



## تأثیر مدیریت ریسک بر رابطه بین استراتژی گرایش به بازار و استراتژی گرایش به کارآفرینی با ریسک شرکت

سیدرضا حسینی<sup>۱</sup>

کاوه آذین فر<sup>۲</sup>

ایمان داداشی<sup>۳</sup>

رضا فلاح<sup>۴</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۹/۲۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۷/۱۷

### چکیده

در علم مدیریت و حسابداری اصلی وجود دارد مبنی بر اینکه در فرهنگ سرمایه‌گذاری، سرمایه از ریسک و خطر گریزال است و به سوی بازده و سود تمایل دارد. پس بنابر اهمیتی که سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها وجود دارد در پژوهش حاضر به بررسی اثر تعدیلی مدیریت ریسک بر رابطه بین استراتژی‌های گرایش به بازار و کارآفرینی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک تعداد ۱۲۷ شرکت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. برای بررسی فرضیه از مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره و روش داده‌های پانلی (اثرات ثابت) با استفاده از نرم‌افزار Eviews10 بهره گرفته شد. یافته‌های این مطالعه درباره‌ی نتایج فرضیه اول نشان می‌دهند که مدیریت ریسک بر رابطه بین استراتژی گرایش به بازار با ریسک غیرسیستماتیک و بازده غیرعادی به صورت مثبت تأثیرگذار است اما اثر تعدیل‌گری بر رابطه‌ی بین استراتژی گرایش به بازار و ریسک سیستماتیک ندارد. نتایج در مورد فرضیه دوم نیز حاکی از تأثیرگذاری مدیریت ریسک بر رابطه بین استراتژی گرایش به کارآفرینی با ریسک سیستماتیک، ریسک غیر سیستماتیک و بازده غیرعادی می‌باشد که این تأثیرگذاری از نوع مثبت بوده است.

**واژه‌های کلیدی:** ریسک شرکت، مدیریت ریسک، استراتژی گرایش به بازار، استراتژی کارآفرینی.

۱- گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران. rezahosseini135338@gmail.com

۲- گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران. نویسنده مسئول azinfarbaboli@gmail.com

۳- استادیار گروه حسابداری، دانشگاه قم، قم، ایران. idadashi@gmail.com

۴- گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد چالوس، دانشگاه آزاد اسلامی، چالوس، ایران. rezafalah\_a@yahoo.com



## ۱- مقدمه

در محیط رقابتی امروز، بقای بنگاه‌های اقتصادی در گرو بهبود مستمر عملکرد به منظور حفظ و افزایش توان رقابتی و کسب منافع و ارزش بیشتر است (مهربان پور و همکاران، ۱۳۹۵). هدف اصلی مدیریت ریسک پیشینه‌سازی ارزش سهامداران است (کوزو، ۲۰۰۴؛ هویت و لیبنبرگ، ۲۰۱۱). کنترل‌های داخلی برای شرکت‌های پیچیده‌تر ضعیف‌تر است (دویل، ۲۰۰۷) از این رو مدیریت یکپارچه ریسک واحد تجاری باید به لحاظ نظری از مزایای بیشتری برای شرکت‌ها در این زمینه برخوردار باشد (فارل و گالاقر، ۲۰۱۹).

از سوی دیگر، استراتژی به روشی که یک سازمان جایگاه خود را نسبت به رقبایش تعریف می‌کند اشاره دارد. سازمان هنگام اجرای استراتژی سعی می‌کند مزیت‌های رقابتی‌اش را نسبت به رقبا بهبود بخشد (پورتر، ۲۰۰۸). این مزیت رقابتی باید ریسک و شکستگی را کاهش دهد و باعث افزایش عملکرد و ارزش سازمان شود. مدیریت ریسک بنگاه تغییری ارزشمند در نوع نگرش سازمان نسبت به ریسک‌ها به وجود می‌آورد، ریسک صرفاً یک عامل تهدیدی که باید از آن دوری کرد نیست و می‌تواند یک منبع فرصت نیز باشد (کس، ۲۰۰۳). مدیریت ریسک بنگاه اتفاقات بالقوه را به دو دسته ریسک و فرصت تقسیم می‌کند. حوادثی که تأثیرات منفی دارند همان ریسک‌هایی هستند که مانع خلق ارزش می‌گردند و یا موجب تخریب ارزش موجود سازمان می‌شوند، و در مقابل فرصت‌ها احتمال وقوع حادثه‌ای هستند. که تأثیر مثبتی بر دستیابی به اهداف، خلق ارزش و حفظ ارزش فعلی داند (کوزو، ۲۰۰۴). به هر حال، در یک سازمان هرچه فروش و مشتری‌مداری نسبت به رقیبان همان صنعت بیشتر باشد، به این معنی است که این سازمان عملکرد استراتژیک بهتری نسبت به رقبایش خواهد داشت (حسینی و همکاران، ۱۳۹۳).

با توجه به مطالب ارائه شده، به نظر می‌رسد مدیریت ریسک شرکت‌ها می‌تواند نقش مهمی در توسعه استراتژی‌های آنها داشته باشد از این رو، هدف پژوهش حاضر بررسی اثر تعدیلی مدیریت ریسک بر رابطه بین استراتژی‌های بازار و کارآفرینی شرکت‌ها می‌باشد. در ارتباط با نوآوری پژوهش می‌توان اشاره کرد که بررسی‌های انجام شده نشان می‌دهد این موضوع تاکنون در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار نگرفته است. همچنین، این پژوهش به ادبیات بازاریابی کمک زیادی می‌کند. در حالی که گزارش‌های مختلفی در ارتباط با اثر مستقیم و مثبت گرایش به بازار و کارآفرینی وجود دارد، مطالعات اندکی به بررسی اثر ترکیبی این متغیرها پرداخته است. شرکت‌ها با ترکیبی از دو گرایش دارای عملکرد محصول بالاتری هستند. این موضوع می‌تواند دلیلی برای پژوهش‌های بیشتر در این حوزه باشد. ضمن اینکه، در حالی که اثربخشی فعالیت‌های بازاریابی و دارایی‌ها مورد بررسی قرار گرفته است، اطلاعات اندکی در ارتباط با فرهنگ گرایش استراتژیک شرکت‌ها وجود دارد و در این زمینه، شکاف مطالعاتی زیادی وجود دارد. در ادامه به بررسی مبانی نظری و پیشینه پرداخته شده و سپس روش شناسی و مباحث آماری ارائه می‌شود. در بخش انتهایی نیز نتیجه‌گیری پژوهش ارائه شده است.

## ۲- مبانی نظری پژوهش

در محیط‌های جهانی پویا، مدیریت ریسک به آرامی توجه زیادی را به خود جلب می‌کند. این موضوع از اوایل دهه ۱۹۹۰ شکل گرفته است و به طور مشخص، پس از رسوایی‌های انرون، مدیریت ریسک بنگاه به عنوان سازوکاری برای بهبود روایی صورت‌های مالی مدنظر بوده است. در این راستا بولینگ و ریگر (۲۰۰۵) دریافتند که پس از دوره انرون، مدیران شرکت‌ها به منظور افزایش کیفیت گزارش‌های مالی تلاش کردند به فعالیت‌های مختلفی از جمله مدیریت ریسک بپردازند تا از این طریق بتوانند ارزش شرکت را بهبود بخشند. گوردون و همکاران (۲۰۰۹) نیز در این مورد اشاره کردند که مدیریت ریسک شرکت که از سوی کوسو (۲۰۰۴) مطرح شده است، ورای تمرکز سنتی فعالیت‌های کنترل داخلی شرکت‌ها بوده است. در عوض مدیریت ریسک شرکت یک هدف استراتژیک به شمار می‌شود. تأثیر مدیریت ریسک بر یک شرکت می‌تواند به دو صورت ابعاد چارچوب و ارزش شرکت در نظر گرفته شود. از نظر کوسو (۲۰۰۴) چارچوب مدیریت ریسک برای الگوهای مختلف سازمانی متفاوت می‌باشد. به بیان دیگر، سازمان‌ها بایستی محیط‌های صنعتی و ریسک که با آن مواجه هستند را در نظر بگیرند. بنابراین گوردون و همکاران (۲۰۰۹) معتقد بر این بودند که مدل مدیریت ریسک بنگاه کلی که برای تمامی شرکت‌ها کاربرد داشته باشد، وجود ندارد. از دیدگاه ارزش سازمانی نیز، مدیریت ریسک شرکت بر ارزش شرکت تأثیر دارد. اگرچه حداکثرسازی ارزش سهامداران اصلی‌ترین هدف مدیریت ریسک شرکت برای سهامداران است (میولبروک، ۲۰۰۲) بنابراین در این راستا هویت و لیبرنبرگ (۲۰۱۱) ثابت کردند مدیریت ریسک شرکت می‌تواند موجب افزایش ارزش شرکت شود و به این ترتیب، با توسعه سیستم‌های مدیریت ریسک شرکت، احتمالاً ارزش آنها نیز افزایش پیدا می‌کند (وانگ و همکاران، ۲۰۱۸).

بارنی (۲۰۰۱) معتقد است که از نقطه نظر دیدگاه مبتنی بر منابع، فرهنگ سازمانی به صورت دارایی در نظر گرفته می‌شود که ارزش اقتصادی برای شرکت فراهم ساخته و ممکن است عملکرد مالی بالاتر و پایداری را برای شرکت به همراه داشته باشد. از لحاظ فرهنگی می‌توان اینطور بیان کرد که هم فرهنگ گرایش به بازار و هم گرایش به کارآفرینی اشتراکاتی دارند که برای نمونه می‌تواند اشاره کرد که هر دو گرایش در ارتباط با شناسایی و انتخاب بخش‌های بازار، طراحی پیشنهادهای مناسب و به کارگیری دارایی‌های مورد نیاز برای تولید و ارسال آن است (سرواستاوا و همکاران، ۲۰۰۱). اگرچه تفاوت‌هایی نیز وجود دارد؛ به طور نمونه فرهنگ گرایش به بازار بر تولید و استفاده از هوش رقبا و مشتریان برای برآورده ساختن نیازهای مشتریان تأکید دارد و این در حالی است که فرهنگ گرایش به کارآفرینی شامل شناسایی و به کارگیری فرصت‌های بازار است، جایی که هوش بازار ممکن است نیاز نباشد. بنابراین، در حالی که هر دو گرایش مسیری برای دستیابی به بازده‌های بالاتر برای شرکت‌ها هستند، آنها از نظر مبانی دارای تفاوت‌های رویکردی هستند که ممکن است زیان یا ریسک‌هایی را برای شرکت به همراه داشته باشند (باتاچاریا و همکاران، ۲۰۱۸).

از سوی دیگر، جامعه برای سازمان‌هایی که کارآفرینی را ترغیب و استعدادها را اشکوفاکند، اهمیت قابل ملاحظه‌ای قائل است. امروزه سازمان‌ها به طور فزاینده‌ای در موقعیت‌هایی قرار می‌گیرند که گرایش داشتن به

سمت فعالیت‌های کارآفرینانه برای آن‌ها امری ضروری است (شپرد و همکاران، ۲۰۰۸). سازمان‌ها در محیط پویای رقابت جهانی امروز با وجود تغییرات سریع جهانی، جهت بقا و دستیابی به موفقیت‌های رقابتی به طور فزاینده‌ای به انجام فعالیت‌های کارآفرینانه متعهد شده‌اند. امروزه کارآفرینی از طریق ایجاد فعالیت‌های اشتغال‌زا، خلق نوآوری، گسترش خلاقیت و ایجاد محیط رقابتی نقشی محوری در توسعه اقتصادی ایفا می‌کند. کارآفرینی باعث مصرف بهینه و صحیح منابع، افزایش کارایی و کاهش هزینه‌ی سازمان‌ها جهت دستیابی به توسعه و پاسخگویی بهتر به مشکلات و نیازهای جامعه می‌شود. در حقیقت اهمیت کارآفرینی فراتر از سطح سازمانی است زیرا انگیزه‌های مرتبط با کارآفرینی به درون کلیه اجزاء جامعه نفوذ می‌کند. ریسک‌پذیری مدیران نیز در مفهوم گرایش به کارآفرینی و خود کارآفرینی وجود دارد. در حقیقت کارآفرینی را به صورت مفهوم فرصت‌های موجود در توزیع‌های نامشخص ریسک تعریف می‌کنند. لامپکین و دس (۱۹۹۶)، بیان کردند که گرایش به کارآفرینی به وسیله رفتار ریسک‌پذیری همانند تحمل بدهی‌های سنگین یا تعهدات قابل توجه منابع در کسب بازدهی بالاتر از طریق تلاش‌های نوآورانه مشخص می‌شود. از سوی دیگر، رقابت موجود در شرایط کنونی بازار، شرکت‌ها را ناگزیر از اتخاذ استراتژی‌ها جهت رویارویی با این رقابت کرده است. پژوهش بسیار زیادی این مساله را مطرح می‌کند که آیا توجه به بازارگرایی و استراتژی‌های بازار به تنهایی می‌تواند برای شرکت‌ها یک مزیت رقابتی و عملکرد برتر را فراهم کند؟ در این راستا باور بازاریابی سنتی چنین است که برآورده کردن نیازهای مشتری مسیر اصلی در بهبود عملکرد کسب و کار به شمار می‌آید (اسلاتر و نارور، ۱۹۹۴). ولی برخی از پژوهشگران امروزه این مساله را مورد توجه قرار می‌دهند که بازارگرایی ممکن است منجر به کاهش توانایی سازمان‌ها در انجام فعالیت‌های نوآورانه و تحقیق و توسعه شود و برای معرفی محصولات و خدمات نوآورانه شرکت در بازار مشکل ساز باشد (ژو و همکاران، ۲۰۰۸). پژوهش‌های بازارگرایی در دهه‌های اخیر نشان می‌دهند که ممکن است بازارگرایی به تنهایی به اندازه کافی جامعیت لازم را نداشته باشد تا به عنوان یک عامل استراتژیک مورد استفاده قرار گیرد و شرکت‌ها نیاز دارند تا جهت‌گیری استراتژیک را به طور کامل دنبال کنند. برخی مطالعات نشان می‌دهند که اتخاذ گزینه‌های جهت‌گیری استراتژیک مانند جهت‌گیری نوآورانه و کافرآینانه، جهت‌گیری کیفیت و بهره‌وری می‌توانند اثرگذار باشند. پژوهشگران بسیاری ادعا می‌کنند که شرکت‌ها می‌توانند عملکرد خود را از طریق کامل کردن بازارگرایی با سایر جهت‌گیری‌های استراتژیک به حداکثر برسانند (گاتیگنون و ژورب، ۱۹۹۷؛ هورلی و هالت، ۱۹۹۸؛ ژو و همکاران، ۲۰۰۸؛ مارینوا و سینق، ۲۰۰۸).

### ۳- پیشینه پژوهش

در ارتباط با موضوع پژوهش و در مطالعات داخلی، قادری و تاروردی (۱۳۹۹) به بررسی مدل مدیریت ریسک شرکتی و پیامدهای آن در کنترل مؤثر ویژگی‌های سود شرکت پرداختند. براساس نتایج پژوهش آنها مدیریت ریسک سازمانی تأثیر معنی‌داری بر ویژگی‌های سود ندارد. رضایی و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی رابطه توانایی مدیریت با اجزاء مدیریت ریسک یکپارچه پرداختند. نتایج نشان دادند که تأثیر توانایی مدیریت بر مدیریت

ریسک یگپارچه مثبت و معنادار بوده است ولی تأثیر توانایی مدیریت بر اجزاء مدیریت ریسک، ریسک استراتژی، قوانین و مقررات، عملیاتی و گزارشگری به تنهایی تأثیرگذار نبوده و تنها بر مدیریت ریسک عملیاتی تأثیر مثبت و معنادار داشته است.

کارگر و زنگنه (۱۳۹۷) نشان دادند که بین ریسک‌پذیری و ارزش شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و نیز استراتژی تدافعی کسب و کار بر رابطه بین ریسک‌پذیری و ارزش شرکت تأثیر مثبت و معنادار دارد ولی تأثیر استراتژی تهاجمی کسب و کار اثر منفی و معکوسی بر رابطه بین ریسک‌پذیری و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در دوره بررسی داشته است. جمال پور (۱۳۹۷) دریافت بین مدیریت ریسک و بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد و همچنین بین مدیریت ریسک و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد. خلیلی و همکاران (۱۳۹۷) ثابت کردند مدیریت ریسک بر رابطه میان اندازه هیات مدیره، استقلال هیات مدیره، تمرکز مالکیت و عملکرد مالی تأثیر معنی‌داری ندارد. آبچر و محمود (۱۳۹۶) ثابت کردند که استراتژی‌های جسورانه کسب و کار بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معکوسی دارد و استراتژی‌های تدافعی کسب و کار تأثیر مستقیم بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت دارد. همچنین، هیچ‌گونه تأثیری استراتژی‌های کسب و کار بر بیش‌ارزش‌یابی قیمت سهام شرکت‌ها ندارند. گویری و همکاران (۱۳۹۶) ثابت کردند بین ریسک عملیاتی، ریسک گزارشگری و ریسک عملیاتی با عملکرد مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد ولی بین ریسک قوانین و عملکرد مالی رابطه‌ای یافت نشد. همت‌فر و همکاران (۱۳۹۵) به این نتیجه رسیدند ریسک شرکت و ارزش شرکت رابطه معناداری با سطوح بالای مدیریت سود دارد. مرادی و سپهوندی (۱۳۹۴) اعلام کردند هر چند به کارگیری استراتژی تمایز نسبت به استراتژی رهبری هزینه منجر به عملکرد پایدارتری می‌شود، اما استراتژی تمایز ممکن است با ریسک بیشتری همراه باشد. زهدی و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی سیاست‌های سرمایه در گردش و ریسک شرکت پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن بود که بین سیاست سرمایه در گردش و ریسک شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد و بین اندازه شرکت و ریسک یک رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد.

همچنین در مطالعات خارجی، فارل و گالاقر (۲۰۱۹) دریافتند که مدیریت ریسک شرکت‌ها موجب افزایش ارزش شرکت‌ها و بازده دارایی‌های آن‌ها شده و این افزایش تحت تأثیر اثرات تعدیلی شدت نوآوری و ساختار مبتنی بر دانش است. هیل و همکاران (۲۰۱۹) اعلام کردند که شرکت‌های دارای مالکیت خانوادگی تمایل کمتری به پذیرش فعالیت‌های مدیریت ریسک شرکت‌ها دارند. خصوصاً اینکه این برای شرکت‌های دارای مالکیت خانوادگی که مدیرعامل یکی از اعضای خانوادگی است، تشدید می‌شود. جیا (۲۰۱۸) گزارش کرد که گرایش به بهره‌گیری از نوآوری می‌تواند موجب افزایش ریسک افت آتی قیمت سهام شرکت‌ها شود. ضمن اینکه، این موضوع برای شرکت‌های دارای مشکلات نمایندگی بالا و کیفیت پایین حاکمیت شرکتی در دوره بررسی قوی‌تر بوده است. باتاچاریا و همکاران (۲۰۱۸) نشان دادند گرایش به بازار می‌تواند موجب کاهش ریسک غیرسیستماتیک شرکت‌ها شود و این در حالی است که گرایش به کارآفرینی ریسک غیرسیستماتیک را افزایش

می‌دهد. همچنین، این گرایش‌ها می‌توانند موجب کاهش ریسک سیستماتیک شرکت‌ها شوند و در نهایت، گرایش به بازار و کارآفرینی شرکت‌ها موجب افزایش بازده غیرعادی آنها می‌شود. سلطانی زاده و همکاران (۲۰۱۶) ثابت کردند هم استراتژی تنوع و هم رهبری هزینه دارای اثر مثبت و معناداری بر مدیریت ریسک بنگاه هستند که در این میان استراتژی تنوع دارای اثر قوی‌تری است. ضمن اینکه مدیریت ریسک بنگاه نیز دارای اثر مثبت و معناداری بر عملکرد عملیاتی شرکت‌ها بوده است. کروس و تسی (۲۰۱۶) به این نتیجه رسیدند که مدیریت ریسک شرکت‌ها موجب افزایش بازده و ارزش شرکت‌ها می‌شود و این در حالی است که این امر منجر به کاهش نوسانات بازده سهام شرکت‌ها می‌شود. در نهایت، آن‌ها گزارش کردند شرکت‌هایی که فعالیت‌های مدیریت ریسک بیشتری انجام می‌دهند، نوسانات بالاتری را شاهد هستند که منجر به افزایش عملکرد مالی و کاهش هزینه‌های درماندگی مالی شرکت‌ها می‌شود. آدام و همکاران (۲۰۱۵) دریافتند مدیران پس از کسب سود (جریان نقدی) فعالیت‌های سوداگری خود را افزایش دادند. اما پس از ضرر، این مدیران فعالیت‌های سوداگری خود را کاهش ندادند. این سوگیری از جانب مدیران می‌تواند به توضیح شکاف بین تئوری و عمل در مدیریت ریسک سازمانی کمک کند. در نتایج به دست آمده مشخص شد که اطمینان و اعتماد بیش از حد مدیران، بر تعداد تصمیمات شرکتی و همچنین بر تصمیمات مدیریت ریسک شرکتی، اثرگذار است. ین عمار و همکاران (۲۰۱۴) نشان دادند که ریسکی که شرکت با آن مواجه می‌شود، پیامدهای ریسک و استراتژی مدیریت ریسک بر اساس بخش‌های مختلف بازار برای شرکت‌ها متفاوت است. بیشتر اینکه آن‌ها پیشنهاد دادند گزینه‌های استراتژیک شرکت‌ها منجر به انتخاب استراتژی مدیریت ریسک می‌شود.

#### ۴- تدوین فرضیه‌ها:

توجیه‌های زیادی در ارتباط با پذیرش مدیریت ریسک در شرکت‌ها وجود دارد. به طور نمونه پذیرش مدیریت ریسک می‌تواند تصمیمات مربوط به بازده - ریسک را بهینه سازد و موجب تخصیص کارآتر سرمایه گردد. همچنین، این موضوع با کاهش نوسانات سود (یا قیمت سهام) و خلق هم افزایی بین فعالیت‌های مدیریت ریسک و دیگر فعالیت‌های شرکت‌ها همراه است (فارل و گالاقر، ۲۰۱۹). بنابراین، پیش‌بینی می‌شود که مدیریت ریسک بر ارتباط بین متغیرهای شرکت و ریسک اثرگذار باشد و بنابراین فرضیه‌های ذیل تدوین می‌شوند:

- مدیریت ریسک بر رابطه استراتژی گرایش به بازار و ریسک تأثیر دارد.
- مدیریت ریسک بر رابطه استراتژی گرایش به کارآفرینی و ریسک تأثیر دارد.

## ۵- روش شناسی پژوهش

## جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که از سال ۱۳۹۲ لغایت ۱۳۹۸ در بورس فعال بوده‌اند. همچنین، برای آزمون فرضیه‌های این بخش نمونه تحقیق بر اساس چارچوب زیر گزینش شد که در نهایت ۱۴۷ شرکت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند:

- شرکت در صنعت واسطه‌گری‌های مالی نباشد. زیرا ساختار سرمایه این مؤسسات متفاوت می‌باشد.
- شرکت در ابتدای سال ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
- نماد شرکت در دوره تحقیق، وقفه با اهمیت نداشته باشد (بیش از ۳ ماه در تابلوی بورس متوقف نباشد).
- داده‌های شرکت قابل دسترسی باشد.
- تعداد شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها منتهی به ۱۲/۲۹ نبوده است.
- تعداد شرکت‌هایی که طی بازه ۹۲-۹۸ تغییر سال مالی داده‌اند.

## توسعه مدل‌های رگرسیونی و اندازه‌گیری متغیرها

در پژوهش حاضر به بررسی اثر تعدیلی مدیریت ریسک بر ارتباط بین استراتژی‌های بازار و کارآفرینی شرکت‌ها پرداخته شده است. برای این منظور از مدل‌های زیر بهره گرفته شده است. در این مدل‌ها که مبتنی بر مدل‌های رگرسیونی غیرخطی چندمتغیره است، در صورت تأیید معناداری ضرایب ( $\beta_3$ ) می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه‌های پژوهش مورد تأیید قرار گرفته‌اند. به این ترتیب داریم:

مدل رگرسیونی فرضیه اول: (محقق ساخته)

$$RISK_{it} = \beta_0 + \beta_1 MO_{it} + \beta_2 ERM_{it} + \beta_3 MO_{it} * ERM_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LIQ_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

مدل رگرسیونی فرضیه دوم: (محقق ساخته)

$$RISK_{it} = \beta_0 + \beta_1 EO_{it} + \beta_2 ERM_{it} + \beta_3 EO_{it} * ERM_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LIQ_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

در مدل‌های بالا داریم:

## متغیرهای مستقل

## استراتژی گرایش به بازار (MO) و استراتژی گرایش به کارآفرینی (EO)

متغیر مستقل در پژوهش حاضر استراتژی شرکت در نظر گرفته شده است که برای این منظور و به پیروی از باتاچاریا و همکاران (۲۰۱۸) از دو استراتژی گرایش به بازار و گرایش به کارآفرینی بهره گرفته شد. برای جمع‌آوری اطلاعات از گزارش‌های سالانه شرکت‌ها استفاده شد. گزارش‌های سالانه منابع مفیدی از اطلاعات است، چراکه مدیران شرکت‌ها عموماً موارد مهم را برای سیگنال به بازار از طریق سازوکارهای گزارشگری بهره می‌گیرند (برنان، ۲۰۰۱). در مجموع از تجزیه و تحلیل محتوا برای جمع‌آوری داده‌ها برای گرایش‌های مختلف استراتژیک بهره گرفته شد. این روش عمدتاً در رشته‌های مختلف انجام می‌پذیرد و دارای روایی می‌باشد (همانند گری و همکاران، ۱۹۹۵). تجزیه و تحلیل محتوا روشی برای کدگذاری متون به صورت گروه‌های مختلف یا طبقات مختلف براساس معیارهای انتخابی است. در مجموع برای اندازه‌گیری استراتژی گرایش به بازار از مطالعه زاچاری و همکاران (۲۰۱۱) و برای اندازه‌گیری استراتژی گرایش به کارآفرینی از روش شناسی ارائه شده از سوی شرت و همکاران (۲۰۱۰) بهره گرفته شده است. هر یک از ابعاد گرایش به بازار و کارآفرینی و نیز محتوای تجزیه و تحلیل کلمات آنها به شرح جدول ۱ می‌باشد:

جدول (۱) ابعاد و محتوای گرایش‌های استراتژیک

متغیر	بعد	محتوای تجزیه و تحلیل کلمات
گرایش به بازار	مشتری مداری	مشتری، خریدار، خرید، خریداری، ارباب رجوع، مصرف، مصرف کننده، بازار، بازاریاب، حامی، تماشاگر، مشترک، اشتراک، مشترک شدن، کاربر، فروش، فروشنده، فروختن، بازدید کننده.
	رقیب محوری	رقیب، رقابت، مخالفت، مخالفت، مخالفت، گرایش، ناسازگاری، تجاوز، تهاجم، جاه طلبی، تضاد، مقابله، متعهد، آرزو، مهاجم، حمله، مانع، نبرد، جنگ، جنگنده، مسدود کردن، مسابقه، چالش، برخورد، درگیری، مبارزه، ضرب و شتم، درگیری، تسخیر، فتح، اختلاف، دشمن، تعامل، مشغولیت، مشارکت، درگیر شدن، ورود، قدرتمند، چنگ زدن، هماهنگ، تطبیق، مقاومت، تلاش، برتری، پیشروی، پیشی جستن، متجاوز، جنگجو، تقلید، مزیت، مزایا.
	هماهنگی بین عملکردی	تناظر، ادغام، وابسته، همکار، همکاری، همکاری کردن، هماهنگ، هماهنگی، همبستگی، ترکیب، مکمل، تکمیل، هماهنگ، هماهنگی، همزمان، دوستانه، اتصال، متصل، تحکیم، تثبیت، همدردی، تعاون، مشترک، به طور مشترک، متقابل، سودمندی دو طرفه، اشتراک گذاشته، به اشتراک گذاری، همزیستی، همکاری، کار گروهی، متحد شدن، متحد، اتحاد، وحدت، یکپارچگی، تقابل عملکردی، گستردگی، نام تجاری متقابل، بسیج، بهره برداری، اهرم، تخصیص، استخدام.



متغیر	بعد	محتوای تجزیه و تحلیل کلمات
گرایش به کارآفرینی	تمرکز بلند مدت	ثابت، مداوم، ادامه دار، تداوم، دوام، با دوام، تحمل، پایدار، گسترش، گسترده، شدید، سخت تر، سختی، جاودانه، جاودانگی، جاودانه کردن، بی وقفه، غیر قابل نفوذ، خراب نشدنی، نابود کننده، طولانی، طولانی مدت، عمری، بلند مدت، بلندتر، حفظ، نگهداری، قوی تر، دائمی، همیشگی، حفظ، مکرر، انعطاف پذیری، انعطاف پذیر، محکم، پایداری، پایدار، مداخله، بی نظم، دشوار، بدون تغییر، تسریع، بی پایان، بدون وقفه، حیاتی، پیش بینی، پروژه، تخمین زدن، نظریه سازی.
	سودآوری	سودمند، سود، پول نقد، هزینه موثر، بهره‌وری هزینه، هزینه کارآمد، مطلوب، میل، دلخواه، درآمد، رفاه، باروری، بارور، به دست آوردن، کسب درآمد، تولید، درآمد، سودآور، پول، درآمد خالص، تولیدی، بهره‌وری، ساختن، رونق، موفقیت آمیز، موفقیت، بازگشت، پاداش، غنی، ارزشمند، ارزش، برنده، پیروزی، بازدهی، بازده، پرداخت، پرداخت سود سهام، سود قبل از کسر بهره و مالیات.
	خودمختاری	آزادی، اقتدار، خود اتکایی، خودمختاری، استقلال، انحلال، تفکر آزاد، استقلال، مستقل، مجوز، اختیار، خودگردانی، خود جهت گیری، خود حکومتی، جدا، مستقل، حاکمیت، غیر وابسته، غیر مجاز، غیر قابل انسجام، غیر مرتبط، بدون محدودیت، بدون قید و شرط، غیر قابل کنترل
	نوآوری	ایده روشن، تغییر، هوشمندانه، درک، خلق، خلاق، خلاقیت، کشف، رویا، پیش بینی، متخصص، فرم، فرمول، قاب، آزاد اندیش، آزاد اندیشی، پیدایش، نبوغ، با استعداد، تخیل، تخیلی، تصور، خلاقانه، ابتکاری، نوآوری، نوآورانه، الهام، اختراع، اصالت، حق ثبت اختراع، انقلاب، تفکر، علامت تجاری، چشم انداز، تجسم سازی.
	پویایی	پیش بینی، انتظار، پرس و جو، اکتشاف، تحقیق، نگاه کردن، جست و جو فرصت، تحقیق، بررسی، فرصت طلبی.
	تهاجم رقابتی	جاه طلبی، پیروزی، رقابت، نبرد، تعامل، بهره برداری، رقیب، رقابتی، مخالف، مخالفت، آماده به جنگ، شدید، خشمگین، شرکت کننده، مسابقه، کشتی گرفتن.
	ریسک پذیری:	ماجرای جوانه، پرماجر، ترسناک، شرط بندی، جسورانه، پر سر و صدا، شجاع، شانس، شجاعت، خطر، خطرناک، جرات، جسارت، بی تفاوت، نامطمئن، قمار، سرخوش، ناخوشایند، بی رحم، بی خطر، بی پروا، خطرناک، تمسخر، نامشخص، سرمایه گذاری، شرط بندی.
	کلمات اضافی	پیشرفته، مزیت، تجاری سازی، مشتری محور، سفارشی، توسعه، تحول، در حال ظهور، شرکت، کارآفرینی، رویارویی، ویژگی، بنیان گذاری، ارزش گذاری، ابتکار، نوآوری، معرفی، راه اندازی، هدایت، فرصت ها، اختراع، فکر کردن، اختراع، چشم انداز، نمونه برداری، پیگیری، خطرات، منحصر به فرد، سرمایه گذاری.

منبع: یافته‌های پژوهشگر

**متغیر وابسته: ریسک شرکت (RISK)**

به پیروی از پژوهش‌های مختلف (باتاچاریا و همکاران؛ ۲۰۱۸) برای اندازه‌گیری ریسک شرکت‌ها از شاخص‌های مختلفی استفاده شده است که شامل ریسک سیستماتیک، غیرسیستماتیک و بازده غیرعادی سهام شرکت است. در ادامه به تشریح هر یک از ریسک‌ها پرداخته شده است.

**• ریسک سیستماتیک (SYSRISK)**

ریسک سیستماتیک یا ریسک غیرقابل تنوع، بیانگر آن بخش از تغییرپذیری در بازده کل سهام است که اجتناب ناپذیر می‌باشد. زیرا به نحوه عملکرد سرمایه‌گذار و ایجاد تنوع در سهام ارتباطی ندارد. امروزه در مباحث بازارهای مالی از بتا به عنوان معیار و شاخص ریسک سیستماتیک استفاده می‌شود. در این مطالعه به پیروی از مطالعات پیشین (فاف و بروکس، ۱۹۹۹؛ پیری و همکاران، ۱۳۹۲) از شاخص ضریب بتا برای اندازه‌گیری ریسک سیستماتیک شرکت بهره گرفته شده است.

**• ریسک غیرسیستماتیک (IDIORISK)**

در این پژوهش از مدل کارهارت برای پیش‌بینی بازده مورد انتظار سهام استفاده شده است. کارهارت (۱۹۹۷) این مدل چهارمتغیره را با اضافه کردن یک متغیر جدید تحت عنوان عامل شتاب توسعه داد. فرمول این مدل برای بازده مورد انتظار دارایی یا پرتفوی پیش‌بینی شده به صورت زیر می‌باشد:

(۷)

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{mt} - R_{ft}) + s_p(SMB_t) + h_p(HML_t) + P_p(WML) + \varepsilon_p$$

R<sub>ft</sub>: نرخ بازده بدون ریسک

β: ریسک سیستماتیک دارایی یا پرتفوی

R<sub>mt</sub>: بازده پرتفوی بازار در زمان t

SMB: میانگین بازده‌های شرکت‌های کوچک منهای شرکت‌های بزرگ می‌باشد.

پس از استخراج داده‌های عامل اندازه شرکت‌ها که بر مبنای حاصل ضرب تعداد سهام شرکت در قیمت سهام شرکت در قیمت سهم می‌باشد، سهام شرکت‌ها در ابتدا براساس اندازه به پرتفوی‌های جداگانه S (شرکت‌های بزرگ) و B (شرکت‌های کوچک) تقسیم شوند. نحوه تشکیل پرتفوی‌ها به این صورت است که شرکت‌های نمونه بر مبنای اندازه مرتب می‌شوند سپس دو پرتفوی بزرگ (B) و کوچک (S) تقسیم می‌شوند. بعد از طبقه‌بندی سهام شرکت‌ها براساس دو عامل اندازه و نسبت ارزش دفتری و ارزش بازار، سهام را به شش پرتفوی S/L, S/N, S/H, B/L, B/H, B/M که از ترکیب دو گروه اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، سهام‌ها می‌باشند، طبقه‌بندی می‌کنیم.

(۸)

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

HML: میانگین بازده‌های شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری بالا منهای پایین می‌باشد. پس از طبقه‌بندی 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 می‌باشد به پرتفوی‌های جداگانه طبقه‌بندی می‌شوند. سپس شرکت‌ها بر اساس این نسبت از بالا به پایین مرتب می‌شده و شرکت‌هایی که نسبت BE/ME آنها ۳۰ درصد بالاتر هستند به عنوان پرتفوی بالا (H)، سهام‌هایی که نسبت BE/ME آنها در حدود ۴۰ درصد متوسط است میانه (N) و در نهایت شرکت‌هایی که نسبت BE/ME آنها در ۳۰ درصد پایین هستند به عنوان پرتفوی پایین (L) در نظر گرفته می‌شوند.

(۹)

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

WML (عامل شتاب): تفاوت میانگین پرتفوی سهام برنده و بازنده است. برای عامل شتاب ابتدا سهام‌ها بر مبنای عامل اندازه طبقه‌بندی و بر مبنای عملکرد سهام که در این تحقیق میانگین بازده‌های بین  $t - 12$  و  $t - 2$  در نظر گرفته شده است به پرتفوی‌های جداگانه طبقه‌بندی می‌شوند. سهام بر مبنای میانگین بازدهی ۱۰ ماه گذشته خود از بالا به پایین طبقه‌بندی شده و سپس شرکت‌هایی که میانگین بازده ۱۰ ماهه‌ی گذشته‌شان در ۳۰ درصد بالا قرار گرفت در پرتفوی برنده w و سهام‌هایی که میانگین بازده‌های ۱۰ ماه قبل آنها در حدود ۴۰ درصد میانه قرار گرفت در پرتفوی متوسط و سهام‌هایی که در ۳۰ درصد پایین قرار گرفته است در پرتفوی بازنده L قرار می‌گیرند. با توجه به مطالب ذکر شده شش پرتفوی ایجاد شده عبارتند از:

(۱۰)

S/LO, S/NU, S/W, B/LO, B/NU, B/W

$$WML = \frac{S/W + B/W}{2} - \frac{S/LO + B/LO}{2}$$

ε : خطای استاندارد رگرسیون.

#### • بازده غیرعادی (ABRETURN)

سومن شاخص اندازه‌گیری ریسک شرکت ریسک کل است که در پژوهش حاضر از بازده غیرعادی بهره گرفته شده است. این متغیر به صورت انحراف معیار بازده روزانه سهام در پایان سال مالی تعریف می‌شود (ادهیکاری و آگراوال، ۲۰۱۶؛ باتاچاریا و همکاران، ۲۰۱۸).

**متغیر تعدیل گر: مدیریت ریسک (ERM)**

هویت و لیبنبرگ (۲۰۱۱) نشان داند که شرکت‌ها در هنگام فعالیت‌های کسب و کار و تغییرات محیطی دست به تغییر در فعالیت‌های مدیریت ریسک خود می‌زنند. برای این منظور، آنها مدلی پیشنهاد دادند که تغییرات مدیریت ریسک را اندازه‌گیری می‌کند. بنابراین، به تخمین مدل رگرسیونی زیر پرداخته شده و ضرایب مدل به دست می‌آید:

(۱۲)

$$ERMin_{it} = \beta_0 + \beta_1 EU_{it} + \beta_2 ICompe_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 FCom_{it} + \beta_5 BDM_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل بالا داریم:

$ERMin_{it}$ : شاخص اندازه‌گیری مدیریت ریسک که برای محاسبه این متغیر به پیروی از کوسو (۲۰۰۴) و گوردون و همکاران (۲۰۰۹) از مجموع شاخص‌های زیر استفاده شده است:

- **مزیت رقابتی (Strat):** برای اندازه‌گیری مزیت رقابتی شرکت از شاخص فروش استفاده شده است. در صورتی که شرکتی در صنعت خود دارای فروش بالاتری باشد، می‌توان نتیجه گرفت که این شرکت در پیاده‌سازی استراتژی خود موفق عمل کرده است. بنابراین این متغیر به صورت نسبت فروش جاری شرکت منهای فروش صنعتی که شرکت در آن فعالیت می‌کند به انحراف معیار فروش تمامی شرکت‌ها در صنعت اندازه‌گیری شده است.
- **کارایی عملیاتی (Opera):** کارایی عملیاتی می‌تواند موجب بهبود خروجی‌های شرکت شود و در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری این متغیر از گردش دارایی‌ها استفاده شده که به صورت سود قبل از کسر بهره و مالیات تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی تعریف می‌شود.
- **اتکاپذیری گزارش (Report):** برای اندازه‌گیری اتکاپذیری به گزارش‌های مالی شرکت‌ها به پیروی از جانسون و همکاران (۲۰۰۲) از قرینه قدرمطلق اقلام تعهدی اختیاری شرکت استفاده می‌شود. این مدل به صورت زیر تعریف می‌شود:

(۱۳)

$$TA_{it} / A_{i,t-1} = \beta_1 (1 / A_{i,t-1}) + \beta_2 \Delta SALES_{it} / A_{i,t-1} + \beta_3 PPE_{it} / A_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

در مدل بالا داریم:

$TA_{it}$ : اقلام تعهدی کل که برابر است اختلاف بین درآمد خالص و جریان‌ات نقدی عملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t$ .  
 $A_{i,t-1}$ : دارایی کل اول دوره شرکت  $i$  در سال  $t$ .  
 $\Delta SALES_{it}$ : تغییر سالانه در درآمدهای حاصل از فروش شرکت  $i$  در سال  $t$ .  
 $PPE_{it}$ : اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$\varepsilon_{it}$ : قرینه قدرمطلق باقیمانده مدل رگرسیونی که به عنوان شاخص اندازه‌گیری اقلام تعهدی اختیاری شرکت براساس مدل تعدیل شده جونز (۱۹۹۱) استفاده شده است.

➤ **تمکین استانداردهای حسابرسی (Compl)**: مطالعات پیشین نشان می‌دهد که تخصص بالای

حسابرس در صنعت مربوطه می‌تواند منجر به بهبود کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها شود و در نتیجه کاهش اقلام تعهدی اختیاری را به همراه دارد. برای اندازه‌گیری تمکین استانداردهای حسابرسی به پیروی از هوگان و جتر (۱۹۹۹) از شاخص تخصص در صنعت حسابرسی استفاده شده که به صورت نسبت مجموع سهام بازار شرکت حسابرسی (با استفاده از شاخص دارایی کل) در صنعت به کل دارایی‌های شرکت‌ها در صنعت مذکور اندازه‌گیری می‌شود.

$EU_{it}$ : عدم اطمینان محیطی که به صورت انحراف معیار بازده دارایی‌ها (سود خالص به دارایی کل شرکت) در طول سه سال گذشته محاسبه می‌شود.

$ICompe_{it}$ : رقابت صنعت که برای اندازه‌گیری این متغیر شاخص هرفیندال – هیرشمن استفاده شده است که به صورت مجموع مربعات فروش شرکت به کل فروش صنعتی که شرکت در آن فعالیت می‌کند، تعریف می‌شود.

$SIZE_{it}$ : اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی.

$FCom_{it}$ : پیچیدگی شرکت که به صورت مجموع کل شرکت‌های تابعه شرکت اصلی تعریف می‌شود.

$BDM_{it}$ : نظارت هیئت مدیره که برای اندازه‌گیری این متغیر از نسبت مدیران غیر موظف به کل فروش شرکت در پایان سال مالی استفاده شده است.

$\varepsilon_{it}$ : خطای مدل رگرسیونی مدل (۱۲) که قدرمطلق آن همان شاخص اندازه‌گیری مدیریت ریسک شرکت‌ها می‌باشد. در واقع بالاتر بودن این شاخص نشان از پایین بودن مدیریت ریسک در بین شرکت‌ها دارد.

### متغیرهای کنترلی

**اهرم مالی (LEV)**: اهرم مالی می‌تواند موجب کاهش جریانان نقدی موردانتظار شرکت از طریق تعهدات پرداختی بهره‌ای آتی گردد که در نهایت ممکن است ریسک آتی شرکت را افزایش دهد. در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری اهرم مالی شرکت از نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی استفاده شده است (جنسن و مک کلینگ، ۱۹۷۶؛ باتاچاریا و همکاران، ۲۰۱۸).

➤ **اندازه شرکت (SIZE)**: برای اندازه‌گیری اندازه شرکت به پیروی از باتاچاریا و همکاران (۲۰۱۸) از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی استفاده شده است.

➤ **نقدینگی (LIQ)**: شرکت‌ها نیازمند دارایی‌های نقدشونده برای برآورده ساختن تعهدات پرداختی هستند و در این بین، نسبت‌های نقدشوندگی نشان‌دهنده توانایی شرکت در تبدیل دارایی‌ها به

نقدینگی است که می‌تواند بر ریسک شرکت‌ها اثرگذار باشد. برای اندازه‌گیری نقدینگی شرکت‌ها از نسبت جاری آنها استفاده شده است که به صورت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری در پایان سال مالی تعریف می‌شود (گراوال و همکاران، ۲۰۱۰؛ باتاچاریا و همکاران، ۲۰۱۸).

➤ **سودآوری شرکت (ROA):** یکی از مهم‌ترین و پرکاربردترین شاخص‌های اندازه‌گیری کارایی شرکت‌ها نسبت سودآوری یا همان بازده دارایی‌های شرکت‌ها است. شرکت‌های دارای سودآوری بالاتر دارای بازده‌های حاشیه‌ای بیشتری برای سرمایه‌گذاری هستند و از این رو، فرصت‌های رشد و بازده بالاتری را از خود نشان می‌دهند. در چنین مدلی، سودآوری سرمایه‌گذاری و بازده غیرعادی جمعی دارای ارتباط قوی با یکدیگر بوده و هر یک از آنها می‌توانند بتای بازار شرکت و صرف ریسک را دستخوش تغییرات کنند. به پیروی از نوی مارکس (۲۰۱۲) و باتاچاریا و همکاران (۲۰۱۸) برای اندازه‌گیری بازده دارایی‌های شرکت‌ها از سود قبل از کسر بهره و مالیات به کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی استفاده شده است.

## ۶- تجزیه و تحلیل داده‌ها

### ۱-۶- آمار توصیفی

در این قسمت به ارائه آمار توصیفی متغیرهای پژوهش پرداخته شده است. تعداد کل مشاهدات ۱۰۲۹ سال-شرکت می‌باشد. نتایج به دست آمده در بخش آمار توصیفی نشان می‌دهد میانگین ریسک سیستماتیک شرکت‌ها ۷۰ درصد، ریسک غیرسیستماتیک ۲/۵ و بازده غیرعادی شرکت‌ها ۷/۹ بوده است. همچنین، میانگین شاخص‌های ارائه شده از سوی شرکت‌ها برای گرایش به بازار ۱/۵ و برای گرایش به کارآفرینی یک به دست آمده که نشان از عدم ارائه بالای این شاخص‌ها در صورت‌های مالی شرکت‌ها دارد. علاوه بر این، مدیریت ریسک شرکت‌ها نیز به طور متوسط ۲۷ درصد می‌باشد که این رقم به بیش از ۹۹ درصد هم رسیده است. نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد که میانگین بدهی‌های بلندمدت شرکت‌ها ۶ درصد کل دارایی‌های آنها می‌باشد که این رقم به بیش از ۵۲ درصد هم رسیده است. اندازه شرکت‌ها به طور متوسط ۱۴ به دست آمده است و نقدینگی نشان می‌دهد که به طور متوسط دارایی‌های جاری شرکت‌ها بیش از ۱/۵ برابر ارزش بدهی‌های جاری آنها می‌باشد. در نهایت، سودآوری شرکت‌ها بیش از ۱۳ درصد کل دارایی‌های آنها در پایان سال مالی بوده که بالاترین مقدار به دست آمده ۶۷ درصد و پایین‌ترین آن زیان ۲۹ درصدی را نشان می‌دهد. به این ترتیب داریم:

جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
ریسک سیستماتیک	SYSRISK	۰/۷۰۶۸	۰/۶۳۷۸	۵/۴۸۴۷	-۳/۹۳۰۴	۰/۹۵۲۷
ریسک غیرسیستماتیک	IDIORISK	۲/۵۰۲۶	۲/۱۱۰۳	۹/۸۴۶۰	۰/۲۸۳۰	۱/۵۳۰۰
بازده غیرعادی	ABRETURN	۷/۹۲۴۶	۲/۳۶۹۵	۶۰/۹۲۴	۰/۴۴۷۷	۱۳/۱۱۵۱
گرایش به بازار	MO	۱/۵۰۶۳	۱/۰۰۰۰	۵/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۹۳۲۱
گرایش به کارآفرینی	EO	۱/۰۰۲۹	۱/۰۰۰۰	۴/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۸۰۳۰
مدیریت ریسک	ERM	۰/۲۷۸۳	۰/۲۳۲۶	۰/۹۹۶۴	۰/۰۰۰۵	۰/۲۱۵۱
اهرم مالی	LEV	۰/۴۸۲	۰/۷۰۷	۱/۷۸۶	۰/۰۱۳	۰/۱۲۹
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۰۶۳۴	۱۳/۸۱۷۷	۱۹/۴۱۵۰	۱۰/۱۱۷۳	۱/۶۵۶۷
نقدینگی	LIQ	۱/۵۲۲۰	۱/۳۰۲۹	۱۲/۲۲۴۷	۰/۲۲۲۵	۱/۰۵۸۳
سودآوری	ROA	۰/۱۳۸۳	۰/۱۱۴۵	۰/۶۷۴۷	-۰/۲۹۷۷	۰/۱۴۲۸

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۲-۶- آمار استنباطی

در این بخش مدل رگرسیونی تجزیه و تحلیل شده و نتایج به دست آمده برای هر یک از مدل تشریح می‌شود. برای این منظور از روش داده‌های پانلی بهره گرفته شده و آزمون‌های مرتبط با هر یک از آزمون‌ها به تفصیل مورد بررسی قرار گرفته است.

### - ضریب همبستگی

ضریب همبستگی پیرسون که به نام‌های ضریب همبستگی گشتاوری و یا ضریب همبستگی مرتبه‌ی صفر نیز نامیده می‌شود، به منظور تعیین میزان رابطه، نوع و جهت رابطه‌ی بین دو متغیر فاصله‌ای یا نسبی و یا یک متغیر فاصله‌ای و یک متغیر نسبی به کار برده می‌شود. در واقع این ضریب، متناظر پارامتری ضریب همبستگی اسپیرمن می‌باشد. نتایج آزمون همبستگی پیرسون در جدول ۳ ارائه شده‌اند. همان‌گونه که مشاهده می‌شود در برخی موارد همبستگی معنی‌داری وجود دارد. همچنین، در برخی موارد اندک بین متغیرهای زوجی همبستگی معنی‌داری قابل مشاهده است؛ اما این همبستگی‌ها قوی نیستند و ایجاد هم‌خطی نمی‌کنند. به عبارت بهتر در ادامه تحلیل‌ها از نظر بررسی روابط بین متغیرها مشکل محتوایی وجود ندارد؛ زیرا اگر همبستگی قوی بین متغیرهای توضیحی مدل وجود داشته باشد، منجر به بروز هم‌خطی شده و بررسی روابط در چنین حالتی نادرست خواهد بود.

جدول (۳) نتایج ضریب همبستگی

	SYSRISK	IDIORISK	ABRETUR	MO	EO	ERM	LEV	SIZE	LIQ	ROA
SYSRISK	۱/۰۰۰۰									
IDIORISK	۰/۰۰۳۰	۱/۰۰۰۰								
	۰/۹۲۱۸	-----								
ABRETUR	۰/۰۰۱۱	-۰/۰۰۵۵	۱/۰۰۰۰							
	۰/۹۷۰۴	۰/۸۵۸۰	-----							
MO	۰/۰۵۹۲	۰/۰۱۱۱	۰/۰۱۹۴	۱/۰۰۰۰						
	۰/۰۵۷۳	۰/۷۲۰۷	۰/۵۳۴۰	-----						
EO	-۰/۰۴۲۲	۰/۰۰۶۷	۰/۰۳۴۰	-۰/۰۵۳۹	۱/۰۰۰۰					
	۰/۱۷۶۰	۰/۸۲۹۴	۰/۲۷۵۲	۰/۰۸۳۷	-----					
ERM	-۰/۰۰۶۵	-۰/۰۰۱۰	-۰/۰۲۵۹	-۰/۰۴۱۳	۰/۰۵۰۹	۱/۰۰۰۰				
	۰/۸۳۳۶	۰/۹۷۲۷	۰/۴۰۶۲	۰/۱۸۴۸	۰/۱۰۲۳	-----				
LEV	۰/۰۲۳۲	۰/۰۳۳۹	-۰/۰۱۶۰	۰/۰۶۷۳	۰/۰۳۶۰	-۰/۱۲۲۴	۱/۰۰۰۰			
	۰/۴۵۶۳	۰/۲۷۶۳	۰/۶۰۷۷	۰/۰۳۰۷	۰/۳۴۸۳	۰/۰۰۰۱	-----			
SIZE	۰/۰۶۹۱	۰/۰۳۰۹	-۰/۰۸۴۷	-۰/۰۰۴۰	-۰/۰۲۶۴	-۰/۱۱۱۲	-۰/۰۶۹۶	۱/۰۰۰۰		
	۰/۰۲۶۵	۰/۳۲۰۵	۰/۰۰۶۶	۰/۸۹۷۲	۰/۳۹۵۸	۰/۰۰۰۴	۰/۰۲۵۵	-----		
LIQ	۰/۰۵۸۳	-۰/۰۲۶۴	۰/۱۳۸۲	۰/۰۰۲۵	۰/۰۶۳۸	۰/۱۷۹۸	-۰/۰۹۹۸	-۰/۱۳۶۱	۱/۰۰۰۰	
	۰/۰۶۱۲	۰/۳۹۶۸	۰/۰۰۰۰	۰/۹۳۵۹	۰/۰۴۰۷	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۰۰	-----	
ROA	۰/۰۱۷۰	-۰/۰۱۳۵	-۰/۰۵۸۰	-۰/۰۴۵۱	۰/۰۶۶۰	۰/۶۴۰۴	-۰/۱۵۷۵	۰/۱۱۹۵	۰/۳۴۵۵	۱/۰۰۰۰
	۰/۵۸۵۴	۰/۶۶۳۴	۰/۰۶۲۹	۰/۱۴۸۱	۰/۰۳۴۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰	-----

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## - نتایج تخمین مدل‌های رگرسیونی فرضیه اول

در این بخش، مدل‌های رگرسیونی مربوط به فرضیه اول پژوهش مورد بررسی قرار گرفته‌اند. برای انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی از آماره آزمون لیمر استفاده شده است. با توجه به مقدار F گزارش شده در جدول فرض صفر مبنی بر انتخاب روش داده‌های تلفیقی و اولویت آن نسبت به داده‌های تابلویی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. بنابراین، باید از روش داده‌های پانلی (تابلویی) استفاده کرد. همچنین، سطح معناداری به دست آمده برای آزمون هاسمن پایین‌تر از ۵ درصد است که به این ترتیب، فرض مخالف رد شده و داده‌ها با استفاده از روش اثرات ثابت بررسی شده‌اند. به این ترتیب، برای بررسی مدل‌های رگرسیونی این بخش با استفاده از روش داده‌های پانلی (اثرات ثابت) تخمین زده شده‌اند.



همچنین، پیش‌فرض‌های رگرسیون شامل ناهمسانی واریانس توزیع جزء خطا نیز بررسی شد و نتیجه این آزمون‌ها نشان داد مشکل خاصی برای اجرای مدل‌های مورد نظر جهت آزمون فرضیه تحقیق وجود ندارد. نتایج برآورد آماره دوربین واتسون در جهت تأیید استقلال اجزای خطا نشان از برآورد این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. از آنجا که این مقدار نزدیک به مقدار تجربی ۲ قرار دارد می‌توان فرض استقلال اجزای خطا را پذیرفت. مقادیر شاخص تورم واریانس که در جهت سنجش عدم همخطی میان متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه می‌شود، کوچکتر از مقدار بحرانی ۱۰ به دست آمده‌اند که نشان از عدم وجود همخطی شدید میان متغیرهای مستقل تحقیق دارد و از این رو می‌توان پذیرفت که دقت ضرایب تأثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تأثیر 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 0/0۵ می‌باشد که بیانگر عدم رد فرضیه مخالف مبنی بر همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل می‌باشد. از این رو می‌توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است. در نهایت، بر اساس شاخص‌های نیکویی برازش مدل مشاهده می‌شود 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. همچنین، ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می‌دهد چند درصد از تغییرات موجود در ریسک سیستماتیک، ریسک غیرسیستماتیک و بازده غیرعادی شرکت‌های نمونه پژوهش در دوره بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل‌ها تبیین می‌گردد.

جدول (۴) نتایج تخمین مدل‌های رگرسیونی فرضیه اول

متغیر وابسته	ریسک سیستماتیک			ریسک غیرسیستماتیک			بازده غیرعادی		
	بتا	آماره تی	معناداری	بتا	آماره تی	معناداری	بتا	آماره تی	معناداری
C	-۰.۹۳۴۵	۴.۹۷۱۰	۰.۰۰۰۰	-۰.۵۵۸۷	۳.۱۴۰۷	۰.۰۰۱۷	۰.۹۶۶۹	۱۲.۷۶۱۳	۰.۰۰۰۰
MO	-۰.۲۹۴۱	۳.۹۷۶۰	۰.۰۰۰۱	-۰.۲۵۵۰	۴.۱۱۸۱	۰.۰۰۰۰	-۰.۲۳۴۹	۱۳.۳۶۵۷	۰.۰۰۰۰
ERM	-۰.۰۸۵۰	۰.۷۵۹۶	۰.۴۴۷۵	-۰.۱۸۴۴	۲.۴۲۲۶	۰.۰۱۵۶	-۰.۵۷۴۰	۹.۵۸۵۴	۰.۰۰۰۰
MO*ERM	۰.۰۷۶۴	۱.۳۰۴۷	۰.۱۹۲۰	۰.۴۶۱۳	۲.۹۴۲۰	۰.۰۰۳۳	۰.۰۷۹۳	۳.۳۵۹۶	۰.۰۰۰۸
LEV	۰.۰۸۱۲	۲.۷۷۹۵	۰.۰۰۵۵	۰.۰۸۳۵	۳.۰۱۹۰	۰.۰۰۲۵	-۰.۲۲۸۰	۱.۹۳۷۶	۰.۰۵۲۷
SIZE	۰.۰۰۹۳	۷.۳۳۰۱	۰.۰۰۰۰	۰.۰۳۷۸	۳.۱۴۷۲	۰.۰۰۱۷	-۰.۱۸۸۰	۳.۶۹۴۰	۰.۰۰۰۲
LIQ	۰.۱۲۸۲	۶.۴۸۶۱	۰.۰۰۰۰	-۰.۲۲۴۰	۱.۱۹۹۴	۰.۲۳۰۴	۰.۱۱۴۸	۱۴.۴۰۹۶	۰.۰۰۰۰
ROA	-۰.۲۰۱۴	۱.۰۴۶۲	۰.۲۹۵۵	-۰.۲۶۹۱	۱.۴۷۷۴	۰.۱۳۹۶	-۰.۶۲۸۲	۸.۰۹۷۱	۰.۰۰۰۰
آزمون چاو		۱.۲۲۱۱			۱.۴۸۳۹			۲.۷۱۶۸	
معناداری		۰.۰۴۹۸			۰.۰۰۰۶			۰.۰۰۰۰	
آزمون هاسمن		۳۷.۶۲۸۰			۳۹.۲۴۸۵			۲۸.۹۶۹۳	
معناداری		۰.۰۰۰۰			۰.۰۰۰۰			۰.۰۰۰۱	

متغیر وابسته			ریسک سیستماتیک			ریسک غیرسیستماتیک		
متغیرهای مستقل			بتا	آماره تی	معناداری	بتا	آماره تی	معناداری
ضریب تعیین تعدیل شده				۰.۳۸۰۲		۰.۶۲۹۳		۰.۳۵۰۸
آماره F				۹.۲۶۵۵		۸.۵۰۹۳		۶.۹۰۳۹
سطح معناداری				۰.۰۰۰۰		۰.۰۰۰۰		۰.۰۰۰۰
دوربین-واتسون				۲.۱۱۴۲		۲.۰۹۱۰		۲.۱۳۸۹
آزمون بروش-پاگان				۶.۵۸۲۳		۸.۰۲۱۲		۷.۰۵۲۵
سطح معناداری				۰.۴۷۳۶		۰.۳۳۰۷		۰.۴۲۳۴

منبع: یافته‌های پژوهشگر

یافته‌های مربوط به فرضیه اول پژوهش نشان می‌دهد که مدیریت ریسک دارای اثر تعدیلی مستقیمی بر رابطه معکوس بین گرایش به بازار و ریسک غیرسیستماتیک و بازده غیرعادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره بررسی داشته است. اما این اثر در مورد ریسک سیستماتیک مورد تایید قرار نگرفته است. بنابراین، در مجموع می‌توان پذیرفت که فرضیه اول پژوهش مورد تایید قرار گرفته است و مدیریت ریسک دارای اثر تعدیلی بر ارتباط بین گرایش به بازار و ریسک شرکت‌ها می‌باشد.

#### - نتایج تخمین مدل‌های رگرسیونی فرضیه دوم

در این بخش، مدل‌های رگرسیونی مربوط به فرضیه دوم پژوهش مورد بررسی قرار گرفته‌اند. برای انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی از آماره آزمون لیمر استفاده شده است. با توجه به مقدار F گزارش شده در جدول فرض صفر مبنی بر انتخاب روش داده‌های تلفیقی و اولویت آن نسبت به داده‌های تابلویی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. بنابراین، باید از روش داده‌های پانلی (تابلویی) استفاده کرد. هم‌چنین، سطح معناداری به دست آمده برای آزمون هاسمن پایین‌تر از ۵ درصد است که به این ترتیب، فرض مخالف رد شده و داده‌ها با استفاده از روش اثرات ثابت بررسی شده‌اند. به این ترتیب، برای بررسی مدل‌های رگرسیونی این بخش با استفاده از روش داده‌های پانلی (اثرات ثابت) تخمین زده شده‌اند. هم‌چنین، پیش‌فرض‌های رگرسیون شامل ناهمسانی واریانس توزیع جزء خطا نیز بررسی شد و نتیجه این آزمون‌ها نشان داد مشکل خاصی برای اجرای مدل‌های مورد نظر جهت آزمون فرضیه تحقیق وجود ندارد. نتایج برآورد آماره دوربین و واتسون در جهت تایید استقلال اجزای خطا نشان از برآورد این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. از آنجا که این مقدار نزدیک به مقدار تجربی ۲ قرار دارد می‌توان فرض استقلال اجزای خطا را پذیرفت. مقادیر شاخص تورم واریانس که در جهت سنجش عدم همخطی میان متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه می‌شود، کوچکتر از مقدار بحرانی ۱۰ به دست آمده‌اند 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 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. در نهایت، بر اساس شاخص های نیکویی برازش مدل مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول 0/05 به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. هم چنین، ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می دهد چند درصد از تغییرات موجود در ریسک سیستماتیک، ریسک غیرسیستماتیک و بازده غیرعادی شرکت های نمونه پژوهش در دوره بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل ها تبیین می گردد.

جدول (۵) نتایج تخمین مدل های رگرسیونی فرضیه دوم

متغیر وابسته	ریسک سیستماتیک			ریسک غیرسیستماتیک			بازده غیرعادی		
	معناداری	آماره تی	بتا	معناداری	آماره تی	بتا	معناداری	آماره تی	تورم واریانس
C	۰۰۱۰	۳۰۲۸۸	۰۰۱۰	۰۰۲۳	۳۰۴۳۱	۰۰۲۳	۰۰۰۰	۱۳۰۱۳۶	-
EO	۰۰۰۰	۴۰۳۱۰۵	۰۰۱۰	۰۰۰۲	۳۰۷۲۸۷	۰۰۰۲	۰۰۰۰	۲۰۱۸۶۰	۰۰۲۹۱
ERM	۰۰۰۱۸	۳۰۱۳۹۷	۰۰۰۱۸	۰۰۰۴۹	۳۰۸۱۲۶	۰۰۰۴۹	۰۰۰۰۴	۳۰۵۵۵۹	۳۰۲۲۹۴
EO*ERM	۰۰۰۰	۵۰۱۲۶۳	۰۰۰۰	۰۰۰۱۸	۳۰۱۱۷۶	۰۰۱۸	۰۰۰۰	۱۰۹۹۸۳	۲۰۴۷۹۰
LEV	۰۰۰۰۳	۳۰۵۸۰۹	۰۰۰۰۳	۰۰۰۱۸	۳۰۱۱۶۸	۰۰۱۸	۰۰۰۰۳	۱۰۸۳۹۴	۱۰۰۳۹۶
SIZE	۰۰۰۰۰	۶۰۹۰۷۵	۰۰۰۰۰	۰۰۰۲۱	۳۰۰۸۳۳	۰۰۲۱	۰۰۰۰۰	۴۰۰۵۸۳	۱۰۱۴۰۲۸۳
LIQ	۰۰۰۰۰	۶۰۷۶۱۲	۰۰۰۰۰	۰۰۲۲۵	۱۰۲۰۶۷	۰۰۲۲۵	۰۰۰۰۰	۱۴۰۲۳۱۵	۱۰۱۹۹۸۹۱
ROA	۰۰۲۶۲۰	۱۰۱۲۱۸	۰۰۲۶۲۰	۰۰۱۱۶۸	۱۰۵۶۸۵	۰۰۱۱۶۸	۰۰۰۰۰	۸۰۱۴۶۰	۲۰۰۶۹۱
آزمون چاو	۱۰۴۰۰۸		۱۰۴۰۰۸	۵۰۲۳۶۷		۵۰۲۳۶۷		۲۰۷۱۰۸	
معناداری	۰۰۰۲۶		۰۰۰۲۶	۰۰۰۰۰		۰۰۰۰۰		۰۰۰۰۰	
آزمون هاسمن	۳۵۰۸۶۲۲		۳۵۰۸۶۲۲	۴۸۰۲۷۲۷		۴۸۰۲۷۲۷		۳۴۰۲۲۸۴	
معناداری	۰۰۰۰۰		۰۰۰۰۰	۰۰۰۰۰		۰۰۰۰۰		۰۰۰۰۰	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰۰۲۹۹۲		۰۰۲۹۹۲	۰۰۶۳۱۵		۰۰۶۳۱۵		۰۰۲۹۰۱	
آماره F	۹۰۲۷۴۱		۹۰۲۷۴۱	۹۰۵۶۶۹		۹۰۵۶۶۹		۶۰۸۹۶۴	

متغیر وابسته		ریسک سیستماتیک			ریسک غیرسیستماتیک			بازده غیرعادی	
متغیرهای مستقل	بتا	آماره تی	معناداری	بتا	آماره تی	معناداری	آماره تی	معناداری	تورم واریانس
							سطح معناداری	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰
دوربین-واتسون	۲.۱۱۱۴	۲.۰۸۶۶	۲.۱۴۱۳						
آزمون بروش-پاگان	۵.۸۱۳۴	۵.۹۵۹۳	۳.۶۳۷۸						
سطح معناداری	۰.۵۶۱۷	۰.۵۴۴۵	۰.۸۲۰۴						

منبع: یافته‌های پژوهشگر

یافته‌های مربوط به فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد که مدیریت ریسک دارای اثر تعدیلی مستقیمی بر رابطه معکوس بین گرایش به کارآفرینی و ریسک سیستماتیک، ریسک غیرسیستماتیک و بازده غیرعادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره بررسی داشته است. بنابراین فرضیه دوم پژوهش مورد تایید قرار می‌گیرد.

## ۷- بحث و نتیجه‌گیری

در پژوهش حاضر به بررسی تأثیر مدیریت ریسک بر رابطه بین گرایش به بازار و گرایش به کارآفرینی با ریسک شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده‌ی بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد که یافته‌های این مطالعه نشان می‌دهند که مدیریت ریسک بر رابطه بین استراتژی گرایش به بازار با ریسک غیرسیستماتیک و بازده غیرعادی به صورت مثبت تأثیرگذار است اما اثر تعدیل‌گری بر رابطه‌ی بین استراتژی گرایش به بازار و ریسک سیستماتیک ندارد. همچنین نتایج حاکی از آن است که؛ تأثیرگذاری مدیریت ریسک بر رابطه بین استراتژی گرایش به کارآفرینی با ریسک سیستماتیک، ریسک غیرسیستماتیک و بازده غیرعادی از نوع مثبت می‌باشد. در این ارتباط بایستی اشاره شود که مدیریت ریسک بنگاه، رویکرد پویای ارزیابی ریسک یکپارچه است که سازمان‌ها به منظور کاهش سطح ریسک خود از آن استفاده می‌کنند. پس از آن که مدیریت ریسک بنگاه ایجاد شود به شرکت اجازه می‌دهد که به طور مستمر ریسک‌ها را ارزیابی نماید و منابع و مراحل مورد نیاز برای غلبه یا تسکین ریسک‌ها را شناسایی کند. پیش فرض اصلی مدیریت ریسک این است که دلیل وجودی هر واحد اقتصادی ایجاد ارزش برای ذینفعان خود می‌باشد. مدیریت ریسک مدیر را قادر می‌سازد علی‌رغم وجود ریسک و فرصت‌های وابسته به آن واحد اقتصادی را به صورت مؤثر اداره نموده و بدین ترتیب ظرفیت ایجاد ارزش شرکت را افزایش دهد. بنابراین، مدیران شرکت‌ها می‌توانند با استفاده از شاخص‌های مدیریت ریسک در راستای کاهش ریسک‌های مختلفی همانند ریسک سیستماتیک، غیرسیستماتیک و بازده غیرعادی بهره‌گیرند. در رابطه با نتایج فرضیه دوم نیز بایستی اشاره شود که بهبود شرایط مدیریت ریسک شرکت‌ها به

منزله بهبود در عملیات ها و رعایت قوانین و مقررات با تمرکز بر استراتژی های مشخص و افزایش کیفیت گزارشگری مالی همراه است که در نتیجه، بسیاری از هزینه های شرکت ها کاهش پیدا کرده و شرکت ها تلاش می کنند با افزایش تمرکز خود بر استراتژی های از پیش تعیین شده به اهداف خود دست پیدا کنند. این یافته ها می تواند برای بسیاری از فعالان بازار سرمایه از جمله مدیران، سرمایه گذاران و تحلیل گران دارای اهمیت باشد و با در نظر گرفتن این ارتباط ها، سرمایه گذاران می توانند تصمیمات بهینه تری را اتخاذ نمایند. در این راستا کارگر و زنگنه (۱۳۹۷) نشان دادند که بین ریسک پذیری و ارزش شرکت ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. استراتژی تدافعی کسب و کار بر رابطه بین ریسک پذیری و ارزش شرکت تاثیر مستقیم و معنادار دارد ولی تاثیر استراتژی تهاجمی کسب و کار اثر منفی و معکوسی بر رابطه بین ریسک پذیری و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس در دوره بررسی داشته است. جمال پور (۱۳۹۷) نیز دریافت بین مدیریت ریسک و بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد. هم چنین بین مدیریت ریسک و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد. هم چنین در مطالعات خارجی، فارل و گالاقر (۲۰۱۹) دریافتند که مدیریت ریسک شرکت ها موجب افزایش ارزش شرکت ها و بازده دارایی های آن ها شده و این افزایش تحت تاثیر اثرات تعدیلی شدت نوآوری و ساختار مبتنی بر دانش، است. باتاچاریا و همکاران (۲۰۱۸) در این زمینه نشان دادند گرایش به بازار می تواند موجب کاهش ریسک غیرسیستماتیک شرکت ها شود و این در حالی است که گرایش به کارآفرینی ریسک غیرسیستماتیک را افزایش می دهد. هم چنین، این گرایش ها می توانند موجب کاهش ریسک سیستماتیک شرکت ها شوند و در نهایت، گرایش به بازار و کارآفرینی شرکت ها موجب افزایش بازده غیرعادی آنها می شود. کروس و تسی (۲۰۱۶) نیز به این نتیجه رسیدند که مدیریت ریسک شرکت ها موجب افزایش بازده و ارزش شرکت ها می شود و این در حالی است که این امر منجر به کاهش نوسانات بازده سهام شرکت ها می شود.

#### فهرست منابع

- (۱) آیچر، صحرا، محمودی، احمد، (۱۳۹۶)، تأثیر استراتژی ها بر ریسک و ارزش سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ششمین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه گذاری.
- (۲) حسینی، احمد؛ شمس، فاطمه، (۱۳۹۳)، تأثیر رفتار سازمانی مثبت و نوآوری باز بر بهبود مزیت رقابتی، فصلنامه علمی پژوهشی - مطالعات مدیریت (بهبود و تحول) سال ۲۳، شماره ۷۵، صص ۱۳۷-۱۵۹.
- (۳) رضایی، فرزین؛ فیروزعلیزاده؛ اکرم؛ نورمحمدی، الهام، (۱۳۹۹)، رابطه توانایی مدیریت با اجزاء مدیریت ریسک یکپارچه، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۲ (۴۸)، صص ۲۳-۴۱.
- (۴) زهدی، محمدهادی؛ ولی پور، هاشم؛ شهابی، علیرضا، (۱۳۸۹)، سیاست های سرمایه در گردش و ریسک شرکت، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۲ (۸)، صص ۱۸۷-۲۱۰.

- (۵) قادری، صلاح‌الدین؛ تازی‌وردی، یداله (۱۳۹۹)، مدل مدیریت ریسک شرکتی و پیامدهای آن در کنترل موثر ویژگی‌های سود شرکت، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۲ (۴۶)، صص ۷۷-۱۰۶.
- (۶) کارگر، حامد، زنگنه، سمیه، (۱۳۹۷)، تأثیر استراتژی کسب و کار بر رابطه بین ریسک‌پذیری شرکت و ارزش، فصلنامه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۱، شماره ۳، صص ۱۴-۲۸.
- (۷) مرادی، محمد، سپهوندی، سعیده، (۱۳۹۴) بررسی تأثیر استراتژی‌های رقابتی بر پایداری عملکرد مالی و ریسک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۷، شماره ۳، صص ۷۵-۹۰.
- (۸) مهربانپور، محمدرضا؛ وقفی، سیدحسام؛ آهنگری، مهناز؛ فیاض، علی، (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین مدیریت ریسک (عدم اطمینان محیطی) و ارزش شرکت با تأکید بر نقش ویژگی‌های هیأت مدیره و کمیته حسابرسی، فصلنامه پژوهش‌های نوین در حسابداری و حسابرسی، ۱ (۴): ۹۹-۱۲۱.
- (۹) همتفر، محمود؛ کولابندی، طاهار، (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر ریسک شرکت و ارزش شرکت بر سطوح بالای مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت و علوم انسانی، صص ۱۳-۱.
- 10) Adam et al. (2015) Extreme trust and trust and corporate risk management, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 49 (2): 155-125.
- 11) Beasley M., Pagach D., Warr R., (2008), The information conveyed in hiring announcements of senior executives overseeing enterprise-wide risk management processes, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 23, No. 3, pp. 311-332.
- 12) Ben-Amar Walid, Ameer Boujenoui & Daniel Zéghal(2014), The Relationship between Corporate Strategy and Enterprise Risk Management: Evidence from Canada, *Journal of Management and Strategy* Vol. 5, No. 1; 2014.
- 13) Bhattacharya Abhi, Shekhar Misra , Hanieh Sardashti(2018), Strategic orientation and firm risk, *International Journal of Research in Marketing, IJRM-01290*; No of Pages 19.
- 14) COSO, (2004), *Internal Control - Integrated Framework, Executive Summary*, Committee of Sponsoring Organisations, available at: [www.coso.org](http://www.coso.org)
- 15) Farrell, Mark, Gallagher, Ronan (2019), Moderating influences on the ERM maturity-performance relationship, *Research in International Business and Finance* 47, 616-628.
- 16) Gatignon, H., Xuereb, J. M. (1997). Strategic orientation of the firm and new product performance. *Journal of Marketing Research*, 34(1), 77- 90.
- 17) Gordon, L. A., Loeb, M. P., & Tseng, C. Y. (2009). Enterprise risk management and firm performance: A contingency perspective. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28 (4), 301-327.
- 18) Hoyt R.E., Liebenberg A.P., (2011), The value of enterprise risk management, *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 78, No. 4, pp. 795-822.
- 19) Hurley, R. F., Hult, T. (1998). Innovation, market orientation, and organizational learning: An integration and empirical examination. *Journal of Marketing*, 62(3), 42° 54
- 20) Jia, N., (2018), Corporate innovation strategy and stock price crash risk, *Journal of Corporate Finance*, 5(4), 167-191.

- 21) Krause Timothy A ,Yiuman Tse , (۲۰۱۶), "Risk management and firm value: recent theory and evidence", International Journal of Accounting and Information Management, Vol. ۲۴ Iss ۱ pp. ۸۱-۵۶
- 22) Lumpkin G. T., & Dess G. G. (1996). Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance. Academy of Management Review, 21, 135-172.
- 23) Marinova, D., Ye, J., & Singh, J. (2008). Do frontline mechanisms matter? Impact of quality and productivity orientations on unit revenue, efficiency, and customer satisfaction. Journal of Marketing, 72(2), 28-45.
- 24) Porter, M. (۲۰۰۸). Strategy and the Internet. Harvard Business Review, Vol. 79, No. 3, Pp. 62-78.
- 25) Shepherd, D., Covin, G.F., and Kuratko, F.D., (2008). Project Failure from Corporate Entrepreneurship: Managing the Grief Process, Journal of Business Venturing, Vol. 24, No. 6, pp: 588-600
- 26) Slater, S. F., & Narver, J. C. (1994). Does competitive environment moderate the market orientation-performance relationship? Journal of Marketing, 58(1), 46-55
- 27) Soltanizadeh S. Zaleha, S. Nargess, A. Golshan, M. Ismail, W (2016) Business strategy, enterprise risk management and organizational performance, Management Research Review, 39(9), 134-152.
- 28) Wang, teng-shih; lin, yi-mien; werner, edward m; chang, hsihai (2018), The relationship between external financing activities and earnings management: evidence from enterprise risk management, international review economics and finance, 1-18.
- 29) Zhou, K. Z., Li, J. J., Zhou, N., Su, C. (2008). Market orientation, job satisfaction, product quality and firm performance: Evidence from China. Strategic Management Journal, 29, 985-1000.

## Abstract

### The Effect of Risk Management on the Relationship between Market Orientation Strategy and Entrepreneurial Orientation Strategy with Company Risk

Seyed Reza Hosseini <sup>1</sup>

Kaveh Azinfar <sup>2</sup>

Iman Dadashi <sup>3</sup>

Reza Fallah <sup>4</sup>

Received: 09 / October / 2022 Accepted: 13 / December / 2022

#### Abstract

In the science of management and accounting, there is a principle that in the culture of investment, capital is free from risk and tends towards yield and profit. Therefore, according to the importance of investing in companies, in the current research, the moderating effect of risk management on the relationship between market orientation strategies and entrepreneurship of companies admitted to the Tehran Stock Exchange has been investigated. The statistical population of this research includes all the companies admitted to the Tehran Stock Exchange, which were analyzed using the systematic elimination sampling method of 127 companies. and were analyzed. To check the hypothesis, multivariate regression models and panel data method (fixed effects) were used using Eviews10 software. The findings of this study about the results of the first hypothesis show that risk management has a positive effect on the relationship between market orientation strategy with unsystematic risk and abnormal returns, but it has a moderating effect on the relationship between market orientation strategy and risk. It is not systematic. The results regarding the second hypothesis also indicate the impact of risk management on the relationship between the strategy of entrepreneurship with systematic risk, systematic risk of failure and abnormal returns, and this impact was positive.

**Keywords:** company risk, risk management, market orientation strategy, entrepreneurial strategy.

1- Department of Accounting, Faculty of Humanities, Babol Branch, Islamic Azad University, Babol, Iran. rezahosseini135338@gmail.com

2- Department of Accounting, Faculty of Humanities, Babol Branch, Islamic Azad University, Babol, Iran. The responsible author is azinfarbaboli@gmail.com

3- Assistant Professor of Accounting Department, Qom University, Qom, Iran. idadashi@gmail.com

4- Department of Accounting, Faculty of Humanities, Chalous Branch, Islamic Azad University, Chalous, Iran. Rezafalah\_a@yahoo.com