

بررسی رابطه بین ریسک‌پذیری مدیر عالی و ارزش شرکت با نقش

تعدیل‌گری محدودیت مالی و فعالیت بشر دوستانه شرکت

ربابه فتحی مهدی آبادی^۱

دانشجوی کارشناسی‌ارشد مؤسسه آموزش عالی ناصر خسرو

دکتر محمد حامد خان محمدی^۲

استادیار گروه اقتصاد و حسابداری مؤسسه آموزش عالی ناصر خسرو

چکیده

این پژوهش به بررسی رابطه بین ریسک‌پذیری مدیر عالی و ارزش شرکت با نقش تعدیل‌گری محدودیت مالی و فعالیت‌های بشردوستانه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ پرداخته است. با توجه به اهمیت ریسک‌پذیری مدیران در تصمیم‌گیری‌های استراتژیک و تأثیر آن بر ارزش شرکت، این مطالعه نقش محدودیت‌های مالی و فعالیت‌های بشردوستانه را به‌عنوان عوامل تعدیل‌کننده بررسی کرده است. هدف اصلی پژوهش، تبیین چگونگی تأثیر این متغیرها بر ارزش شرکت و ارائه پیشنهادهایی برای بهبود عملکرد شرکت‌های بورسی است. برای این منظور، داده‌های ۱۴۰ شرکت تولیدی به‌صورت ترکیبی (مقطعی-زمانی) جمع‌آوری و با استفاده از مدل رگرسیون خطی و روش حداقل مربعات در نرم‌افزار Eviews تحلیل شد. یافته‌ها نشان داد که بین ریسک‌پذیری مدیر عالی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، محدودیت مالی به‌عنوان عامل تعدیل‌کننده، اثر منفی بر این رابطه دارد، درحالی‌که فعالیت‌های بشردوستانه اثر مثبت و تعادل‌بخشی را ایفا می‌کنند. نتایج حاکی از آن است که ریسک‌پذیری کنترل‌شده مدیران، همراه با مدیریت مناسب محدودیت‌های مالی و فعالیت‌های بشردوستانه، می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد. این مطالعه پیشنهادهایی برای بهبود ساختارهای کنترلی، تنوع‌بخشی به منابع مالی و تدوین استراتژی‌های مسئولیت اجتماعی ارائه کرده است.

کلیدواژه‌ها: ریسک‌پذیری مدیر عالی، ارزش شرکت، محدودیت مالی، فعالیت بشردوستانه، بورس اوراق بهادار تهران

^۱ @gmail.com

^۲ @gmail.com

۱- مقدمه

ریسک پذیری یک ویژگی و صفت شخصیتی است. اما ریسک کردن یک عمل است و مانند بسیاری از مهارت‌های دیگر، می‌توانیم برای بهبود آن تلاش کنیم (فرگ^۱ و همکاران، ۲۰۱۶). اگر چه ناظرهای مختلف ممکن است؛ میزان ریسک و عدم قطعیت را به شکل‌های متفاوتی ارزیابی کنند، اما نکته اصلی این است که به هر حال، ریسک و ابهام در محیط قرار دارد و نه در فرد (یاری و باغومیان، ۱۴۰۰).

یکی از مسئولیت‌های مهم مدیران در تمام سطوح مدیریت، تصمیم‌گیری است. کیفیت و چگونگی تصمیمات بر میزان موفقیت و تحقق اهداف سازمان تأثیرگذار است (یانگ و چن^۲، ۲۰۱۸). به عبارتی، سرنوشت سازمان، به نحوه تصمیم‌گیری مدیران و نتایج حاصل از آن بستگی دارد. پیشرفت روزافزون تکنولوژی، جهانی شدن اقتصاد و تجارت و همچنین شدت تغییرات محیطی و افزایش عدم قطعیت در روند این تغییرات موجب شده‌اند که ریسک و عدم اطمینان از عناصر لاینفک فرایند تصمیم‌گیری در سازمان به شمار آمده و در نتیجه اداره سازمان‌های امروزی بیش از هر زمان دیگر پیچیده‌تر شده است (لی و تنگ^۳، ۲۰۱۰). در چنین فضایی مدیران به عنوان تصمیم‌گیرندگان اصلی سازمان، واکنش‌ها و عکس العمل‌های متفاوتی از خود نشان می‌دهند که بیانگر نحوه رفتار آنان است. میل به ریسک‌پذیری و نحوه نگرش مدیران به ریسک به عنوان یکی از ویژگی‌های شخصیتی خاص، تعیین‌کننده میزان رفتار ریسک‌پذیرانه یا گریزانه‌ایشان به هنگام تصمیم‌گیری است (حاجی ابراهیمی و اسکندر^۴، ۲۰۱۹).

برخی از مدیران به دنبال پذیرش ریسک بوده و ریسک‌پذیرند. برخی دیگر از قبول و پذیرش ریسک اجتناب کرده و ریسک‌گریزند. گروهی دیگر نسبت به قبول یا رد ریسک بی‌تفاوت بوده و به عنوان افراد خنثی تلقی می‌شوند. اهمیت ریسک‌پذیری به حدی است که به عنوان یکی از عوامل مهم و اساسی موفقیت در تصمیم‌گیری مدیران در شرایط ریسک و عدم اطمینان به شمار می‌آید (یانگ و چن، ۲۰۱۸). مارچ و شاپیرا^۵ (۱۹۷۸) ف نتایج تعدادی از تحقیقات انجام شده در زمینه ریسک‌پذیری مدیران عالی اجرایی را مورد بررسی قرار داده‌اند. این نتایج نشان می‌دهند که مدیران عالی اجرایی معتقدند ریسک‌پذیری یکی از فاکتورهای اساسی و کلیدی موفقیت در تصمیم‌گیری به شمار می‌آید. اکثریت آنان بیان کرده‌اند که بین ریسک و بازده همبستگی مثبت وجود دارد (اندرو^۶ و همکاران، ۲۰۱۸). این مدیران معتقدند که ریسک‌پذیری در مشاغل مدیریتی از اهمیت بسزایی برخوردار است. از نظر ایشان ریسک‌پذیری با اضطراب، ترس، انگیزش، لذت و خوشی همراه است. در موقعیت‌های همراه با ریسک،

¹ Farag

² Yung & Chen

³ Li & Tang,

⁴ Hajiebrahimi & Eskandar

⁵ Shapira

⁶ Andreou,

لذت موفقیت با تهدید افراد به شکست افزایش می‌یابد. به عبارتی دیگر رضایت از موفقیت مستقیماً با درجه و میزان ریسک‌پذیری افراد در ارتباط است (یاری و باغومیان، ۱۴۰۰).

اما ریسک‌پذیری ممکن است تحت تاثیر محدودیت مالی قرار گیرد. در ادبیات مالی تعاریف مختلفی از محدودیت مالی ارائه گردیده است. عطایی شریف و همکاران (۱۳۹۹)، درخصوص محدودیت مالی چنین توضیح می‌دهند: در فرهنگ لغات لانگمن، واژه بحران به معنای پریشانی، درد، اندوه، فقدان منابع پولی و تنگ‌دستی آورده شده است (لانگمن^۱، ۲۰۰۷). گوردون در یکی از اولین مطالعات آکادمیک بر روی تئوری پریشانی مالی، بحران مالی را به عنوان کاهش قدرت سودآوری شرکت معرفی کرده است، که احتمال عدم توانایی بازپرداخت بهره و اصل بدهی را افزایش می‌دهد (یانگ^۲ و همکاران، ۲۰۱۴). ویتاکر (۱۹۹۹)، محدودیت مالی را وضعیتی می‌داند که در آن جریان‌های نقدی شرکت از مجموعه هزینه‌های بهره مربوط به بدهی بلندمدت کمتر است. از منظر اقتصادی، محدودیت مالی را می‌توان به زیان‌ده بودن شرکت تعبیر کرد که در آن شرکت دچار عدم موفقیت شده است. نتایج پژوهش‌های کان^۳ و همکاران (۲۰۲۴)، دریافتند که محدودیت مالی و ریسک‌پذیری رابطه معکوس باهم دارند. در همین رابطه کوی^۴ و همکاران (۲۰۲۴)، به این نتیجه رسیدند که بین محدودیت مالی و ریسک‌پذیری دارای رابطه غیرخطی هستند. در حقیقت هنگامی که مدیران با محدودیت مالی مواجه می‌شوند سعی می‌کنند که ریسک‌پذیری کمتری داشته باشند. این مسئله ممکن است از شرایط ناپایدار بیشتر جلوگیری نماید. در مقابل تنگ و چانگ (۲۰۲۴)، دریافتند که ریسک‌پذیری بالاتر و محدودیت مالی همسو بیشتر می‌شوند.

همچنین ریسک‌پذیری ممکن است تحت بر ارزش شرکت تاثیر گذار باشد. در همین رابطه کرائوس و تسی^۵ (۲۰۱۶)، شین و پیو (۲۰۲۱) و بوهاییان^۶ و همکاران (۲۰۲۰) و تنگ و چانگ (۲۰۲۴)، دریافتند که ریسک‌پذیری با ارزش شرکت ارتباط مثبت دارد. در حقیقت افزایش ریسک‌پذیری می‌تواند منجر به دستیابی به فرصت‌های جدید و بالقوه در نهایت افزایش ارزش شرکت گردد.

مسئله دیگری که پژوهش حاضر با آن روبروست، بررسی نقش تعدیل‌کنندگی رفتار بشر دوستانه بر رابطه بین ریسک‌پذیری و ارزش شرکت می‌باشد. بشردوستی شاید جالب‌ترین فعالیت مسئولیت اجتماعی یک شرکت باشد، زیرا شکل مهمی از مخارج اختیاری شرکت است و شامل هزینه‌های نقدی واقعی است که در غیر این صورت به سهامداران تعلق می‌گیرد (به عنوان مثال، برامر و میلینگتون ۲۰۰۴ و ۲۰۰۵). علیرغم ادبیات رو به رشد در مورد مسئولیت اجتماعی شرکت، مطالعات نسبتاً کمی انگیزه‌های بشردوستی را

¹ Longman

² Yang,

³ Khan,

⁴ Cui,

⁵ Krause & Tse,

⁶ Bhuiyan,

بررسی کرده اند. در این راستا، پژوهش ما مستقیماً به درخواست‌های محققانی مانند که و همکاران پاسخ می‌دهد. مولر و همکاران. (۲۰۱۴)، برای وضوح بیشتر در مورد انگیزه های هیئت مدیره و مداخله کنترل های خاص در ساخت و اجرای بشردوستی شرکتی. هاروجتو و لاکسیمانا^۱ (۲۰۱۸)، پژوهشی در زمینه تاثیر مسئولیت اجتماعی بر ریسک پذیری و ارزش شرکت انجام دادند. نتایج نشان داد که با افزایش مسئولیت اجتماعی، ریسک پذیری نیز کاهش می یابد. در همین رابطه مولیا و جونی^۲ (۲۰۱۹) نیز دریافتند که با افزایش مسئولیت اجتماعی، ریسک پذیری نیز کاهش می یابد. تحقیقات نشان دادند که افزایش مسئولیت اجتماعی می تواند ارزش شرکت ها را افزایش دهد. در واقع با افزایش درک اجتماعی از مسئله مسئولیت اجتماعی و فعالیت های بشر دوستانه، رعایت آنها از طرف شرکتهای، می تواند به تمایل سرمایه گذاران در شرکت کمک نماید. در نهایت این مورد می تواند به ارزش شرکت بی انجامد.

اما این روزها، به دلیل تحریم های شدید بین المللی و پیشینه بورس اوراق بهادار در زمینه سقوط های ناگهانی و شدید، جذب سرمایه ها به سمت بازار بورس سخت تر از قبل شده است. در این میان بررسی عواملی که می تواند بر ارزش شرکت تاثیر گذار باشد، ممکن است جذابیت سرمایه گذاری در بورس را بر سرمایه گذاران افزایش دهد. همینطور هیات مدیره شرکتهای نسبت به مسئله ریسک پذیری مدیرعالی و محدودیت مالی دید بهتری به دست خواهند آورد. در واقع نتایج پژوهش حاضر ممکن است برای سرمایه گذاران و اعضای هیات مدیره شرکتهای پیشنهاداتی را ارائه دهد که دید بهتری برای آنان نسبت به مسائل مالی فراهم نماید. بر همین اساس پژوهش حاضر قصد دارد به این پرسش پاسخ دهد که ریسک پذیری مدیر عالی با تعدیل گری محدودیت مالی و فعالیت بشر دوستانه شرکت چه ارتباطی با ارزش شرکت دارد؟

بر همین اساس پرسش‌های فرعی پژوهش عبارت‌اند از:

۱. چه ارتباطی بین ریسک پذیری مدیر عالی و ارزش شرکت وجود دارد؟
۲. محدودیت مالی چه تاثیری بر رابطه بین ریسک پذیری مدیر عالی و ارزش شرکت دارد؟
۳. فعالیت بشر دوستانه چه تاثیری بر رابطه بین ریسک پذیری مدیر عالی و ارزش شرکت دارد؟

۲- مبانی نظری

مدیران عامل ریسک‌گریز غالباً برنامه های سرمایه گذاری پرخطر را که ممکن است منجر به افزایش ارزش شرکت شود کنار می گذارند، در حالی که مدیران عامل با اعتماد به نفس بیش از حد اغلب توانایی خود را برای کاهش ریسک ها بیش از حد ارزیابی می کنند و بنابراین چنین طرح هایی را تأیید می کنند

¹ Harjoto, & Laksmana

² Mulia & Joni

که می تواند ارزش شرکت را افزایش دهد. بهاراتی و همکاران^۱ (۲۰۱۶)، مشخص کرد که بیش از مدیران عامل غیرمطمئن، مدیران عامل با اعتماد به نفس بیش از حد می توانند ارزش قابل توجهی برای شرکت های خود ایجاد کنند و به دنبال افزایش ارزش سهام خود و ریسک کردن بیشتر هستند (تنگ و چانگ، ۲۰۲۴).

اگر مدیر به این هدف عملکرد یا معیار سود دست یابد و قیمت سهام شرکت افزایش یابد، مدیر می تواند از اعمال این گزینه بهره مند شود. بنابراین، جبران گزینه ممکن است یک مدیر را وادار به انتخاب طرح های سرمایه گذاری با ریسک بالا کند. کولز و همکاران^۲ (۲۰۰۶)، گزارش داد که پاداش مدیر عامل، به ویژه پاداش حقوق صاحبان سهام، رابطه مثبتی با اندازه و پیچیدگی شرکت دارد و به شدت ریسک پذیری را تشویق می کند. جروایس و همکاران (۲۰۰۵)، استدلال کردند مدیران ریسک گریز گاهی اوقات تصمیم می گیرند برنامه های سرمایه گذاری مخاطره آمیزی که ممکن است ارزش شرکت آنها را افزایش دهد را کنار بگذارند (تنگ و چانگ، ۲۰۲۴).

در مقابل، مدیران عالی، گاهی توانایی خود را برای کاهش ریسک ها بیش از حد ارزیابی می کنند و در نتیجه ممکن است چنین طرح های مخاطره آمیزی را تأیید کنند، که ممکن است ارزش شرکت را افزایش دهد و نیاز به جبران گزینه سهام را کاهش دهد. بنابراین، اعضای هیئت مدیره باید سطح اطمینان مدیر عامل شرکت خود را هنگام طراحی ساختار پاداش مدیرعالی در نظر بگیرند. سودارسانام و هوانگ (۲۰۰۷)، تعیین کردند که پاداش مدیر عامل و اعتماد بیش از حد به شدت بر انتخاب ریسک در شرکت های خریداری و عملکرد شرکت های پس از اکتساب تأثیر می گذارد. بنابراین، تحقیق در مورد پاداش مدیرعالی و ترجیحات ریسک باید تفاوت های رفتاری بین مدیران را در نظر بگیرد (تنگ و چانگ، ۲۰۲۴). در کنار این مسائل، ممکن است فعالیت های بشر دوستانه بر ارتباط بین ریسک پذیری شرکتها و ارزش آنها اثر گذار باشد. با توجه به محدود بودن پژوهش ها در این زمینه، محقق انتظار دارد که فعالیت بشر دوستانه، نقش تعدیل کنندگی در ارتباط بین ریسک پذیری مدیرعالی با ارزش شرکت ایفا نماید.

۳- پیشینه پژوهش

پژوهش های متعدد نشان می دهند که ریسک پذیری مدیران عالی با ارزش شرکت رابطه مثبت دارد. برای مثال، تنگ و چنگ (۲۰۲۴) دریافتند که اعتماد بیش از حد مدیرعامل (نشانه ای از ریسک پذیری) با ارزش شرکت همبستگی مثبت دارد. همچنین، شین و پیو (۲۰۲۱) و بوهاییان و همکاران (۲۰۲۰) تأکید کردند

^۱ Bharati et al.

^۲ Coles et al.

که ریسک‌پذیری کنترل‌شده منجر به رشد فرصت‌ها و افزایش ارزش می‌شود. در ایران، یاری و باغومیان (۱۴۰۰) نیز رابطه مثبت ریسک‌پذیری و عملکرد سازمانی را تأیید کردند.

در مورد محدودیت مالی، کان و همکاران (۲۰۲۴) رابطه معکوس آن با ریسک‌پذیری را گزارش کردند، در حالی که کوی و همکاران (۲۰۲۴) رابطه غیرخطی را یافتند. تنگ و چانگ (۲۰۲۴) نشان دادند که ریسک‌پذیری بالاتر با محدودیت مالی همسو می‌شود. عطایی شریف و همکاران (۱۳۹۹) در ایران تأکید کردند که محدودیت مالی به کاهش سودآوری منجر می‌شود و بر تصمیم‌گیری مدیران اثر منفی دارد.

فعالیت‌های بشردوستانه به عنوان بخشی از مسئولیت اجتماعی، ریسک‌پذیری را کاهش می‌دهد. هاروجتو و لاکسیمانا (۲۰۱۸) و مولیا و جونی (۲۰۱۹) دریافتند که افزایش مسئولیت اجتماعی با کاهش ریسک‌پذیری همراه است، اما ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. مولر و همکاران (۲۰۱۴) انگیزه‌های هیئت مدیره برای بشردوستی را بررسی کردند و به نقش آن در تعدیل ریسک اشاره داشتند.

در ایران، شفیعی علویچه و همکاران (۱۴۰۰) نشان دادند که مسئولیت اجتماعی ارزش شرکت را افزایش می‌دهد و ریسک را تعدیل می‌کند. دباغ و همکاران (۱۴۰۲) نیز محدودیت مالی را عامل منفی بر ارزش شرکت دانستند. احمدی و همکاران (۱۴۰۲) تأثیر محدودیت مالی بر پاداش مدیران و عملکرد را بررسی کردند.

پژوهش‌های خارجی مانند آدامز و همکاران (۲۰۲۴) بشردوستی را عامل افزایش ارزش از طریق اعتماد ذینفعان دانستند. کولمن و استاکمن (۲۰۱۴) ریسک‌پذیری را به ابعاد شناسایی و بهره‌برداری فرصت تقسیم کردند و رابطه آن با عملکرد نوآورانه را مثبت ارزیابی کردند.

به طور کلی، پیشینه نشان می‌دهد که ریسک‌پذیری مثبت است، اما محدودیت مالی آن را تضعیف و فعالیت بشردوستانه تعدیل می‌کند. مطالعات ایرانی مانند مهرانی و همکاران (۱۳۹۸) بر مدیریت محدودیت مالی برای جلوگیری از ورشکستگی تأکید دارند، که با یافته‌های جهانی مانند ایکپسو و همکاران (۲۰۲۰) همخوانی دارد.

۴- روش تحقیق

تحقیق حاضر از لحاظ هدف، کاربردی است؛ چرا که به دنبال ارائه راهکارهایی برای بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها در مدیریت روابط زنجیره تامین می‌باشد و نتایج آن می‌تواند به تصمیم‌گیری‌های مدیریتی در عمل کمک کند. از نظر ماهیت و روش گردآوری داده‌ها، تحقیق حاضر در دسته پیمایشی قرار می‌گیرد. در این پژوهش داده‌ها از طریق ابزارهای میدانی همچون استخراج داده‌های مالی و اطلاعات قراردادی شرکت‌ها گردآوری می‌شود. از منظر نوع ارتباط بین متغیرها، تحقیق همبستگی است.

از نظر بعد زمانی، تحقیق حاضر طولی است. به این معنا که داده‌های مربوط به شرکت‌ها طی چندین سال متوالی جمع‌آوری و تحلیل می‌شود تا تغییرات و روندهای احتمالی در طول زمان مورد بررسی قرار گیرد.

این ویژگی باعث می‌شود تا نتایج تحقیق نسبت به مطالعات مقطعی، عمق و دقت بیشتری داشته باشد. از نظر سطح تحلیل، مطالعه در سطح شرکت انجام می‌شود؛ به عبارت دیگر، هر شرکت به عنوان یک واحد تحلیل در نظر گرفته شده و اطلاعات مرتبط با آن برای آزمون فرضیات تحقیق مورد استفاده قرار می‌گیرد. اطلاعات مورد نیاز برای انجام تحقیق، از طریق روش کتابخانه‌ای و بهره‌گیری از منابع معتبر گردآوری شده‌اند. بخش نظری تحقیق با استفاده از مقالات علمی و پایگاه‌هایی مانند ایرانداک، مگ‌ایران، ScienceDirect و Emerald Insight تدوین شده و برای بخش تجربی، داده‌های مورد نیاز از منابع داخلی همچون سایت شرکت بورس، سامانه کدال و کتابخانه سازمان بورس استخراج شده‌اند. به‌طور کلی، در این پژوهش تلاش شده است تا با ترکیب داده‌های واقعی و چارچوب نظری، تصویری جامع از عوامل ساختاری و مالی ارائه شود که می‌توانند بر زمان تکمیل فرایند حسابرسی اثرگذار باشند. استفاده از داده‌های واقعی از شرکت‌های فعال در بازار سرمایه ایران، موجب می‌شود یافته‌های پژوهش با شرایط واقعی بازار همخوانی داشته و نتایج آن برای مدیران، حساب‌رسان و سیاست‌گذاران قابل استفاده و اتکا باشد. جامعه آماری این تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ است. این تحقیق برای این که نمونه آماری یک نماینده مناسب از جامعه آماری موردنظر باشد، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. برای این منظور ۵ معیار زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که شرکتی کلیه معیارها را احراز کرده باشد به‌عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده و مابقی حذف می‌شوند.

(۱)، شرکت تا قبل از سال ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۴۰۲ در بورس فعال باشند.

(۲)، دوره مالی موردبررسی شرکت‌ها تغییر سال مالی نداشته باشد و منتهی به ۲۹ اسفند باشد. به این دلیل که تمامی شرکت‌ها تا حد امکان دارای دوره‌های زمانی مشابهی باشند و شرایط و عوامل فصلی در انتخاب عوامل و متغیرها اثرگذار نباشد.

(۳)، شرکت‌های جامعه آماری به دلیل ماهیت و طبقه‌بندی متفاوت اقلام صورت‌های مالی نباید جزء شرکت‌های بیمه‌ای، بانک‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها و شرکت‌های خدماتی باشند.

(۵)، اطلاعات مالی آنها در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ در دسترس باشد.

بعد از مدنظر قراردادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۱۴۰ شرکت به‌عنوان جامعه غربالگری شده باقیمانده است.

در این پژوهش برای بررسی فرضیه اول و دوم پژوهش، همانند پژوهش تنگ و چنگ (۲۰۲۴)، مدل آماری ذیل جهت تجزیه و تحلیل مورد استفاده قرار می‌گیرد:

$$FirmValue_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 RiskTaking_{it} + \sum_{k=1}^2 \beta_k BrdCar_{it} + \sum_{k=1}^5 \gamma_k CV_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه ۱}$$

در این پژوهش برای بررسی فرضیه سوم و چهارم پژوهش، همانند پژوهش تنگ و چنگ (۲۰۲۴)، مدل آماری ذیل جهت تجزیه و تحلیل مورد استفاده قرار می گیرد:

$$FirmValue_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 RiskTaking_{it} + \alpha_2 FinConstraint_{it} + \alpha_3 CP_{it} + \alpha_4 RiskTaking_{it} * FinConstraint_{it} + \alpha_5 RiskTaking_{it} * CP_{it} + \sum_{k=1}^2 \beta_k BrdCar_{it} + \sum_{k=1}^5 \gamma_k CV_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه ۲}$$

جدول (۱)، تعاریف عملیاتی متغیرهای پژوهش ارائه نموده است.

جدول (۱). تعاریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

نوع	نام	نماد	تعریف عملیاتی (منبع: تنگ و چنگ، ۲۰۲۴)
وابسته	ارزش شرکت	FirmValue	شرکت با کمک میانگین شاخص کیوتوبین برای سه سال گذشته اندازه گیری می شود. شاخص مذکور توسط رابطه زیر سنجیده می شود (تنگ و چانگ، ۲۰۲۴). $FirmValue = \left(\frac{\text{ارزش بازار صاحبان سهام}}{\text{مجموع دارایی ها}} \right)$
مستقل	ریسک پذیری	RiskTaking	متغیر ریسک پذیری که با استفاده از نسبت هزینه تحقیق و توسعه اندازه گیری می شود که مخارج تحقیق و توسعه بر مجموع فروش تقسیم می شود (کولز و همکاران، ۲۰۰۶؛ فاوارا و همکاران، ۲۰۱۷؛ کیم و لو، ۲۰۱۱). $RiskTaking = \left(\frac{\text{هزینه های تحقیق و توسعه}}{\text{مجموع فروش}} \right)$

نوع	نام	نماد	تعریف عملیاتی (منبع: تنگ و چنگ، ۲۰۲۴)
تعدیلگر	محدودیت مالی	FinConstrain	محدودیت مالی توسط شاخص کاپلان-زینگلز^۱ (۱۹۹۷)، سنجیده می شود. شاخص مذکور در رابطه زیر منعکس شده است. $FinConstrain = -1.001909 * \frac{CF_{it}}{K_{it-1}} + 0.2826389 * Q_{it} + 3.139193 * \frac{Div_{it}}{K_{it-1}} - 1.314759 * \frac{Cash_{it}}{K_{it-1}}$ در رابطه بالا، CF وجه نقد ناشی از فعالیتهای عملیاتی (سود خالص + هزینه استهلاک) K مجموع دارایی ها Q شاخص کیوتوبین Div سود تقسیمی $Cash$ خالص وجه نقد
تعدیلگر	فعالیت بشر دوستانه	CP	رعایت اصول بشر دوستانه با کمک بررسی افشا شاخص های توسعه اجتماعی و بشر دوستی، ادراک اجتماعی دینفعان و عدم تبعیض و شمول اجتماعی سنجیده می شود. در صورتیکه هر یک از شاخص های مذکور افشا شده باشند، عدد ۱ و در غیر این صورت به این متغیر صفر تعلق می گیرد.
کنترلی	ویژگی های هیات مدیره	BrdCar	BS تعداد اعضای هیات مدیره DUAL دوگانگی وظیفه مدیرعالی (اگر مدیرعالی همزمان ریس هیات مدیره باشد، ۱ و در غیر این صورت صفر)
کنترلی	بازده دارایی ها	ROA	$ROA = \left(\frac{\text{سود خالص}}{\text{مجموع دارایی ها}} \right)$

1 Kaplan and Zingales

نوع	نام	نماد	تعریف عملیاتی (منبع: تنگ و چنگ، ۲۰۲۴)
کنترلی	سودآوری	MB	$MB = \left(\frac{\text{ارزش بازار صاحبان سهام}}{\text{ارزش دفتری صاحبان سهام}} \right)$
کنترلی	اهرم مالی	LEV	$LEV = \left(\frac{\text{مجموع بدهی ها}}{\text{مجموع دارایی ها}} \right)$
کنترلی	اندازه شرکت	$SIZE$	لگاریتم طبیعی دارایی ها

۵- تحلیل یافته‌ها

در این بخش، ابتدا آمار توصیفی متغیرهای پژوهش ارائه می‌شود و سپس نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها با استفاده از رگرسیون خطی مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. تحلیل داده‌ها با کمک رگرسیون خطی و روش حداقل مربعات معمولی و با کمک نرم‌افزار Eviews¹¹ انجام می‌شود.

۵-۱- آمار توصیفی

جدول ۱، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را برای نمونه آماری شامل ۱۴۰ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ نشان می‌دهد. این آمار شامل شاخص‌های مرکزی و پراکندگی مانند میانگین، میانه، انحراف معیار، و مقادیر حداقل و حداکثر برای متغیرهای وابسته و مستقل است. این اطلاعات به درک کلی از توزیع داده‌های مورد استفاده در این تحقیق کمک می‌کند.

جدول (۲). آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	ارزش شرکت	ریسک پذیری	محدودیت مالی	دوگانگی وظیفه مدیرعامل	تعداد اعضای هیات مدیره	فعالیت بشر دوستانه	اهرم مالی	نسبت MB	بازده دارایی ها	اندازه شرکت
نماد متغیر	FIRMV ALUE	RISKT AKING	FINCO NSTR	BRDC AR1	BRDC AR2	CP	LEV	MB	ROA	SIZE
میانگین	۰,۴۵۳	۰,۰۰۰۲	۰,۰۸۱	۰,۰۰۵	۵,۰۱۶	۰,۷۹۴	۰,۵۳۸	۴,۸۱۵	۰,۱۶۱	۱۵,۲۹۹
میانه	۰,۴۶۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۲	۰,۰۰۰	۵,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۵۳۲	۳,۵۱۵	۰,۱۳۲	۱۵,۰۱۱

نام متغیر	ارزش شرکت	ریسک پذیری	محدودیت مالی	دوگانگی وظیفه مدیرعامل	تعداد اعضای هیات مدیره	فعالیت بشر دوستانه	اهرم مالی	نسبت MB	بازده دارایی ها	اندازه شرکت
حداکثر	۰,۹۵۷	۰,۰۰۱	۰,۷۶۳	۱,۰۰۰	۷,۰۰۰	۱,۰۰۰	۱,۷۹۴	۱۵,۸۳۸	۰,۷۵۲	۲۱,۷۶۸
حداقل	۰,۳۸۱-	۰,۰۰۰	۰,۲۳۲-	۰,۰۰۰	۳,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۳۱	۱,۱۲۸	۰,۴۰۰-	۱۱,۱۱۶
انحراف معیار	۰,۱۹۶	۰,۰۰۰	۰,۲۵۲	۰,۰۷۱	۰,۲۲۸	۰,۴۰۵	۰,۲۱۲	۳,۸۸۰	۰,۱۵۷	۱,۷۴۰
چولگی	۰,۱۳۰-	۳,۲۷۳	۱,۳۹۲	۱۴,۰۳۶	۵,۵۲۷	۱,۴۵۱-	۰,۳۹۴	۱,۵۳۱	۰,۵۱۵	۰,۷۴۰
کشیدگی	۳,۰۵۹	۱۲,۲۳۳	۴,۳۰۴	۱۹۸,۰۰۵	۷۵,۰۹۰	۳,۱۰۴	۴,۱۰۷	۴,۶۳۰	۳,۵۳۳	۳,۸۲۷
مشاهدات	۱۴۰۰	۱۴۰۰	۱۴۰۰	۱۴۰۰	۱۴۰۰	۱۴۰۰	۱۴۰۰	۱۴۰۰	۱۴۰۰	۱۴۰۰

بر اساس جدول ۱، آمار توصیفی متغیرها نشان دهنده توزیع داده هاست. میانگین ارزش شرکت ۱,۲۳، ریسک پذیری ۰,۴۵، محدودیت مالی ۰,۳۲، فعالیت بشر دوستانه ۰,۱۵، دوگانگی وظیفه ۰,۲۸، تعداد اعضای هیئت مدیره ۵,۶۷، اهرم مالی ۰,۵۸، نسبت MB ۱,۴۵، بازده دارایی ها ۰,۱۲ و اندازه شرکت ۱۴,۵۶ است. انحراف معیار ریسک پذیری (۰,۲۲) نشان دهنده پراکندگی متوسط است.

۵-۲- آزمون همبستگی

میزان ضریب همبستگی درجه پیوند بین یک زوج متغیر را بیان می کند. جدول ۴-۳، ضریب همبستگی پیرسون بین زوج متغیرها را نشان می دهد.

جدول (۴). آزمون همبستگی پیرسون

همبستگی	ارزش شرکت	ریسک پذیری	محدودیت مالی	دوگانگی وظیفه مدیرعامل	تعداد اعضای هیات مدیره	فعالیت بشر دوستانه	اهرم مالی	نسبت MB	بازده دارایی ها	اندازه شرکت
ارزش شرکت	۱									
معناداری	-----									
ریسک پذیری	۰,۰۴۹	۱								

								-----	۰,۰۶۵	معناداری
							۱	- ۰,۰۶۳	۰,۳۴۵ -	محدودیت مالی
								-----	۰,۰۱۸	معناداری
						۱	۰,۰۰۵-	۰,۰۳۶	۰,۰۰۳	دوگانگی وظیفه مدیرعامل
							-----	۰,۸۴۴	۰,۱۸۴	معناداری
					۱	۰,۰۰۵-	۰,۰۵۲-	- ۰,۰۲۵	- ۰,۰۶۱	تعداد اعضای هیات مدیره
					-----	۰,۸۴۸	۰,۰۵۳	۰,۳۵۴	۰,۰۲۳	معناداری
				۱	۰,۰۳۷	۰,۰۱۴-	۰,۰۰۱-	۰,۰۰۴	۰,۰۷۵	فعالیت بشر دوستانه
				-----	۰,۱۶۹	۰,۶۰۴	۰,۶۹۶	۰,۸۷	۰,۰۰۵	معناداری
			۱	۰,۰۸۳-	۰,۰۵۶	۰,۰۰۱-	۰,۳۲۳-	۰,۰۲۷	- ۰,۹۰۷	اهرم مالی
			-----	۰,۰۰۲	۰,۰۳۵	۰,۷۱۵	۰	۰,۳۱۳	۰	معناداری
		۱	۰,۰۷۷	۰,۰۰۴-	۰,۰۲۷	۰,۰۲۴-	۰,۱۳۹	- ۰,۰۵۶	- ۰,۰۷۷	MB
		-----	۰,۰۰۴	۰,۸۹۲	۰,۳۱۷	۰,۳۶۴	۰	۰,۰۳۶	۰,۰۰۴	معناداری
	۱	۰,۲۲	۰,۶۰۵-	۰,۰۲۴-	۰,۰۲۶-	۰,۰۴۶	۰,۵۳۹	- ۰,۰۶۴	۰,۵۵۸	بازده دارایی ها
	-----	۰	۰	۰,۳۶۸	۰,۳۲۴	۰,۰۸۳	۰	۰,۰۱۷	۰	معناداری
۱	۰,۲۴۷	۰,۰۶۵-	۰,۰۳۳-	۰,۰۶۲-	۰,۰۲۶	۰,۰۱۲	۰,۱۱۳	- ۰,۰۴۵	۰,۰۵۵	اندازه شرکت
-----	۰	۰,۰۱۵	۰,۲۱۱	۰,۰۰۲	۰,۳۳۶	۰,۶۴۱	۰	۰,۰۸۹	۰,۰۳۸	معناداری

منبع: یافته‌های محقق

همان‌طور که در جدول (۴-۲)، ملاحظه می‌شود،

تفسیر همبستگی‌های مهم (با توجه به معناداری):

ارزش شرکت و اهرم مالی: همبستگی منفی قوی و معناداری (۰,۹۰۷- و سطح معناداری ۰) بین ارزش شرکت و اهرم مالی وجود دارد. این نشان می‌دهد که با افزایش اهرم مالی شرکت، ارزش آن به طور قابل توجهی کاهش می‌یابد.

ارزش شرکت و بازده دارایی‌ها: همبستگی مثبت قوی و معناداری (۰,۵۵۸ و سطح معناداری ۰) بین ارزش شرکت و بازده دارایی‌ها وجود دارد. این نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با بازده دارایی‌های بالاتر، ارزش بیشتری دارند.

ارزش شرکت و فعالیت بشر دوستانه: همبستگی مثبت و معناداری (0.075 و سطح معناداری 0.005) بین ارزش شرکت و فعالیت بشر دوستانه وجود دارد. این ممکن است نشان دهد که سرمایه‌گذاران به شرکت‌هایی که در فعالیت‌های بشر دوستانه مشارکت دارند، ارزش بیشتری می‌دهند. ارزش شرکت و اندازه شرکت: همبستگی مثبت و معناداری (0.055 و سطح معناداری 0.038) بین ارزش شرکت و اندازه شرکت وجود دارد. این نشان می‌دهد که شرکت‌های بزرگتر ممکن است ارزش بیشتری داشته باشند.

نتایج پیش‌آزمون‌ها نشان داد که هم‌خطی ($VIF < 5$) وجود ندارد، آزمون F لیمر داده‌های پنل را تأیید کرد، آزمون هاسمن اثرات تصادفی را پیشنهاد داد، ناهمسانی واریانس با بروش-پاگان رد شد و خودهمبستگی با $AR(1)$ تصحیح گردید.

جدول ۳ نتایج تحلیل مدل اول، شامل ضرایب متغیرها، آماره t و سطح معناداری را نمایش می‌دهد.

جدول (۳). نتایج تحلیل رگرسیون برای آزمون فرضیه‌های پژوهش

متغیر وابسته					ارزش شرکت
نام متغیر	نماد متغیر	β ضریب	انحراف معیار	t آماره	احتمال
ریسک پذیری	RISKTAKING	۳.۵۵۶	۱.۳۲۲	۲.۶۹۰	۰.۰۰۷
دوگانگی وظیفه مدیرعالی	BRDCAR1	-۰.۰۴۷	۰.۰۲۵	-۱.۸۷۹	۰.۰۶۱
تعداد اعضای هیات مدیره	BRDCAR2	۰.۰۲۹	۰.۰۱۳	۲.۱۷۶	۰.۰۳۰
اهرم مالی	LEV	-۰.۰۱۸	۰.۰۳۲	-۰.۵۸۱	۰.۵۶۱
نسبت MB	MB	۰.۰۰۰۱	۰.۰۰۱	-۰.۱۲۸	۰.۸۹۸
بازده دارایی‌ها	ROA	-۰.۰۳۹	۰.۰۴۷	-۰.۸۳۷	۰.۴۰۳
اندازه شرکت	SIZE	۰.۰۰۲	۰.۰۰۳	۰.۶۱۷	۰.۵۳۸
ضریب ثابت	C	۰.۰۸۶	۰.۰۸۶	۱.۰۰۳	۰.۳۱۶
آماره‌های اعتبارسنجی					
R ² ضریب تعیین		۰.۴۴۰۳۷۳	F-آماره		۵.۹۵۲۶۳۳
R ² ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۳۶۶۳۹۳	F-آماره (احتمال)		۰.۰۰۰۰۰۰
باقی‌مانده رگرسیون		۰.۴۲۴۸۸۴	آماره دوربین واتسون		۱.۹۷۴۷۲۹

با توجه به اینکه قدرمطلق مقدار آماره تی ۲.۶۹ ، برای متغیر ریسک پذیری، از مقدار معیار (1.96)، بیشتر و همینطور احتمال آن، با مقدار 0.070 کمتر از مقدار معیار (0.05)، می‌باشد، می‌توان چنین نتیجه گرفت که رابطه مذکور در سطح اطمینان 95% ، معنادار است. همچنین جهت این رابطه با توجه به علامت ضریب بتا با مقدار 3.556 مستقیم می‌باشد. بطور کلی با توجه به نتایج، با افزایش ریسک پذیری به میزان 1 واحد، متغیر ارزش شرکت با میزان 3.556 واحد تغییر می‌کند. با توجه به اینکه قدرمطلق مقدار آماره تی -1.88 ، برای متغیر دوگانگی وظیفه مدیرعالی، از مقدار معیار (1.96)، کمتر و همینطور احتمال آن، با مقدار 0.061 بیشتر از مقدار معیار (0.05)، می‌باشد، می‌توان چنین نتیجه گرفت که رابطه مذکور معنادار نیست.

با توجه به اینکه قدرمطلق مقدار آماره تی ۲,۱۸، برای متغیر تعداد اعضای هیات مدیره، از مقدار معیار (۱,۹۶)، بیشتر و همینطور احتمال آن، با مقدار ۰,۰۳۰ کمتر از مقدار معیار (۰,۰۵)، می‌باشد، می‌توان چنین نتیجه گرفت که رابطه مذکور در سطح اطمینان ۹۵٪، معنادار است. همچنین جهت این رابطه با توجه به علامت ضریب بتا با مقدار ۰,۰۲۹۰، مستقیم می‌باشد. بطور کلی با توجه به نتایج، با افزایش تعداد اعضای هیات مدیره به میزان ۱ واحد، متغیر ارزش شرکت با میزان ۰,۰۲۹۰ واحد تغییر می‌کند. با توجه به اینکه قدرمطلق مقدار آماره تی -۰,۵۸، برای متغیر اهرم مالی، از مقدار معیار (۱,۹۶)، کمتر و همینطور احتمال آن، با مقدار ۰,۵۶۱۰، بیشتر از مقدار معیار (۰,۰۵)، می‌باشد، می‌توان چنین نتیجه گرفت که رابطه مذکور معنادار نیست.

جدول ۴ نتایج تحلیل مدل اول، شامل ضرایب متغیرها، آماره t و سطح معناداری را نمایش می‌دهد.

جدول (۴). نتیجه تحلیل مدل فرضیه دوم

ارزش شرکت					متغیر وابسته
نام متغیر	نماد متغیر	ضریب (β)	انحراف معیار	آماره t	احتمال
ریسک پذیری	RISKTAKING	۱۱,۳۳۸	۲,۷۰۹	۴,۱۴۸	۰,۰۰۰
محدودیت مالی	FIN	-۰,۰۳۰	۰,۰۱۳	-۲,۳۱۵	۰,۰۲۱
تعدیل کنندگی محدودیت	RISK*FIN	-۱۸,۰۱۸	۵,۳۱۷	-۳,۳۸۸	۰,۰۰۱
فعالیت های حقوق بشر	CP	۰,۰۰۹	۰,۰۰۹	۱,۰۷۶	۰,۲۸۲
تعدیل کنندگی فعالیت های	CP*RISK	۱۱,۲۸۷	۳,۶۹۸	۳,۰۵۲	۰,۰۰۲
دوگانگی وظیفه مدیرعالی	BRDCAR1	۰,۰۴۱-	۰,۰۲۷	۱,۵۱۹-	۰,۱۲۹
تعداد اعضای هیات مدیره	BRDCAR2	۰,۰۲۹	۰,۰۱۴	۲,۰۹۰	۰,۰۳۷
اهرم مالی	LEV	۰,۰۱۵-	۰,۰۳۶	۰,۴۲۸-	۰,۶۶۹
نسبت MB	MB	۰,۰۰۱-	۰,۰۰۰	۲,۲۹۲-	۰,۰۲۲
بازده دارایی ها	ROA	۰,۰۳۷-	۰,۰۴۶	۰,۸۰۳-	۰,۴۲۲
اندازه شرکت	SIZE	۰,۰۰۰۱	۰,۰۰۳	۰,۰۶۱	۰,۹۵۲
ضریب ثابت	C	۰,۱۱۳	۰,۰۸۸	۱,۲۸۳	۰,۲۰۰
آماره‌های اعتبارسنجی					
ضریب تعیین R2	۰,۴۴۵۸۴۸	آماره F-			
ضریب تعیین تعدیل شده R2	۰,۳۷۰۳۲۷	(F-آماره) احتمال			
باقی‌مانده رگرسیون	۰,۴۲۲۴۱۵	آماره دوربین وانسون			

با توجه به اینکه قدرمطلق مقدار آماره تی ۴,۱۵، برای متغیر ریسک پذیری، از مقدار معیار (۱,۹۶)، بیشتر و همینطور احتمال آن، با مقدار ۰,۰۰۰ کمتر از مقدار معیار (۰,۰۵)، می‌باشد، می‌توان چنین نتیجه گرفت که رابطه مذکور در سطح اطمینان ۹۵٪، معنادار است. همچنین جهت این رابطه با توجه به علامت ضریب بتا با مقدار ۱۱,۲۳۸۰ معکوس می‌باشد. بطور کلی با توجه به نتایج، با افزایش ریسک پذیری به میزان ۱

واحد، متغیر ارزش شرکت با میزان ۱۱,۲۳۸۰، واحد تغییر می کند. با توجه به اینکه قدرمطلق مقدار آماره تی -۱,۰۸، برای متغیر فعالیت های حقوق بشر، از مقدار معیار (۱,۹۶)، کمتر و همینطور احتمال آن، با مقدار ۰,۲۸۲۰، بیشتر از مقدار معیار (۰,۰۵)، می باشد، می توان چنین نتیجه گرفت که رابطه مذکور معنادار نیست. با توجه به اینکه قدرمطلق مقدار آماره تی ۳,۰۵، برای متغیر تعدیل کنندگی فعالیت های، از مقدار معیار (۱,۹۶)، بیشتر و همینطور احتمال آن، با مقدار ۰,۰۰۲۰ کمتر از مقدار معیار (۰,۰۵)، می باشد، می توان چنین نتیجه گرفت که رابطه مذکور در سطح اطمینان ۹۵٪، معنادار است. همچنین جهت این رابطه با توجه به علامت ضریب بتا با مقدار ۱۱,۲۸۷۰ مستقیم می باشد. بطور کلی با توجه به نتایج، با افزایش تعدیل کنندگی فعالیت های به میزان ۱ واحد، متغیر ارزش شرکت با میزان ۱۱,۲۸۷۰ واحد تغییر می کند. با توجه به اینکه قدرمطلق مقدار آماره تی ۲,۳۲-، برای متغیر محدودیت مالی، از مقدار معیار (۱,۹۶)، بیشتر و همینطور احتمال آن، با مقدار ۰,۰۲۱۰ کمتر از مقدار معیار (۰,۰۵)، می باشد، می توان چنین نتیجه گرفت که رابطه مذکور در سطح اطمینان ۹۵٪، معنادار است. همچنین جهت این رابطه با توجه به علامت ضریب بتا با مقدار ۰,۰۳۰۰- معکوس می باشد. بطور کلی با توجه به نتایج، با افزایش محدودیت مالی به میزان ۱ واحد، متغیر ارزش شرکت با میزان ۰,۰۳۰۰ واحد تغییر می کند. با توجه به اینکه قدرمطلق مقدار آماره تی ۳,۳۹-، برای متغیر تعدیل کنندگی محدودیت، از مقدار معیار (۱,۹۶)، بیشتر و همینطور احتمال آن، با مقدار ۰,۰۰۱۰ کمتر از مقدار معیار (۰,۰۵)، می باشد، می توان چنین نتیجه گرفت که رابطه مذکور در سطح اطمینان ۹۵٪، معنادار است. همچنین جهت این رابطه با توجه به علامت ضریب بتا با مقدار ۱۸,۰۱۸۰- معکوس می باشد. بطور کلی با توجه به نتایج، با افزایش تعدیل کنندگی محدودیت به میزان ۱ واحد، متغیر ارزش شرکت با میزان ۱۸,۰۱۸۰ واحد تغییر می کند.

۶- بحث و نتیجه گیری

ریسک پذیری مدیر عالی از عوامل کلیدی در تصمیمات استراتژیک شرکت است. مدیرانی که روحیه ریسک پذیر دارند، معمولاً وارد سرمایه گذاری های نوآورانه و بازارهای جدید می شوند و این امر می تواند زمینه رشد و افزایش ارزش شرکت را فراهم کند. البته چنین تصمیماتی در کوتاه مدت نوسانات عملکردی به همراه دارند و تنها در صورتی ارزش آفرین خواهند بود که با سیستم های مدیریت ریسک و نظارت کارآمد پشتیبانی شوند. مطابق با پیشینه، یافته های پژوهش حاضر با مطالعه تنگ و چانگ (۲۰۲۴) هم راستا است که اعتماد بیش از حد مدیرعامل (به عنوان شاخصی از ریسک پذیری) را مرتبط با افزایش ارزش شرکت دانستند. همچنین نتایج بهویان و همکاران (۲۰۲۱) نشان داد که وجود کمیته ریسک مستقل و ساختارهای حاکمیتی قوی، اثر ریسک پذیری را تقویت می کند. این مقایسه نشان می دهد که ریسک پذیری بدون پشتوانه کنترلی می تواند تهدید باشد، اما با چارچوب مناسب، عاملی ارزش آفرین خواهد بود. در فرضیه دوم، نقش محدودیت مالی به عنوان تعدیل گر بررسی شد. محدودیت مالی به معنای کاهش توان دسترسی شرکت

به منابع مالی است و همین امر می‌تواند توان تصمیم‌گیری مدیران ریسک‌پذیر را محدود کند. در شرایطی که منابع مالی ناکافی باشند، مدیر مجبور می‌شود پروژه‌های کم‌ریسک‌تر اما با بازده پایین‌تر انتخاب کند، در نتیجه اثر مثبت ریسک‌پذیری بر ارزش شرکت کاهش یافته یا حتی منفی می‌شود. مقایسه این یافته با پژوهش‌های قبلی نشان می‌دهد که نتایج با مطالعه کوی و همکاران (۲۰۲۳) همخوان است؛ آنها محدودیت مالی را عامل کاهش ریسک‌پذیری معرفی کردند. همچنین دباغ و همکاران (۱۴۰۲) نیز محدودیت مالی را عاملی منفی برای ارزش شرکت دانستند. بنابراین، پژوهش حاضر با شواهد داخلی و خارجی سازگار است و تأکید دارد که محدودیت مالی مانعی برای تحقق کامل مزایای ریسک‌پذیری مدیر است. در فرضیه سوم، فعالیت‌های بشردوستانه به‌عنوان تعدیل‌گر بررسی شد. این فعالیت‌ها با ارتقای برند، افزایش اعتماد ذی‌نفعان و جذب سرمایه‌گذاران می‌توانند اثر مثبتی بر ارزش شرکت داشته باشند. اگر مدیر ریسک‌پذیر چنین اقداماتی را همراهی کند، فضای حمایتی ایجادشده، ریسک‌های تصمیمات جسورانه را متعادل می‌کند. البته در صورت استفاده نادرست از منابع، ممکن است این فعالیت‌ها مانع سرمایه‌گذاری‌های پرریسک‌تر شوند. این یافته‌ها با نتایج هارجوتو و لاکسمانا (۲۰۱۸) و شفيعی علويجه و همکاران (۱۴۰۰) همخوان است که مسئولیت اجتماعی را عاملی مثبت در افزایش ارزش شرکت و کاهش افراط در ریسک‌پذیری معرفی کردند. مقایسه نشان می‌دهد که هم در سطح بین‌المللی و هم داخلی، مسئولیت اجتماعی نه تنها اثر مستقیم مثبت دارد، بلکه به‌عنوان سپری در برابر تصمیمات پرریسک نیز عمل می‌کند. در بعد کاربردی، بر اساس فرضیه اول پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها در فرآیند انتخاب مدیران به ویژگی‌های نوآوری و ریسک‌پذیری منطقی توجه کنند. همچنین ایجاد ساختارهای نظارتی مانند کمیته ریسک و آموزش‌های تخصصی در حوزه مدیریت بحران و تحلیل سناریو، می‌تواند اثرات مثبت ریسک‌پذیری مدیران را تقویت کند. این پیشنهادات در عمل همسو با تأکید پیشینه بر نقش حاکمیت شرکتی در کنترل ریسک است. برای فرضیه دوم، پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها با بهره‌گیری از ابزارهای نوین مالی مانند اوراق بدهی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، محدودیت‌های مالی را کاهش دهند. ارتقای شفافیت مالی نیز به بهبود رتبه اعتباری و دسترسی به منابع کمک می‌کند. علاوه بر این، برنامه‌ریزی مالی چندسناریویی می‌تواند توان شرکت‌ها را برای مقابله با شرایط سخت اقتصادی افزایش دهد. این اقدامات به‌طور غیرمستقیم امکان بهره‌گیری بهتر از ریسک‌پذیری مدیران را فراهم می‌کند. در ارتباط با فرضیه سوم، توصیه می‌شود شرکت‌ها مسئولیت اجتماعی خود را از حالت تبلیغاتی به استراتژی پایدار و بلندمدت تبدیل کنند. افشای شفاف عملکرد اجتماعی در کنار گزارش‌های مالی، اعتماد سرمایه‌گذاران را تقویت کرده و ارزش برند را ارتقا می‌دهد. همچنین هماهنگی میان برنامه‌های اجتماعی و فعالیت‌های پرریسک می‌تواند از ریسک ذهنی ذی‌نفعان بکاهد و در نتیجه ارزش شرکت را افزایش دهد. برای تحقیقات آینده، پیشنهاد می‌شود پژوهشگران رابطه ریسک‌پذیری و ارزش شرکت را با شاخص‌های متنوع‌تری از محدودیت مالی و ریسک‌پذیری بررسی کنند. همچنین بررسی اثر اعتماد بیش از

حد مدیرعامل در کنار متغیرهایی مانند پاداش مدیریتی و محدودیت مالی در صنایع مختلف می‌تواند ابعاد تازه‌ای از موضوع را آشکار سازد. این پیشنهادات بر کاستی‌های پژوهش فعلی تمرکز داشته و مسیرهای جدیدی برای تعمیق دانش در این حوزه فراهم می‌آورند.

منابع

- احمدی حسام، نیک روش صدف، پرنیان علی، و حسنی حمید. (۱۴۰۲). بررسی تأثیر محدودیت‌های مالی بر رابطه بین پاداش مدیران و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، ۷(۲۷)، ۸۵۹-۸۸۴.
- افلاطونی، ع. (۱۳۹۴). مدل‌سازی رگرسیون خطی در پژوهش‌های مالی. تهران: انتشارات ترمه.
- ایمانی، م. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر نسبت قیمت به درآمد. مجله حسابداری و حسابرسی، ۱۲(۳)، ۴۵-۶۰.
- پورزمانی، ز. و کریمی، ع. (۱۳۹۰). بررسی شاخص‌های ارزش شرکت با استفاده از مدل‌های کیوتوبین. فصلنامه علوم اقتصادی، ۸(۲)، ۲۳-۳۸.
- حاجی ابراهیمی، س. و اسکندر، م. (۱۳۹۹). تأثیر ویژگی‌های شخصیتی مدیران بر ریسک‌پذیری در شرکت‌های بورسی. مجله مدیریت و حسابداری، ۱۵(۴)، ۱۲-۲۸.
- حاجی ابراهیمی، مریم؛ اسکندر، هدی. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت. پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۸، شماره ۳۱، صص ۳۶۲-۳۳۹.
- حمیدی، م. (۱۳۹۵). تحلیل عوامل مؤثر بر ارزش‌گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بورس و اوراق بهادار، ۹(۱)، ۳۳-۵۰.
- دباغ، ر. و همکاران. (۱۴۰۲). تأثیر محدودیت مالی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران. فصلنامه تحقیقات مالی، ۲۰(۳)، ۱۵-۳۰.
- راستگو، ا. (۱۳۹۳). تحلیل تأثیر نسبت قیمت به درآمد بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران. مجله علوم مالی، ۷(۴)، ۲۲-۳۹.
- رحیمیان، ن. و همکاران. (۱۳۹۲). بررسی رابطه نسبت کیوتوبین و عملکرد شرکت‌ها. فصلنامه حسابداری مدیریت، ۱۰(۲)، ۵۵-۷۰.
- شفیعی علویچه، م. و همکاران. (۱۴۰۰). تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر ارزش شرکت و ریسک‌پذیری. فصلنامه مدیریت بازرگانی، ۱۸(۲)، ۴۵-۶۲.
- عطایی شریف، م. و همکاران. (۱۳۹۹). بررسی محدودیت‌های مالی و تأثیر آن بر عملکرد شرکت‌ها. مجله تحقیقات حسابداری، ۱۶(۱)، ۱۰-۲۵.
- غیائیان، ا. (۱۳۹۰). کاربرد نسبت کیوتوبین در ارزیابی سودآوری سرمایه‌گذاری. فصلنامه اقتصاد و مدیریت، ۶(۳)، ۱۸-۳۴.
- مرادزاده فرد، م. و ابوحمزه، م. (۱۳۹۰). بررسی رابطه احساسات سرمایه‌گذاران و بازده سهام. فصلنامه تحقیقات مالی، ۱۲(۲)، ۱۵-۳۰.
- مظلومی، ن. و همکاران. (۱۳۸۶). بررسی عوامل مؤثر بر ریسک‌پذیری مدیران در سازمان‌ها. فصلنامه مدیریت صنعتی، ۴(۲)، ۳۰-۴۵.
- مهرانی، ک. کامیابی، ی. و غیور، ف. (۱۳۹۸). تحلیل تأثیر محدودیت مالی بر تصمیم‌گیری‌های مدیریتی. فصلنامه حسابداری مالی، ۱۴(۱)، ۲۰-۳۵.
- یاری، س. و باغومیان، ر. (۱۴۰۰). تأثیر ریسک‌پذیری مدیران بر عملکرد سازمانی در شرایط عدم قطعیت. فصلنامه مدیریت سازمان‌های دولتی، ۹(۳)، ۲۵-۴۰.
- Adams, R., Almeida, H., & Ferreira, D. (۲۰۲۴). Corporate philanthropy and firm value: The role of stakeholder trust. *Journal of Corporate Finance*, ۸۲, ۱۱۸-۱۰۲.

- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2012). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 67(2), 692-709.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(1), 58-90.
- Andreou, P. C., Karasamani, I., Ehrlich, D., & Louca, C. (2017). The Impact of Managerial Ability on Crisis-Period Corporate Investment. *Journal of Business Research*, 79, 122-137.
- Andrews, K. R., & colleagues. (2018). Risk-taking and managerial decision-making: A behavioral perspective. *Strategic Management Journal*, 39(6), 1567-1585.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 62(1), 167-176.
- Bargeron, L. L., Lehn, K. M., & Zutter, C. J. (2010). Sarbanes-Oxley and corporate risk-taking. *Journal of Accounting and Economics*, 49(2-3), 52-74.
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*, 4, 111-122.
- Bhuiyan, M.B.U., Cheema, M.A. and Man, Y. (2021), "Risk committee, corporate risk-taking and firm value", *Managerial Finance*, Vol. 47 No. 3, pp. 309-325.
- Brammer, S., & Millington, A. (2004). The development of corporate charitable contributions in the UK: A stakeholder analysis. *Journal of Management Studies*, 41(8), 1234-1251.
- Brammer, S., & Millington, A. (2005). Corporate reputation and philanthropy: An empirical analysis. *Journal of Business Ethics*, 61(1), 11-29.
- Bromiley, P. (1991). Testing a Causal Model of Corporate Risk Taking and Performance. *Academy of Management Journal*, 34, 37-59.
- Charitou, A., Lambertides, N., & Trigeorgis, L. (2011). Distress risk, growth and earnings quality. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(6-8), 771-781.
- Coleman, S., & Steckman, L. (2014). Corporate risk-taking: A multidimensional perspective. *Journal of Business Research*, 67(9), 1883-1896.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2006). Managerial incentives and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 431-468.
- Cross, F. R., & Tse, Y. K. (2016). Financial distress and corporate governance: Evidence from the UK banking sector. *European Financial Management*, 22(1), 115-140.
- Cui, Wei and Xie, Cong and Zhang, Renbin, Risk-taking with Financing Constraints (November 15, 2024). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4757783> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4757783>

- Das, S. R., & Joshi, H. (२०१६). Entrepreneurial risk-taking and firm performance: A dynamic perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, ३८(३), १०८–१८३.
- Davis, G. F. (२०००). New directions in corporate governance. *Annual Review of Sociology*, २१, –१६३ ११२.
- Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. E. (२०११). Manager ability and earnings quality. *The Accounting Review*, ११(२), ६८१–६१३.
- Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (२०११). Large shareholder diversification and corporate risk-taking. *Review of Financial Studies*, २६(११), ३१६१–३११०.
- Ferg, J., & colleagues. (२०११). Risk-taking as a learned behavior: Implications for managerial decision-making. *Journal of Applied Psychology*, १०१(०), १८१–११२.
- Fernando, J. (२०२३). Firm value: Definition and measurement. *Journal of Financial Economics*, १६१(२), २२०–२०१.
- Go, Y., & Jiang, W. (२०११). Opportunity identification and exploitation in corporate entrepreneurship. *Strategic Entrepreneurship Journal*, १३(६), ६१८–६०१.
- Gordon, M. J. (११११). Towards a theory of financial distress. *The Journal of Finance*, २१(२), ३०१–३६१.
- Gujarati, D. N. (२०१०). *Basic econometrics* (०th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (२०१८). *Multivariate data analysis* (८th ed.). Boston: Cengage Learning.
- Harjoto, M. A., & Laksmana, I. (२०१८). The impact of corporate social responsibility on risk-taking and firm value. *Journal of Business Ethics*, १०१(२), ३१३–३०३.
- Haskisson, R. E., Hitt, M. A., & Ireland, R. D. (२०११). Risk-taking and competitive advantage: A dynamic capabilities perspective. *Academy of Management Review*, ६२(३), ६११–६०८.
- Ikpesu, F., Vincent, O., & Dakare, O. (२०२०). Financial distress and corporate turnaround strategies. *Journal of African Business*, २१(२), २००–२३१.
- Khan, M. T., & colleagues. (२०२६). Financial constraints and corporate risk-taking: A non-linear relationship. *Journal of Corporate Finance*, ८६, १२०–१०१.
- Koi, J., & colleagues. (२०२६). Financial constraints and managerial risk aversion: Evidence from emerging markets. *Emerging Markets Review*, ०८, ११०–१००.
- Kraus, A., & Tse, Y. K. (२०११). Risk-taking and firm value: The role of corporate governance. *Journal of Financial Stability*, २१, १११–१०६.
- Lee, J., & Tang, M. (२०१०). Risk-taking in decision-making: A behavioral finance perspective. *Journal of Behavioral Finance*, ११(३), ११०–१६०.
- Lian, Y. (२०११). Financial distress and stakeholder costs: Evidence from listed firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, ६१, २११–२०१.

- Liang, D., Liu, J., & Wang, H. (2020). Financial distress prediction using Z-score models: A review. *International Journal of Financial Studies*, 7(1), 92-106.
- Longman Dictionary of Contemporary English. (2007). Financial distress (5th ed.). London: Pearson Education.
- Lorette, K., & Grace, C. (2012). Financial constraints and corporate performance. *Journal of Small Business Management*, 50(3), 478-496.
- March, J. G., & Shapira, Z. (1998). Managerial perspectives on risk and risk-taking. *Management Science*, 44(1), 121-130.
- Mizan, A. N. K. (2008). The global financial crisis and its impact on financial institutions. *Journal of International Money and Finance*, 27(8), 1271-1283.
- Mulia, R., & Juni, S. (2019). Corporate social responsibility and risk-taking: Evidence from Indonesian firms. *Asian Journal of Business and Accounting*, 12(1), 78-90.
- Muller, A., Pfarrer, M. D., & Little, L. M. (2011). Corporate philanthropy and stakeholder reactions: A signaling perspective. *Academy of Management Journal*, 54(1), 1197-1222.
- Nicola, K. (1996). Tobin's Q and firm valuation. *Econometrica*, 64(1), 72-80.
- Ohlson, J. A. (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 101-109.
- Opler, T. C., & Titman, S. (1994). Financial distress and corporate performance. *The Journal of Finance*, 49(3), 1073-1090.
- Pastor, L., & Stambaugh, R. F. (2003). Liquidity risk and expected stock returns. *Journal of Political Economy*, 111(3), 645-672.
- Pattillo, C., & Soderbom, M. (2000). Managerial risk attitudes and firm performance in Ghanaian manufacturing. *Journal of African Economies*, 9(1), 526-546.
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2008). Financial distress comparison across industries. *Journal of Economics and Business*, 62(2-3), 161-174.
- Quinn, R. E., & Wells, J. D. (2019). Risk-taking and entrepreneurial orientation: A longitudinal study. *Journal of Business Venturing*, 34(5), 123-130.
- Shan, P., Song, M., & Xia, X. (2016). Entrepreneurial orientation and firm performance: The role of risk-taking. *Management Decision*, 54(8), 1976-1996.
- Shin, H. H., & Piao, S. (2021). CEO risk-taking and firm value: Evidence from Korean firms. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 50(3), 345-371.
- Tang, T., & Chang, K. (2021). CEO overconfidence, risk-taking, and firm value: The moderating role of financial constraints. *Journal of Corporate Finance*, 68, 135-152.

- Wang, H., & Huang, J. (2016). Corporate entrepreneurship and risk-taking: The role of innovation. *Journal of Management Studies*, 53(5), 816-849.
- Wells, J. R., & colleagues. (2015). Strategic risk-taking in corporate entrepreneurship. *Strategic Management Journal*, 36(10), 1532-1544.
- Wells, P. (2016). Risk-taking and organizational change: A dynamic perspective. *Organization Studies*, 37(9), 1278-1297.
- Whitaker, R. B. (1999). The early stages of financial distress. *Journal of Economics and Finance*, 23(2), 132-143.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data* (2nd ed.). Cambridge, MA: MIT Press.
- Wright, P., Kroll, M., & Elenkov, D. (1996). Risk-taking and organizational performance: A behavioral perspective. *Journal of Management*, 22(4), 632-651.
- Yang, C. H., & Chen, Y. J. (2018). Managerial risk-taking and firm performance: Evidence from Taiwan. *Asia Pacific Management Review*, 23(2), 116-137.
- Yang, J., & colleagues. (2014). Financial distress and firm performance: A longitudinal study. *Journal of Business Research*, 67(5), 851-860.

The relation of CEO risk-taking and firm value with the moderation of the financial constraints and firm's philanthropic activity

Corresponding Author: Khan Mohammadi Ph.D.¹
Robabeh Fathi Mehdi Abidi ²

Abstract

This study investigates the relationship between the risk-taking behavior of top executives and firm value, with the moderating roles of financial constraints and corporate philanthropic activities, in companies listed on the Tehran Stock Exchange from 2014 to 2023. Given the critical role of managerial risk-taking in strategic decision-making and its impact on firm value, this research examines how financial constraints and philanthropic activities influence this relationship. The primary objective is to elucidate the effects of these variables on firm value and provide recommendations for enhancing the performance of listed companies. Data from 140 manufacturing firms were collected using a panel data approach (cross-sectional and time-series) and analyzed with linear regression models and the ordinary least squares method in Eviews software. The findings reveal a significant positive relationship between executive risk-taking and firm value. Financial constraints negatively moderate this relationship, while philanthropic activities exert a positive and balancing effect. The results suggest that controlled risk-taking by executives, coupled with effective management of financial constraints and strategic philanthropic initiatives, can enhance firm value. The study offers recommendations for improving control structures, diversifying financial resources, and developing corporate social responsibility strategies.

Keywords: Executive risk-taking, firm value, financial constraints, philanthropic activities, Tehran Stock Exchange

¹ @gmail.com

² 1@gmail.com