



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
دوره ۱۲ / شماره ۳ (پیاپی ۴۷) / پائیز ۱۴۰۲  
صفحه ۲۱۷ تا ۲۳۹

## تأثیر ریسک بر عملکرد با توجه به محدودیت مالی شرکت‌ها

نسرين داداشي

دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران  
Nasrin.Dadashi@Gmail.Com

دکتر محمدرضا پورعلی

دانشیار حسابداری، گروه حسابداری، واحد چالوس، دانشگاه آزاد اسلامی، چالوس، ایران (نویسنده مسئول)  
Pourali@iauc.ac.ir

تاریخ دریافت: ۹۹/۰۹/۰۴ تاریخ پذیرش: ۹۹/۰۹/۲۴

### چکیده

**هدف:** ریسک از عناصر لاینفک فرآیند تصمیم‌گیری در سازمان‌ها به شمار می‌آید. تصمیم‌های مدیران و سرمایه‌گذاران در راستای افزایش بازده و ارزش، از طریق ریسک بهینه امکان‌پذیر می‌شود. همچنین محدودیت مالی، عاملی محدودکننده جهت تامین وجوه برای سرمایه‌گذاری مطلوب است.

**روش:** ما انتظار داریم؛ متغیر ریسک‌پذیری، تأثیری معنادار بر عملکرد مالی دارد و این رابطه با وارد شدن محدودیت‌های مالی شرکت‌ها، تحت تأثیر قرار می‌گیرد. داده‌های مورد استفاده شامل نمونه‌ای از ۱۱۹ شرکت (۹۵۲ سال - شرکت)، طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ می‌باشد. جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها، از الگوی اثرات ثابت رگرسیون خطی چندمتغیره به روش داده‌های ترکیبی توسط نرم افزار ایوبوز استفاده شده است.

**یافته‌ها:** نتایج کلی فرضیه‌ها نشان دهنده این موضوع می‌باشد که ریسک‌پذیری بر بازده دارایی‌ها و نسبت کیو توبین تأثیر معنادار دارد. همچنین متغیر محدودیت مالی بر رابطه بین ریسک‌پذیری با بازده دارایی‌ها و نسبت کیو توبین، تأثیر معنادار دارد.

**واژه‌های کلیدی:** عملکرد مالی، ریسک‌پذیری، محدودیت مالی.

## ۱- مقدمه

تجارت رقابتی، شرکت‌ها را به سمت ایجاد استراتژی برای برنده شدن در رقابت سوق می‌دهد. استراتژی‌های مختلفی وجود دارد که توسط شرکت‌ها اتخاذ می‌شود. شرکت‌هایی که رفتار ریسک‌پذیری بالاتری دارند، به احتمال زیاد یک استراتژی پرریسک را برای برنده شدن در بازار و بهبود عملکرد، با اجرا و واکنش تهاجمی اتخاذ می‌نمایند (سیمامورا، ۲۰۲۱ و هاکالا، ۲۰۱۱).

از دیدگاه دیگر، رفتارهای ریسک‌پذیر می‌تواند منجر به کاهش عملکرد شود. شرایط عدم اطمینان شرکت‌ها را وادار مینماید تا تعدیل‌هایی را انجام دهند که هزینه‌ها افزایش، درآمدها کاهش و منجر به شکست بالقوه شود. بر اساس تئوری چشم‌انداز، رابطه منفی بین ریسک و عملکرد، ناشی از زیان‌های قبلی است که شرکت‌ها را به سمت ریسک بیشتر سوق می‌دهد. برخی از مطالعات قبلی نشان می‌دهند که رفتارهای ریسک‌پذیر، عملکرد شرکت‌ها را کاهش می‌دهد (اولانیران و همکاران، ۲۰۱۶؛ تسای و لوان، ۲۰۱۶). در این مورد، عوامل کلیدی که ریسک‌پذیری را به کاهش عملکرد سوق می‌دهد، هزینه‌های عدم قطعیت و احتمال ورشکستگی است. یافته‌های متناقض بین ریسک‌پذیری و عملکرد نشان می‌دهد که ریسک باید به خوبی مدیریت شود تا عملکرد بهبود یابد. در صورتی که کاهش ریسک بتواند به طور موثر اجرا شود، شرکت‌ها می‌توانند از تصمیم‌های ریسکی، استفاده بهینه نمایند (لوندکوویست، ۲۰۱۴).

ریسک شرکتی اغلب به عنوان تغییرات جریان سود، تغییرات سیستماتیک یا غیرسیستماتیک جریان بازده سهام تعریف می‌شود (بر و میلی<sup>۴</sup>، همکاران، ۲۰۰۱). ریسک‌پذیری، تصمیم‌های واقعی مدیران جهت سرمایه‌گذاری می‌باشد که به دلیل نداشتن نتایج قطعی، تعریف شده است (دورس و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸). از آنجایی که نتایج آتی دارای عدم قطعیت هستند، مدیران در رابطه با سطح و قابل‌پذیرش بودن ریسک‌های مرتبط با تصمیم‌های راهبردی شرکت، برآوردهایی انجام داده و قضاوت می‌کنند. در خصوص پذیرش ریسک، پژوهش‌ها در حوزه تئوری نمایندگی فرض می‌نمایند که مدیران نسبت به سهامداران ریسک‌گریزتر هستند، مگر آنکه به طور مناسب تحریک یا پایش شوند. مدل رفتاری تئوری نمایندگی نیز بیان می‌کند که تئوری انتظارات و نمایندگی مکمل یکدیگرند و فرض می‌کند مدیران به جای ریسک‌گریزی، زیان‌گریزند. بر این اساس، زمانی که تصمیم‌گیرنده انتظار دارد ریسک‌پذیری موجب دستیابی به نتایج مثبت شود، پذیرش ریسک بسیار محتمل است؛ در حالی که اگر نتایج منفی مورد انتظار باشد ریسک‌پذیری رد می‌شود. در نهایت اظهار می‌شود که اشخاص به طور شناختی پی‌آمدهای آتی را در زمان حال تعیین می‌کنند و بر اساس پی‌آمدهای پیش‌بینی شده گزینه‌های پیش‌رو را انتخاب می‌نمایند. در نتیجه می‌توان عنوان نمود که تصمیم‌گیری در خصوص ریسک‌پذیری متفاوت است. زیرا ارزیابی‌های شناختی افراد متفاوت است که بر اساس تئوری قدرت و رفتاری و ... قابل تبیین است. به این ترتیب عوامل مختلفی که

<sup>1</sup>- Simamora & Hakala

<sup>2</sup>- Olaniran, et al & Tsai & Luan

<sup>3</sup>- Lundqvist

<sup>4</sup>- Bromiley and et al

<sup>5</sup>- Devers and et al

برگرفته از تئوری نمایندگی و انتظارات و فرایند شناخت افراد از رویدادها است، می تواند در تعیین میزان ریسک پذیری شرکت ها (مدیران) نقش داشته باشد.

محدودیت مالی به دسترسی منابع مالی برای انجام سرمایه گذاری های مورد نظر اشاره دارد. به گفته چن (۲۰۱۶)، محدودیت های مالی منعکس کننده مشکلاتی است که یک شرکت در صورت نیاز به بودجه با آن مواجه است، اما نمی تواند در دریافت بودجه موفق باشد. محدودیت های مالی ممکن است به دلیل محدودیت های اعتباری، مالیات شرکت، ناتوانی در استقراض، ناتوانی در صدور سهام، در دسترس نبودن وام های بانکی یا نقدینگی دارایی ها رخ دهد (چنگ و همکاران، ۲۰۱۴؛ هنیسی و وایتد، ۲۰۰۷؛ لامونت و همکاران، ۲۰۰۱).<sup>۱</sup> شوک های ناشی از عدم قطعیت سیاست تامین مالی می تواند منجر به کاهش منابع سرمایه، افزایش هزینه های سرمایه، کاهش عملکرد و ارزش شرکت گردد (ما و هائو، ۲۰۲۲).

پژوهش ات قبلی نشان می دهد که محدودیت های مالی بر تصمیم های سرمایه گذاری، تأمین مالی، سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت تأثیرگذار است (چن، ۲۰۱۶). محدودیت های مالی نقش مهمی در تعیین بقای شرکت ایفا می نماید، زیرا دسترسی به منابع مالی خارجی، رشد شرکت در کوتاه مدت را افزایش می دهد (موسو و شیائوو، ۲۰۰۸).

عدم تقارن اطلاعاتی، مشکلات خطر اخلاقی، قرارداد ناقص، هزینه های نمایندگی، سیستم مالیاتی و محدودیت های مالی می تواند منجر به تأمین مالی پرهزینه تر منابع خارجی نسبت به منابع داخلی شود. بنابراین، حساسیت بالاتری از شوک های جریان نقدی منفی وجود دارد که احتمالاً با افزایش هزینه سرمایه و کاهش سرمایه گذاری مرتبط است (کمپبل و همکاران، ۲۰۱۲).<sup>۴</sup> شرکت های دارای محدودیت مالی با اتخاذ حسابداری محافظه کارانه تر، کاهش ارزش کمتری در مقایسه با شرکت های بدون محدودیت مالی خواهند داشت. زیرا شرکت هایی که با محدودیت مالی مواجه هستند، در معرض عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی بیشتری می باشند. در این وضعیت، مدیران احتمال بیشتری برای دست کاری یا مدیریت سود با استفاده از اطلاعات خصوصی برای منافع شخصی خود دارند. افزایش دستکاری سود و افزایش خطرات نمایندگی، بازده منفی بیشتری به سهامداران در طول دوره بحران، تحمیل می نماید. لذا انتظار می رود شرکت ها در طول بحران، با تغییراتی در ارزش و عملکرد خود مواجه شوند (اعتمادی و عبدلی، ۱۳۹۶).

این پژوهش تأثیر ریسک پذیری بر عملکرد با توجه به متغیر تعدیل گر محدودیت مالی را بررسی می نماید. لذا این مطالعه می تواند به سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان در جهت انتخاب شاخص های مناسب و مؤثر جهت ارزیابی و تجزیه و تحلیل محدودیت مالی و رابطه بین ریسک پذیری بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کمک نماید.

<sup>۱</sup>- Cheng et al & Hennessy & Whited & Lamont et al

<sup>۲</sup>- MA & HAO

<sup>۳</sup>- Musso & Schiavo

<sup>۴</sup>- Campbell and et al

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

بهبود مستمر عملکرد سازمان‌ها، سبب ایجاد نیروهای جهت هم‌افزایی می‌شود که این نیروها می‌تواند پشتیبان برنامه رشد و توسعه و ایجاد فرصت‌های تعادلی سازمانی شود. دولت‌ها، سازمان‌ها و شرکت‌ها تلاش جلوبرنده‌ای در این مورد اعمال می‌نمایند. بدون آگاهی و بررسی میزان پیشرفت، بدون شناسایی چالش‌های پیش‌روی سازمان و کسب بازخور و اطلاع از میزان اجرای سیاست‌های تدوین‌شده و شناسایی مواردی که به بهبود جدی نیاز دارند، بهبود مستمر عملکرد میسر نخواهد بود. تمامی موارد مذکور بدون اندازه‌گیری و ارزیابی امکان‌پذیر نمی‌باشد. لذا تلاش تمامی شرکت‌ها افزایش عملکرد، از طریق متغیرهای واقعی می‌باشد (رجبی فرجاد و موسوی فرد، ۱۳۹۶).

ریسک‌پذیری شرکت‌ها به دلیل بحران مالی جهانی در چند سال گذشته توجه عمومی را به خود جلب کرده است. سطح ریسک‌پذیری نشان می‌دهد که آیا مدیران، یک پروژه پرخطر را انتخاب می‌کنند یا خیر. سطح بالاتر ریسک‌پذیری به این معنی است که مدیران، سرمایه‌گذاری‌های پرخطر اما ارزش‌آور را ترجیح می‌دهند، که این خود باعث پیشرفت فناوری تولید می‌شود (جان و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸). بهترین روش برای هماهنگی با ریسک، درک ریسک و برگزیدن ریسک کنترل‌شده می‌باشد. در واقع شرکت‌ها، تمایل به حفاظت از معاملات خود به وسیله ریسک‌انتخابی دارند (کیتینگین<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). ریسک عاملی تعیین‌کننده در رابطه با عملکرد شرکت‌ها است (هاتکینسون و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳). پورتر<sup>۴</sup> (۱۹۸۰)، استدلال نمود که یکی از وظایف ضروری مدیران، مواجهه با ریسک‌های خاص (غیرسیستماتیک) شرکت است. تغییر در ریسک در نتیجه تغییر در مزایای رقابتی شرکت به راحتی قابل توجیه است. با این تفسیر ریسک سرمایه‌گذاری در چنین شرکتی تنها شامل ریسک‌های خاص شرکت است. به این ترتیب با توجه به افزایش عملکرد در نتیجه مزایای رقابتی، می‌توان بیان داشت که رابطه مثبتی بین عملکرد و ریسک‌های خاص شرکت وجود دارد (نجوبین، ۲۰۱۱). پژوهش‌های بسیاری دریافته‌اند که شرکت‌های با رشد بالا (فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا) ریسک بالاتری دارند (کمپل و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۱ و ژو و مالکیل<sup>۶</sup>، ۲۰۰۳). همچنین گویال و سانتا کلرا<sup>۷</sup> (۲۰۰۳)، ادعا کردند که ریسک غیرسیستماتیک در پیش‌بینی بازده آتی سهام موثر است؛ زیرا رویکردهای مالی بیان می‌کند که رابطه مثبتی بین ریسک و بازده وجود دارد و سرمایه‌گذاران صرف ریسک بیشتری برای پذیرش سطح بالاتری از ریسک دریافت می‌کنند. البته یافته‌های برخی از پژوهش‌ها در این حوزه بیان‌گر رابطه منفی بین ریسک و میزان عملکرد اندازه‌گیری شده با استفاده از معیارهای حسابداری است (هاتکینسون و همکاران، ۲۰۱۳).

<sup>۱</sup>- John and et al

<sup>۲</sup>- Kiting and et al

<sup>۳</sup>- Hutchinson and et all

<sup>۴</sup>- porter

<sup>۵</sup>- Campbell and et al

<sup>۶</sup>- Xu and Malkiel

<sup>۷</sup>- GOYAL and SANTA-CLARA

اکثر تئوری‌های اقتصادی، ریسک‌پذیری را به عنوان یک عامل مثبت بر عملکرد می‌دانند. میزان ریسک‌پذیری مدیریت، می‌تواند تأثیر مثبتی بر عملکرد داشته باشد (کرسی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶). پژوهش‌های انجام شده به صورت فراتحلیل در ۵۱ پژوهش توسط راج، ویکلند و لامپکین<sup>۲</sup> (۲۰۰۹)، تأثیر مثبت ضعیفی از ریسک‌پذیری را بر عملکرد مشاهده می‌نمایند. همچنین، ژائو، سیبرت و لامپکین<sup>۳</sup> (۲۰۱۰)، در فراتحلیل دیگری بین ۶۰ مقاله؛ تأثیر معناداری بین ریسک‌پذیری و عملکرد مشاهده نمی‌نمایند. نتایج مبهم این پژوهش‌ها ممکن است ناشی از این موضوع باشد که عوامل مختلف خارجی بر مثبت یا منفی بودن ریسک‌پذیری اثر می‌گذارد (برمانز و ویلی برنرز<sup>۴</sup>، ۲۰۱۲). در سال‌های اخیر ریسک‌پذیری شرکت‌ها بخاطر بحران مالی جهانی مورد توجه قرار گرفته است. سطحی از ریسک را که مدیریت می‌پذیرد، تعیین‌کننده میزان سرمایه‌گذاری است. پذیرش سطح بالای ریسک، نشان از ارزش بالای سرمایه‌گذاری است (جان، لیتو و یانگ<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸). اینکه چطور مدیران به ریسک بپردازند، به نتایج و بازده ریسک‌پذیری و تأثیر آن بر عملکرد وابسته است. افزایش پویایی محیط و سطح عدم پیش‌بینی، منجر به درک ناقص از بازار می‌شود و در این شرایط، پذیرش ریسک، باعث کاهش عملکرد می‌گردد. در محیط‌های پرریسک، ریسک‌پذیری تأثیر منفی بر عملکرد شرکت دارد (برمانز و ویلی برنرز، ۲۰۱۲).

شرکت‌ها، سرمایه‌گذاری‌های بهینه را جهت به حداکثر رساندن ارزش با دستیابی به عملکرد برتر و مزیت رقابتی انجام می‌دهند. شرکت‌ها برای انجام این کار، نیاز به تامین مالی دارند. توانایی یک شرکت برای تامین مالی به منظور سرمایه‌گذاری، به محدودیت‌های مالی آنها بستگی دارد. محدودیت‌های مالی به موانع موجود در بازار اشاره دارد که ممکن است مانع از تامین مالی یک شرکت جهت سرمایه‌گذاری‌های بهینه شود (چنگ و همکاران، ۲۰۱۴<sup>۶</sup>). به طور کلی، سرمایه‌گذاری‌ها برای جبران هزینه‌های اطلاعاتی به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی، به نرخ بهره بالاتری نسبت به بازده بازار نیاز دارند. به همین دلیل، هزینه تامین مالی خارجی بیشتر از هزینه سرمایه داخلی است. هر چه این هزینه اطلاعات بیشتر باشد، هزینه سرمایه خارجی نیز بیشتر است. نتیجه این است که استراتژی‌های شرکت برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی تأثیری بر کاهش محدودیت‌های مالی دارد (کاوک و چوی<sup>۷</sup>، ۲۰۱۵).

مطالعات متعدد قبلی شواهد قابل توجهی را ارائه می‌دهند که محدودیت‌های مالی با تأثیر مستقیم بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت، نقش مهمی در تصمیم‌گیری‌های استراتژیک دارند (آلمیدا و همکاران، ۲۰۰۴؛ هنسی و وایت، ۲۰۰۷؛ استیکلمن<sup>۸</sup>، ۲۰۱۰). آلمیدا و همکاران (۲۰۰۴)، دریافتند که شرکت‌های دارای محدودیت مالی بر نقدینگی تمرکز می‌کنند تا ارزش شرکت را به حداکثر برسانند، که این نشان‌دهنده ارتباط مستقیم بین محدودیت‌های مالی و

<sup>۱</sup>- Cressy

<sup>۲</sup>- Rauch, Wiklund & Lumpkin

<sup>۳</sup>- Zhao, Seibert & Lumpkin

<sup>۴</sup>- Boermans & Willebrands

<sup>۵</sup>- John, Litov & Yeung

<sup>۶</sup>- Cheng and et al

<sup>۷</sup>- Kawk & Choi

<sup>۸</sup>- Almeida et al & Hennessy & Whited

ارزش شرکت است. هنسی و وایتد<sup>۱</sup> (۲۰۰۷)، شواهدی ارائه می‌دهند که محدودیت‌های مالی تأثیر منفی بر ارزش شرکت‌های کوچک و بزرگ دارد. برخلاف یافته‌های هنسی و وایتد، استیکلمن (۲۰۱۰)، دریافت که با افزایش محدودیت‌های مالی، ارزش شرکت افزایش می‌یابد. ایشان محدودیت‌های مالی را بر ارزش شرکت‌های غیرمالی در فرانسه و با توجه به اندازه شرکت بررسی نمودند. حیدر و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۸)، اسنادی را نشان می‌دهند که شرکت‌های با محدودیت‌های مالی کمتر، عملکرد بهتری دارند و شرکت‌های دولتی با محدودیت‌های مالی کمتری روبرو هستند. ژانگ و ویگن<sup>۳</sup> (۲۰۲۱)، گزارش نمودند که محدودیت‌های مالی بر رابطه بین کارایی و بهره‌وری، تأثیر منفی دارد. مطالعه نظری که توسط اندرسن<sup>۴</sup> (۲۰۱۷)، انجام شده است، توسعه‌دهنده یک مدل نظری است که تأمین مالی خارجی را مورد توجه خود قرار می‌دهد. این مدل پیش‌بینی می‌کند که محدودیت‌های اعتباری، ترکیب دارایی‌ها را به سمت سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌های مشهود مخدوش می‌نماید و منجر به افزایش تراکم در این دارایی‌ها می‌شود. نتیجه نظری در این پژوهش، توسط شواهد تجربی نیز تأیید می‌شوند (وو و هوانگ،<sup>۵</sup> ۲۰۲۲).

طبق تئوری محدود بودن منابع مالی، ممکن است تأثیر منفی ریسک‌پذیری بر عملکرد را کاهش دهد. کارآفرینانی که با سرمایه‌گذاری‌های جدید قادر به گسترش مشاغل خود نمی‌باشند، باید از سرمایه‌گذاری‌های به ظاهر مطلوب، اما در واقع بدون سود استفاده نمایند. از آنجا که ریسک، تأثیر منفی بر عملکرد دارد، ریسک‌پذیرانی که قادر به سرمایه‌گذاری نمی‌باشند، می‌توانند از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با بازده پایین، جلوگیری نمایند. از این رو، محدودیت‌های مالی به مانند یک مانع در ریسک‌پذیری عمل و اثر منفی آن را کاهش می‌دهد (کراس، ریتایرین، هگز و هاسمن،<sup>۶</sup> ۲۰۱۱).

نویسندگان استدلال می‌کنند که شرکت‌های دارای محدودیت مالی، دارای هزینه‌های بالاتر حقوق صاحبان سهام بوده و با ورشکستگی روبرو هستند. این امر شرکت را از دستیابی به ساختار سرمایه مطلوب محدود می‌نماید. شرکت‌های دارای محدودیت مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش را از دست می‌دهند و این باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود (احمد و همکاران،<sup>۷</sup> ۲۰۲۲). تشخیص اینکه آیا یک شرکت از نظر مالی محدود است یا خیر، موضوع پژوهش‌های مهم و مداوم است. متأسفانه، تا جایی که ما می‌دانیم، هیچ معیار کامل و آسانی برای تشخیص محدودیت‌های مالی وجود ندارد. به عنوان مثال: پژوهش مانسا و کویست<sup>۸</sup> (۲۰۱۶)، نشان می‌دهد که شاخص‌های پرکاربرد، مانند شاخص Kaplan-Zingales یا شاخص Whited-Wu، توانایی اندازه‌گیری محدودیت‌های مالی در شرکت‌های مورد بررسی ایالات متحده را دارا نمی‌باشند (نوزاوا و مناگی،<sup>۹</sup> ۲۰۱۹).

<sup>1</sup>- Hennessy & Whited

<sup>2</sup>- Haider and et al

<sup>3</sup>- Zhang & vegan

<sup>4</sup>- Andersen

<sup>5</sup>- Wu & Huang

<sup>6</sup>- Kraus, Rigtering, Hughes & Hosman

<sup>7</sup>- Ahmad and et al

<sup>8</sup>- mansa and guest

<sup>9</sup>- Nozawa & Managi

تمنا و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۲)، در پژوهش فراتحلیلی خود، تأثیر محدودیت های مالی بر عملکرد شرکت ها را بررسی و عنوان نمودند که بین محدودیت های مالی و عملکرد شرکت رابطه مثبت وجود دارد. علاوه بر این، نتایج متارگرسیون نشان می دهد، تأمین مالی خارجی و اندازه به عنوان معیارهای محدودیت های مالی، تأثیر منفی معنادار بر رابطه بین محدودیت های مالی و عملکرد (بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام) دارند.

سیمامورا<sup>۲</sup> (۲۰۲۱)، در پژوهش خود تحت عنوان عملکرد، ریسک پذیری و توانایی مدیریتی گزارش نمودند که ریسک پذیری با توانایی مدیریتی بیشتر، بر عملکرد شرکت ها تأثیر مثبت دارد. توانایی مدیریتی به مانند دانش و مهارت مدیر، اطلاعات بیشتری را جهت به دست آوردن منافع و کاهش هزینه های ریسک به منظور بهبود عملکرد شرکت فراهم می نماید.

گونزالس و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۱)، در پژوهش خود رابطه ریسک پذیری و عملکرد را با هم تطبیق دادند. آنها تمایز بین جهت گیری ریسک پذیری و ریسک پذیری کارآفرینانه و تأثیرات آنها بر عملکرد را مطالعه و یک رابطه غیرخطی و U شکل را در مورد جهت گیری ریسک پذیری پیدا نمودند. نتایج تأیید می کند که پیگیری فعالیت های پریسک در شرکت های خانوادگی، اثرات مشابهی نسبت به شرکت های غیرخانوادگی دارد.

لیو و سون<sup>۴</sup> (۲۰۲۰)، در پژوهش خود تحت عنوان ریسک پذیری بانک و عملکرد مدیران، با استفاده از نمونه ای از بانک های ایالات متحده بررسی نمودند که آیا تخصص حقوقی مدیران مستقل بر ریسک پذیری و عملکرد بانک تأثیرگذار است؟ آنها نشان دادند که نسبت کارشناسان حقوقی در میان مدیران مستقل با ریسک کل و ریسک سیستماتیک رابطه منفی دارد و این نشان می دهد که کارشناسان حقوقی در محدود کردن فعالیت های ریسک پذیری بانک، موثرتر از مدیران مستقل هستند. همچنین برخلاف این تصور که تخصص حقوقی مدیران می تواند عملکرد بانک را افزایش دهد، دریافتند که تخصص حقوقی مدیران مستقل با نسبت کیوتوبین رابطه منفی دارد.

لیو و لو<sup>۵</sup> (۲۰۱۹)، در پژوهشی تحت عنوان محدودیت های مالی، نقدینگی سهام و بازده سهام، نقدینگی سهام در توضیح روابط ترکیبی بین محدودیت های مالی، بازده سهام و قیمت گذاری نقدینگی سهام در شرکت های دارای محدودیت مالی و بدون محدودیت بررسی نمودند. نتایج نشان داد که یک رابطه منفی در پرتفوی های سهام شناور و یک رابطه مثبت در پرتفوی های غیرشناور گزارش شد. شرکت های دارای محدودیت مالی، ریسک نقدینگی بالاتری دارند و عایدی عدم نقدینگی بیشتری نسبت به شرکت های بدون محدودیت کسب می کنند. محدودیت های مالی را نمی توان به طور مستقل در بازده سهام قیمت گذاری کرد و تنها در شرایط بد اقتصادی می تواند همراه با نقدینگی سهام قیمت گذاری شود.

<sup>1</sup>- Tmana and et al

<sup>2</sup>- Simamora

<sup>3</sup>- González and et al

<sup>4</sup>- Liu & Sun

<sup>5</sup>- Liu & Lu

آلتاف و احمد<sup>۱</sup> (۲۰۱۹)، در پژوهشی تحت عنوان تامین مالی سرمایه در گردش، عملکرد مالی و محدودیت های مالی، ۴۳۷ شرکت غیرمالی هندی را مورد بررسی قرار دادند. این مطالعه تاثیر محدودیت‌های مالی بر رابطه تامین مالی سرمایه در گردش و عملکرد را بررسی می‌نماید. نتایج مطالعه رابطه U شکل معکوس بین تامین مالی سرمایه در گردش و عملکرد شرکت را تایید می‌کند. علاوه بر این، نویسندگان دریافتند که شرکت‌هایی که احتمالاً از لحاظ مالی محدودیت کمتری دارند، می‌توانند نسبت بیشتری از سرمایه در گردش را با استفاده از بدهی کوتاه‌مدت تأمین مالی نمایند.

مارتینوا<sup>۲</sup> (۲۰۱۹)، در پژوهش سودآوری بانک، محدودیت های اهرمی و ریسک پذیری، عنوان نمودند: برخلاف تئوری سنتی که نشان می‌دهد سودآوری بالاتر (ارزش بالا) در بانک ها، مانع ریسک پذیری می‌شود، آنها گزارشی معکوس و به صورت زیر ارائه نمودند: سودآوری بالاتر، محدودیت های استقراضی بانک ها را کاهش می‌دهد، این امر بانک‌های سودآور را قادر می‌سازد تا ریسک‌پذیری را در مقیاس بزرگ‌تر انجام دهند. این اثر زمانی که محدودیت‌های اهرمی بانک‌ها کاهش می‌یابد، یا زمانی که می‌توانند سرمایه‌گذاری‌های جدید را با تامین مالی ثانویه (مانند انتشار سهام) انجام دهند، آشکارتر است.

رائو<sup>۳</sup> (۲۰۱۸)، در پژوهشی با عنوان تجزیه و تحلیل تجربی اثر مشترک مدیریت ریسک و حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت، به بررسی و ارزیابی ارتباط کمی بین حاکمیت شرکتی، مدیریت ریسک و ارزش شرکت پرداخت. نتایج نشان دهنده این موضوع است که ارزش شرکت به طور مشترک و مثبت تحت تاثیر حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک می‌باشد.

کیتیگین<sup>۴</sup> (۲۰۱۷)، در پژوهش خود تحت عنوان ارتباط بین ریسک پذیری و عملکرد تجاری در میان شرکت های کوچک و متوسط، عنوان نمود که معیار فعالیت کارآفرینی در سازمان، سطح خلاقیت و نوآوری در کل فعالیت های آن است. چگونگی شدت خلاقیت و ابتکار توسط موفقیت سازمان ها تعیین می‌شود که در نتایج عملکرد نشان داده می‌شود. هدف از مطالعه، بررسی رابطه بین شدت کارآفرینی و عملکرد بنگاه های کوچک و متوسط بود. مطالعه نشان داد که بین ریسک پذیری و عملکرد تجاری شرکت ها رابطه مثبت وجود دارد. بنابراین، تعهد منابع تجاری برای سرمایه گذاری در محیط های نامشخص و ناآشنا می‌تواند منجر به افزایش بازده و سهم بازار برای تجارت شود.

محمد و کناپکوا<sup>۵</sup> (۲۰۱۶)، در پژوهش خود تحت عنوان تاثیر مدیریت ریسک کل بر عملکرد، رابطه بین مدیریت ریسک کل و عملکرد شرکت را بررسی نمودند. به طور سنتی، مدیریت ریسک به عنوان ابزاری جهت کاهش عواقب منفی ریسک پذیری در نظر گرفته می‌گردد. با این حال، نتیجه این مطالعه، توانایی مدیریت ریسک را فراتر از این و پاسخ دادن به عوامل بازار خارج از کنترل مدیریت، به منظور کنترل نوسانات درآمد که در نهایت

<sup>1</sup>- Altaf & Ahmad

<sup>2</sup>- Martynova

<sup>3</sup>- Rao

<sup>4</sup>- Kiting

<sup>5</sup>- Mohammeda & Knapkova



عملکرد شرکت را بهبود می بخشد، نشان می دهد. نتیجه نشان داد که بین مدیریت ریسک کل و عملکرد شرکت ها رابطه مثبت وجود دارد.

تان<sup>۱</sup> (۲۰۱۶)، در پژوهشی با عنوان تأثیر ریسک و رقابت پذیری بر عملکرد بانک‌های چین، طی سال‌های ۲۰۰۳ الی ۲۰۱۱، به این نتیجه رسیدند که: ریسک پذیری، تأثیر معناداری بر عملکرد ندارد و عملکرد بانک‌ها تحت تأثیر مالیات، هزینه و تورم می باشد.

حاجی ابراهیمی و اسکندر (۱۳۹۸)، به بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت‌ها پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که بیش اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت تأثیر معناداری ندارد. اثنی‌عشری و ولی‌زاده (۱۳۹۷)، رفتار ریسک‌پذیر طی چرخه عمر شرکت و اثر آن بر عملکرد مالی آتی را بررسی نمودند. نتایج نشان داد، رفتار ریسک‌پذیر شرکت‌هایی که در مراحل ظهور و افول قرار دارند، عملکرد مالی ضعیف‌تری را در مقایسه با شرکت‌های فعال در مراحل رشد و بلوغ در دوره مالی بعد به همراه دارد.

مجاهد و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی با عنوان تجزیه و تحلیل تأثیر ریسک و رقابت‌پذیری بر سودآوری بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به این نتیجه رسیدند که: بین ریسک و رقابت‌پذیری بر سودآوری بانک‌ها رابطه معنادار وجود دارد.

محمودآبادی و زمانی (۱۳۹۵)، به بررسی رابطه ریسک‌پذیری شرکت و عملکرد مالی با تأکید بر سازوکارهای راهبری شرکتی پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که میزان ریسک‌پذیری شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری با عملکرد مالی آنها دارد.

اهمیت ریسک‌پذیری و تأثیر آن بر عملکرد شرکت، در بحث‌های نظری و پژوهش‌های تجربی برجسته شده است. در سطح تئوری، تمایل به ریسک‌پذیری، شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا از فرصت‌های سودآور در مواجهه با عدم قطعیت که منجر به سودآوری بلندمدت می‌شود، استفاده نمایند (مک‌گرات، ۲۰۰۱). از نظر تجربی، شرکت‌های ریسک‌پذیر در مقایسه با ریسک‌گریز، احتمالاً با افزایش ارزش و سودآوری در بلندمدت مواجه می‌شوند (یانگ، ۲۰۰۸؛ وانگ و پوتزیوریس، ۲۰۱۰؛ آهمیبیسبوه و آباهو، ۲۰۱۳). لذا براساس استدلال‌ها، مبانی نظری و تجربی انتظار می‌رود که ریسک‌پذیری بر عملکرد تأثیرگذار باشد. علاوه بر آن، نقش محدودیت مالی بر این رابطه نیز مورد ارزیابی قرار می‌گیرد.

**فرضیه اول:** ریسک‌پذیری بر بازده دارایی‌ها تأثیر معنادار دارد.

**فرضیه دوم:** ریسک‌پذیری بر نسبت کیوتوبین تأثیر معنادار دارد.

**فرضیه سوم:** محدودیت مالی بر رابطه بین ریسک‌پذیری و بازده دارایی‌ها تأثیر معنادار دارد.

**فرضیه چهارم:** محدودیت مالی بر رابطه بین ریسک‌پذیری و نسبت کیو توبین تأثیر معنادار دارد.

<sup>۱</sup>- Tan

<sup>۲</sup>- McGrath

<sup>۳</sup>- Yang & Wang & Poutziouris & Ahimbisibwe

### ۳- روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، پژوهش کاربردی است و برای آزمون فرضیه‌ها، از تحلیل رگرسیون با داده‌های ترکیبی و نرم افزار Eviews استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش، شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ می باشد. در نهایت ۱۱۹ شرکت به عنوان نمونه آماری و با توجه به محدودیت‌هایی که در زیر عنوان شد، مورد بررسی قرار گرفت.

- سال مالی، منتهی به اسفند باشد،
- قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند،
- اطلاعات مالی برای دوره زمانی پژوهش در دسترس باشد،
- جزء شرکت های سرمایه‌گذاری و مالی نباشد.

### ۴- مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی زیر استفاده شده است. مدل‌ها از پژوهش های ناسم و همکاران (۲۰۱۹)، تان (۲۰۱۶) و برمانز و ویلی برنندز (۲۰۱۲)، الگو گرفته شده است.

#### مدل ۱ برای آزمون فرضیه اول :

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 RS_{it} + \beta_2 LA_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 CF_{it} + \beta_6 SG_{it} + \varepsilon_{it}$$

#### مدل ۲ برای آزمون فرضیه دوم :

$$QT_{it} = \beta_0 + \beta_1 RS_{it} + \beta_2 LA_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 CF_{it} + \beta_6 SG_{it} + \varepsilon_{it}$$

#### مدل ۳ برای آزمون فرضیه سوم :

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 RS_{it} + \beta_2 FC_{it} + \beta_3 FC_{it} \times RS_{it} + \beta_4 LA_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 CF_{it} + \beta_8 SG_{it} + \varepsilon_{it}$$

#### مدل ۴ برای آزمون فرضیه چهارم :

$$QT_{it} = \beta_0 + \beta_1 RS_{it} + \beta_2 FC_{it} + \beta_3 FC_{it} \times RS_{it} + \beta_4 LA_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 CF_{it} + \beta_8 SG_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل‌های رگرسیونی، هر کدام از علائم نشان دهنده :

- ✓  $ROA_{it}$ : عملکرد شرکت  $i$  در سال  $t$ ,
- ✓  $RS_{it}$ : ریسک‌پذیری شرکت  $i$  در سال  $t$ ,
- ✓  $FC_{it}$ : محدودیت مالی شرکت  $i$  در سال  $t$ ,
- ✓  $FC_{it} \times RS_{it}$ : تعامل بین محدودیت مالی و ریسک‌پذیری شرکت  $i$  در سال  $t$ ,
- ✓  $LA_{it}$ : اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$ ,

- ✓  $MB_{it}$ : ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت  $i$  در سال  $t$ .
- ✓  $LEV_{it}$ : اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$ .
- ✓  $SG_{it}$ : رشد سود شرکت  $i$  در سال  $t$ .
- ✓  $CF_{it}$ : نسبت وجه نقد شرکت  $i$  در سال  $t$ .
- ✓  $\epsilon_{it}$ : خطای برآورد.
- ✓  $\beta_0$ : عرض از مبدا.
- ✓  $\beta$ : ضرایب متغیر.
- ✓  $\epsilon$ : خطای مدل.

#### متغیرهای وابسته

**عملکرد مالی شرکت**: عملکرد مالی به سنجش درونی توانایی آن شرکت برای بهره‌گیری از دارایی‌های خود در جهت رونق کسب‌وکار و خلق ثروت اشاره دارد (ابزری و همکاران، ۱۳۸۸). در این پژوهش عملکرد مالی توسط دو شاخص محاسبه گردید که شامل بازده دارایی و نسبت کیوتوبین است.

- **بازده دارایی‌ها**: از تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌های شرکت محاسبه شد (ناسم و همکاران، ۲۰۱۹).
- **نسبت کیوتوبین**: از تقسیم مجموع ارزش بازار سهام و کل بدهی‌های، بر کل دارایی‌های شرکت محاسبه گردید (ناسم و همکاران، ۲۰۱۹).

#### متغیر مستقل

**ریسک‌پذیری**: پیرو پژوهش‌های محمودآبادی و زمانی (۱۳۹۵) و ایمهوف و سیوی<sup>۱</sup> (۲۰۱۴)، ریسک‌پذیری با استفاده از خطای استاندارد (انحراف معیار یا جذر واریانس) بازده روزانه سهام برای دوره یک ساله اندازه‌گیری گردید. بازده سهام از تقسیم حاصل جمع سود نقدی هر سهم با تفاوت قیمت هر سهم در آخر و اول سال مالی، بر قیمت سهام در ابتدای سال مالی به دست می‌آید.

#### متغیر تعدیل‌گر

**محدودیت مالی**: در این پژوهش برای محاسبه متغیر محدودیت مالی از مدل  $Z$  آلتمن استفاده گردید. محدودیت مالی بر اساس مدل  $Z$  آلتمن، معیار معکوس از درماندگی مالی است. به این صورت که، هرچه مقدار  $Z$  آلتمن بیشتر باشد، محدودیت مالی کمتر است (برمانز و ویلی برنرز، ۲۰۱۲).

<sup>1</sup>- Imhof & Seavey

این مدل شامل پنج نسبت؛ سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها (x1)، سود انباشته به کل دارایی‌ها (x2)، سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی‌ها (x3)، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری بدهی‌ها (x4) و فروش به کل دارایی‌ها (x5) می‌باشد.

$$Z' = 0.717 X1 + 0.847 X2 + 3.107 X3 + 0.420 X4 + 0.998 X5$$

در این مدل چنانچه مقدار Z محاسبه شده برای شرکت‌ها، کمتر از ۱/۲۳ باشد، شرکت در وضعیت نامطمئن و ناسامانی مالی قرار دارد و احتمال ورشکستگی شرکت خیلی بالا است. لذا اگر شرکتی در مواجهه با محدودیت مالی باشد، مقدار یک و در غیراین صورت مقدار صفر می‌گیرد.

### متغیرهای کنترلی

- ۱- اندازه شرکت: پیرو پژوهش تان (۲۰۱۶)، توسط لگاریتم ارزش بازار سهام شرکت اندازه‌گیری می‌شود.
- ۲- ارزش بازار به ارزش دفتری: این نسبت به عنوان یک عامل ریسکی مهم در حوزه قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای مورد توجه است. همچنین این نسبت به عنوان معیار فرصت رشد مطرح است. این نسبت از حاصل تقسیم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بدست می‌آید (تان، ۲۰۱۶) و (ایم‌هوف و سیوی، ۲۰۱۴).
- ۳- اهرم مالی: نسبت اهرم مالی به عنوان عاملی دیگر که نشانگر ریسک مالی است در نظر گرفته شد. این نسبت از تقسیم جمع بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها اندازه‌گیری شد (تان، ۲۰۱۶) و (محمود آبادی و زمانی، ۱۳۹۵).
- ۴- نسبت وجه نقد: با استفاده از نسبت وجه نقد به جمع دارایی‌های شرکت محاسبه گردید (تان، ۲۰۱۶).
- ۵- رشد فروش: از تفاضل فروش سال جاری و فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل محاسبه شد (تان، ۲۰۱۶).

### ۵- یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی داده‌ها

ویژگی‌های کلی متغیرهای کمی پژوهش در جدول (۱) به نمایش درآمده است. در ۹۵۲ مشاهده، مقدار میانگین برای دو متغیر وابسته بازده دارایی‌ها و نسبت کیو توبین برای متغیر عملکرد مالی به ترتیب برابر ۰/۱۱۷ و ۲/۱۰ است. کشیدگی متغیرهای این مدل همگی مثبت می‌باشند.

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| متغیر                              | میانگین | میانه | حداکثر | حداقل  | انحراف معیار | چولگی  | کشدگی   |
|------------------------------------|---------|-------|--------|--------|--------------|--------|---------|
| بازده دارایی ها (ROA)              | ۰/۱۱۷   | ۰/۰۹۸ | ۰/۷۹۳  | -۰/۳۷۰ | ۰/۱۳۴        | ۰/۷۰۳  | ۴/۹۱۴   |
| کیوتوبین (QT)                      | ۲/۰۱۰   | ۱/۶۵۵ | ۱۰/۶۲۵ | ۰/۶۹۰  | ۱/۱۳۴        | ۲/۶۲۲  | ۱۳/۹۳۶  |
| انحراف معیار بازده سهام (RS)       | ۰/۳۵۵   | ۰/۲۶۶ | ۵/۸۴۹  | ۰/۰۰۷  | ۰/۳۷۸        | ۶/۴۲۲  | ۷۲/۹۳۱  |
| اندازه شرکت (LA)                   | ۶/۱۵۰   | ۶/۰۷۴ | ۸/۴۱۴  | ۴/۴۴۱  | ۰/۶۵۸        | ۰/۸۸۷  | ۴/۲۴۸   |
| رشد فروش (SG)                      | ۰/۲۳۰   | ۰/۱۷۹ | ۶/۵۵۵  | -۰/۸۲۵ | ۰/۴۴۲        | ۵/۱۳۹  | ۶۰/۴۴۷  |
| ارزش بازار به ارزش دفتری سهام (MB) | ۳/۳۹۶   | ۲/۷۵۷ | ۵۴/۲۲۱ | -۱/۶۵۶ | ۳/۰۲۷        | ۷/۱۸۱  | ۱۰۰/۰۲۲ |
| نسبت وجه نقد (CF)                  | ۰/۰۴۰   | ۰/۰۲۶ | ۰/۴۶۰  | ۰/۰۰۲  | ۰/۰۴۴        | ۳/۱۱۹  | ۱۹/۰۳۴  |
| اهرم مالی شرکت (LV)                | ۰/۵۷۲   | ۰/۵۸۶ | ۰/۹۴۶  | ۰/۰۹۰  | ۰/۱۷۵        | -۰/۳۵۰ | ۲/۵۸۱   |
| تعداد مشاهدات                      | ۹۵۲     | ۹۵۲   | ۹۵۲    | ۹۵۲    | ۹۵۲          | ۹۵۲    | ۹۵۲     |

جدول (۲) متغیر مجازی محدودیت مالی

| متغیر           | فراوانی کد یک | فراوانی کد صفر |
|-----------------|---------------|----------------|
| محدودیت مالی FC | ۸۲/۱          | ۱۷/۹           |

## پایایی متغیرها

لازم است که قبل از تخمین مدل، مانایی متغیرهای آن مورد بررسی قرار گیرد. یک متغیر، وقتی مانا است که میانگین، واریانس و کواریانس آن در طول زمان ثابت باقی بماند. در پژوهش حاضر برای تشخیص مانایی از آزمون دیکی فولر فیشر (ADF) استفاده شده است. نتایج آزمون مانایی متغیرهای تحقیق در جدول (۳) درج گردیده است. بر این اساس چون مقدار احتمال برای این متغیرها کمتر از ۵٪ بوده است، کلیه متغیرها طی دوره پژوهش در سطح پایا می باشد. بنابراین مشکل رگرسیون کاذب در ضرایب برآوردی وجود نخواهد داشت.

جدول (۳) نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

| متغیر | آماره   | احتمال | نتیجه |
|-------|---------|--------|-------|
| ROA   | -۱۱/۶۷۵ | ۰/۰۰۰  | مانا  |
| QT    | -۶/۴۹۱  | ۰/۰۰۰  | مانا  |
| RS    | -۳۲/۵۲۰ | ۰/۰۰۰  | مانا  |
| CSR   | -۱۱/۵۹۳ | ۰/۰۰۰  | مانا  |
| FC    | -۱۳/۰۸۵ | ۰/۰۰۰  | مانا  |
| LA    | -۸/۷۲۷  | ۰/۰۰۰  | مانا  |

| نتیجه | احتمال | آماره   | متغیر |
|-------|--------|---------|-------|
| مانا  | ۰/۰۰۰  | -۳۲/۲۸۹ | SG    |
| مانا  | ۰/۰۰۰  | -۹/۰۰۴  | PE    |
| مانا  | ۰/۰۰۰  | -۱۴/۵۱۰ | CF    |
| مانا  | ۰/۰۰۰  | -۱۲/۰۰۳ | LEV   |

### آزمون هم خطی متغیرها

هم خطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل می باشد. در این پژوهش برای بررسی عدم وجود هم خطی، از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. چنانچه شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی می باشد.

### جدول ۴) نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی متغیرهای پژوهش

| عامل تورم واریانس |          |          |         |          |           |         |         |         | متغیر |
|-------------------|----------|----------|---------|----------|-----------|---------|---------|---------|-------|
| مدل نهم           | مدل هشتم | مدل هفتم | مدل ششم | مدل پنجم | مدل چهارم | مدل سوم | مدل دوم | مدل اول |       |
| ۲/۲۴۹             | ۱/۰۳۴    | ۱/۰۳۴    | -       | -        | -         | ۷/۰۶۶   | ۶/۲۲۶   | -       | RS    |
| ۱/۱۶۵             | -        | -        | ۱/۱۶۵   | ۶/۸۸۰    | ۱/۱۶۵     | -       | -       | ۶/۸۸۰   | CSR   |
| -                 | -        | -        | -       | ۳/۲۴۲    | -         | -       | ۳/۲۱۴   | ۳/۲۴۲   | FC    |
| ۱/۱۸۳             | ۱/۰۲۷    | ۱/۰۲۷    | ۱/۱۸۳   | ۱/۱۹۰    | ۱/۱۸۳     | ۱/۰۲۹   | ۱/۰۳۱   | ۱/۱۹۰   | LA    |
| ۱/۰۸۷             | ۱/۰۸۶    | ۱/۰۸۶    | ۱/۰۸۷   | ۱/۱۱۰    | ۱/۰۸۷     | ۱/۱۰۳   | ۱/۱۰۹   | ۱/۱۱۰   | SG    |
| ۱/۰۹۵             | ۱/۰۹۷    | ۱/۰۹۷    | ۱/۰۹۵   | ۱/۱۰۸    | ۱/۰۹۵     | ۱/۱۰۴   | ۱/۱۰۹   | ۱/۱۰۸   | PE    |
| ۱/۰۶۴             | ۱/۰۶۳    | ۱/۰۶۳    | ۱/۰۶۴   | ۱/۱۰۷    | ۱/۰۶۴     | ۱/۰۷۳   | ۱/۰۸۹   | ۱/۱۷    | CF    |
| ۱/۰۷۴             | ۱/۰۹۷    | ۱/۰۹۷    | ۱/۰۷۴   | ۱/۲۶۳    | ۱/۰۷۴     | ۱/۲۰۹   | ۱/۲۸۵   | ۱/۲۶۳   | LEV   |

### نتایج تخمین مدل‌ها و آزمون فرضیه اول

نتایج تخمین مدل‌های رگرسیونی پژوهش با الگوی اثرات ثابت برآورد می شود. همچنین با توجه به نتایج مدل‌های رگرسیونی، پژوهش مشکل ناهمسانی ندارد، بنابراین برای رفع مشکل ناهمسانی از روش حداقل مربعات برای تخمین مدل استفاده می شود.

## جدول ۵) نتایج تخمین مدل رگرسیونی برای آزمون فرضیه اول

| متغیر وابسته: بازده دارایی ها   |           |                      |                |            |        |
|---|-----------|----------------------|----------------|------------|--------|
| $ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 RS_{it} + \beta_2 LA_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 CF_{it} + \beta_6 SG_{it} + \epsilon_{it}$ |           |                      |                |            |        |
| الگوی اثرات ثابت  |           |                      |                |            |        |
| متغیرها   | نماد      | ضرایب                | خطای استاندارد | آماره T    | احتمال |
| عرض از مبدأ   | $\beta_0$ | ۰/۱۶۷                | ۰/۱۴۷          | ۱/۱۳۵      | ۰/۲۵۶  |
| ریسک پذیری  | RS        | -۰/۰۰۲               | ۰/۰۱۱          | -۰/۲۳۹     | ۰/۰۱۰  |
| اندازه شرکت   | LA        | -۰/۰۱۱               | ۰/۰۲۳          | -۰/۴۹۳     | ۰/۶۲۲  |
| ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت   | MB        | ۰/۰۰۱                | ۰/۰۰۱          | ۱/۱۹۶      | ۰/۲۳۱  |
| اهرم مالی   | LEV       | ۰/۰۳۶                | ۰/۰۴۶          | ۰/۷۹۴      | ۰/۰۰۷  |
| رشد فروش  | SG        | -۰/۰۰۴               | ۰/۰۱۰          | -۰/۴۲۰     | ۰/۶۷۴  |
| نسبت وجه نقد  | CF        | -۰/۱۲۰               | ۰/۱۲۳          | -۰/۹۷۲     | ۰/۰۰۱  |
| آماره F   | احتمال F  | ضریب تعیین تعدیل شده | دوربین واتسون  | ضریب تعیین |        |
| ۱/۹۷۳   | ۰/۰۰۰۰    | ۰/۳۱۲                | ۲/۰۷۳          | ۰/۵۴۴      |        |

با توجه به نتایج بدست آمده در جدول شماره ۵، نتایج آزمون فرضیه اول با استفاده از مدل ترکیبی نشان می‌دهد بین ریسک پذیری و بازده دارایی ها با توجه به سطح معنی‌داری (۰/۰۰۰)، رابطه معنادار وجود دارد و با توجه به منفی بودن آماره T، این رابطه به صورت معکوس می‌باشد. سطح معناداری آماره F برابر با (۰/۰۰۰) می‌باشد که کوچکتر از (۰/۰۵) است و از آنجایی که آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می‌دهد در نتیجه می‌توان گفت این مدل معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده این مدل برابر (۰/۳۱۲) است. این عدد نشان می‌دهد که حدود ۳۱ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای توضیحی مدل قابل تبیین است. آماره دوربین-واتسون مدل نیز برابر با (۲/۰۷۳) است، این مقدار بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد که می‌توان گفت مدل دارای خودهمبستگی نمی‌باشد.

## نتایج تخمین مدل ها و آزمون فرضیه دوم

با توجه به نتایج بدست آمده در جدول شماره ۶، نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از مدل ترکیبی نشان می‌دهد بین ریسک پذیری و کیوتوبین با توجه به سطح معنی‌داری (۰/۰۰۰)، رابطه معنادار وجود دارد و با توجه به منفی بودن آماره T، این رابطه به صورت مثبت معنادار می‌باشد و فرضیه پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به نتایج سطح معناداری آماره F که برابر با (۰/۰۰۰) می‌باشد و کوچکتر از (۰/۰۵) است، از آنجایی که این آماره اعتبار کلی مدل را نشان می‌دهد در نتیجه می‌توان گفت این مدل معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده این مدل برابر (۰/۴۴۵) است. این عدد نشان می‌دهد که حدود ۴۴ درصد تغییرات متغیر

وابسته، توسط متغیرهای توضیحی مدل قابل تبیین است. آماره دوربین- واتسون مدل نیز برابر با (۲/۰۰۲) است، که می‌توان گفت مدل دارای خودهمبستگی نمی‌باشد.

جدول ۶) نتایج تخمین مدل رگرسیونی برای آزمون فرضیه دوم

| متغیر وابسته: بازده دارایی‌ها   |           |                      |                |            |        |
|---|-----------|----------------------|----------------|------------|--------|
| $QT_{it} = \beta_0 + \beta_1 RS_{it} + \beta_2 LA_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 CF_{it} + \beta_6 SG_{it} + \varepsilon_{it}$ |           |                      |                |            |        |
| الگوی اثرات ثابت  |           |                      |                |            |        |
| متغیرها   | نماد      | ضرایب                | خطای استاندارد | آماره T    | احتمال |
| عرض از مبدأ   | $\beta_0$ | -۳/۷۰۶               | ۰/۹۸۲          | -۳/۷۱۱     | ۰/۰۰۰  |
| ریسک پذیری  | RS        | ۰/۱۴۲                | ۰/۰۷۸          | ۱/۸۱۸      | ۰/۰۴۹  |
| اندازه شرکت   | LA        | ۰/۹۰۵                | ۰/۱۵۴          | ۵/۸۵۳      | ۰/۰۰۰  |
| ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت   | MB        | ۰/۱۷۳                | ۰/۰۱۰          | ۱۵/۹۵۱     | ۰/۰۰۰  |
| اهرم مالی   | LEV       | -۱/۰۳۰               | ۰/۳۰۹          | -۳/۳۲۵     | ۰/۰۰۰  |
| رشد فروش  | SG        | ۰/۳۴۳                | ۰/۰۶۸          | ۵/۰۲۹      | ۰/۰۰۰  |
| نسبت وجه نقد  | CF        | ۰/۴۹۸                | ۰/۸۲۴          | ۰/۶۰۵      | ۰/۵۴۲  |
| آماره F   | احتمال F  | ضریب تعیین تعدیل شده | دوربین واتسون  | ضریب تعیین |        |
| ۷/۱۵۵   | ۰/۰۰۰۰    | ۰/۴۴۵                | ۲/۰۰۲          | ۰/۶۶۷      |        |

### نتایج تخمین مدل‌ها و آزمون فرضیه سوم

با توجه به نتایج بدست آمده در جدول شماره ۷، بین ریسک پذیری و بازده دارایی‌ها رابطه منفی معنی دار وجود دارد. همچنین متغیر محدودیت مالی بر رابطه بین ریسک پذیری و بازده دارایی‌ها تاثیر گذار نمی‌باشد اما متغیر تعاملی ریسک پذیری و محدودیت مالی (۰/۰۰۹)، بر بازده دارایی‌ها تاثیر گذار است و با توجه به ضریب آماره T (۲/۵۹۲) این رابطه مثبت و معنادار بوده و بر این اساس، فرضیه سوم پذیرفته می‌شود. با توجه به سطح معناداری آماره F (۰/۰۰۰) که کوچکتر از (۰/۰۵) است و اعتبار کلی مدل را نشان می‌دهد، لذا می‌توان گفت این مدل معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده این مدل (۰/۳۱۸) است. این عدد نشان می‌دهد که حدود ۳۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای توضیحی مدل قابل تبیین است. آماره دوربین- واتسون مدل نیز برابر با (۲/۱۲۴) است، که می‌توان گفت مدل دارای خودهمبستگی نمی‌باشد.



جدول ۷) نتایج تخمین مدل رگرسیونی برای آزمون فرضیه سوم

| متغیر وابسته: بازده دارایی‌ها  |           |                |                |            |        |
|--|-----------|----------------|----------------|------------|--------|
| $ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 RS_{it} + \beta_2 FC_{it} + \beta_3 FC_{it} \times RS_{it} + \beta_4 LA_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 CF_{it} + \beta_8 SG_{it} + \epsilon_{it}$ |           |                |                |            |        |
| الگوی اثرات ثابت   |           |                |                |            |        |
| متغیرها  | نماد      | ضرایب          | خطای استاندارد | آماره T    | احتمال |
| عرض از مبدأ  | $\beta_0$ | ۰/۲۷۲          | ۰/۱۵۲          | ۱/۷۹۲      | ۰/۰۷۳  |
| ریسک پذیری   | RS        | -۰/۱۱۹         | ۰/۰۴۶          | -۲/۵۶۸     | ۰/۰۱۰  |
| محدودیت مالی   | FC        | -۰/۰۳۲         | ۰/۰۲۲          | -۱/۴۳۳     | ۰/۱۵۲  |
| متغیر تعاملی ریسک پذیری و محدودیت مالی   | FC * RS   | ۰/۱۲۴          | ۰/۰۴۷          | ۲/۵۹۲      | ۰/۰۰۹  |
| اندازه شرکت  | LA        | -۰/۰۲۲         | ۰/۰۲۳          | -۰/۹۶۸     | ۰/۳۳۳  |
| ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت  | MB        | ۰/۰۰۲          | ۰/۰۰۱          | ۱/۳۳۰      | ۰/۱۸۳  |
| اهرم مالی  | LEV       | ۰/۰۲۸          | ۰/۰۲۴          | ۰/۰۶۱      | ۰/۰۰۷  |
| رشد سود  | SG        | -۰/۰۰۳         | ۰/۰۱۰          | -۰/۳۶۳     | ۰/۷۱۶  |
| نسبت جریان نقد   | CF        | -۰/۱۳۲         | ۰/۱۲۳          | -۱/۰۷۱     | ۰/۰۰۴  |
| آماره F  | احتمال F  | ضریب تعیین شده | دوربین واتسون  | ضریب تعیین |        |
| ۲/۰۱۰  | ۰/۰۰۰     | ۰/۳۱۸          | ۲/۱۲۴          | ۰/۵۲۴      |        |

## نتایج تخمین مدل‌ها و آزمون فرضیه چهارم

نتایج بدست آمده در جدول شماره ۸، نشان دهنده این است که ریسک پذیری و محدودیت مالی بر نسبت کیوتوبین تأثیر مثبت داشته و باتوجه به سطح معناداری (۰/۰۰۰) برای متغیر تعاملی محدودیت مالی و ریسک پذیری که کوچک‌تر از (۰/۰۵) و ضریب برآورد شده آن (-۴/۹۵۳)، لذا می‌توان چنین عنوان نمود که محدودیت مالی نیز بر رابطه بین ریسک پذیری و کیوتوبین تأثیرگذار بوده و این رابطه به صورت معکوس می‌باشد. در نتیجه، فرضیه چهارم پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به سطح معناداری آماره F که برابر با (۰/۰۰۰) و کوچکتر از (۰/۰۵) است و از آنجایی که این آماره اعتبار کلی مدل را نشان می‌دهد، در نتیجه می‌توان گفت این مدل معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده این مدل برابر با (۰/۴۵۹) است. این عدد نشان می‌دهد که حدود ۴۵ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای توضیحی مدل قابل تبیین است. آماره دوربین-واتسون مدل نیز برابر با (۲/۰۲۸) است، که می‌توان گفت مدل دارای خودهمبستگی نمی‌باشد.

جدول ۸) نتایج تخمین مدل رگرسیونی برای آزمون فرضیه چهارم

| متغیر وابسته: نسبت کیوتوبین   |           |                      |                |            |        |
|---|-----------|----------------------|----------------|------------|--------|
| $QT_{it} = \beta_0 + \beta_1 RS_{it} + \beta_2 FC_{it} + \beta_3 FC_{it} \times RS_{it} + \beta_4 LA_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 CF_{it} + \beta_8 SG_{it} + \epsilon_{it}$ |           |                      |                |            |        |
| الگوی اثرات ثابت  |           |                      |                |            |        |
| متغیرها   | نماد      | ضرایب                | خطای استاندارد | آماره T    | احتمال |
| عرض از مبدأ   | $\beta_0$ | -۴/۶۹۰               | ۰/۹۹۱          | -۴/۷۳۲     | ۰/۰۰۰  |
| ریسک پذیری  | RS        | ۱/۱۷۱                | ۰/۰۲۲۱         | ۵/۳۸۵      | ۰/۰۰۰  |
| محدودیت مالی  | FC        | ۰/۰۰۸                | ۰/۰۳۱          | ۰/۲۷۶      | ۰/۰۴۲  |
| متغیر تعاملی ریسک پذیری و محدودیت مالی  | FC * RS   | -۱/۰۹۵               | ۰/۲۲۱          | -۴/۹۵۳     | ۰/۰۰۰  |
| اندازه شرکت   | LA        | ۱/۰۴۱                | ۰/۱۵۵          | ۶/۷۱۴      | ۰/۰۰۰  |
| ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت   | MB        | ۰/۱۶۹                | ۰/۰۱۰          | ۱۵/۷۲۶     | ۰/۰۰۰  |
| اهرم مالی   | LEV       | -۰/۸۱۴               | ۰/۳۰۸          | -۲/۶۳۷     | ۰/۰۰۸  |
| رشد سود   | SG        | ۰/۳۱۲                | ۰/۰۶۷          | ۴/۶۰۹      | ۰/۰۰۰  |
| نسبت جریان نقد  | CF        | ۰/۴۴۸                | ۰/۸۱۴          | ۰/۵۵۱      | ۰/۵۸۱  |
| آماره F   | احتمال F  | ضریب تعیین تعدیل شده | دوربین واتسون  | ضریب تعیین |        |
| ۷/۴۲۸   | ۰/۰۰۰     | ۰/۴۵۹                | ۲/۰۲۸          | ۰/۶۵۶      |        |

## ۶- نتایج، پیشنهادها و محدودیت‌ها

امروزه همراه با رشد و توسعه تجارت، جدایی مالکیت از مدیریت، ریسک و مدیریت ریسک بخش مهمی از مطالعات اخیر را متوجه خود ساخته است. ریسک‌پذیری مدیران با هدف بهبود قیمت سهام، نقش مهمی در بحران‌های مالی داشته است. ریسک‌پذیری می‌تواند سبب بهبود عملکرد شرکت شود. عملکرد، تنها در مورد دستاوردهای قبلی نیست، بلکه شامل توانایی بالقوه برای موفقیت در دستیابی به اهداف آینده است. در این رابطه یافته‌های نتایج فرضیه اول پژوهش نشان می‌دهد که ریسک‌پذیری، تاثیر معکوس و معناداری بر بازده دارایی شرکت‌ها دارد. این نتایج با پژوهش‌های خارجی کاسی و همکاران (۲۰۱۹)، برمانز (۲۰۱۹) و داخلی اثنی‌عشری و ولی‌زاده لاریجانی (۱۳۹۷)، مطابقت دارد. اما با پژوهش‌های داخلی محمود آبادی و زمانی (۱۳۹۵)، همسو نمی‌باشد. نتایج فرضیه دوم حاکی از آن است که ریسک‌پذیری بر نسبت کیوتوبین شرکت‌ها، تاثیر مثبت و معناداری دارد. این نتایج مشابه پژوهش‌های داخلی محمود آبادی و زمانی (۱۳۹۵)، می‌باشد. اما با پژوهش‌های داخلی اثنی‌عشری و ولی‌زاده لاریجانی (۱۳۹۷)، و خارجی کاسی (۲۰۱۹)، ویلی و برمانز (۲۰۱۲)، مطابقت ندارد. با توجه به یافته‌های پژوهش پیشنهاد می‌شود مدیران برای اینکه بتوانند سطح عملکرد مالی شرکت را مدیریت و سرمایه‌گذاران را ترغیب به سرمایه‌گذاری نمایند، سطح ریسک‌پذیری را مدنظر خود قرار داده و سیاست ریسک‌گریزی را به دلیل احتمال کاهش سود، اتخاذ نمایند. بلکه ریسک‌بهنه مدنظر قرار گرفته و به تبع آن افزایش ارزش و عملکرد بلندمدت شرکت‌ها مورد توجه قرار گیرد. نتایج فرضیه سوم نشان داد محدودیت مالی بر بازده شرکت‌ها تاثیر معنادار ندارد.

هرچند ریسک پذیری باعث کاهش بازده دارایی شده اما ضریب تعاملی محدودیت مالی و ریسک پذیری بر بازده دارایی تاثیر داشته و باعث افزایش بازده دارایی شده است. از این رو می توان گفت که فرضیه سوم پژوهش مبنی بر اینکه محدودیت مالی بر رابطه بین ریسک پذیری و بازده دارایی های شرکت ها تاثیر معناداری دارد، پذیرفته می شود. چنانچه شرکت ها با کمبود منابع مالی مواجه باشد، توانایی ریسک پذیری نداشته لذا در راستای نتیجه فرضیه اول می توان گفت: محدودیت مالی شرکت ها مانع ریسک پذیری مدیران بوده و از کاهش سود جلوگیری می نماید. یافته های فرضیه چهارم نشان داد که هرچند ریسک پذیری باعث افزایش نسبت کیوتوبین می شود اما متغیر محدودیت مالی باعث کاهش نسبت کیوتوبین شده و ضریب تعاملی مسئولیت اجتماعی و ریسک پذیری نیز بر نسبت کیوتوبین تاثیر معکوس معنادار دارد و فرضیه چهارم پذیرفته می شود. لذا می توان گفت که مدیران در شرکت های با منابع مالی مطلوب، می توانند با ریسک پذیری بیشتری، سبب افزایش در ارزش شوند.

اکثر شرکت های ایرانی با مشکلات متعددی در رابطه با دسترسی به منابع مالی خارجی روبه رو هستند، زیرا با بروز محدودیت مالی اخیر، نهادهای مالی با ورشکستگی یا سیاست های انقباضی و کمبود نقدینگی مواجه شده اند. بنابراین مشکل تامین نقدینگی مورد نیاز آنها بیش از پیش نمایان می شود. عوامل فوق از یک طرف موجب کاهش درآمد شرکت ها شده و از طرف دیگر هزینه تامین مالی آنها را افزایش می دهد که در نتیجه آن، سودآوری شرکت ها کاهش می یابد. دستاوردهای این پژوهش می تواند ادبیات ریسک پذیری و ارتباط آن با عملکرد سازمانی را گسترش و منجر به بهبود عملکرد شرکت ها گردد. همچنین نقش محدودیت مالی و تاثیر آن بر عملکرد باید مورد توجه قرار گیرد. در سطح اجرایی؛ نتایج می تواند برای تهیه کنندگان گزارش های مالی کاربردی باشد و در تدوین استانداردهای حسابداری و حسابرسی و شرایط موجود در بازار سرمایه کشور مورد توجه قرار گیرد.

مهم ترین محدودیت این پژوهش محدود بودن جامعه آماری به شرکت های تولیدی است و در تسری نتایج به شرکت های بازرگانی، مالی و خدماتی می بایست با احتیاط انجام شود. از آنجایی که نوسانات حاکم در عوامل اقتصادی، فرهنگی و سیاسی شرکت ها مورد لحاظ قرار نگرفته است، بدیعی است که اثر چنین متغیرهایی می تواند نتایج را تحت تاثیر قرار دهند.

### فهرست منابع

- \* ابزری، مهدی، رنجبریان، بهرام، فتحی، سعید و قربانی، حسن، (۱۳۸۸)، تأثیر بازاریابی داخلی بر بازاریابی و عملکرد سازمانی در صنعت هتلداری، چشم انداز مدیریت، ۳۱، ۴۲-۲۵.
- \* اثنی عشری و ولی زاده لاریجانی، (۱۳۹۷)، رفتار ریسک پذیر طی چرخه عمر شرکت و اثر آن بر عملکرد مالی آتی به روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM)، پژوهش های حسابداری مالی، سال ۱۰، شماره اول، ۱-۱۸.
- \* اعتمادی، حسین، عبدلی، لیلا، (۱۳۹۶)، کیفیت حسابرسی و تقلب در صورت های مالی، مجله دانش حسابداری مالی، دوره ۴، شماره ۴، صص ۲۳-۴۳.
- \* حاجی ابراهیمی و اسکندر، (۱۳۹۸)، بررسی تاثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ریسک پذیری و عملکرد شرکت، پژوهش های تجربی حسابداری، سال ۸، شماره ۳۱، ۳۳۹-۳۶۲.

- \* دهدارنسب، پوریا، حمید حمزه لو و مهرداد رحمانی، (۱۳۹۴)، بررسی دامنه توسل مدیریت سود شرکت های دارای محدودیت مالی و شرکت های فاقد محدودیت مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین المللی پژوهش های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری.
- \* رجبی فرجاد و موسوی فرد، (۱۳۹۶)، بررسی رابطه تعادل بین کار و زندگی و عملکرد سازمانی، مهندسی مدیریت نوین، سال ششم، شماره اول و دوم، صص ۶۳-۵۱.
- \* مجاهد، مهدی، ندیری محمد و پندار، مهدی، (۱۳۹۶)، تجزیه و تحلیل تاثیر ریسک و رقابت پذیری بر سودآوری بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سومین همایش ملی پژوهش های مدیریت و علوم انسانی در ایران، تهران، موسسه پژوهشی مدیریت مدبر.
- \* محمودآبادی و زمانی، (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین ریسک پذیری شرکت و عملکرد مالی با تاکید بر سازوکارهای راهبری شرکتی، فصلنامه علمی پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۲، شماره ۴۹، ۱۴۱-۱۷۰.

- \* Altaf, A.F., Ahmad.(2019). Working capital financing, firm performance and financial constraints: Empirical evidence from India [https:// doi.org/10.1108/IJMF-02-2018-0036](https://doi.org/10.1108/IJMF-02-2018-0036).
- \* Andersen, D.C., (2017). Do credit constraints favor dirty production? Theory and plant-level evidence. *J. Environ. Econ. Manag.* 84, 189-208.
- \* Ahimbisibwe, G. M., & Abaho, E. (2013). Export entrepreneurial orientation and export performance of SMEs in Uganda. *Global Advanced Research Journal of Management and Business Studies*, 2(1), 56-62.
- \* Almeida, H., M. Campello, and M. S. Weisbach, (2004), The cash flow sensitivity of cash, *The Journal of Finance* 59, 1777-1804.
- Boermans, M & Willebrands D. (2012). Financial constraints, risk taking and firm performance: Recent evidence from microfinance clients in Tanzania. DNB Working Paper. No. 358.
- Bromiley, P., Miller, K. D., & Rau, D. (2001). Risk in strategic management research. *The Blackwell handbook of strategic management*. 259-288.
- Chen, I., (2016), Literature review for firm's financial constraints. Available at: <http://asiair.asia.edu.tw/ir/handle/310904400/96954>.
- Cheng, B., I. Ioannou, and G. Serafeim, (2014), Corporate social responsibility and accessto finance, *Strategic Management Journal* 35, 1-23.
- Cressy, R. (2006). Why do most firms die young? *Small Business Economics*, 26(2), pp. 103-116.
- Campbell, J.Y., Lettau, M., Malkiel, B.G. & Xu, Y. (2001). Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk, *Journal of Finance*, Vol56, No 1, pp. 1-43.
- Devers, C.E., McNamara, G., Wiseman, R.M., & Aarfelt, M. (2008). Moving closer to the action: Examining compensation design effects on firm risk. *Organization Science*, 19: 548 - 566.
- González, A.Y., Rodríguez, Gómez, J.H., Chávez, Chea, J. (2021). Family business risk-taking and financial performance: Is it easier said than done? Volume 12, Issue 4, December 2021, 100435.
- GOYAL, A. and SANTA-CLARA P. (2003). Idiosyncratic Risk Matters!, *the journal of finance* vol. lviii, no. 3, pp. 975-1007.
- Haider, Z. A., M. Liu, Y. Wang, and Y. Zhang. (2018), Government ownership, financial constraint, corruption, and corporate performance: international evidence, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 53, 76-93.
- Hutchinson, M, Seamer, M & Chapple, L. (2013). "Institutional Investors, Risk/Performance and Corporate Governance: Practical Lessons from the Global Financial Crisis". *The International Journal of Accounting Symposium*, Zhongnan University of Economics and Law, China.

- Hakala, H. (2011), "Strategic orientations in management literature: three approaches to understanding the interaction between market, technology, entrepreneurial and learning orientations", *International Journal of Management Reviews*, Vol. 13 No. 2, pp. 199-217.
- Hennessy, C. A., A. Levy, and T. M. Whited, (2007), Testing Q theory with financing frictions, *Journal of Financial Economics* 83, 691-717.
- Imhof, M. J. and Seavey S. E. (2014). Corporate risk-taking, firm value and high levels of managerial earnings forecasts. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting* 30 (2): 328-337.
- John, K., Litov, L., & Yeung, B. (2008). Corporate governance and risk taking. *Journal of Finance*, 63(4), pp.1679-1728.
- Kiting, B. (2017). Relation Sship Between Risk-Taking And Business Performance Among Small And Medium Enterprises In Eldoret Town, Kenya. *International Journal Of Business And Management Review*, Vol.5, No.7, pp.52-59.
- Kawk M.S., Choi. (2015). Corporate social responsibility and financial constraints: Evidence from Korean firms. <https://doi.org/10.17549/gbfr.2015.20.2.15>.
- Kraus, S. I., Rigtering, J. P. C., Hughes, M., & Hosman, V. (2011). Entrepreneurial orientation and the business performance of SMEs: A quantitative study from the Netherlands. *Review of Managerial Science*, 6(2), 161-182.
- Liu, G., Sun, J. (2020). Independent directors' legal expertise, bank risk-taking and performance. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2020.100240>.
- Liu, M., Lu, W. (2019). Corporate social responsibility, firm performance, and firm risk: the role of firm reputation. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, pp. 1608-1625.
- Lundqvist, S.A. (2014), "An exploratory study of enterprise risk management: pillars of ERM", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 29 No. 3, pp. 393-429.
- Lamont, O., Polk, C., & Sa'a-Requejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns. *Review of Financial Studies*, 14(2), 529-554. <https://doi.org/10.2307/2696750>.
- Lins, K. V., & Miller, D. (2003). ADRs, analysts, and accuracy: Does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value? *Journal of Accounting Research*, 41(2), 317-345.
- Ma, H.D., Hao.(2022). Economic policy uncertainty, financial development, and financial constraints: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance* 79 (2022) 368-386.
- Martynova, N., Ratnovski, R., Vlahu. (2019). Bank Profitability, Leverage Constraints, and Risk-Taking. <https://doi.org/10.1016/j.jp.2019.03.006>.
- Musso, P., and S. Schiavo, (2008), The impact of financial constraints on firm survival and growth, *Journal of Evolutionary Economics* 18, 135-149.
- Mohammeda, H K., Knapkova A. (2016). The Impact of Total Risk Management on Company's Performance. Faculty of Management and Economics, Tomas Bata University, T.G Masaryka 5555, 760 01, Zlin - Czech Republic.
- McGrath, R. G. (2001). Exploratory learning, innovative capacity and managerial oversight. *Academy of Management Journal*, 44(1), 118-131.
- Naseem, T., Shahzad, F., Asim, Gh. A., Ur Rehman, I., Nawaz, F. (2019). Corporate social responsibility engagement and firm performance in Asia Pacific: The role of enterprise risk management, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. 27(4), pp. 1-13.
- Naseem, T., Shahzad, F., Asim, Gh. A., Ur Rehman, I., Nawaz, F. (2019). Corporate social responsibility engagement and firm performance in Asia Pacific: The role of enterprise risk management, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. 27(4), pp. 1-13.

- Nozawa, W.S., Managi. (2019). Financial constraints of firms and bank characteristics. Volume 64, December 2019, Pages 302-316.
- Nguyen, P. (2011). Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms, *Pacific-Basin Finance Journal*, 19, 278–297.
- Olaniran, O., Namusonge, G. S. and Muturi, W. (2016), “The role of risk-taking on performance of firms on Nigerian stock exchange”, *International Journal of Research in Business Studies and Management*, Vol. 3 No. 3, pp. 36-44.
- Rao, A. (2018). Empirical Analysis of Joint Impact of Enterprise Risk Management (ERM) and Corporate Governance (CG) on Firm Value. *International Review of Advances in Business, Management and Law*, 1(1), 37-72.
- Rauch, A., Wiklund, J., Lumpkin, G. T., & Frese, M. (2009). Entrepreneurial orientation and business performance: An assessment of past research and suggestions for the future, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(3), pp. 761-787.
- Simamora A. (2021). Firms performance, risk taking and managerial ability. <https://www.emerald.com/insight/1741-0401.htm>.
- Shad, M.K., Lai, F-W., Fatt, C.L., Kleme, J.J. and Bokhari, A. (2019). Integrating sustainability reporting into enterprise risk management and its relationship with business performance: A conceptual framework. *Journal of Cleaner Production*, 208, 415-425.
- Stikkelman, C., (2010), The effect of financial constraints on the firm's value of nonfinancial publicly traded companies in France, Unpublished Bachelor's thesis (Amsterdam School of Economics).
- Tmana F.A., Nurul. (2022). Meta-analysis of the impact of financial constraints on firm performance. <https://doi.org/10.1111/acfi.12923>.
- Tan, Y. (2016). The impacts of risk and competition on bank profitability in China, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 40 (1), 85–110.
- Tsai, H.F. and Luan, C.-J. (2016), “What makes firms embrace risks? A risk-taking capability perspective”, *BRQ Business Research Quarterly*, Vol. 19 No. 3, pp. 219-231.
- Vichitsarawong, T. and Eng, L. (2010). The impact of the Asian financial crisis on conservatism and timeliness of earnings: Evidence from Hong Kong, Malaysia, Singapore, and Thailand. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 21, 32-61.
- Wu, T.S., Huang. (2022). The effects of digital finance and financial constraint on financial performance: Firm-level evidence from China's new energy enterprises. Volume 112, August 2022, 106158.
- Wang, Y., & Poutziouris, P. (2010). Entrepreneurial risk taking: empirical evidence from UK family firms. *Entrepreneurial Behavior & Research*, 16(5), 370- 388.
- Xu, Y., Malkiel, B. (2003). Investigating the behavior of idiosyncratic volatility, *Journal of Business*, 76, pp. 613–644.
- Yang, C. W. (2008). The relationships among leadership styles, entrepreneurial orientation and firm performance. *Managing Global Transitions*, 6(3), 257–275.
- Zhao, H., Seibert, S.E., & Lumpkin, G. T. (2010). The relationship of personality to entrepreneurial intentions and performance: A meta-analytic review, *Journal of Management*, 36(2), pp. 381-404.

## **The Impact of risk-taking on performance according to financial constraints of companies**

**Nasrin dadashi**

PhD Student in Accounting, Department of Accounting, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran  
Nasrindadashi@Yahoo.Com

**Mohammadreza Pourali**

Associate Professor of Accounting, Department of Accounting, Chalous Branch, Islamic Azad University, Chalous, Iran (Corresponding Author)  
Pourali@iauc.ac.ir

### **Abstract**

**Target:** Risk is an inseparable part of the decision-making process in the organization. Managers 'and investors' decisions to increase return and wealth are made possible by reducing risk. Financial constraint also prevent funding for the desired investment.

**Method:** we expect; Risk-taking variable have a significant impact on financial performance and this relationship is affected by the introduction of financial constraints on companies. The data used include a sample of 119 companies (952 years - company), during the years 2011 to 2018. In order to analyze the data and test the hypotheses, the pattern of fixed effects of multivariate linear regression by the combined data method has been used by Ives software.

**Findings:** The overall results of the hypotheses show that risk-taking has a significant effect on assets returns and Q-Tobin ratios. Also, the financial constraint variable has a significant effect on the relationship between risk-taking with assets return and Q-Tobin ratio.

**Keywords:** financial performance, risk-taking, financial constraint.

