



فصلنامه علمی پژوهشی  
دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت  
دوره ۱۲ / شماره ۱ (پیاپی ۴۵) / بهار ۱۴۰۲  
صفحه ۵۷ تا ۷۰

## بررسی رابطه بین ریسک ویژه و سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمدرضا علوب

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران  
rezaoloub@gmail.com

ایمان داداشی

استادیار گروه حسابداری دانشگاه قم (نویسنده مسئول)  
idadashi@gmail.com

حمیدرضا غلام نیا روشن

استادیار گروه حسابداری، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران  
hamid\_r\_2057@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۹/۰۷/۱۱ تاریخ پذیرش: ۹۹/۰۸/۱۸

### چکیده

سرمایه گذاری یکی از بحث های مهم در بازار سرمایه است؛ به طوری که مدیریت مناسب با می تواند بر ارزش شرکت تأثیر گذار باشد و می تواند با افزایش جریانهای نقدی آتی، بقای شرکت ها را تضمین نمایند. از سوی دیگر، سرمایه گذاری شرکت ها تحت تأثیر عوامل مختلفی از جمله ریسک های شرکت قرار دارد که می تواند برای مدیران دارای فرصت ها و تهدیدات مختلفی باشد. از این رو، هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی رابطه بین ریسک ویژه و سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. برای این منظور و طی دوره هشت ساله بین سال های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ به بررسی ۱۴۳ شرکت و در مجموع ۱۱۴۴ سال-شرکت پرداخته شده است. پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش گردآوری داده ها در گروه پژوهش های توصیفی-پس رویدادی قرار دارد که با استفاده از داده های ترکیبی و نرم افزار Eviews8 به بررسی مدل های رگرسیونی پرداخته شده است. یافته های پژوهش حاضر نشان می دهد که در مجموع رابطه مثبت (منفی) و معناداری بین ریسک ویژه و سرمایه گذاری داخلی (خارجی) شرکت ها در دوره بررسی وجود دارد.

واژه های کلیدی: ریسک ویژه، سرمایه گذاری داخلی، سرمایه گذاری خارجی.

## ۱- مقدمه

پژوهش های اندکی به بررسی رابطه میان ریسک غیرسیستماتیک و تصمیمات شرکتی پرداخته اند. میزان سرمایه گذاری شرکت ها به ریسک سیستماتیک و فرصت های سرمایه گذاری بالقوه بستگی دارند. ریسک غیرسیستماتیک باید با ارزش گذاری پروژه های سرمایه گذاری بی ارتباط باشد زیرا می توان از طریق تنوع بخشی سرمایه گذاری و به حداکثر رسانی ارزش سهام دار آن را کاهش داد (دنگ هایوان و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۴). طبق یافته های پانوسی و پاپانیکولاو<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۳) دریافتند شرکت های دارای ریسک غیرسیستماتیک بالاتر سرمایه گذاری کمتری دارند، زیرا مدیران ریسک گریز سرمایه گذاری کمتری در پروژه های دارای ریسک غیرسیستماتیک می نمایند. سرمایه گذاری، یکی از استراتژی های مجزا کردن شرکت ها از نظارت خارجی می باشد. به عنوان مثال، سرمایه گذاری داخلی شرکت ها می تواند منجر به افزایش سرمایه گذاری های در بخش های مختلف شده و وابستگی آن ها را به تامین مالی خارجی کمتر گرداند. عدم نظارت از طرف تامین کنندگان مالی خارجی می تواند منجر به افزایش فرصت ها برای مدیران به منظور دنبال کردن استراتژی های سرمایه گذاری برای پیشرفت مواضع خود گردد. در مقابل، شرکت هایی که وابسته به سرمایه های خارجی می باشند، خود را درگیر سرمایه گذاری هایی می کنند که برای ارزش سهام، حیاتی باشد. این مفهوم به اثبات نظریه دمستزولن<sup>۱۱</sup> (۱۹۸۵) می انجامد که سرمایه گذاری به سهامداران کنترل کننده این اجازه را می دهد تا اطلاعات داخلی مهمی را کسب کنند که آن ها را قادر می سازد تا بازده نقدی و غیر نقدی را به عنوان جبران خسارتی برای تحمل بیشتر گونه های ریسکی ویژه، ببینند. به این ترتیب، شرکت ها تمایل به پیشرفت در زمینه ارائه اطلاعات ناهماهنگ و مدیریت سودی دارند که منجر می شود آن ها درگیر سرمایه گذاری های ناکارآمد گردند (بادآورنهندی و همکاران، ۱۳۹۲). واحد های تجاری همواره با فرصت های زیادی روبرو می شوند و نیازمند تصمیم گیری منطقی نسبت به یک سرمایه گذاری بهینه هستند. در واقع، سرمایه گذاری هر واحد تجاری باید با توجه به منابع و کارا بودن آن صورت گیرد، اما مسئله اصلی انتخاب طرح ها و تصمیم گیری راجع به فرصت های سرمایه گذاری به وسیله مدیران واحدهای تجاری است که بر اساس منافع شخصی آنان صورت می گیرد. به عبارتی عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع مانع از انجام یک

ریسک ها در تمام جنبه های زندگی وجود دارند (چوی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵). امروزه تغییرات محیطی شرکت ها را با انواع مختلفی از ریسک ها مواجه ساخته است. طبق نظر چن و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) یکی از دو نوع کمکی که اطلاعات حسابداری در جهت افزایش کارایی سرمایه گذاری می توانند ارائه دهند همانا «کاهش ریسک» و «کاهش عدم تقارن اطلاعاتی» است. در این بین پژوهش های مختلف هرکدام برای افزایش کارایی سرمایه گذاری عواملی را بررسی نموده اند. برای مثال گارسیا لارا و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۵) این گونه دریافتند که محافظه کاری حسابداری، کارایی سرمایه گذاری را بهبود می بخشد. مشایخی و محمدپور (۱۳۹۳) و امید (۱۳۹۰) نیز دریافتند که کیفیت گزارشگری مالی باعث افزایش کارایی سرمایه گذاری می شود. موضوع افزایش کارایی سرمایه گذاری از آن جهت دارای اهمیت می گردد که بر اساس تئوری نمایندگی، زمانی که مدیران اطلاعات خوبی راجع به وجود فرصت های سرمایه گذاری پرمفعت داشته باشند، امکان دارد که آن را به دلیل مشکلات مخاطره ی اخلاقی که ناشی از تملک وجوه نقد شرکت توسط مدیریت، عدم دوراندیشی و گزینش طرح نامناسب و نیز کمبود وجوه در دسترس که ناشی از تأمین مالی خارجی پرهزینه است، دنبال نکنند (گارسیا لارا و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۵). در نتیجه سرمایه گذاری کمتر از حد و سرمایه گذاری بیشتر از حد در نتیجه مشکلات نمایندگی مثل خطر اخلاقی و انتخاب نادرست پدید می آید (جنسن و مکلینگ<sup>۵</sup>، ۱۹۷۶؛ مایرز و مایلف<sup>۶</sup>، ۱۹۸۴؛ جنسن<sup>۷</sup>، ۱۹۸۶؛ بیدل و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۰۹). از طرفی درست است که نا اطمینانی حاصل از وجود ریسک در عملیات هر شرکتی وجود دارد اما اعتقاد بر این است که نحوه برخورد با ریسک ها می تواند «تهدید» ناشی از آن ریسک را به «فرصتی» برای رشد و کارایی سرمایه گذاری های شرکت تبدیل نماید که البته این به مدیریت ریسک شرکت بستگی دارد. طبق نظریه مطلوبیت به طور کلی افراد برحسب نگرششان به ریسک به سه گروه تقسیم می گردند: الف) ریسک گریز ب) خنثی به ریسک ج) ریسک پذیر. مدیر به عنوان تصمیم گیرنده شرکت می تواند در هریک از این سه دسته قرار گیرد (صیادی و همکاران، ۱۳۹۸).

7 Jensen

8 Biddle et al

9 Deng Haiwan et al

10 Panosi and Papanicolao

11 Demestzoline

1 Choi et al

2 Chen et al

3 Garcia Lara et al

4 Garcia Lara et al

5 Jensen and McLean

6 Myers and Maylef

بیشتری به سرمایه گذاری دارد (جلوگیری از سرمایه گذاری کم)، هدایت شود (چن و همکاران، ۲۰۱۵). به عقیده بیدل و همکاران (۲۰۰۹) شرکت هایی که سرمایه گذاری های کارا را انجام می دهند، می توانند با کاهش هزینه های سرمایه به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کمک کنند. کارایی سرمایه گذاری می تواند اخبار خوب را راجع به وضعیت شرکت منتشر کند و از این طریق نوسان قیمت سهام را کاهش داده و از خطر سقوط قیمت سهام جلوگیری کند. به نظر می رسد تأثیر کارایی سرمایه گذاری بر خطر سقوط قیمت سهام در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی بالا و پایین متفاوت باشد، زیرا عدم تقارن اطلاعاتی شرایطی را نشان می دهد که در آن مدیران منافع خود را به منافع سهام داران ترجیح می دهند (تقی زاده خانقاه و همکاران، ۱۳۹۷). از لحاظ تئوری، شرکت ها تا زمانی به طور مستمر در پروژه های با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه گذاری می کنند که مزایای نهایی این سرمایه گذاری برابر با هزینه های نهایی آن باشد. در بازارهای نیمه کامل، عواملی همچون عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی ممکن است مدیران را مجبور کند تا میزان سرمایه گذاری غیر کارا را که منجر به سرمایه گذاری بیشتر از حد و سرمایه گذاری کمتر از حد می شود، انجام دهند (لای و لیوان، ۲۰۱۷).

در همین ارتباط و در مطالعات داخلی صیادی و همکاران (۱۳۹۸) نشان دادند که مدیریت ریسک شرکت به تنهایی تأثیری بر رابطه توان مدیریت در افزایش کارایی سرمایه گذاری و یا کاهش ناکارایی سرمایه گذاری شرکت ها ندارد. میر عرب رضی و همکاران (۱۳۹۷) دریافته اند نگاهداشت وجه نقد و تامین مالی خارجی بر حساسیت سرمایه گذاری و وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری داشت. همچنین وجود نقد عملیاتی بر تأثیر نگاهداشت وجه نقد و تامین مالی خارجی بر حساسیت سرمایه گذاری و وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری داشت. نظری و همکاران (۱۳۹۶) نیز اعلام کردند بین معیار سودآوری و کارایی سرمایه گذاری شرکت ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. همچنین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه دوم پژوهش نتایج بدست آمده نشان می دهد که بین بازده مورد انتظار و کارایی سرمایه گذاری شرکت ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد و در نهایت با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه سوم پژوهش نتایج بیانگر آن است که بین فرصت های رشد و کارایی سرمایه گذاری شرکت ها، رابطه معنادار و

سرمایه گذاری بهینه می شود (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸). از این رو واحد های تجاری برای سرمایه گذاری در طرح های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه گذاری بهینه را با توجه به محدودیت های منابع مورد توجه قرار دهند. مطابق با بحث های سرمایه گذاری بهینه در چارچوب نئوکلاسیک، مدیران باید تا زمانی به سرمایه گذاری ادامه دهند که منافع نهایی آن برابر با هزینه نهایی آن باشد. البته این مفروضات مبتنی بر عدم شکاف در بازار سرمایه می باشد. یعنی مدیران توانایی مالی جهت سرمایه گذاری در پروژه های با خالص ارزش فعلی مثبت با نرخ رایج داشته باشند و بتوانند وجود اضافی برای سرمایه گذاران بدست آورند. اما از منظر تئوری نمایندگی منافع شخصی مدیران ممکن است منجر به سرمایه گذاری بیش از حد و کمتر از حد گردد. برای مثال، مسئله گزینش نادرست و خطر اخلاقی که ریشه در عدم تقارن اطلاعاتی دارد ممکن است به صورت نامطلوب میزان سرمایه گذاری را تحت تأثیر قرار دهد. بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران اطلاعات برتری درباره سودآوری مورد انتظار و زمان بندی پرداخت برای پروژه ها و طرح های سرمایه گذاری دارند (فروغی و همکاران، ۱۳۹۵). بررسی های انجام شده از سوی پژوهش گر نشان می دهد که در اغلب پژوهش های پیشین در حوزه مطالعاتی داخلی (از جمله صیادی و همکاران، ۱۳۹۸؛ میرعرب رضی و همکاران، ۱۳۹۷) اثر دیگر متغیرهای مالی و حسابداری بر سرمایه گذاری شرکت ها مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و بنابراین می توان پژوهش حاضر را مطالعه ای پیشگام در این حوزه دانست. با توجه به مطالب ارایه شده به نظر می رسد، سوال اصلی پژوهش به این صورت تدوین می شود: آیا بین ریسک ویژه و سرمایه گذاری شرکت رابطه وجود دارد؟

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سرمایه گذاری یکی از بحث های مهم در بازار سرمایه است؛ به طوری که مدیریت مناسب با می تواند بر ارزش شرکت تأثیر گذار باشد. سرمایه گذاری مبالغی است که به امید به دست آوردن منابع بیشتر از مصرف فعلی آن در زمان حال صرفه جویی می شود (باد آور نهندی و تقی زاده خانقاه، ۱۳۹۲). با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه گذاری، افزایش کارایی سرمایه گذاری از جمله مسائل بسیار با اهمیت است. کارایی سرمایه گذاری مستلزم آن است که از یک سو از مصرف منابع در فعالیت هایی که سرمایه گذاری در آن بیشتر از حد مطلوب انجام شده است ممانعت شود (جلو گیری از پیش سرمایه گذاری) و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت هایی که نیاز

<sup>2</sup> Lai and glass

<sup>1</sup> Yang and Jiang

ابزارهای تاثیرگذار مدیریت نقش به سزایی در ایجاد جریان های نقدی آتی شرکت ها دارد. در اقتصاد رو به رشد مدیران سرمایه گذار و مدیران پرتفوی، همواره به دنبال گزینه های مناسب سرمایه گذاری هستند تا بتوانند هم سود مورد نظر را کسب کنند و هم در بلندمدت ثروت خود را افزایش دهند (کامپبل و همکاران<sup>4</sup>، ۲۰۰۸) از دستی دیگر، بازارهای مالی یکی از محافظی هستند که می توانند انگیزه سرمایه گذاری را برای سرمایه گذاران متجلی سازند. بازار سرمایه با توجه به نوسانات اقتصادی همیشه تغییرات قیمت سهام و بازده سهام را تجربه کرده است. تغییرات قیمت سهام در شرکت ها برخی از متغیرهای تاثیرگذار بر بازده واقعی را مورد تأثیر قرار داده و انباشت بیش از حد ارزش افزوده سرمایه ناشی از نوسانات مثبت قیمت سهام، بازدهی مورد انتظار سهام را دگرگون خواهد نمود. به این ترتیب، به نظر می رسد ریسک شرکت ها می تواند اثرات متفاوتی بر متغیرهای مالی و حسابداری شرکت داشته باشد. دو نوع سرمایه گذاری برای شرکت وجود دارد: سرمایه سازی داخلی و اکتساب خارجی. سرمایه سازی درونی روندی پیوسته و تفاضلی است و نیازمند تلاش بیشتری است اما اکتساب خارجی و بیرونی کمتر و محدود تر می باشد. به عقیده تومباک و استنباک<sup>5</sup> (۲۰۰۲)، ترکیب مطلوب تأمین مالی بدهی و سهام به صندوق های پولی داخلی شرکت بستگی دارد. نتایج نشان می دهد که اگر چه شرکت های دارای نوسان غیرسیستماتیک اختیاری بالا وجه نقد بیشتری را به صورت داخلی و خارجی می کنند، اما شرکت های دارای نوسان غیرسیستماتیک اختیاری پایین از آن برای اکتساب های بیرونی استفاده می کنند. مدیران شرکت های دارای ریسک غیرسیستماتیک اختیاری پایین به دنبال اکتساب های بیرونی می روند و از سرمایه درونی استفاده نمی کنند و این نیازمند تلاش بیشتری است. دلیل دیگر تمایل این مدیران به اکتساب های بیرونی می تواند امکان و احتمال بالاتر بهره کشی و استخراج مزایای خصوصی و از طریق اکتساب باشد. این نوع تفاوت در سرمایه گذاری تنها زمانی وجود دارد که ذخایر نقدی پایین باشد. بنابراین سرمایه گذاری شرکت های نگهداشت وجه نقد بالا بدون توجه به ریسک غیرسیستماتیک اختیاری آن ها تفاوت معناداری ندارد. وقتی شرکت های دارای ریسک غیرسیستماتیک بالا وجه نقد بالایی داشته باشند، علاوه بر سرمایه گذاری درونی، نیازمند سرمایه از منابع بیرونی خواهند بود. هم چنین شواهد نشان می دهد که احتمال استفاده از اکتساب های بیرونی بری شرکت های دارای ریسک

مستقیمی وجود دارد. علاوه بر این، در پژوهش های خارجی چن و همکاران (۲۰۱۸) گزارش کردند که الگوهای سرمایه گذاری میان شرکت های خانوادگی و غیرخانوادگی متفاوت است. شرکت های خانوادگی نسبت به غیرخانوادگی منابع بیشتری به فعالیت های سرمایه گذاری و پروژه های توسعه و تحقیق اختصاص می دهند. سیاست های سرمایه گذاری در شرکت های خانوادگی دارای اختیار واقعی حاصل رابطه قوی تر میان سرمایه گذاری کل و ریسک غیرسیستماتیک می باشد. شرکت های خانوادگی کارایی بالاتری در توسعه و تحقیق دارند. ضمن اینکه دنگ هایوان و همکاران<sup>1</sup> (۲۰۱۴) نشان دادند یک رابطه منفی میان ریسک غیرسیستماتیک و سرمایه گذاری شرکتی وجود دارد وقتی مالکیت مدیریتی شرکت کم باشد این رابطه غیرمعنادار می گردد. تنوع بخشی یک تصمیم گیری شرکتی برای کاهش مثبت ریسک است و حتی در صورت کاهش مالکیت مدیریتی به ریسک غیرسیستماتیک مرتبط می باشد. این رابطه مثبت برای شرکت های دارای تشویق های مدیریتی بالاتر، کمتر می باشد. در نهایت، پانوسی و همکاران<sup>2</sup> (۲۰۰۹) نشان دادند اثر منفی ریسک غیرسیستماتیک بر سرمایه گذاری تا حدی ناشی از ریسک گریزی مدیریتی است. رابطه منفی میان عدم قطعیت غیرسیستماتیک و سرمایه گذاری برای شرکت های دارای مالکیت داخلی بالاتر و قوی تر می باشد. این رابطه برای شرکت های دارای پاداش های مبتنی بر اختیار سهام ضعیف تر است. در مجموع پژوهش های انجام شده نشان می دهند که ریسک ویژه شرکت ها می تواند موجب تغییر در تصمیمات مدیران برای سرمایه گذاری شود. از یک سو، افزایش ریسک ویژه شرکت ها که می تواند مدیران را محدود کرده (از طریق دسترسی پایین به منابع مالی) و از سوی دیگر، یکی از اصلی ترین عوامل حیات شرکت ها، استفاده از فرصت های سرمایه گذاری و فرصت های رشد است. بنابراین، هر چه میزان ریسک ویژه شرکت ها افزایش پیدا کند، تصمیمات مربوط به سرمایه گذاری شرکت ها از سوی مدیران محدودتر شده و بنابراین، نیازمند ریسک های سرمایه گذاری بیشتری هستند.

#### تدوین فرضیه

فاما و فرنچ<sup>3</sup> (۲۰۰۸) به این نتیجه رسید که همواره افزایش ریسک شرکت با افزایش نسبت قابل توجهی از سرمایه گذاری همراه بوده است. ساختار بهینه مالکیت سرمایه گذاران نهادی، عاملی تاثیرگذار در نوسانات سرمایه گذاری بوده و به عنوان

<sup>4</sup> Campbell et al  
<sup>5</sup> Tomback and Stenbock

<sup>1</sup> Deng Haiwan et al  
<sup>2</sup> Panosi et al  
<sup>3</sup> Fama and French

داخلی و خارجی استفاده شده است. به پیروی از ماسکارلا و ژائو<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) از شاخص هزینه های سرمایه ای شرکت برای اندازه گیری سرمایه گذاری داخلی استفاده شده و برای اندازه گیری سرمایه گذاری خارجی به پیروی از کادایرانو<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) از شاخص تحصیلات خارجی شرکت بهره گرفته شده است. بنابراین مدل های زیر برای این سنجش فرضیه استفاده شده است و در صورت تایید معناداری ضرایب ( $\beta_1$ ) در این مدل ها می توان پذیرفت که فرضیه پژوهش پذیرفته شده است:

(۱)

$$ININVEST_{it} = \beta_0 + \beta_1 DISCRIRISK_{it} + \beta_2 CASH_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 NWC_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 MTB_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۲)

$$EXINVEST_{it} = \beta_0 + \beta_1 DISCRIRISK_{it} + \beta_2 CASH_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 NWC_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 MTB_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل های بالا داریم:

#### متغیر مستقل: ریسک ویژه (DISCRIRISK)

برای اندازه گیری ریسک ویژه شرکت ها از دو روش استفاده شده است. مدل اول به صورت بازده روزانه و تخمین مدل بازار می باشد و در مدل دوم از مدل سه عاملی فاما و فرنچ استفاده شده است. این مدل ها به شرح ذیل می باشند:

مدل اول، مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه است که یک مدل رگرسیونی قیمت گذاری بوده و معادله آن به صورت زیر می باشد:

(۳)

$$K_j = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

در فرمول بالا داریم:

$R_f$ : نرخ بازده بدون ریسک

$\beta$ : ضریب حساسیت

$R_m$ : بازده بازار شرکت

$R_f$ : بازده سهام شرکت

عامل مهم و تعیین کننده در این مدل ضریب بتا است که برای سنجش توان تبیین و مقایسه نرخ بازده واقعی بسیار ضروری است. ضریب بتا میزان حساسیت بازده اضافی مورد انتظار از دارایی ها نسبت به بازده اضافی مورد انتظار بازار را مشخص می کند که براساس مدل شارپ از رابطه زیر به دست می آید:

(۴)

$$\beta = \frac{Cov(r_i, r_m)}{var(r_m)}$$

<sup>3</sup> Kadirzanova

غیرسیستماتیک اختیاری پایین، بالاتر است (سون لای و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). با توجه به مبانی نظری ارائه شده در بخش های گذشته، فرضیه های پژوهش به این شرح تدوین می شوند:

➤ بین ریسک ویژه و سرمایه گذاری داخلی شرکت رابطه وجود دارد.

➤ بین ریسک ویژه و سرمایه گذاری خارجی شرکت رابطه وجود دارد.

#### روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف جزو پژوهش های کاربردی بوده و از نظر روش شناسی از نوع پژوهش های همبستگی علی پس از وقوع می باشد. هم چنین، این پژوهش به لحاظ ارتباط با محیط پیرامونی از نوع پژوهش های شبه تجربی می باشد. علاوه بر این، جامعه آماری مورد مطالعه این پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ است. در این پژوهش، برای انتخاب نمونه، از کل داده های در دسترس استفاده شده است. نخست تمام شرکت هایی که می توانستند در نمونه گیری شرکت کنند؛ انتخاب شدند. سپس، از بین کلیه شرکت هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نبوده اند، حذف شده و در نهایت شرکت های باقی مانده (۱۴۳ شرکت و در مجموع ۱۱۴۴ سال-شرکت) برای انجام آزمون انتخاب شده اند:

- ۱) به منظور همگن شدن نمونه آماری در سال های مورد بررسی، پیش از سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- ۲) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
- ۳) نمونه آماری شامل شرکت های واسطه گری مالی، سرمایه گذاری، لیزینگ، بانک ها و شرکت های بیمه نمی شود.
- ۴) شرکت ها طی قلمرو زمانی این تحقیق تغییر فعالیت یا دوره مالی نداده باشند.
- ۵) داده های مورد نظر شرکت ها در دسترس باشد

#### متغیرها و مدل های رگرسیونی

در فرضیه های پژوهش به بررسی رابطه بین ریسک ویژه و سرمایه گذاری شرکت ها پرداخته شده است که برای اندازه گیری سرمایه گذاری شرکت ها از دو شاخص سرمایه گذاری

<sup>1</sup> Sun Lai et al

<sup>2</sup> Mascarla and Zhao

در رابطه بالا داریم:

$$Cov(r_i, r_m): \text{کوارینانس بازده سهام شرکت و بازده بازار}$$

$$var(r_m): \text{واریانس بازده بازار}$$

(۶)

$$SMB = \frac{S/L+S/M+S/H}{3} - \frac{B/L+B/M+B/H}{3}$$

HML: میانگین بازده های شرکت های با نسبت ارزش

دفتری بالا منتهای پایین می باشد.

پس از طبقه بندی بر مبنای اندازه این بار نمونه بر مبنای عامل BE/ME (نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار) که حاصل تقسیم ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت در پایان همان سال می باشد به پرتفوی های جداگانه طبقه بندی می شوند. سپس شرکت ها بر اساس این نسبت از بالا به پایین مرتب می شده و شرکت هایی که نسبت BE/ME آن ها ۳۰٪ بالاتر هستند به عنوان پرتفوی بالا (H)، سهام هایی که نسبت BE/ME آن ها در حدود ۴۰٪ متوسط است میانه (N) و در نهایت شرکت هایی که نسبت BE/ME آن ها در ۳۰٪ پایین هستند به عنوان پرتفوی پایین (L) در نظر گرفته می شوند.

(۷)

$$HML = \frac{S/H + B/H}{2} - \frac{S/L + B/L}{2}$$

### متغیر وابسته

متغیر وابسته در پژوهش حاضر سرمایه گذاری می باشد که برای اندازه گیری آن از دو شاخص استفاده شده است:

۱) سرمایه گذاری داخلی (ININVEST): برابر است با

نسبت (مالیات بر سود قبل از کسر مالیات ضرب در جمع کل بدهی ها به علاوه نرخ بازده بدون ریسک تقسیم بر ۱۰۰ ضرب در جمع حقوق صاحبان سهام) به کل دارایی های شرکت.

۲) سرمایه گذاری خارجی (EXINVEST): برابر است با

نسبت تفاوت سرمایه گذاری های کوتاه مدت و بلندمدت جاری و اول دوره به کل دارایی های شرکت.

### متغیرهای کنترلی

به پیروی از تحقیقات پیشین پژوهش (الساندرو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸؛ بیتس و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹؛ اوپلر و همکاران<sup>۳</sup>، ۱۹۹۹) اثر برخی از ویژگی های شرکت ها در مدل های رگرسیونی پژوهش کنترل شده است که در ادامه به تعریف آنها پرداخته می شود:

➤ جریانات نقدی (CASH): برابر است با نسبت وجوه

نقد به کل دارایی های شرکت.

➤ رشد فروش (SG): برابر است با نسبت تغییرات در

فروش به کل فروش اول دوره شرکت.

در مدل دوم، برای اندازه گیری ریسک غیرسیستماتیک شرکت ها از باقیمانده مدل های رگرسیونی ارایه شده از سوی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) استفاده شده است. نوسانات باقیمانده به صورت مجموع مربعات باقیمانده ها تعریف می شود که از دو مدل اشاره شده حاصل می شود. برای محاسبه باقیمانده روزانه برای مدل سه عاملی فاما و فرنچ، به تخمین مدل رگرسیونی بازده بر اساس شاخص بازار، اندازه شرکت و نسب ارزش بازار به دفتری پرداخته شده است.

(۵)

$$SR_{it} = \beta_0 + \beta_1 RM\_RF_{it} + \beta_2 HML_{it} + \beta_3 SMB_{it} + \varepsilon_{it}$$

$SR_{it}$ : بازده اضافی که برابر است با میانگین بازده ماهانه سهام و نرخ بازده بدون ریسک.

$RM\_RF_{it}$ : بازده وزنی تمامی سهام های بورس.

$HML_{it}$ : عامل صرف ریسک دفتری به بازار (پرتفوی وزنی سهام های دارای ارزش دفتری به بازار بالا به بازار منتهای بازده پرتفوی وزنی سهام های دارای ارزش دفتری به بازار پایین بر اساس میانه به دست آمده)

$SMB_{it}$ : عامل صرف ریسک مبتنی بر اندازه (بازده پرتفوی وزنی برای تمامی سهام های کوچک منتهای بازده سهام های بزرگ در ماه m.

$\varepsilon_{it}$ : خطای مدل رگرسیونی در ماه m.

پس از استخراج داده های عامل اندازه شرکت ها که بر مبنای حاصل ضرب تعداد سهام شرکت در قیمت سهام شرکت در قیمت سهم می باشد، سهام شرکت ها در ابتدا بر اساس اندازه به پرتفوی های جداگانه S (شرکت های بزرگ) و B (شرکت های کوچک) تقسیم شوند.

نحوه تشکیل پرتفوی ها به این صورت است که شرکت های نمونه بر مبنای اندازه مرتب می شوند سپس دو پرتفوی بزرگ (B) و کوچک (S) تقسیم می شوند. بعد از طبقه بندی سهام شرکت ها بر اساس دو عامل اندازه و نسبت ارزش دفتری و ارزش بازار، سهام را به شش پرتفوی S/H, S/N, S/L, B/M, B/H, B/L که از ترکیب دو گروه اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، سهام ها می باشند، طبقه بندی می کنیم.

<sup>3</sup> Oppler et al

<sup>1</sup> Alessandro et al

<sup>2</sup> Bates et al

درصد و منفی یک درصد به دست آمده است. اما یافته های مربوط به متغیرهای کنترلی نشان می دهد که جریان نقدی شرکت ها به طور متوسط ۴ درصد کل دارایی های آنهاست که بالاترین رقم به دست آمده بیش از ۴۷ درصد می باشد. رشد فروش شرکت ها نسبت به اول دوره افزایش ۲۱ درصدی را نشان می دهد که بالاترین رشد فروش بیش از ۲/۸ برابر فروش اول دوره بوده و پایین ترین آن کاهش فروش ۹۷ درصدی نسبت به اول دوره را نشان می دهد. سرمایه در گردش نشان می دهد که میانگین اختلاف دارایی ها و بدهی های جاری شرکت ها ۱۵ درصد کل دارایی هاست که حداقل این متغیر منفی به دست آمده که نشان می دهد بدهی های جاری شرکت ها بالاتر از دارایی های جاری آنهاست و نشان از ریسک بالای شرکت دارد. اهرم مالی شرکت ها نیز نشان می دهد که به طور متوسط بدهی های شرکت ها بیش از ۵۵ درصد کل دارایی های آنهاست که بالاترین رقم به دست آمده بیش از ۹۴ درصد بوده که نشان از ریسک بالای شرکت دارد. ارزش بازار سهام شرکت ها به طور میانگین بیش از ۲/۶ برابر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آنهاست و اندازه شرکت ها به طور متوسط ۱۴ می باشد که بزرگ ترین و کوچک ترین شرکت ها به ترتیب دارای اندازه های ۱۹ و ۱۰ می باشند. به این ترتیب داریم:

- سرمایه در گردش (NWC): برابر است با نسبت اختلاف دارایی ها و بدهی های جاری به کل دارایی های شرکت.
- اهرم مالی (LEV): برابر است با نسبت کل بدهی ها به کل دارایی های شرکت.
- ارزش بازار به دفتری (MTB): برابر است با نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.
- اندازه شرکت (SIZE): برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت.

### یافته های پژوهش

#### آمار توصیفی

جدول (۱) نشان دهنده آمار توصیفی داده های مورد استفاده در پژوهش است. براساس یافته های آمار توصیفی، میانگین سرمایه گذاری داخلی شرکت ها ۱۴ درصد کل دارایی های شرکت ها بوده و این برای سرمایه گذاری خارجی یک درصد کل دارایی ها به دست آمده و نشان از تمایل بیشتر شرکت ها برای سرمایه گذاری داخلی نسبت به خارجی دارد. هم چنین، ریسک ویژه شرکت ها براساس دو شاخص اندازه گیری به ترتیب منفی ۸

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
سرمایه گذاری داخلی	ININVEST	۰.۱۴۷	۰.۱۶۰	۰.۷۲۱	-۰.۵۵۲	۰.۰۷۰
سرمایه گذاری خارجی	EXINVEST	۰.۰۱۲	۰.۰۱۱	۰.۸۰۶	-۰.۳۲۴	۰.۰۶۶
ریسک ویژه ۱	DISCRISK1	-۰.۰۸۸	-۰.۱۱۳	۰.۹۹۴	-۰.۹۹۸	۰.۴۷۷
ریسک ویژه ۲	DISCRISK2	-۰.۰۱۰	-۰.۰۵۰	۰.۹۹۵	-۰.۹۹۷	۰.۳۹۴
جریان نقدی	CASH	۰.۰۴۲	۰.۰۲۶	۰.۴۷۰	۰.۰۰۱۰۱۴	۰.۰۵۰
رشد فروش	SG	۰.۲۱۳	۰.۱۶۷	۲.۸۹۳	-۰.۹۷۲	۰.۳۸۳
سرمایه در گردش	NWC	۰.۱۵۴	۰.۱۵۷	۰.۸۳۶	-۰.۵۶۷	۰.۲۱۸
اهرم مالی	LEV	۰.۵۵۷	۰.۵۶۷	۰.۹۴۸	۰.۰۴۶	۰.۱۸۴
ارزش بازار به دفتری	MTB	۲.۶۸۳	۲.۲۱۵	۱۶.۶۸۵	-۱.۶۲۲	۱.۹۰۳
اندازه شرکت	SIZE	۱۴.۳۱۶	۱۴.۱۱۰	۱۹.۷۷۳	۱۰.۱۶۶	۱.۶۴۱

#### نتایج تخمین مدل های رگرسیونی پژوهش

به منظور بررسی فرضیه پژوهش از چهار مدل استفاده شده است. چراکه برای اندازه گیری متغیرهای تصمیمات سرمایه گذاری و ریسک ویژه شرکت ها از دو روش اندازه گیری مجزا استفاده شده است. در ابتدا به بررسی رابطه بین شاخص اول ریسک ویژه و سرمایه گذاری شرکت پرداخته شده و سپس این ارتباط برای شاخص دوم ریسیک ویژه مورد بررسی قرار گرفته است.

#### مدل های رگرسیونی اول - شاخص اول ریسک ویژه

پیش از تخمین مدل رگرسیونی پژوهش، آزمون های تشخیصی به منظور تعیین معناداری اثرات مقطعی مدل انجام شده است. جدول (۲) یافته های مربوط به این آزمون ها را نشان می دهد. با توجه به سطح معناداری آزمون چاو جهت تعیین معناداری اثرات مقطعی در مدل اول که کوچک تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده، فرض صفر این آزمون مبنی بر عدم معناداری اثرات مقطعی در های پژوهش رد شده و می توان

تصادفی دارد. اما در مدل دوم، سطح معناداری آزمون چاو بزرگ از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و بنابراین مدل دوم با استفاده از روش داده های تلفیقی مورد بررسی قرار گرفته است.

پذیرفت که مدل رگرسیونی این بخش باید به روش داده های پانلی (تابلویی) تخمین زده شود. هم چنین، سطح معناداری به دست آمده برای آزمون هاسمن نیز پایین تر از خطای ۵ درصد است که نشان از اولویت روش داده های اثرات ثابت نسبت به

جدول (۲) نتایج آزمون های چاو و هاسمن

متغیر وابسته	آزمون	آماره	درجه آزادی	سطح	نتایج
ININVEST	چاو (F لیمیر)	۳.۷۶۷	(۱۴۲,۹۹۴)	۰.۰۰۰۰	پانلی (تابلویی)
	هاسمن	۹۲.۰۸۸	۷	۰.۰۰۰۰	اثرات ثابت
EXINVEST	چاو (F لیمیر)	۰.۸۲۰	(۱۴۲,۹۹۴)	۰.۹۳۱۹	تلفیقی
	هاسمن	-	-	-	-

کوچک تر از مقدار بحرانی ۱۰ به دست آمده اند که نشان از عدم وجود همخطی شدید میان متغیرهای مستقل تحقیق دارد و از این رو می توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است.

نتایج به دست آمده برای سطح معناداری آزمون بروش-پاگان که جهت بررسی عدم وجود ناهمسانی واریانس در بین اجزای خطا مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است، بالاتر از ۰/۰۵ می باشد که بیانگر عدم رد فرضیه مخالف مبنی بر همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل می باشد. از این رو می توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است.

#### نتایج برآورد ضرایب تاثیر

جدول (۳) خلاصه یافته های این مدل را نشان می دهد.

#### آزمون مفروضات اولیه رگرسیونی

- بر اساس شاخص های نیکویی برازش مدل مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. هم چنین، ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می دهد ۳۸ درصد از تغییرات موجود در سرمایه گذاری داخلی شرکت ها در مدل اول و بیش از ۴۸ درصد تغییرات موجود در سرمایه گذاری خارجی شرکت ها در مدل دوم توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل ها تبیین می گردد.
- نتایج برآورد آماره دوربین واتسون در جهت تایید استقلال اجزای خطا نشان از برآورد این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. از آن جا که این مقدار نزدیک به مقدار تجربی ۲ قرار دارد می توان فرض استقلال اجزای خطا را پذیرفت.
- مقادیر شاخص تورم واریانس که در جهت سنجش عدم همخطی میان متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه می شود،

جدول (۳) نتایج تخمین مدل های رگرسیونی

EXINVEST				ININVEST			متغیر وابسته
تورم واریانس	معناداری	تی استودنت	بتا	معناداری	تی استودنت	بتا	متغیر
-	۰.۰۰۰	-۵.۷۰۵	-۰.۳۸۸۲	۰.۰۰۰	۲۶.۵۷	۰.۲۰۸	C
۱.۰۱۸	۰.۰۰۰	-۴.۶۴۵	-۰.۰۱۷	۰.۰۰۰	۳.۸۵۶	۰.۱۷۰	DISCRISK1
۱.۰۷۰	۰.۴۰۳	-۰.۸۳۵	-۰.۱۰۷	۰.۰۲۳	۲.۲۷۳	۰.۰۳۳	CASH
۱.۰۶۴	۰.۰۰۰	۲۳.۴۱	۰.۳۳۱	۰.۳۰۷	۱.۰۲۱	۰.۱۶۷	SG
۱.۵۷۷	۰.۵۶۷	-۰.۵۷۲	-۰.۰۲۰	۰.۰۰۰	۱۱.۳۷	۰.۰۴۷	NWC
۱.۵۰۱	۰.۰۰۰	-۹.۹۱۳	-۰.۴۱۲	۰.۰۰۰	-۱۴.۳۷۷	-۰.۰۶۹	LEV
۱.۱۳۴	۰.۰۰۰	۳.۹۵۸	۰.۰۱۳	۰.۰۳۲	۲.۱۳۳	۰.۸۶۵	MTB
۱.۰۹۹	۰.۰۰۰	۱۱.۴۲۸	۰.۰۴۵	۰.۰۰۰	-۴.۸۲۴	-۰.۲۲۳	SIZE
۰.۴۸۰				۰.۳۸۱			ضریب تعیین تعدیل شده



EXINVEST			ININVEST			متغیر وابسته
تورم واریانس	معناداری	تی استودنت	بتا	معناداری	تی استودنت	متغیر
		۱۲۹.۹۴۱			۴.۴۷۴	آماره F
		۰.۰۰۰			۰.۰۰۰	سطح معناداری
		۲.۱۷۷			۱.۸۵۸	دوربین-واتسون
		۲.۵۳۵			۱۱.۱۶۸	آزمون بروش-پاگان
		۰.۹۲۴۴			۰.۱۳۱۴	سطح معناداری

اولویت روش داده های اثرات ثابت نسبت به تصادفی دارد. اما در مدل دوم، سطح معناداری آزمون چاو بزرگ از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و بنابراین مدل دوم با استفاده از روش داده های تلفیقی مورد بررسی قرار گرفته است.

جدول (۴) نتایج آزمون های چاو و هاسمن

نتایج	سطح معناداری	درجه آزادی	آماره	آزمون	متغیر وابسته
پانلی (تابلویی)	۰.۰۰۰۰	(۱۴۲,۹۹۴)	۳.۷۹۴	چاو (F) لیمیر	ININVEST
اثرات ثابت	۰.۰۰۰۰	۷	۸۰.۲۷۳	هاسمن	
تلفیقی	۰.۹۱۳۱	(۱۴۲,۹۹۴)	۰.۸۳۴	چاو (F) لیمیر	EXINVEST
-	-	-	-	هاسمن	

#### آزمون مفروضات اولیه رگرسیونی

- بر اساس شاخص های نیکویی برازش مدل مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. هم چنین، ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می دهد ۳۸ درصد از تغییرات موجود در سرمایه گذاری داخلی شرکت ها در مدل اول و بیش از ۴۸ درصد تغییرات موجود در سرمایه گذاری خارجی شرکت ها در مدل دوم توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل ها تبیین می گردد.
- نتایج برآورد آماره دوربین واتسون در جهت تایید استقلال اجزای خطا نشان از برآورد این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. از آن جا که این مقدار نزدیک به مقدار تجربی ۲ قرار دارد می توان فرض استقلال اجزای خطا را پذیرفت.
- مقادیر شاخص تورم واریانس که در جهت سنجش عدم همخطی میان متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه می

#### نتایج آزمون اثرات متغیرهای مستقل

- سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل شاخص اول ریسک ویژه شرکت (DISCRISK1) در مدل اول دارای مقداری پایین تر از خطای ۵ درصد می باشد و بنابراین می توان پذیرفت که بین ریسک ویژه و سرمایه گذاری داخلی شرکت رابطه معناداری وجود دارد. بیشتر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر ریسک ویژه در مدل اول مثبت است که نشان می دهد با افزایش ریسک ویژه، تمایل شرکت ها به سرمایه گذاری داخلی نیز افزایش پیدا می کند (تایید فرضیه اول پژوهش).
- سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل شاخص اول ریسک ویژه شرکت (DISCRISK1) در مدل دوم نیز دارای مقداری پایین تر از خطای ۵ درصد می باشد و بنابراین می توان پذیرفت که بین ریسک ویژه و سرمایه گذاری خارجی شرکت رابطه معناداری وجود دارد. بیشتر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر ریسک ویژه در مدل دوم منفی است که نشان می دهد با افزایش ریسک ویژه، تمایل شرکت ها به سرمایه گذاری خارجی کاهش پیدا می کند (تایید فرضیه دوم پژوهش).

#### مدل های رگرسیونی دوم - شاخص دوم ریسک ویژه

پیش از تخمین مدل رگرسیونی پژوهش، آزمون های تشخیصی به منظور تعیین معناداری اثرات مقطعی مدل انجام شده است. جدول (۴) یافته های مربوط به این آزمون ها را نشان می دهد. با توجه به سطح معناداری آزمون چاو جهت تعیین معناداری اثرات مقطعی در مدل اول که کوچک تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده، فرض صفر این آزمون مبنی بر عدم معناداری اثرات مقطعی در های پژوهش رد شده و می توان پذیرفت که مدل رگرسیونی این بخش باید به روش داده های پانلی (تابلویی) تخمین زده شود. هم چنین، سطح معناداری به دست آمده برای آزمون هاسمن نیز پایین تر از خطای ۵ درصد است که نشان از

است، بالاتر از 0/05 می باشد که بیانگر عدم رد فرضیه مخالف مبنی بر همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل می باشد.

از این رو می توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است.

### نتایج برآورد ضرایب تاثیر

جدول (5) خلاصه یافته های این مدل را نشان می دهد.

شود، کوچک تر از مقدار بحرانی 10 به دست آمده اند که نشان از عدم وجود همخطی شدید میان متغیرهای مستقل تحقیق دارد و از این رو می توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است.

نتایج به دست آمده برای سطح معناداری آزمون بروش-پاگان که جهت بررسی عدم وجود ناهمسانی واریانس در بین اجزای خطا مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته

جدول (5) نتایج تخمین مدل های رگرسیونی

EXINVEST				ININVEST			متغیر وابسته
تورم واریانس	معناداری	تی استودنت	بتا	معناداری	تی استودنت	بتا	متغیر
-	0.000	-5.084	-0.345	0.000	26.504	0.208	C
1.002	0.000	-8.586	-0.132	0.024	2.249	0.175	DISCRISK2
1.071	0.255	0.127	-0.145	0.026	2.226	0.033	CASH
1.061	0.000	22.907	0.323	0.378	0.881	0.144	SG
1.577	0.398	-0.844	-0.030	0.000	11.164	0.046	NWC
1.501	0.000	-9.881	-0.410	0.000	-14.379	-0.069	LEV
1.126	0.000	3.817	0.013	0.015	2.421	0.981	MTB
1.093	0.000	10.525	0.042	0.000	-5.013	-0.232	SIZE
0.485				0.382			ضریب تعیین تعدیل شده
138.031				4.487			آماره F
0.000				0.000			سطح معناداری
2.160				1.857			دوربین-واتسون
3.440				8.620			آزمون بروش-پاگان
0.841				0.281			سطح معناداری

می باشد و بنابراین می توان پذیرفت که بین ریسک ویژه و سرمایه گذاری خارجی شرکت رابطه معناداری وجود دارد. بیشتر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر ریسک ویژه در مدل دوم منفی است که نشان می دهد با افزایش ریسک ویژه، تمایل شرکت ها به سرمایه گذاری خارجی کاهش پیدا می کند (تایید فرضیه دوم پژوهش).

### بحث و نتیجه گیری

در پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین ریسک ویژه و تصمیمات سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد که یافته ها نشان می دهد ریسک ویژه دارای رابطه مثبت و معناداری با سرمایه گذاری داخلی شرکت ها همراه است و این در حالی است که این ارتباط برای سرمایه گذاری

### نتایج آزمون اثرات متغیرهای مستقل

سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل شاخص اول ریسک ویژه شرکت (DISCRISK2) در مدل اول دارای مقداری پایین تر از خطای 5 درصد می باشد و بنابراین می توان پذیرفت که بین ریسک ویژه و سرمایه گذاری داخلی شرکت رابطه معناداری وجود دارد. بیشتر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر ریسک ویژه در مدل اول مثبت است که نشان می دهد با افزایش ریسک ویژه، تمایل شرکت ها به سرمایه گذاری داخلی نیز افزایش پیدا می کند (تایید فرضیه اول پژوهش).

سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل شاخص اول ریسک ویژه شرکت (DISCRISK2) در مدل دوم نیز دارای مقداری پایین تر از خطای 5 درصد

- با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی، فصلنامه سیاست های مالی و اقتصادی، سال ششم، شماره ۲۱، صص ۵۶-۳۳.
- \* صیادی، محمد؛ دستگیر، محسن، علی احمدی، سعید (۱۳۹۸)، مطالعه نقش مدیریت ریسک شرکت (ERM) بر رابطه بین توانایی مدیریت و افزایش کارایی سرمایه گذاری، راهبرد مدیریت مالی، صص ۱-۳۸.
- \* فروغی، داریوش و امین ساکینی (۱۳۹۵)، توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه گذاری و کیفیت گزارشگری مالی، مجله پژوهش های تجربی حسابداری، دوره ۶، شماره ۱ - شماره پایایی ۲۱، صص ۶۳-۹۰.
- \* مشایخی، بیتا و فرشاد محمدپور (۱۳۹۳)، کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه گذاری، مجله راهبرد مدیریت مالی، دوره ۲، شماره ۴ - شماره پایایی ۷، زمستان ۱۳۹۳، صص ۱-۱۴.
- \* میرعرب رضی، وحید؛ آریان پناه، کلثوم؛ اکبری، برزو (۱۳۹۷)، تاثیر نگهداشت وجه نقد و تامین مالی خارجی بر حساسیت سرمایه گذاری و وجه نقد، یازدهمین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت و هفتمین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری های باز، صص ۱-۱۲.
- \* نظری، حمید؛ دارایی، محسن (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین معیارهای سودآوری، بازده مورد انتظار با کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سال ۱۷، شماره ۶۹، صص ۱-۲۶.
- \* Alessandro Di Nolay (2018), Idiosyncratic Firm Risk, Cash Holdings and Lumpy Investment, <https://sites.google.com/site/alessandrololaphd>
- \* Biddle, G. C., Hilary, G., Verdi, R. S. (2009). "How does financial reporting quality relate to investment efficiency?". *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 48(2), PP. 112-131
- \* Campbell, John Y., Jens Hilscher, and Jan Szilagyi, 2008. In search of distress risk. *Journal of Finance* 63, 2899-2939.
- \* Chen Y. Podolski, E. and V.Madhu.2015. Does managerial ability facilitate corporate innovative success? *Journal of Empirical Finance*, vol. 34, issue C, 313-326
- \* Chen, S. S. and C.Y. Lin.,2018. Managerial ability and acquirer returns, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Volume 68, pp 171- 182
- \* Choi et al.,2015. Optimizing enterprise risk management: a literature review and critical analysis of the work of Wu and Olson, *Ann Oper Res*. DOI 10.1007/s10479-015-1789-5
- \* Demsetz, H., Lehn, K., 1985. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.
- \* Deng Haoyan Kebin Chen Dongmin Kong , (2014),"The effect of idiosyncratic risk on firm decisions: underinvestment or diversification?",

خارجی منفی و معنادار به دست آمده است. در واقع، می توان نتیجه گرفت که با افزایش ریسک ویژه شرکت ها، مدیران تلاش می کنند تا از سرمایه گذاری خارجی کاسته و بر سرمایه گذاری داخلی بیافزایند. این یافته ها از این منظر قابل توجیه است که اغلب مدیران ریسک گریز هستند، چراکه وقتی شرکت ها با ریسک های مختلفی مواجه می شوند، مدیران تلاش می کنند تا با کاهش سرمایه گذاری های خارجی و افزایش سرمایه گذاری های داخلی هم وضعیت شرکت را سروسامان ببخشند و هم اینکه رضایت سهامداران را کسب کنند. در واقع، یکی از نگرانی های مدیران، مشکلات نقدینگی برای سرمایه گذاری های آتی است که برای این منظور آنها ترجیح می دهند تا با سرمایه گذاری های داخلی هم دیدگاه مثبت مالکان شرکت ها را کسب کرده و هزینه های نمایندگی را کاهش دهند و هم اینکه در صورت نیاز به سرمایه گذاری های آتی، بتوانند از منابع مالی داخلی تامین مالی کنند. از سوی دیگر، افزایش سرمایه گذاری های داخلی از دیدگاه سرمایه گذاران نشان دهنده وضعیت مناسب شرکت بوده و در نتیجه می تواند ریسک های خارجی شرکت ها را کاهش دهد. این یافته ها سازگار با یافته های لای و همکاران (۲۰۱۸) و الساندرو و همکاران (۲۰۱۸) می باشد. در مجموع یافته های پژوهش حاضر می تواند برای بسیاری از گروه ها و نهادهای درگیر در بازار سرمایه مفید باشد. مدیران می توانند با تکیه به نتایج پژوهش حاضر به درک مناسبی از ارتباط بین ریسک ویژه و تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها دست پیدا کنند و سرمایه گذاران نیز می توانند با توجه به تایید رابطه بین ریسک ویژه و تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها، در استفاده از صورت های مالی دقت عمل بیشتری به خرج دهند تا بتوانند تصمیمات سرمایه گذاری دقیق تری اتخاذ نمایند. در نهایت با توجه به اینکه تضاد منافع بین مدیران و سرمایه گذاران می تواند بر تصمیمات آنها اثرگذار باشد، به دیگر پژوهش گران در این حوزه پیشنهاد می شود تا در پژوهش های آتی اثر تعارضات نمایندگی و اطمینان بیش از حد مدیران را بر رابطه بین ریسک ویژه و تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها مورد بررسی قرار دهند.

#### فهرست منابع

- \* بادآور نهندي، یونس و وحید تقی زاده خانقاه (۱۳۹۲)، بررسی ارتباط بین کیفیت حسابداری و کارایی سرمایه گذاری، بررسی های حسابداری و حسابرس، دوره ۲۰، شماره ۲، صص ۱۹-۴۲.
- \* تقی زاده خانقاه، وحید؛ بادآور نهندي، یونس (۱۳۹۷)، ارتباط بین کارایی سرمایه گذاری و خطر سقوط قیمت سهام

China Finance Review International, Vol. 4 Iss 3 pp. 271 – 288

- \* Garsia Lara, J. M. Garsia Osma, B. and Penalva, F. 2015. Accounting conservatism and firm investment efficiency. <http://papers.ssrn>.
- \* Jensen, M., 1986. Agency costs of the free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76, 323–329.
- \* Jensen, M., Meckling, W., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.
- \* Myers, S., Majluf, N., 1984. Corporate financing decisions when firms have investment information that investors do not. *Journal of Financial Economics* 13, 187–221
- \* Panousi Vasia and Dimitris Papanikolaou(2009), Investment, idiosyncratic risk, and ownership, MPRA Paper No. 24239, posted 4. August 2010 21:51 UTC.
- \* Van Son Lai, Duc Khuong Nguyen, William Sodjahn, Issouf Soumaré, "Discretionary Idiosyncratic Risk, Firm Cash Holdings, and Investment" In *Advances in Pacific Basin Business, Economics and Finance*. Published online: 21 Aug 2018; 51-75.
- \* Yang, J., and Jiang, Y. 2008. Accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A Chinese study. *The Business Review*, 11 (1): 159-166.



*Accounting Knowledge & Management Auditing*  
Vol. 12/ No. 45/ Spring 2023

## **Investigating the relationship between special risk and investment of companies listed on the Tehran Stock Exchange**

**Mohammadreza Oloub**

Ph. D student of accounting, Department of Accounting, Babol Branch, Islamic Azad University, Babol, Iran  
rezaoloub@gmail.com

**Iman Dadashi**

Assistant professor of accounting university of Qom  
Idadashi@gmail.com

**Hamidreza Gholamnia Roshan**

Department of accounting, babol branch, islamic azad university, babol, iran.  
hamid\_r\_2057@yahoo.com

### **Abstract**

Investment is one of the most important issues in the capital market; So that proper management can affect the value of the company and can ensure the survival of companies by increasing future cash flows. On the other hand, corporate investment is affected by various factors, including corporate risks, which can have different opportunities and threats for managers. Therefore, the main purpose of this study is to investigate the relationship between special risk and investment of companies listed on the Tehran Stock Exchange. For this purpose, during the eight-year period between ۲۰۱۱ and ۲۰۱۸, 143 companies and a total of 1144 year-companies have been studied. The present study is in the group of descriptive-post-event research in terms of applied purpose and data collection method, which has been investigated using composite data and Eviews8 software regression models. Findings of the present study show that in general there is a positive (negative) and significant relationship between special risk and domestic (foreign) investment of companies in the study period.

**Keywords:** special risk, domestic investment, foreign investment.

