.<https://doi.org/10.1108/CG-09-2021-0338>.
- Di Pietra, R., Grambovas, C.A., Raonic, I. and Riccaboni, A.(2008), “The effects of board size and ‘busy’ directors on the market value of Italian companies”, *Journal of Management & Governance*, Vol. 12No. 1, pp. 73-91, doi: 10.1007/s10997-008-9044-y.
- Domingues, A.I.R.(2016). Idiosyncratic volatility and earnings quality: evidence from United Kingdom.
- Dyer, W.G.(1989), “Integrating professional management into a family owned business”, *Family Business Review*, Vol. 2 No. 3, pp. 221-235, doi: 10.1111/j.1741-6248.1989.00221.x.
- Eisenhardt, Kathleen M. 1989. Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review* 14: 57–74. [CrossRef]
- Eling, M. and Marek, S.D.(2014), “Corporate governance and risk taking: evidence from the U.K. and German insurance markets”, *Journal of Risk and Insurance*, Vol. 81 No. 3, pp. 653-682, doi: 10.1111/j.1539-6975.2012.01510.x.
- Esty, Benjamin C. 1998. The impact of contingent liability on commercial bank risk taking. *Journal of Financial Economics* 47: 189–218.[CrossRef]
- Faccio, M. and Lang, L., ‘The ultimate ownership of Western European corporations’, *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, 2002, pp. 365–95.
- Faccio, Mara, Larry H. Lang, and Leslie Young. 2001. Dividends and expropriation. *American Economic Review* 91: 54–78. [CrossRef]

- Fink, J., K.E. Fink, G. Grullon, and J.P. Weston.(2010). What drove the increase in idiosyncratic volatility during the internet boom? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 45(5): 1253-1278.
- Franks, Julian, Colin Mayer, and Luc Renneboog. 2001. Who disciplines management in poorly performing companies? *Journal of Financial Intermediation* 10: 209–48. [CrossRef]
- Gadhoun, Y. and Ayadi, M.A.(2003), “Ownership structure and risk: a Canadian empirical analysis”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 42 Nos 1/2, pp. 19-39.
- Galai, Dan, and Ronald W. Masulis. 1976. The option pricing model and the risk factor of stock. *Journal of Financial Economics* 3: 53–81.[CrossRef]
- Gómez-Mejía, Luis R., Katalin T. Haynes, Manuel Núñez-Nickel, Kathryn J. Jacobson, and Jose Moyano-Fuentes. 2007. Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly* 52: 106–37. [CrossRef]
- González, Maximiliano, Alexander Guzmán, Carlos Pombo, and Maria-Andre Trujillo. 2012. Family firms and financial performance: The cost of growing. *Emerging Markets Review* 13: 626–49. [CrossRef]
- Gorton, Gary, and Richard Rosen. 1995. Corporate control, portfolio choice, and the decline of banking. *The Journal of Finance* 50: 1377–420. [CrossRef]
- Grossman, Sanford J. & Hart, Oliver D., 1988. "One share-one vote and the market for corporate control," *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 20(1-2), pages 175-202, January.
- Haw, In-Mu, Simon S. Ho, Bingbing Hu, and Donghui Wu. 2010. Concentrated control, institutions, and banking sector: An international study. *Journal of Banking & Finance* 34: 485–97. [CrossRef]
- Heslin, Peter, and Lex Donaldson. 1999. An organizational portfolio theory of board composition. *Corporate Governance: An International Review* 7: 81–88. [CrossRef]
- Hill, Charles W., and Scott A. Snell. 1988. External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries. *Strategic Management Journal* 9: 577–90. [CrossRef]
- Hsiao, Cheng. 2005. Why panel data? *The Singapore Economic Review* 50: 143–54. [CrossRef]
- Iannotta, Giuliano, Giacomo Nocera, and Andrea Sironi. 2007. Ownership structure, risk and performance in the European banking industry. *Journal of Banking & Finance* 31: 2127–49. [CrossRef]
- Imani, Fatemeh, and Farhadatoski, Omid. (1400). Investigating the moderating role of family ownership in the relationship between board characteristics and company risk disclosure. *International conference on management, accounting and economic development*
- Irvine, P.J., and J. Pontiff.(2008). Idiosyncratic return volatility, cash flows, and product market competition. *The Review of Financial Studies* 22(3): 1149-1177
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305–60. [CrossRef]
- John, Kose, Libomir Litov, and Bernard Yeung. 2008. Corporate governance and risk-taking. *The Journal of Finance* 63: 1679–728. [CrossRef]
- Kim, H.S. and Cho, K.S.(2021), “The ownership of the largest family blockholders and Korean firm risk”, *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol. 8 No. 3, pp. 287-296, doi: 10.13106/jafeb.2021. vol8.no3.0287.
- Khoshkar, Farzin, Sarashar, Sara (1401). The role of psychological characteristics of managers on the relationship between ownership of family companies and investment in research and development, *Accounting and Management Perspective Spring 1401, Volume 5- Number 57 (Volume 1)* <https://www.noormags.ir/view/fa/articlepage/1863942>
- Kothari, S.P., Laguerre, T.E., Leone, A.J., 2002. Capitalization versus expensing: Evidence on the uncertainty of future earnings from capital expenditures versus R&D outlays. *Review of Accounting Studies* 7, 355–382.
- Laeven Luc and Levine Ross(2009), Bank governance, regulation and risk taking, *Journal of Financial Economics*, Volume 93, Issue 2, August 2009, Pages 259-275, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.09.003>
- La Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1999. Investor protection: Origins, consequences, and reform. [Working Paper n. 7428], National Bureau of Economic Research. doi:10.3386/w7428

- Lee, Eun Jung, Joon Chae, and Yu Kyung Lee. 2018. Family ownership and risk taking. *Finance Research Letters* 25: 69–75. [CrossRef]
- Lewellyn, Krista B., and Maureen I. Muller-Kahle. 2012. CEO power and risk taking: Evidence from the subprime lending industry. *Corporate Governance: An International Review* 20: 289–307. [CrossRef]
- Li Yuanhui, Kannan Yezen, Rau Stephen and Yang Shuning, Real earnings management, corporate governance and stock price crash risk: evidence from China, *China Accounting and Finance Review* Vol. 24 No. 2, 2022 pp. 172-198, Emerald Publishing Limited ,DOI 10.1108/CAFR-03-2022-0014
- Lin, Chen, Yue Ma, Paul Malatesta, and Yuhai Xuan. 2011. Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 100: 1–23. [CrossRef]
- Matias Gama, A.P. and Rodrigues, C.(2013), “The governance-performance relations in publicly listed family controlled firms: an empirical analysis”, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 13No. 4, pp. 439-456, doi: 10.1108/CG-04-2011-0031.
- McConaughy, D.L., Matthews, C.H. and Fialko, A.S.(2001), “Founding family controlled firms: performance, risk and value”, *Journal of Small Business Management*, Vol. 39 No. 1, pp. 31-49, doi: 10.1111/0447-2778.00004
- Mishra, Dev R. 2011. Multiple large shareholders and corporate risk taking: Evidence from East Asia. *Corporate Governance: An International Review* 19: 507–28. [CrossRef]
- Morck Randall & Yeung Bernard, 2003. "Agency Problems in Large Family Business Groups," *Entrepreneurship Theory and Practice*, , vol. 27(4), pages 367-382, October.
- Nguyen, Pascal. 2011. Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal* 19: 278–97. [CrossRef]
- Niederle, Muriel, and Lise Vesterlund. 2007. Do women shy away from competition? Do men compete too much? *The Quarterly Journal of Economics* 122: 1067–101. [CrossRef]
- Paligorova, Teodora. 2010. Corporate Risk Taking and Ownership Structure. Bank of Canada Working Paper No. 20103. Ottawa: Bank of Canada.
- Palmer, Timothy B., and Robert M. Wiseman. 1999. Decoupling risk taking from income stream uncertainty: A holistic model of risk. *Strategic Management Journal* 20: 1037–62. [CrossRef]
- Palvia, Ajay, Emilia Vahamaa, and Sami Vahamaa. 2015. Are female CEOs and Chairwomen more conservative and risk averse? Evidence from the banking industry during the financial crisis. *Journal of Business Ethics* 131: 577–94. [CrossRef]
- Pastor, L., and P. Veronesi.(2003). Stock valuation and learning about profitability. *Journal of finance* 58(5): 1749-1790.
- Rajgopal, S., and M. Venkatachalam.(2011). Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. *Journal of Accounting and Economics* 51(1-2): 1-20.
- Rajverma, A.K., Misra, A.K., Mohapatra, S. and Chandra, A.(2019), “Impact of ownership structure and dividend on firm performance and firm risk”, *Managerial Finance*, Vol. 45 No. 8, pp. 1041-1061, doi: 10.1108/MF-09-2018-0443.
- Randøy, T. and Goel, S.(2003), “Ownership structure, founder leadership and performance in Norwegian SMEs: implications for financing entrepreneurial opportunities”, *Journal of Business Venturing*, Vol. 18 No. 5, pp. 619-637, doi: 10.1016/S0883-9026(03)00013-2.
- Rezapour, Maryam and Ansari, Zahra, 1401, the relationship between corporate governance system, risk-taking and growth of companies, the 13th international conference on management, finance, trade, banking, economics and accounting
- Robinson, R.B., Jr and Pearce, J.A.(1984), “Research thrusts in small firm strategic planning”, *Academy of Management Review*, Vol. 9 No. 1, pp. 128-137, doi: 10.5465/amr.1984.4278109.
- Roger, Patrick & Schatt, Alain, 2016. "Idiosyncratic risk, private benefits, and the value of family firms," *Finance Research Letters*, Elsevier, vol. 17(C), pages 235-245.
- Rountree, B.(2013). Idiosyncratic return volatility, earnings quality, and firm age. School of Accounting Seminar Series, Australian School of Business School of Accounting.
- Sah, Raaj K., and Joseph E. Stiglitz. 1991. The quality of managers in centralized versus decentralized organizations. *The Quarterly Journal of Economics* 106: 289–95. [CrossRef]
- . Saleh Nejad, Seyyed Fayaz and Badaghi, Hamid and Rezaei, Hamid Reza. (2019), Qualitative characteristics of financial reporting of family and non-family companies admitted to the Tehran

- Stock Exchange, the third conference on economic management and industry-oriented accounting studies, Tehran, <https://civilica.com/doc/1023962>
- Setia-Atmaja Lukas and Chandera Yane, Impact of family ownership, management, and generations on IPO underpricing and long-run performance, Volume 18 2021, Issue #4, pp. 266-279 [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.18\(4\).2021.23](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.18(4).2021.23)
- Shrader, C.B., Mulford, C.L. and Blackburn, V.L.(1989), "Strategic and operational planning, uncertainty and performance in small firms", *Journal of Small Business Management*, Vol. 27 No. 4, pp. 45-60.
- Sila, Vathunyoo, Angelica Gonzalez, and Jens Hagendorff. 2016. Women on board: Does boardroom gender diversity affect firm risk? *Journal of Corporate Finance* 36: 26–53. [CrossRef]
- Sonfield, M.C. and Lussier, R.N.(2009), "Non-family-members in the family business management team: a multinational investigation", *International Entrepreneurship and Management Journal*, Vol. 5 No. 4, pp. 395-415, doi: 10.1007/s11365-009-0109-4.
- Spong, K.R. and Sullivan, R.J.(1998), "How does ownership structure and manager wealth influence risk? A look at ownership structure, manager wealth and risk in commercial banks", *Financial Industry Perspectives*, Federal Reserve Bank of Kansas City, December, pp. 15-24,
- Tufano, Peter. 1996. Who manages risk? An empirical examination of risk management practices in the gold mining industry. *Journal of Finance* 51: 1097–137. [CrossRef]
- Uddin, Md Hamid. 2016. Effect of government share ownership on corporate risk taking: Case of the United Arab Emirates. *Research in International Business and Finance* 36: 322–39. [CrossRef]
- Villalonga, B. and Amit, R. (2006), "How do family ownership, control and management affect firm value?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 80 No. 2, pp. 385-417, doi: 10.1016/j.jfineco.2004.12.005.
- Volpin, P.F.(2002), "Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy", *Journal of Financial Economics*, Vol. 64 No. 1, pp. 61-90, doi: 10.1016/S0304-405X(02)00071-5.
- Wang, C., Walker, E. and Redmond, J.(2007), "Explaining the lack of strategic planning in SMEs: the importance of owner motivation", *International Journal of Organisational Behaviour*, Vol. 12 No. 1, pp. 1-16, available at: <https://ro.ecu.edu.au/cgi/viewcontent.cgi?article=2453&context=ecuworks>
- Wallach, Michael A., and Nathan Kogan. 1965. The roles of information, discussion, and consensus in group risk taking. *Journal of Experimental Social Psychology* 1: 1–19. [CrossRef]
- Welsh, Dianne H. B., and Thomas Zellweger. 2010. Can we afford it? Investment decisions of family and nonfamily owners. *Academy of Entrepreneurship Journal* 16: 21.
- Wright, P., Ferris, S., Sarin, A., and Awasthi, V.(1996). Impact of Corporate Insiders, Blockholder, and Institutional Equity Ownership on Firm Risk Taking. *Academy of Management Journal*, 39(2), 441-46
- Yusuf, A. and Saffu, K.(2005), "Planning and performance of small and medium enterprise operators in a country in transition", *Journal of Small Business Management*, Vol. 43No. 4, pp. 480-497.
- Zahra, Shaker A. (2005). Entrepreneurial risk taking in family firms. *Family Business Review* 18: 23–40. [CrossRef]