https://amf.ui.ac.ir

Journal of Asset Management and Financing
E-ISSN: 2383-1189
Vol. 9, Issue 1, No. 32, Spring 2021, p 23-40
Received: 13.04.2020 Accepted: 03.03.2021

Research Paper

Investigating the Relationship between Corporate Risk-Taking and stock Liquidity with Firm Value

Mojtaba Golmohammadi Shuraki *
Assistant Professor, Department of Management, Faculty of Humanities, Meybod University, Meybod, Iran
golmohammadi@meybod.ac.ir

Abstract
Measuring project risk and its relationship to returns is one of the key factors in investment decisions. In such a way that avoiding risk and also excessive risk-taking ultimately affects the value of the company. The main purpose of this study is to investigate the relationship between corporate risk-taking level and firm value. Also, the relationship between stock liquidity and firm value has been studied. To test the research's hypotheses, 156 companies listed on the Tehran Stock Exchange between 2014 and 2018 have been studied. The cross-sectional data were analyzed by correlation method and using a regression model. The research results show that corporate risk-taking has a positive and significant relationship with firm value. However, different liquidity proxies show different results. As the stock turnover ratio, Amihud liquidity ratio and the percentage of free-floating stocks have no significant relationship with firm value, but the firm's liquidity rating has a positive and significant relationship with firm value. Also, the results show that stock liquidity does not modify the relationship between risk-taking and firm value. In local (Iranian) researches, the relationship between corporate risk-taking and company value has not been studied. Also, the model introduced to measure the corporate's risk-taking has not been used in internal researches yet, and instead of using financial data (standard deviation of stock returns), accounting data has been used to explain the corporate risk-taking.
Kewords: Corporate Risk-taking, Stock Liquidity, Firm Value.

Introduction:

Risk-taking plays an important role in maintaining companies' competitive advantage and can lead them to higher economic growth. The financial literature in this field also shows that stock returns are affected by non-systematic risk (Nguyen, 2011). Previous studies have shown that the willingness of entrepreneurs to take risks in pursuit of profitable opportunities is an essential part of long-term economic growth (John *et al*., 2008). In this regard, several previous studies have shown that risk-taking increases the firm value on average (Jensen and Meckling, 1976; Shin and Stulz, 2000; Imhof and Seavey, 2014).

On the other hand, stock liquidity has been introduced as one of the main factors of determining firm value (Fang et al., 2009; Gao et al., 2019). Managers who do not consider stock liquidity finance at a high cost of capital rates and miss out on appropriate investment opportunities (Butler et al., 2005). In Addition, stock liquidity by reducing the cost of capital and agency costs between shareholders and managers provides the basis and leads companies to invest in risky projects and this increases the level of corporate risk-taking of these companies (Hsu et al., 2018). In this line, the present study has made an attempt to assess the effect of corporate risk-taking on firm value.

In previous studies in Iran, the effect of various factors on risk-taking has been studied; in other words, corporate risk-taking has been studied as a dependent variable. However, this study seeks to examine the effect of corporate risk-taking on firm value by considering corporate risk-taking as an independent variable. Also, in previous studies, the deviation of the stock return criterion has

*Corresponding author
Golmohammadi Shuraki, M. (2021). Investigating the Relationship between Corporate Risk-Taking and stock Liquidity with Firm Value. *Journal of Asset Management and Financing*, 9(1), 23-40.

2383-1189 / © 2021 The Authors. Published by University of Isfahan

This is an open access article under the by-nc-nd/4.0/ License (https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/).

http://dx.doi.org/10.22108/amf.2021.122474.1529 https://dorl.net/dor/20.1001.1.23831170.1400.9.1.4.6

been introduced as a proxy of risk-taking. But it is desirable to use a proxy that shows the direct risk-taking behavior of managers. In other words, it is better to use the standard deviation of (accounting) earnings as a proxy.

Method and Data:

We selected our sample from all firms listed on the TSE during the 2015-2019 period after excluding financial and insurance firms and also firms with missing data for our models. The shares of the studied firms have been actively traded during the research years (do not stop trading for more than 3 months). Our final sample consists of 780 firm-year observations from 156 firms. We extracted our data from the Comprehensive Information System of Listed firms (CODAL) databases. Multivariate linear regression was used to examine the research hypotheses.

Findings:

The corporate risk-taking coefficient (as an independent variable of the first hypothesis) is positive and significant. In other words, the positive relationship between risk-taking and firm value, which has been documented according to previous research, is also confirmed in the context of Iranian's financial and business environment. However, different liquidity proxies show different results. As the stock turnover ratio, the Amihud liquidity ratio and the percentage of free-floating stocks have no significant relationship with firm value, but the firm's liquidity rating has a positive and significant relationship with firm value. Also, the results show that stock liquidity does not modify the relationship between risk-taking and firm value.

Conclusion and discussion:

The behavioral model of agency theory states that managers are loss aversion instead of being risk aversion. Accordingly, the risk acceptance is very likely when the decision-maker expects risk-taking to lead to positive outcomes. On the other hand, if negative results are expected, risk-taking is rejected. In other words, although managers need to be risk-taker to make their firms survive, either taking too much risk or avoiding risk can threaten the survival of the firm. Briefly, adopting an appropriate level of risk-taking could increase the firm value and increase the wealth of shareholders.

The results show that with increasing the level of corporate risk-taking, the firm value could also increase. This result is consistent with the results of research by Su *et al.*, (2017) conducted in China, as well as the research by Imhof and Seavey (2014), Parino *et al.*, (2005), and Shin and Stulz (2000). The results show that only the liquidity rank index has a positive and significant effect on the firm value but other liquidity proxies used in this study do not confirm this relationship. Moreover, none of the liquidity proxies modify the positive relationship between risk-taking and firm value.

References

Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns-cross section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5, 31-56. https://doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6..

Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The Bell Journal of Economics*, 12(2), 605-617.

Butler, A. W., Grullon, G., & Weston, J. P. (2005). Stock market liquidity and the cost of issuing equity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 331–348. https://doi.org/10.1017/S0022109000002337.

Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2000). Commonality in liquidity. *Journal of Financial Economics*, 56, 3-28. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00057-4.

Cheung, W. M., Chung, R., & Fung, S. (2015). The effects of stock liquidity on firm value and corporate governance: Endogeneity and the REIT experiment. *Journal of Corporate Finance*, 35, 211-231. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.09.001.

Ding, S., C. Jia, B. Qu, & Wu, Z. (2015). Corporate Risk-Taking: Exploring the Effects of Government Affiliation and Executives' Incentives. *Journal of Business Research*, 68(6), 1196–1204. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.11.014.

Doustar, M., Mohammadnejad, A. R., & Javadian Langaroudi, M. (2015). Investigation the impact of herding behavior of fund managers on their risk taking in Tehran Stock Exchange. *Asset Management and Financing*, 17, 129-148. Doi: 10.22108/amf.2017.21577. (In Persian) http://dx.doi.org/10.22108/amf.2017.21577

Faccio, M., Marchica, M., & Mura, R. (2011). Large shareholder diversification and corporate risk-taking. *Review of Financial Studies*, 24(11), 3601–3641.

Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial economics*, 60(1), 3-43. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1.

Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, Sh. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics*, 94, 150-169. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.08.007.

Florackis, Ch., Kanas, A., Kostakis, A., & Sainani, S. (2020). Idiosyncratic risk, risk-taking incentives and the relation between managerial ownership and firm value. *European Journal of Operational Research*, 283(2), 748-766. https://doi.org/10.1016/j.ejor.2019.11.027.

Gao, P., Jiang, J., & Zhang, G. (2019). Firm value and market liquidity around the adoption of common accounting standards. *Journal of Accounting and Economics*, 68(1), 1-30. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2018.11.001.

Guay, W. R. (1999). The sensitivity of CEO wealth to equity risk: An analysis of the magnitude and determinants. *Journal of Financial Economics*, 53, 43–71. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00016-1.

Hill, C. W. L., & Jones, T. M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 9, 159–72. https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00657.x.

Hsu, C., Ma, Z., Wu, L., & Zhou, K. (2020). The Effect of stock liquidity on corporate risk-taking. *Journal of Accounting, Auditing*

& Finance, 35(4), 1-29. https://doi.org/10.1177%2F0148558X18798231.
Jalilvand, A., Rostami Noroozabad, M., Askari Firoozjaei, E., & Rahmaniani, M. (2019). Implementation of organizational risk management; identification, analysis, and evaluation (case study: Active financial institution in iranian capital market). *Asset Management and Financing*, 25, 1-24. http://dx.doi.org/10.22108/amf.2018.110464.1242. (In Persian)
Jayaraman, S., & Milbourn, T. T. (2012). The role of stock liquidity in executive compensation. *The Accounting Review*, 87, 537-563.
Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X.
Jensen, M., & Murphy, K. (1990). Performance pay and top management incentives. *Journal of Political Economy*, 98, 225–264. https://www.jstor.org/stable/2937665.
John, K., Litov, L., & Yeung, B. (2008). Corporate governance and risk-taking. *Journal of Finance*, 63(4), 1679–1728. . https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01372.x.
Imhof, M. J., & Seavey, S. E. (2014). Corporate risk-taking, firm value and high levels of managerial earnings forecasts. *Advances in Accounting*, 30, 328-337. https://doi.org/10.1016/j.adiac.2014.09.004.
Kempf, A., Ruenzi, S., & Thiele, T. (2009). Employment risk, compensation incentives, and managerial risk taking: Evidence from the mutual fund industry. *Journal of Financial Economics*, 92(1), 92–108. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.05.001.
Low, A. (2009). Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 470-490. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.05.004.
Malekian, E., & Shayestehmand, H. R. (2016). The Effect of managerial mechanisms of corporate governance on risk taking: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Quarterly Financial Accounting*, 28, 105-126. (In Persian)
Martino, P., Rigolini, A., & D'Onza, G. (2020). The relationships between CEO characteristics and strategic risk-taking in family firms. *Journal of Risk Research*, 23(1), 95-116. https://doi.org/10.1080/13669877.2018.1517380.
May, D. (1995). Do managerial motives influence firm risk reduction strategies? *The Journal of Finance*, 50(4), 1291-1307. https://www.jstor.org/stable/2329353.
Mehrabanpour, M. R., & Miri Chimeh, F. (2018). The impact of corporate governance index on capital cost and systematic risk. *Journal of Empirical Research in Accounting*, 27, 227-245. Doi: 10.22051/jera.2017.10954.1365. (In Persian)
Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221. https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0
Nguyen, P. (2011). Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19, 278-297. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2010.12.002.
Paligorova, T. (2010). Corporate risk taking and ownership structure. Working paper, Bank of Canada, Ottawa, Ontario.
Parrino, R., Poteshman, A., & Weisbach, M. (2005). Measuring investment distortions when risk-averse managers decide whether to undertake risky projects. *Financial Management*, 34(1), 21-60..
Serkanian, J., Raei, R., & Fallahpour, S. (2015). The Relationship between liquidity and stock returns in the stock market of Iran. *The Perspective of Financial Management and Accounting*, 11, 9-26. (In Persian)
Sila, V., Gonzalez, A., & Hagendorff, J. (2016). Women on board: does boardroom gender diversity affect firm risk? *Journal of Corporate Finance*, 36(1), 26–53. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.003.
Silva, J. R., Silva, A. F., & Chan, B. L. (2019). Enterprise risk management and firm value: evidence from Brazil. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(3), 687-703. https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1460723.
Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
Shin, H., & Stulz, S. (2000). Shareholder wealth and firm risk. The Ohio State University unpublished manuscript.
Su, K., Li, L., & Wan, R. (2017). Ultimate ownership, risk-taking and firm value: evidence from China. *Asia Pacific Business Review*, 27, 10-26. https://doi.org/10.1080/13602381.2016.1152021.
Tehrani, R., & Noorbakhsh, A. (2003). *Investment Management*. Tehran: Negahe Danesh Publications. (In Persian)
Wright, P., Ferris, W., & Awasthi, V. (1996). Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk-taking. *Academy of Management Journal*, 39(2), 441-463.

مدیریت دارایی و تأمین مالی
سال نهم، شماره اول، شماره پیاپی (۳۲)، بهار ۱۴۰۰، ص۲۳-۴۰
تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۱/۲۵ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۱۲/۱۳

مقاله پژوهشی

بررسی رابطهٔ بین ریسک‌پذیری شرکت و نقدشوندگی سهام با ارزش شرکت

مجتبی گل محمدی شورکی *

استادیار حسابداری، گروه مدیریت، دانشکدهٔ علوم انسانی، دانشگاه میبد، میبد، ایران
golmohammadi@meybod.ac.ir

چکیده

سنجش ریسک پروژه‌ها و ارتباط آن با بازده یکی از عوامل اساسی در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است؛ به گونه‌ای که اجتناب از ریسک و ریسک‌پذیری بیش از حد درنهایت، بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد. هدف اصلی این پژوهش، بررسی رابطهٔ بین سطح ریسک‌پذیری شرکت و ارزش شرکت است؛ به‌علاوه رابطهٔ بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت نیز مطالعه شده است. **روش:** برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، تعداد ۱۵۶ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازهٔ زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ مطالعه شده است. داده‌ها به روش همبستگی با استفاده از الگوی رگرسیونی و مبتنی‌بر ساختار مقطعی و نرم‌افزار Eviews تجزیه و تحلیل شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد ریسک‌پذیری شرکت رابطهٔ مثبت و معنی‌داری با ارزش شرکت دارد؛ با این حال شاخص‌های مختلف نقدشوندگی حاکی از نتایج مختلفی است؛ به گونه‌ای که نسبت گردش سهام، نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود و درصد سهام شناور آزاد فاقد رابطهٔ معنی‌دار با ارزش شرکت است؛ ولی رتبهٔ نقدشوندگی شرکت رابطهٔ مثبت و معنی‌داری با ارزش شرکت دارد؛ به‌علاوه نتایج نشان می‌دهد نقدشوندگی سهام رابطهٔ بین ریسک‌پذیری و ارزش شرکت را تعدیل نمی‌کند. تاکنون، در پژوهش‌های داخلی رابطهٔ بین ریسک‌پذیری شرکت و ارزش شرکت مطالعه نشده است؛ همچنین الگوی معرفی‌شده برای سنجش ریسک‌پذیری تاکنون، استفاده نشده و به‌جای استفاده از داده‌های مالی (انحراف معیار بازده سهام) از داده‌های حسابداری برای تبیین ریسک‌پذیری استفاده شده است.

کلیدواژه‌ها: ریسک‌پذیری شرکت، نقدشوندگی سهام، ارزش شرکت.

* نویسندهٔ مسئول

گل محمدی شورکی، مجتبی. (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین ریسک‌پذیری شرکت و نقدشوندگی سهام با ارزش شرکت، *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۹(۱): ۲۳-۴۰.

2383-1189 / © 2021 The Authors. Published by University of Isfahan
This is an open access article under the by-nc-nd/4.0/ License (https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/).

http://dx.doi.org/10.22108/amf.2021.122474.1529 https://dorl.net/dor/20.1001.1.23831170.1400.9.1.4.6

مقدمه

ریسک‌پذیری، نقش بااهمیتی در حفظ مزیت رقابتی شرکت‌ها دارد و آنها را به سمت رشد اقتصادی بیشتر رهنمون می‌کند. شرکت‌ها در محیط رقابتی، استراتژی‌های مختلفی را دنبال می‌کنند تا از این طریق سهم خود را در بازار افزایش دهند و موانعی برای ورود دیگران ایجاد کنند. انتخاب هر استراتژی مستلزم پذیرش سطح متفاوتی از ریسک است و به گونه‌ای متفاوت بر ریسک اختصاصی شرکت تأثیر می‌گذارد. مطالعات صورت‌پذیرفته در ادبیات مالی نیز نشان می‌دهد بازده سهام شرکت‌ها از ریسک اختصاصی تأثیر می‌گیرد (Nguyen, 2011). ریسک، بخشی جدایی‌ناپذیر از تمامی فعالیت‌های تجاری است و مدیریت اثربخش آن، نه‌تنها در رابطه با پیشگیری از مشکلات مالی و انجام بودجه‌بندی سرمایه‌ای به شرکت کمک می‌کند، فرایند تصمیم‌گیری را نیز بهبود می‌بخشد. درواقع، یکی از وظایف اصلی مدیریت، سروکارداشتن با ریسک اختصاصی است (Malekian & Shayestehmand, 2016). مطالعات قبلی نشان داده است تمایل کارآفرینان برای پذیرش ریسک در تعقیب فرصت‌های سودآور بخشی اساسی در رشد اقتصادی بلندمدت کشورها محسوب می‌شود (John, Litov & Yeung, 2008)؛ در این راستا پژوهش‌های متعدد قبلی نشان داده است ریسک‌پذیری (انتخاب پروژه‌هایی که عدم قطعیت زیادی در ارتباط با جریان‌های نقدی مورد انتظار آتی آنها وجود دارد) به‌طور میانگین ارزش شرکت را افزایش می‌دهد (Shin & Stulz, 2000; Imhof & Seavey, 2014; Jensen & Meckling, 1976)؛ همین‌طور نقدشوندگی سهام نیز یکی از عوامل اساسی تعیین‌کنندهٔ ارزش شرکت معرفی شده است (Fang, Noe & Tice, 2009; Gao, Jiang & Zhang, 2019). مدیرانی که نقدشوندگی سهام را در نظر نمی‌گیرند، با هزینه سرمایهٔ زیاد تأمین مالی می‌کنند و فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری را از دست می‌دهند (Butler, Grullon & Weston, 2005). نقدشوندگی سهام سبب تسهیل ورود سرمایه‌گذاران عمده به بازار سرمایه و به دنبال آن تشدید فعالیت‌های نظارتی می‌شود؛ درنتیجه در این شرایط مدیریت بهتری بر شرکت‌ها اعمال می‌شود (Chordia, Roll & Subrahmanyam, 2000)؛ علاوه‌بر آن نقدشوندگی سهام ازطریق کاهش هزینه سرمایه و هزینه نمایندگی بین سهامداران و مدیران، زمینهٔ به‌کارگیری پروژه‌های ریسکی توسط شرکت را فراهم می‌کند و موجب افزایش سطح ریسک‌پذیری شرکت می‌شود (Hsu, Ma, Wu & Zhou, 2020). با وجود اینکه ریسک‌پذیری، نیروی محرک اساسی در کسب‌وکار و کارآفرینی است، به نظر می‌رسد مدیریت ریسک هنوز هم برای بنگاه‌های دولتی و خصوصی دست‌کم گرفته می‌شود. مدیریت باید موقعیت شرکت نسبت به ریسک‌های مختلف را ارزیابی کند و کمیتهٔ حسابرسی شرکت‌ها هم باید بر فرآیند ارزیابی ریسک‌های تحمیل‌شده به شرکت توسط مدیریت نظارت داشته باشد. در پژوهش‌های قبلی در ایران، بیشتر تأثیر عوامل گوناگون بر ریسک‌پذیری بررسی شده است؛ ازجمله تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر سطح ریسک‌پذیری شرکت (Mehrabanpour & Miri Chimeh, 2018). دوستار و همکاران (2015) نیز تأثیر رفتار توده‌وار بر ریسک‌پذیری مدیران را بررسی کرده‌اند؛ به‌عبارتی ریسک‌پذیری شرکت در جایگاه یک متغیر وابسته مطالعه شده است؛ با این حال این پژوهش می‌کوشد تأثیر ریسک‌پذیری در سطح شرکت بر ارزش شرکت را آزمون کند و ریسک‌پذیری را در جایگاه متغیر مستقل (پیش‌بین) مطالعه کرده است؛ به‌علاوه در پژوهش‌های انجام‌شدهٔ قبلی، انحراف معیار بازدهی سهام، شاخصی برای ریسک‌پذیری معرفی شده است. این شاخص اگرچه برای سنجش ریسک‌پذیری شرکتی استفاده می‌شود، ذکر این نکته ضروری است که انحراف معیار بازده سهام از دید سرمایه‌گذاران برای سنجش ریسک مناسب است و با اینکه رفتار سرمایه‌گذاران ممکن است بر سطح ریسک‌پذیری تأثیرگذار باشد، مطلوب این است که شاخصی برای ریسک‌پذیری استفاده شود که نشان‌دهندهٔ رفتار مستقیم ریسک‌پذیری از سوی مدیران باشد؛ به‌عبارتی بهتر است انحراف معیار سود حسابداری در جایگاه شاخصی برای ریسک‌پذیری استفاده شود (Martino, Rigolini & D'Onza, 2020). تاکنون، در پژوهش‌های داخلی برای اندازه‌گیری ریسک‌پذیری شرکت از انحراف معیار سود حسابداری مطابق با الگوی معرفی‌شده از سوی جان و همکاران (2008) استفاده نشده است؛ بنابراین این موضوع نیز در این پژوهش ملاحظه شده و برای سنجش ریسک‌پذیری از الگوی مزبور منطبق با انحراف معیار سود حسابداری استفاده شده است؛ به‌علاوه تأثیر نقدشوندگی سهام نیز بر ارزش شرکت آزمون شده است. درنهایت، با توجه به اینکه نقدشوندگی سهام ممکن است بر

ریسک‌پذیری شرکت تأثیرگذار باشد، نقش نقدشوندگی سهام در تعدیل رابطهٔ بین ریسک‌پذیری و ارزش شرکت نیز مطالعه می‌شود. مطالعهٔ تأثیر هم‌زمان متغیرهای نقدشوندگی و ریسک‌پذیری شرکت بر ارزش شرکت نیز تاکنون، در پژوهش‌های داخلی بررسی نشده است. در ادامه، مبانی نظری مطرح خواهد شد؛ به این صورت که براساس مطالعات گذشته، ادبیات موجود دربارهٔ چگونگی ارتباط ریسک‌پذیری شرکت و ارزش شرکت و نیز ارتباط بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت مستند شده است و فرضیه‌های پژوهش تدوین خواهد شد؛ سپس روش پژوهش و الگوهای رگرسیونی استفاده‌شده برای آزمون فرضیه‌ها بیان می‌شود؛ در مرحلهٔ بعد، نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش و تجزیه و تحلیل‌های آماری ارائه می‌شود و درنهایت، نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش بیان خواهد شد.

مبانی نظری

براساس نظریهٔ نمایندگی، انتظار می‌رود شرکت‌ها با مشکلات نمایندگی جدی مواجه باشند و به موجب آن ممکن است مدیران با اقداماتی مانند تلاش ناکافی و عدم ریسک‌پذیری کافی ثروت سهامداران را به خطر بیاندازند (Florackis, Kanas, Kostakis & Sainani, 2020). نخستین نشانه‌های ظهور مفهوم مدیریت ریسک در دههٔ ۱۹۹۰ میلادی مشاهده می‌شود. از این زمان به‌کارگیری افراد حرفه‌ای با نام مدیر ریسک برای حفظ منافع و ارزش ثروت ذی‌نفعان شرکت گسترش یافته است (Silva, Silva & Chan, 2019). ریسک‌پذیری رفتاری ارزش‌افزا و بلندمدت در راهبردهای سرمایه‌گذاری است که با منطق ریسک و بازده تعریف‌شده در ادبیات مالی سازگاری دارد؛ به‌عبارتی ریسک‌پذیری بیشتر با بازده بیشتری نیز همراه است. اگرچه ریسک‌پذیری به‌دلیل تمرکز بر ارزش در بلندمدت ممکن است دورهٔ بازگشت سرمایهٔ طولانی‌تری را نیز دربر داشته باشد و حتی در برخی مواقع به موفقیت نائل نشود، ریسک‌پذیری زیاد نشان از این دارد که شرکت نوآورتر است و کمتر احتمال دارد که سرمایه‌گذاری‌های ریسکی ولی با خالص ارزش فعلی مثبت را از دست بدهد (Su, Li & Wan, 2017)؛ به‌علاوه شرکت‌ها برای کسب بازده بیشتر نیاز به سرمایه‌گذاری‌کردن در پروژه‌های ریسکی دارند که منافع بیشتری را هم به دنبال دارد (John et al., 2008; Ding, Jia, Qu & Wu, 2015). مسئلهٔ نمایندگی عاملی مهم در رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌ها معرفی شده است. نظریهٔ نمایندگی بیان می‌کند که ثروت مدیران ارشد به‌طور عمده ازطریق شرکتی که در آن خدمت می‌کنند تعیین می‌شود و آنها نیز برای منافع شخصی خود از ریسک‌پذیری اجتناب و حتی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت نیز صرف‌نظر می‌کنند (Sila, Gonzalez & Hagendorff, 2016).

طبق نظریهٔ علامت‌دهی (Spence, 1973) و نظریهٔ نمایندگی (Jensen & Meckling, 1976; Myers & Majluf, 1984)، سرمایه‌گذاران به‌دلیل تفکیک مالکیت و کنترل (مدیریت) با ریسک‌های مرتبط با اطلاعات مواجه هستند. این ریسک‌ها به عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران و بین گروههای مختلف سرمایه‌گذار (سرمایه‌گذار آگاه درمقابل سرمایه‌گذار ناآگاه) مربوط می‌شود. **جنسن و مکلینگ** (1976) این موضوع را بیان کردند که نظریهٔ نمایندگی، مبتنی‌بر فرض‌های مختلفی ازجمله فرض‌های رفتاری مشخص بین مالک و مدیر است و فرضیه‌های مربوط به مالک (سهامدار) شامل حداکثرسازی مطلوبیت مورد انتظار، بی‌تفاوتی نسبت به ریسک و توانایی پیش‌بینی آینده و دریافت اطلاعات است؛ همچنین فرضیه‌های مربوط به نماینده (مدیر)، حداکثرسازی مطلوبیت مورد انتظار، ریسک‌گریزی، تمایل به کارگریزی، رفتار در جهت منافع سهامدار و توانایی پیش‌بینی آینده و پردازش اطلاعات است؛ با این حال طبق نظریهٔ نمایندگی یکی از مشکلات در این رابطه تضاد منافع بین سهامدار و مدیر است؛ یعنی سهامدار به دنبال رسیدن به بالاترین مرحلهٔ ارزش سرمایه‌گذاری است و مدیر نیز در وهلهٔ اول به دنبال افزایش ثروت خود است؛ بنابراین این احتمال وجود دارد که مدیر در راستای منافع سهامدار عمل نکند. بنابر دلایل مختلفی سهامدار نمی‌تواند اقدامات مدیر را به‌طور روزانه دنبال کند تا مطمئن شود که آیا تصمیم‌گیری‌های مدیر منطبق با منافع سهامدار است یا خیر؛ پس سهامدار فاقد اطلاعات لازم دربارهٔ عملکرد مدیر است. این حالت را در اصطلاح نظریهٔ نمایندگی عدم تقارن اطلاعات می‌نامند. مشکل دیگر از دیدگاه نظریهٔ نمایندگی، آثار انتخاب نامطلوب است. این

حالت زمانی اتفاق می‌افتد که اشخاص تمایل دارند با دارابودن اطلاعات خصوصی دربارهٔ چیزی که منافع آنها را فراهم می‌سازد، با طرف مقابل قرارداد منعقد کنند. یکی دیگر از مشکلات، به‌اصطلاح خطر اخلاقی نام دارد. این مشکل وقتی به وجود می‌آید که نماینده طبق نفع شخصی خود انگیزه پیدا می‌کند تا از شرایط قرارداد منعقدشده خارج شود؛ زیرا مالک، اطلاعات لازم دربارهٔ اجرای قرارداد ندارد (Hill & Jones, 1992)؛ با این حال ادبیات مالی بر این موضوع تأکید دارد که سهامداران، سرمایه‌گذاری در همهٔ پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی مثبت را ترجیح می‌دهند (Jensen & Meckling, 1976, John et al., 2008; Paligorova, 2010)؛ همچنین اصولاً پروژه‌های دارای بازده بیشتر با ریسک بیشتری نیز همراه هستند؛ بنابراین سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیری شرکت را ترجیح می‌دهند تا اینکه درنهایت، ارزش شرکت بیشتر شود (Low, 2009). در این راستا مطالعات تجربی نیز ارتباط مثبت ریسک‌پذیری و ثروت سهامداران را مستند کرده‌اند (John et al., 2008; Low, 2009)؛ به هر حال مدیران این انگیزه را دارند که وجه نقد (منابع) مازاد نگه‌داری کنند یا اینکه در پروژه‌های دارای ریسک کمتری از سطح بهینهٔ ریسک سرمایه‌گذاری کنند. این رفتار متأثر از دو دیدگاه است: اول اینکه، با نگه‌داری منابع مازاد شرکت می‌توانند این منابع را به هزینهٔ سهامداران برای حداکثرسازی مطلوبیت خودشان مصرف کنند (Jensen & Meckling, 1976) و دوم اینکه، در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، ریسک شخصی خودشان را در نظر می‌گیرند (May, 1995) و با توجه به اینکه مدیران به‌آسانی سهامداران نمی‌توانند ازطریق تنوع‌سازی، ریسک خود را کاهش دهند، کاهش ریسک خود را در سطح شرکت لحاظ می‌کنند و به دنبال آن سرمایه‌گذاری در پروژه‌های ریسکی ولی باارزش برای سهامداران، با پروژه‌های کم‌ریسک جایگزین می‌شود؛ چون پروژه‌های ریسکی هزینه‌های شخصی مدیران را افزایش می‌دهد (Amihud & Lev, 1981; May, 1995; Parrino, Poteshman & Weisbach, 2005)؛ با این وجود نقش مدیریت ریسک سازمانی تنها افزایش ثروت سهامداران نیست؛ بلکه در افزایش ارزش شرکت نیز نقشی اساسی ایفا می‌کند (Jalilvand, Rostami Noroozabad, Askari Firoozjaei & Rahmaniani, 2019).

به‌طور خلاصه، سهامداران ریسک‌پذیری بیشتر شرکت را ترجیح می‌دهند؛ زیرا منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود؛ اما در این رابطه مشکل نمایندگی و تضاد منافع بین سهامداران و مدیران سبب کاهش ریسک‌پذیری شرکت می‌شود. در این رابطه نیز می‌توان ازطریق سازوکارهای نظارتی، زمینهٔ اجرای راهبردهای ریسکی ولی باارزش توسط مدیران را تسهیل کرد؛ برای مثال هیل و جونز (1992) اظهار داشتند با توجه به ویژگی‌های مربوط به مالک و مدیر و مشکلات نمایندگی بین آنها، قرارداد انگیزشی بهینه، انگیزهٔ لازم برای سهامدار و مدیر را فراهم می‌کند تا با یکدیگر معامله کنند. قرارداد بهینه دارای دو ویژگی عمده است: اول اینکه، اطلاعات لازم را در شرایط عدم اطمینان فراهم می‌کند و دوم اینکه، مبنای مناسبی را برای شراکت در ریسک بین سهامدار و مدیر ایجاد می‌کند (Hill & Jones, 1992)؛ به‌علاوه پاداش مبتنی‌بر سهام، مدیران را تشویق می‌کند تا پروژه‌های ریسکی را به کار ببندند؛ زیرا این‌گونه مشوق‌ها حساسیت پرداخت پاداش برمبنای عملکرد را افزایش می‌دهد (Jensen & Murphy, 1990; Guay, 1999). جان و همکاران (2008) نیز نشان دادند سازوکارهای کنترلی شرکت برای محافظت از سرمایه‌گذاران به‌طور مثبت و معنی‌داری با ریسک‌پذیری شرکت و رشد شرکت ارتباط دارد. فاسیو[1] و همکاران (2001) تأثیر مالکیت سهامدار عمده بر ریسک‌پذیری شرکت را بررسی کردند و نشان دادند شرکت‌های دارای سرمایه‌گذاران نهادی متنوع‌تر، تمایل به سطح ریسک‌پذیری بیشتری دارند. با توجه به مطالب بیان‌شده فرضیهٔ اول پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیهٔ اول: بین ریسک‌پذیری شرکت و ارزش شرکت رابطهٔ معنی‌داری وجود دارد.

سرمایه‌گذاران در جایگاه تأمین‌کنندگان منابع مالی موردنیاز واحدهای اقتصادی به دنبال حداکثرکردن ثروت خود هستند. فرصت‌های رشد، نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. در این میان، سرمایه‌گذاران همیشه باید در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود ریسک را در نظر داشته باشند؛ زیرا آنچه باعث موفقیت می‌شود استفادهٔ بهینه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود است و برای این امر باید سیاست‌های مالی مؤثر بر ایجاد فرصت‌های رشد در واحدهای

[1] Faccio

تجاری را شناسایی کرد (Tehrani & Noorbakhsh, 2003). طبق ادبیات مالی و حسابداری، سهامداران ترجیح می‌دهند در تمامی پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی مثبت، بدون در نظر گرفتن ریسک آنها سرمایه‌گذاری کنند. ریسک‌پذیری شرکت، ابهام مرتبط با بازده و جریان‌های نقدی مورد انتظار ناشی از سرمایه‌گذاری، تعریف می‌شود (Wright, Ferris & Awasthi, 1996). ریسک‌گریزی مدیران موجب اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری با ریسک کم و به‌تبع آن عدم پذیرش فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارای ریسک و ارزش زیاد می‌شود (Guay, 1999).

معیار نقدشوندگی، یکی از معیارهای مهم تأثیرگذار بر سود شرکت‌ها است؛ پس سرمایه‌گذاران، شرکت‌هایی را انتخاب می‌کنند که سهام آن از درجهٔ نقدشوندگی بالایی برخوردار باشد. توجه سرمایه‌گذاران به سهم‌هایی با قدرت نقدشوندگی زیاد باعث جذب سرمایه‌های بیشتر به سمت این شرکت‌ها و درنتیجه، سود بیشتر می‌شود. هرچه ریسک ناشی از یک دارایی افزایش یابد، سرمایه‌گذار انتظار دریافت بازده بیشتری خواهد داشت؛ این در حالی است که از عوامل مؤثر بر ریسک دارایی‌ها، قابلیت نقدشوندگی آنها است (Fama & French, 2001). از دید کلی، یک دیدگاه بیان می‌کند که نقدشوندگی سهام ازطریق کاهش هزینه سرمایه بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد. بحث دیگری که مطرح می‌شود این است که نقدشوندگی سهام، محتوای اطلاعاتی قیمت سهام را افزایش می‌دهد و به دنبال آن سبب بهبود تصمیم‌گیری مدیران و افزایش ارزش خواهد شد (Cheung, Chung & Fung, 2015)؛ بنابراین انتظار می‌رود نقدشوندگی سهام سبب افزایش ارزش شرکت شود؛ با این حال با توجه به اینکه براساس پژوهش‌های قبلی (برای مثال Fang et al., 2009) نقدشوندگی سهام نقش اساسی در تقویت راهبری شرکتی ایفا می‌کند و به‌علاوه، راهبری شرکتی قوی، ریسک‌پذیری بیشتر شرکت در جهت حمایت از سهامداران را به دنبال دارد، رابطهٔ مثبت بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت تبیین می‌شود (John et al., 2008; Nguyen, 2011). در ادامه این رویکرد بیشتر بحث می‌شود.

جنسن و مکلینگ (1976) نشان دادند وجود سازوکار نظارتی قوی باعث کاهش تضاد منافع میان مدیران و مالکان می‌شود و مدیران را ترغیب می‌کند در راستای تأمین منافع مالکان عمل کنند؛ بر این اساس انتظار می‌رود نظارت قوی موجب افزایش ریسک‌پذیری شرکت شود. ازلحاظ نظری، نظارت قوی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران اثرگذار است و ازطریق کاهش هزینه‌های نمایندگی سبب پذیرش فرصت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز اما با ارزش زیاد می‌شود (Low, 2009). جان و همکاران (2008) نیز شواهدی مبنی‌بر وجود رابطهٔ مثبت بین حمایت از سهامداران و ریسک‌پذیری شرکت ارائه کردند. سو و همکاران (2020) نیز با اینکه تفاسیر گوناگونی از تأثیر نقدشوندگی سهام بر ریسک‌پذیری شرکت ارائه کردند و رابطهٔ مثبت و همچنین رابطهٔ منفی بین این دو متغیر را طبق مبانی نظری تبیین کردند، نتیجهٔ پژوهش آنها رابطهٔ مثبت نقدشوندگی و ریسک‌پذیری را مستند کرده است. سو و همکاران (2020) استدلال کردند نقدشوندگی بیشتر سهام، ریسک سرمایه‌گذاری در بازار ثانویه را کاهش می‌دهد. در این حالت سرمایه‌گذاران ریسک کمتری متحمل می‌شوند و به دنبال آن بازدهی کمتری نیز طلب می‌کنند؛ بنابراین نرخ هزینه سرمایه کاهش می‌یابد. این موضوع، به افزایش سطح ریسک‌پذیری شرکت می‌انجامد؛ درنتیجه با افزایش نقدشوندگی، هم سازوکار نظارتی مدنظر جنسن و مکلینگ ایجاد می‌شود و هم به‌نوعی از سهامداران حمایت لازم می‌شود و این موضوع درنهایت، در ارزش شرکت متبلور خواهد شد؛ علاوه‌بر این دلایل نظری محکمی دربارهٔ ارتباط نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت نیز وجود دارد. یکی از این دلایل به این صورت تبیین می‌شود که نقدشوندگی، فرصت‌طلبی مدیران را کاهش می‌دهد و راهبری شرکتی کاراتری فراهم می‌کند و این موضوع مدیریت ریسک شرکت را بهبود خواهد بخشید و زمینهٔ افزایش ارزش شرکت را فراهم می‌کند (Fang et al., 2009). درمجموع، نقدشوندگی باعث کشف بهتر قیمت‌ها، کارایی بازار، ایجاد ارزش برای شرکت‌ها از راههای مختلف و ورود بیشتر سرمایه‌گذاران به بازارهای مالی خواهد شد که برآیند آنها، جذب بیشتر سرمایه در بازارهای مالی و رشد اقتصادی را حاصل می‌کند (Serkanian, Raei & Fallahpour, 2015)؛ بنابراین فرضیهٔ دوم و سوم پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیهٔ دوم: بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت رابطهٔ معنی‌داری وجود دارد.

فرضیهٔ سوم: نقدشوندگی سهام، رابطهٔ بین ریسک‌پذیری و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند.

روش پژوهش

ابزارهای گردآوری داده‌ها در پژوهش حاضر، بانک‌های اطلاعاتی نرم‌افزار ره‌آورد نوین و همچنین تارنمای اینترنتی شرکت مدیریت فناوری بورس تهران و سامانهٔ جامع اطلاع‌رسانی ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار تهران است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده خواهد شد. جامعهٔ آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دورهٔ زمانی پنج‌ساله از ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ است؛ به طوری که سهام شرکت‌های مطالعه‌شده در فاصلهٔ سال‌های پژوهش به‌طور فعال معامله شده باشد (بیش از سه ماه توقف معامله نداشته باشد)، از شرکت‌های صنعت مالی و واسطه‌گری مالی نباشد و اطلاعات استفاده‌شده در این پژوهش در فاصلهٔ زمانی پژوهش دردسترس باشد. با در نظر گرفتن معیارهای فوق و با توجه به متغیر ریسک‌پذیری شرکت، نمونه‌ای متشکل از ۱۵۶ شرکت از هفت صنعت خودرو و قطعات، دارویی، سیمان، شیمیایی، غذایی به‌جز قند و شکر، فلزات اساسی و کاشی و سرامیک انتخاب شده است (با توجه به نحوهٔ محاسبهٔ متغیر ریسک‌پذیری شرکت، داده‌های مطالعه‌شده در عمل از سال ۱۳۸۹ جمع‌آوری شده است). داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار Eviews نسخهٔ ۹ تجزیه وتحلیل شده است. برای آزمون فرضیهٔ اول از رابطهٔ (۱) به شرح زیر استفاده شده است:

$$FVit = \alpha + \beta 1\, Riskit + \gamma 1\, Sizeit + \gamma 2\, Levit + \gamma 3\, ROAit + \gamma 4\, Growthit + \gamma 5\, Divit + \gamma 6\, BVit + \varepsilon it \qquad \text{رابطهٔ (۱)}$$

که در آن FV_{it} نشان‌دهندهٔ ارزش شرکت در جایگاه متغیر وابسته است که از نسبت کیوتوبین (Tobin's Q) در پایان سال به صورت نسبت مجموع بدهی‌ها و ارزش بازار سهام به کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود، $Risk_{it}$ نشان‌دهندهٔ ریسک‌پذیری شرکت در جایگاه متغیر مستقل برای آزمون فرضیهٔ اول پژوهش است، $Size_{it}$ اندازهٔ شرکت است و ازطریق لگاریتم طبیعی میانگین دارایی‌ها و فروش شرکت محاسبه می‌شود، Lev_{it} اهرم مالی است که ازطریق نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود، ROA_{it} نرخ بازده دارایی‌ها است که ازطریق نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود، $Growth_{it}$ نرخ رشد فروش سالانه شرکت است، Div_{it} سود تقسیمی پرداختی است که برای مقیاس‌سازی، لگاریتم طبیعی آن منظور خواهد شد، Age_{it} عمر شرکت در بورس است و ازطریق لگاریتم طبیعی (۱+ مدت زمان سپری‌شده از عرضهٔ اولیه) اندازه‌گیری می‌شود و BV_{it} ارزش دفتری شرکت است و ازطریق لگاریتم طبیعی جمع حقوق صاحبان سرمایهٔ منعکس در ترازنامه اندازه‌گیری می‌شود. متغیر ریسک‌پذیری شرکت طبق پژوهش جان و همکاران (2008)، فاسیو و همکاران (2011) و سو و همکاران (2020) به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$isk = \sqrt{\frac{1}{T-1}\sum_{t=1}^{T}(adj_ROA - \frac{1}{T}\sum adj_ROA)^2}\ ,\ T = 5, \qquad \text{رابطهٔ (۲)}$$

$$adj_ROA = \frac{EBITi,t}{ASSETSi,t} - \frac{1}{Nd,t}\sum_{k=1}^{Nd,t}\frac{EBITk,d,t}{ASSETSk,d,t}$$

که در آن Risk معرف ریسک‌پذیری شرکت، adj_ROA معرف نرخ بازده حسابداری تعدیل‌شده برمبنای شرکت‌های موجود در صنعت، EBITit نشان‌دهندهٔ سود قبل از مالیات، ASSETSit معرف کل دارایی‌های شرکت و Nd,t تعداد شرکت‌های موجود در صنعت d است؛ به‌علاوه برای آزمون فرضیهٔ دوم و سوم پژوهش نیز از رابطهٔ (۳) به شرح زیر استفاده شده است:

$$FV_{it} = \alpha + \beta_1 liq_{it} + \beta_2 Risk_{it} + \beta_3 liq_{it} \times Risk_{it} + \gamma_1 Size_{it} + \gamma_2 Lev_{it} + \gamma_3 ROA_{it} + \gamma_4 Growth_{it} + \gamma_5 Div_{it} + \gamma_6 BV_{it} + \varepsilon_{it}$$ رابطهٔ (۳)

که در آن Liqit معرف نقدشوندگی سهام و سایر متغیرها طبق الگوی شمارهٔ ۱ است. با توجه به پژوهش‌های قبلی انجام‌شده، در این پژوهش، معیارهای نسبت گردش سهام، نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود، درصد سهام شناور آزاد و رتبهٔ نقدشوندگی ارائه‌شده در نرم‌افزار رهاورد نوین برای سنجش نقدشوندگی سهام انتخاب شده است. نسبت گردش سهام به‌صورت میانگین برای هر سال ازطریق رابطهٔ (۴) محاسبه می‌شود (Jayaraman & Milbourn, 2012; Hsu et al., 2020):

$$LI_{it} = \frac{1}{d_{it}} \sum_{d=1}^{dit} \frac{TS_{it}}{TSM_{it}}$$ رابطهٔ (۴)

که در آن dit معرف تعداد روزهای معاملهٔ سهام در سال، LIit معرف نسبت گردش سهام، TSit معرف حجم سهام معامله‌شده و TSMit معرف حجم سهام قابل معامله است.

نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود (اثر قیمتی) به‌صورت میانگین برای هر سال ازطریق رابطهٔ (۵) محاسبه می‌شود (Amihud, 2002):

$$Amihudit = \frac{1}{dit} \frac{\sum_1^{dit} |ridt|}{\sum_1^{dit} vidt}$$ رابطهٔ (۵)

که در آن dit معرف تعداد روزهای معاملهٔ سهام در سال است، ridt معرف بازده روزانهٔ سهام است که قدر مطلق آن در نظر گرفته می‌شود و vidt معرف حجم معاملات روزانهٔ سهام است.

یافته‌ها

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش نشان می‌دهد میانگین، میانه و انحراف معیار نسبت کیوتوبین برای شرکت‌های مطالعه‌شده به ترتیب ۱/۷۲۸، ۱/۴۸۶ و ۰/۷۴۴ است. با توجه به نزدیک‌بودن مقادیر میانگین و میانه نتیجه گرفته می‌شود که توزیع این متغیر به‌طور تقریبی نرمال است. ضریب چولگی و کشیدگی این متغیر نیز به ترتیب ۰/۸۳۶ و ۲/۴۳۸ است. میانگین متغیر اندازهٔ شرکت که برحسب لگاریتم طبیعی مقیاس‌سازی شده، معادل ۱۴/۶۲۱ محاسبه شده است. بیشینه و کمینهٔ متغیر اندازهٔ شرکت نیز به ترتیب ۱۷/۷۰۴ و ۱۲/۴۰۱، انحراف معیار آن ۱/۳۴۴ و ضریب چولگی و کشیدگی آن به ترتیب معادل ۰/۷۳۷ و ۲/۹۳۰ است؛ همچنین میانگین متغیرهای نرخ بازده دارایی‌ها و اهرم مالی به ترتیب معادل ۰/۱۰۳ و ۰/۶۲۰ است. این اعداد به این معنی است که میانگین نسبت سود خالص حسابداری به کل دارایی‌ها در شرکت‌های مطالعه‌شده ۱۰/۳ درصد و میانگین تأمین مالی از محل بدهی معادل ۶۲ درصد است. میانهٔ متغیر نرخ بازدهی دارایی‌ها ۰/۰۷۰ و کمینه و بیشینهٔ آن نیز به ترتیب ۰/۱۵۲- و ۰/۴۷۶ است. انحراف معیار و ضریب کشیدگی و چولگی آن نیز به ترتیب ۰/۱۵۱، ۰/۷۶۸ و ۳/۳۳۳ است. میانهٔ اهرم مالی در شرکت‌های مطالعه‌شده ۰/۶۰۶ و کمینه و بیشینهٔ آن به ترتیب ۰/۱۶۲ و ۱/۳۳۳ است. ضریب چولگی و کشیدگی اهرم مالی نیز ۶۹۰/ و ۳/۵۷۸ است؛ به‌علاوه میانگین شاخص‌های نقدشوندگی نسبت گردش سهام، نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود، درصد سهام شناور آزاد (برحسب درصد) و رتبهٔ نقدشوندگی (برحسب لگاریتم طبیعی) به ترتیب معادل ۰/۱۴۰، ۰/۰۱۳، ۱۷/۶۲۸ و ۵/۴۲۰ است. درنهایت، میانگین شاخص ریسک‌پذیری معادل ۰/۸۴۳ و بیشینه و کمینهٔ آن ۳/۰۴۴ و ۰/۰۸۱ است.

آمارهٔ آزمون F لیمر برای آزمون فرضیهٔ اول ۱/۳۰۲ و سطح معنی‌داری ۰/۲۶۷ است؛ پس برای آزمون فرضیهٔ اول پژوهش باید از داده‌های مقطعی استفاده کرد. با توجه به اینکه ساختار داده‌ها از نوع مقطعی است، بررسی مانایی متغیرها ضرورتی ندارد؛ با این حال نتایج آماره‌های آزمون نشان می‌دهد متغیرها پایا هستند (آمارهٔ کای‌اسکور فیشر از نوع ADF برابر ۶۸۲/۶۲۹ و از نوع PP برابر ۱۴۰۱/۷۲۰ و سطح معنی‌داری ۹۹ درصد است). عامل تورم واریانس[1] برای متغیر ریسک‌پذیری در آزمون فرضیهٔ اول معادل ۱/۱۹۳، برای متغیر اندازهٔ شرکت ۹/۲۴۱، برای متغیر اهرم مالی ۲/۵۲۱، برای متغیر نرخ بازدهی دارایی‌ها ۱/۹۷۸، برای متغیر نرخ رشد ۱/۰۶۱، برای متغیر سود تقسیمی ۲/۲۱۵ و برای متغیر ارزش دفتری ۸/۳۴۹ است. با توجه به اینکه عامل تورم واریانس برای همهٔ متغیرهای مستقل در فرضیهٔ اول کوچک‌تر از عدد ۱۰ است، درنتیجه مشکل هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وجود ندارد. ضریب همبستگی پیرسون بین متغیرهای ریسک‌پذیری شرکت و ارزش شرکت ۰/۲۹۱ در سطح اطمینان ۹۹ درصد است (آمارهٔ t معادل ۸/۴۷۸).

جدول (۱) نتایج آزمون فرضیهٔ اول پژوهش را نشان می‌دهد. همان‌طور که مشخص است ضریب متغیر ریسک‌پذیری شرکت (در جایگاه متغیر مستقل فرضیهٔ اول) مثبت و معنی‌دار است؛ به‌عبارتی رابطهٔ مثبت بین ریسک‌پذیری و ارزش شرکت که طبق پژوهش‌های قبلی مستند شده است، در شرایط محیط مالی و تجاری ایران نیز تأیید می‌شود. از دیگر نتایج آزمون فرضیهٔ اول به رابطهٔ مثبت و معنی‌دار نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ رشد فروش و سود تقسیمی پرداختی با ارزش شرکت اشاره می‌شود که با مبانی نظری و همچنین پژوهش‌های قبلی سازگار است. ضریب تعیین تعدیل‌شدهٔ الگو ۰/۲۹۴ و آمارهٔ دوربین واتسون هم ۲/۳۲۲ است که حاکی از وجودنداشتن خودهمبستگی بین جملات اخلال رگرسیون است.

جدول (۱) نتایج آزمون فرضیهٔ اول

Table (1) Results for Testing First Hypothesis

$$FV_{it} = \alpha + \beta_1 Risk_{it} + \gamma_1 Size_{it} + \gamma_2 Lev_{it} + \gamma_3 ROA_{it} + \gamma_4 Growth_{it} + \gamma_5 Div_{it} + \gamma_6 BV_{it} + \varepsilon_{it}$$

نماد متغیر	عنوان متغیر	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آمارهٔ t	سطح معنی‌داری
α	مقدار ثابت	۲/۸۶۰	۰/۲۸۷	۹/۹۴۱	۰/۰۰۰
$Risk_{it}$	ریسک‌پذیری	۰/۰۶۹	۰/۰۳۰	۲/۳۱۴	۰/۰۲۱
$Size_{it}$	اندازهٔ شرکت	۰/۰۷۵	۰/۰۵۱	۱/۴۶۴	۰/۱۴۳
Lev_{it}	اهرم مالی	-۰/۱۹۹	۰/۱۷۱	-۱/۱۶۴	۰/۲۴۴
ROA_{it}	نرخ بازده دارایی‌ها	۲/۲۹۴	۰/۲۲۲	۱۰/۳۱۴	۰/۰۰۰
$Growth_{it}$	نرخ رشد فروش	۰/۳۰۴	۰/۰۷۸	۳/۸۸۹	۰/۰۰۰
Div_{it}	سود تقسیمی	۰/۰۲۱	۰/۰۱۰	۱/۹۴۲	۰/۰۵۲
BV_{it}	ارزش دفتری	-۰/۲۰۱	۰/۰۵۲	-۳/۸۹۰	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل‌شده: ۰/۲۹۴				آمارهٔ دوربین واتسون: ۲/۳۲۲	
آمارهٔ F: ۴۰/۴۲۷				معنی‌داری آمارهٔ F: ۰/۰۰۰	

آمارهٔ آزمون F لیمر برای آزمون فرضیهٔ دوم ۱/۳۱۳ و سطح معنی‌داری ۰/۲۶۳ و همچنین آمارهٔ کای‌اسکور نیز معادل ۵/۳۲۹ در سطح معنی‌داری ۰/۲۵۵ است؛ پس برای آزمون فرضیهٔ دوم پژوهش نیز باید از داده‌های مقطعی استفاده کرد. عامل تورم واریانس برای متغیرهای مستقل در این حالت نیز همگی کوچک‌تر از عدد ۱۰ است که به‌منزلهٔ وجودنداشتن هم‌خطی بین متغیرهای مستقل است. ضریب همبستگی پیرسون بین متغیرهای نسبت گردش سهام و ارزش شرکت نیز مثبت و غیر معنی‌دار است (۰/۰۲۸ در سطح اطمینان

[1]. Variance Inflation Factor (VIF)

۰/۴۰۹). جدول (۲) نتایج آزمون فرضیهٔ دوم و سوم پژوهش را نشان می‌دهد. در این جدول از شاخص نسبت گردش سهام در جایگاه معیار نقدشوندگی سهام استفاده شده است. ضریب متغیر مستقل (نسبت گردش سهام) مثبت ولی غیر معنی‌دار است (۰/۰۶۳ در سطح معنی‌داری ۰/۶۵۶). این موضوع نشان می‌دهد اگر از شاخص نسبت گردش سهام برای سنجش نقدشوندگی آن استفاده شود، فرضیهٔ دوم پژوهش تأیید نمی‌شود؛ به‌علاوه ضریب متغیر تعاملی نقدشوندگی سهام و ریسک‌پذیری غیر معنی‌دار است (۰/۰۷۸ در سطح معنی‌داری ۰/۷۲۸)؛ درنتیجه نقدشوندگی سهام بر رابطهٔ ریسک‌پذیری و ارزش شرکت اثرگذار نیست؛ به‌عبارتی فرضیهٔ سوم پژوهش نیز تأیید نمی‌شود. از دیگر نتایج این آزمون به رابطهٔ مثبت و معنی‌دار ریسک‌پذیری (که در فرضیهٔ اول هم تأیید شده است)، نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ رشد فروش و سود تقسیمی با ارزش شرکت و رابطهٔ منفی ارزش دفتری با ارزش شرکت اشاره می‌شود.

جدول (۲) نتایج آزمون فرضیهٔ دوم (شاخص نقدشوندگی= نسبت گردش سهام)

Table (2) Results for Testing Second Hypothesis (Liquidity Index = Stock Flow Ratio)

$$FV_{it} = \alpha + \beta_1 Liq_{it} + \beta_2 Risk_{it} + \beta_3 Liq_{it} \times Risk_{it} + \gamma_1 Size_{it} + \gamma_2 Lev_{it} + \gamma_3 ROA_{it} + \gamma_4 Growth_{it} + \gamma_5 Div_{it} + \gamma_6 BV_{it} + \varepsilon_{it}$$

نماد متغیر	عنوان متغیر	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آمارهٔ t	سطح معنی‌داری
α	مقدار ثابت	۲/۷۳۷	۰/۲۹۱	۹/۴۱۵	۰/۰۰۰
Liq_{it}	گردش سهام	۰/۰۶۳	۰/۱۴۱	۰/۴۴۵	۰/۶۵۶
$Risk_{it}$	ریسک‌پذیری	۰/۰۷۱	۰/۰۳۲	۲/۲۱۵	۰/۰۲۷
$Liq_{it} \times Risk_{it}$	گردش سهام و ریسک‌پذیری	۰/۰۷۸	۰/۲۲۶	۰/۳۴۷	۰/۷۲۸
$Size_{it}$	اندازهٔ شرکت	۰/۰۸۵	۰/۰۵۲	۱/۶۴۴	۰/۱۰۰
Lev_{it}	اهرم مالی	−۰/۲۲۹	۰/۱۷۲	−۱/۳۳۰	۰/۱۸۴
ROA_{it}	نرخ بازده دارایی‌ها	۲/۲۳۱	۰/۲۲۳	۱۰/۰۰۱	۰/۰۰۰
$Growth_{it}$	نرخ رشد فروش	۰/۳۱۷	۰/۰۷۸	۴/۰۵۶	۰/۰۰۰
Div_{it}	سود تقسیمی	۰/۰۱۹	۰/۰۱۱	۱/۷۳۶	۰/۰۸۳
BV_{it}	ارزش دفتری	−۰/۱۹۸	۰/۰۵۲	−۳/۸۴۹	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل‌شده: ۰/۲۹۲			آمارهٔ دوربین واتسون: ۲/۳۳۲		
آمارهٔ F: ۳۱/۳۲۸			معنی‌داری آمارهٔ F: ۰/۰۰۰		

جدول (۳) نتایج فرضیهٔ دوم پژوهش با فرض استفاده از شاخص نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود را نشان می‌دهد (ساختار داده‌ها مقطعی است). مشابه با جدول (۲)، نتایج نشان‌دهندهٔ وجودنداشتن رابطهٔ معنی‌دار بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت است. سایر متغیرهای پژوهش نیز رابطهٔ مشابهی با نتایج جدول (۲) دارند (گفتنی است که در این الگو علامت ضریب متغیر مستقل نیز با مبانی نظری و پژوهش‌های پیشین سازگار است؛ چون نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود هرچه بیشتر باشد به معنی نقدشوندگی کمتر است؛ بنابراین پیش‌بینی می‌شود ضریب این متغیر منفی باشد).

جدول (۳) نتایج آزمون فرضیهٔ دوم (شاخص نقدشوندگی= نسبت آمیهود)

Table (3) Results for Testing Second Hypothesis (Liquidity Index = Amihud Ratio)

$$FV_{it} = \alpha + \beta_1 Liq_{it} + \beta_2 Risk_{it} + \beta_3 Liq_{it} \times Risk_{it} + \gamma_1 Size_{it} + \gamma_2 Lev_{it} + \gamma_3 ROA_{it} + \gamma_4 Growth_{it} + \gamma_5 Div_{it} + \gamma_6 BV_{it} + \varepsilon_{it}$$

نماد متغیر	عنوان متغیر	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آمارهٔ t	سطح معنی‌داری
α	مقدار ثابت	۲/۸۷۶	۰/۲۹۰	۹/۹۰۷	۰/۰۰۰
Liq_{it}	نسبت آمیهود	−۰/۵۸۳	۳/۱۷۱	−۰/۱۸۴	۰/۸۵۴
$Risk_{it}$	ریسک‌پذیری	۰/۰۵۹	۰/۰۳۱	۱/۹۲۵	۰/۰۵۵
$Liq_{it} \times Risk_{it}$	آمیهود و ریسک‌پذیری	۰/۴۸۵	۰/۳۱۶	۱/۵۳۳	۰/۱۲۶
$Size_{it}$	اندازهٔ شرکت	۰/۰۷۷	۰/۰۵۲	۱/۴۹۴	۰/۱۳۶
Lev_{it}	اهرم مالی	−۰/۲۰۸	۰/۱۷۲	−۱/۲۱۱	۰/۲۲۶
ROA_{it}	نرخ بازده دارایی‌ها	۲/۲۶۴	۰/۲۲۳	۱۰/۱۳۶	۰/۰۰۰
$Growth_{it}$	نرخ رشد فروش	۰/۳۰۴	۰/۰۸۰	۳/۷۹۱	۰/۰۰۰
Div_{it}	سود تقسیمی	۰/۰۲۱	۰/۰۱۱	۱/۸۶۵	۰/۰۶۲
BV_{it}	ارزش دفتری	−۰/۲۰۳	۰/۰۵۲	−۳/۹۲۳	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل‌شده: ۰/۲۹۵				آمارهٔ دوربین واتسون: ۲/۳۰۷	
آمارهٔ F: ۳۱/۷۳۱				معنی‌داری آمارهٔ F: ۰/۰۰۰	

جدول (۴) نیز نتایج آزمون فرضیهٔ دوم با استفاده از شاخص درصد سهام شناور آزاد در جایگاه شاخص نقدشوندگی را نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود ضریب متغیر درصد سهام شناور آزاد (۰/۰۰۳) مثبت ولی غیر معنی‌دار است؛ به‌عبارتی نتایج مشابه نتایج جدول (۲) و (۳) است و نشان می‌دهد که فرضیهٔ دوم و سوم پژوهش تأیید نمی‌شود.

جدول (۴) نتایج آزمون فرضیهٔ دوم (شاخص نقدشوندگی= درصد سهام شناور)

Table (4) Results for Testing Second Hypothesis (Liquidity Index = Stock Free Float Percent)

$$FV_{it} = \alpha + \beta_1 Liq_{it} + \beta_2 Risk_{it} + \beta_3 Liq_{it} \times Risk_{it} + \gamma_1 Size_{it} + \gamma_2 Lev_{it} + \gamma_3 ROA_{it} + \gamma_4 Growth_{it} + \gamma_5 Div_{it} + \gamma_6 BV_{it} + \varepsilon_{it}$$

نماد متغیر	عنوان متغیر	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آمارهٔ t	سطح معنی‌داری
α	مقدار ثابت	۲/۸۵۳	۰/۲۹۰	۹/۸۳۲	۰/۰۰۰
Liq_{it}	درصد سهام شناور آزاد	۰/۰۰۳	۰/۰۰۲	۱/۳۹۵	۰/۱۶۳
$Risk_{it}$	ریسک‌پذیری	۰/۰۹۲	۰/۰۴۰	۲/۲۹۶	۰/۰۲۲
$Liq_{it} \times Risk_{it}$	سهام شناور و ریسک‌پذیری	−۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۹۳۰	۰/۳۵۳
$Size_{it}$	اندازهٔ شرکت	۰/۰۶۹	۰/۰۵۲	۱/۳۳۳	۰/۱۸۳
Lev_{it}	اهرم مالی	−۰/۱۹۷	۰/۱۷۲	−۱/۱۴۴	۰/۲۵۳
ROA_{it}	نرخ بازده دارایی‌ها	۲/۲۷۹	۰/۲۲۳	۱۰/۲۱۴	۰/۰۰۰
$Growth_{it}$	نرخ رشد فروش	۰/۲۸۹	۰/۰۸۱	۳/۵۶۸	۰/۰۰۰
Div_{it}	سود تقسیمی	۰/۰۲۱	۰/۰۱۱	۱/۹۲۷	۰/۰۵۴
BV_{it}	ارزش دفتری	−۰/۱۹۹	۰/۰۵۲	−۳/۸۳۸	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل‌شده: ۰/۲۹۳				آمارهٔ دوربین واتسون: ۲/۳۳۱	
آمارهٔ F: ۲۸/۴۶۷				معنی‌داری آمارهٔ F: ۰/۰۰۰	

جدول (۵) نتایج آزمون فرضیهٔ دوم را با فرض استفاده از رتبهٔ نقدشوندگی اظهارشده طبق نرم‌افزار رهاورد نوین نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود، ضریب متغیر رتبهٔ نقدشوندگی سهام (۰/۱۳۳) مثبت و معنی‌دار است؛ بنابراین در این حالت فرضیهٔ دوم تأیید می‌شود. علت اینکه سایر شاخص‌های نقدشوندگی (نسبت گردش سهام، درصد سهام شناور آزاد و نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود) رابطهٔ معنی‌داری را با ارزش شرکت مستند نمی‌کند ممکن است به تک‌بعدی‌بودن هریک از این شاخص‌ها مربوط باشد؛ چون رتبهٔ نقدشوندگی براساس مجموعه‌ای از ویژگی‌های نقدشونده‌بودن به هر شرکت نسبت داده می‌شود. سایر متغیرها نیز دارای روابطی مانند حالت‌های قبل با ارزش شرکت است. ضریب تعیین تعدیل‌شدهٔ الگو نیز معادل ۰/۳۰۷ است که نشان‌دهندهٔ این موضوع است که ۳۰/۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط الگوی برآوردشده تبیین می‌شود و آمارهٔ دوربین واتسون نیز حاکی از وجودنداشتن خودهمبستگی بین جملات اخلال رگرسیون است.

جدول (۵) نتایج آزمون فرضیهٔ دوم (شاخص نقدشوندگی= رتبهٔ نقدشوندگی)

Table (5) Results for Testing Second Hypothesis (Liquidity Index = Liquidity Rank)

$$FV_{it} = \alpha + \beta_1 Liq_{it} + \beta_2 Risk_{it} + \beta_3 Liq_{it} \times Risk_{it} + \gamma_1 Size_{it} + \gamma_2 Lev_{it} + \gamma_3 ROA_{it} + \gamma_4 Growth_{it} + \gamma_5 Div_{it} + \gamma_6 BV_{it} + \varepsilon_{it}$$

نماد متغیر	عنوان متغیر	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آمارهٔ t	سطح معنی‌داری
α	مقدار ثابت	۱/۷۵۶	۰/۴۰۷	۴/۳۱۲	۰/۰۰۰
Liq_{it}	رتبهٔ نقدشوندگی	۰/۱۳۳	۰/۰۳۵	۳/۷۹۹	۰/۰۰۰
$Risk_{it}$	ریسک‌پذیری	۰/۰۸۷	۰/۰۵۰	۱/۷۳۱	۰/۰۸۴
$Liq_{it} \times Risk_{it}$	رتبهٔ نقدشوندگی و ریسک‌پذیری	−۰/۰۰۳	۰/۰۰۵	−۰/۷۱۱	۰/۴۷۷
$Size_{it}$	اندازهٔ شرکت	۰/۰۹۳	۰/۰۵۱	۱/۸۰۷	۰/۰۷۱
Lev_{it}	اهرم مالی	−۰/۲۴۱	۰/۱۷۱	−۱/۴۱۱	۰/۱۵۹
ROA_{it}	نرخ بازده دارایی‌ها	۲/۱۹۸	۰/۲۲۲	۹/۸۷۹	۰/۰۰۰
$Growth_{it}$	نرخ رشد فروش	۰/۲۸۵	۰/۰۷۹	۳/۵۸۱	۰/۰۰۰
Div_{it}	سود تقسیمی	۰/۰۱۹	۰/۰۱۱	۱/۷۰۶	۰/۰۸۸
BV_{it}	ارزش دفتری	−۰/۱۹۴	۰/۰۵۱	−۳/۷۷۴	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل‌شده: ۰/۳۰۷				آمارهٔ دوربین واتسون: ۲/۳۲۴	
آمارهٔ F: ۳۰/۲۶۸				معنی‌داری آمارهٔ F: ۰/۰۰۰	

نتایج و پیشنهادها

از آنجایی که نتایج آتی دارای عدم قطعیت هستند، مدیران در رابطه با سطح و پذیرفتنی‌بودن ریسک‌های مرتبط با تصمیمات راهبردی شرکت، برآوردهایی انجام می‌دهند و قضاوت می‌کنند. در خصوص پذیرش ریسک، پژوهش‌ها در حوزهٔ نظریهٔ نمایندگی فرض می‌کنند مدیران نسبت به سهامداران ریسک‌گریزتر هستند؛ مگر آنکه به‌طور مناسب تحریک شوند. مدل رفتاری نظریهٔ نمایندگی نیز بیان می‌کند که مدیران به‌جای 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؛ به‌عبارتی اگرچه نیاز هست مدیران ریسک‌پذیر باشند تا شرکت به بقای خود ادامه دهد، هم ریسک‌پذیری بیش از حد و هم اجتناب از ریسک ممکن است بقای شرکت را تهدید کند. به‌طور خلاصه این طور بیان می‌شود که اتخاذ سطح مناسبی از

ریسک‌پذیری، ارزش شرکت را افزایش خواهد داد و به ثروت سهامداران خواهد افزود؛ با این حال طبق مفاهیم نظریهٔ نمایندگی ممکن است مدیران به‌دلیل ویژگی ریسک‌گزیری‌شان از کاربست پروژه‌های ریسکی خودداری کنند. در این پژوهش تأثیر سطح ریسک‌پذیری شرکت، اندازه‌گیری‌شده ازطریق داده‌های حسابداری، بر ارزش شرکت سنجیده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد با افزایش سطح ریسک‌پذیری شرکت‌های مطالعه‌شده، ارزش شرکت نیز افزایش خواهد یافت. این نتیجه با نتایج پژوهش سو و همکاران (2020) که در کشور چین انجام شده است و همچنین پژوهش ایمهف و سیوی (2014)، **پارینو** و همکاران (2005) و شین و استالز (2000) نیز سازگار است؛ به‌علاوه طبق پژوهش‌های پیشین، نقدشوندگی به‌عنوان یکی از عوامل مؤثر بر سطح ریسک‌پذیری شرکت‌ها معرفی شده است (Hsu et al., 2020)؛ همچنین نقدشوندگی ازطریق سازوکارهای خاص خود از قبیل افزایش محتوای اطلاعاتی قیمت سهام و کاهش هزینه نمایندگی بین سهامداران و مدیران زمینهٔ اتخاذ پروژه‌های ریسکی را برای شرکت فراهم می‌کند؛ بنابراین تأثیر نقدشوندگی سهام بر رابطهٔ بین ریسک‌پذیری و ارزش شرکت نیز تجزیه و تحلیل شده است. نتایج نشان می‌دهد فقط شاخص رتبهٔ نقدشوندگی بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد و سایر شاخص‌های نقدشوندگی استفاده‌شده در این پژوهش چنین تأثیری را تأیید نمی‌کند؛ البته این نتیجه نیز خالی از تفسیر نیست؛ زیرا رتبهٔ نقدشوندگی معرفی‌شده در نرم‌افزار رهاورد نوین توسط مجموعه‌ای از شاخص‌های مختلف منظور می‌شود. تأثیر مثبت و معنی‌دار نقدشوندگی سهام با نتایج پژوهش‌های گائو و همکاران (2019) و فانگ و همکاران (2009) و همچنین پژوهش سرکانیان و همکاران (2015) نیز سازگار است؛ به‌علاوه هیچ‌کدام از شاخص‌های نقدشوندگی، رابطهٔ مثبت بین ریسک‌پذیری و ارزش شرکت را تعدیل نمی‌کند.

در راستای نتایج پژوهش، به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود سطح ریسک‌پذیری شرکت را با شرکت‌های مشابه (در صنعت) مقایسه کنند و اگر قصد سرمایه‌گذاری بلندمدت (دست‌کم یک‌ساله) در سهمی را دارند در شرکتی سرمایه‌گذاری کنند که سطح ریسک‌پذیری مناسبی داشته باشد (ذکر این نکته ضروری است که همیشه ریسک‌پذیری بیشتر نیز به معنی ارزش بیشتر نیست)؛ با وجود این موضوع، نقدشوندگی سهام به‌دلیل افزایش محتوای اطلاعاتی قیمت سهم و همچنین کاهش هزینه نمایندگی، سازوکارهای نظارتی را بهبود می‌بخشد و زمینهٔ افزایش قیمت سهام و ارزش شرکت را فراهم می‌کند؛ علاوه‌بر این به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود در تصمیمات سرمایه‌گذاری دید کوتاه‌مدت نداشته باشند و صرف ریسکی‌بودن پروژه را دلیلی بر رد پروژه ندانند؛ چه‌بسا اجرای پروژهٔ مزبور زمینهٔ افزایش ارزش شرکت را فراهم کند. در راستای تبیین بیشتر موضوع پژوهش پیشنهاد می‌شود براساس پژوهش‌های قبلی، سطح بهینهٔ ریسک‌پذیری شرکت و تأثیر ریسک‌های کمتر و بیشتر از حد بهینه بر ارزش شرکت نیز مطالعه شود؛ همچنین پیشنهاد می‌شود ریسک‌پذیری شرکت ازطریق الگوهای مالی هم سنجیده و تأثیر آن نیز بر ارزش شرکت مطالعه و با نتایج این پژوهش مقایسه شود؛ همین‌طور تأثیر متغیرهای تعدیل‌گر مثل سازوکارهای حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه بر ارتباط بین نقدشوندگی سهام و ارزش هم مطالعه شود.

منابع فارسی

تهرانی، رضا. و نوربخش، عسگر. (۱۳۸۲). *مدیریت سرمایه‌گذاری*. تهران: انتشارات نگاه دانش.

دوستار، محمد.، محمدنژاد، علی‌رضا.، و جوادیان لنگرودی، مریم. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر رفتار توده‌وار در ریسک‌پذیری مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱۷، ۱۴۸-۱۲۹.

جلیلوند، ابوالحسن.، نوروزی رستم‌آباد، مجتبی.، عسکری فیروجایی، احسان.، و رحمانیانی، میلاد. (۱۳۹۸). پیاده‌سازی مدیریت ریسک سازمانی؛ شناسایی، تحلیل و ارزیابی مورد مطالعه: نهاد مالی فعال در بازار سرمایهٔ ایران. *مدیریت دارایی و تامین مالی*، ۲۵، ۲۴-۱.

سرکانیان، جواد.، راعی، رضا.، و فلاح‌پور، سعید. (۱۳۹۴). بررسی رابطهٔ بین نقدشوندگی با بازده سهام در بازار سهام ایران. *چشم‌انداز مدیریت مالی و حسابداری*، ۱۱، ۲۶-۹.

ملکیان، اسفندیار. و شایسته‌مند، حمیدرضا. (۱۳۹۴). تبیین تأثیر سازوکارهای مدیریتی راهبری شرکتی بر ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری مالی*، ۲۸، ۱۲۶–۱۰۵.

مهربان‌پور، محمدرضا. و میری چیمه، فرزانه سادات. (۱۳۹۷). تأثیر شاخص راهبری شرکت بر هزینه سرمایه و ریسک شرکت‌ها. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۲۷، ۲۴۵–۲۲۷.

References

Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns-cross section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5, 31-56. https://doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6..

Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The Bell Journal of Economics*, 12(2), 605-617.

Butler, A. W., Grullon, G., & Weston, J. P. (2005). Stock market liquidity and the cost of issuing equity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 331–348. https://doi.org/10.1017/S0022109000002337.

Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2000). Commonality in liquidity. *Journal of Financial Economics*, 56, 3-28. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00057-4.

Cheung, W. M., Chung, R., & Fung, S. (2015). The effects of stock liquidity on firm value and corporate governance: Endogeneity and the REIT experiment. *Journal of Corporate Finance*, 35, 211-231. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.09.001.

Ding, S., C. Jia, B. Qu, & Wu, Z. (2015). Corporate Risk-Taking: Exploring the Effects of Government Affiliation and Executives' Incentives. *Journal of Business Research*, 68(6), 1196–1204. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.11.014.

Doustar, M., Mohammadnejad, A. R., & Javadian Langaroudi, M. (2015). Investigation the impact of herding behavior of fund managers on their risk taking in Tehran Stock Exchange. *Asset Management and Financing*, 17, 129-148. Doi: 10.22108/amf.2017.21577. (In Persian) http://dx.doi.org/10.22108/amf.2017.21577

Faccio, M., Marchica, M., & Mura, R. (2011). Large shareholder diversification and corporate risk-taking. *Review of Financial Studies*, 24(11), 3601–3641.

Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial economics*, 60(1), 3-43. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1.

Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, Sh. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics*, 94, 150-169. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.08.007.

Florackis, Ch., Kanas, A., Kostakis, A., & Sainani, S. (2020). Idiosyncratic risk, risk-taking incentives and the relation between managerial ownership and firm value. *European Journal of Operational Research*, 283(2), 748-766. https://doi.org/10.1016/j.ejor.2019.11.027.

Gao, P., Jiang, J., & Zhang, G. (2019). Firm value and market liquidity around the adoption of common accounting standards. *Journal of Accounting and Economics*, 68(1), 1-30. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2018.11.001.

Guay, W. R. (1999). The sensitivity of CEO wealth to equity risk: An analysis of the magnitude and determinants. *Journal of Financial Economics*, 53, 43–71. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00016-1.

Hill, C. W. L., & Jones, T. M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 9, 159–72. https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00657.x.

Hsu, C., Ma, Z., Wu, L., & Zhou, K. (2020). The Effect of stock liquidity on corporate risk-taking. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 35(4), 1-29. https://doi.org/10.1177%2F0148558X18798231.

Jalilvand, A., Rostami Noroozabad, M., Askari Firoozjaei, E., & Rahmaniani, M. (2019). Implementation of organizational risk management; identification, analysis, and evaluation (case study: Active financial institution in iranian capital market). *Asset Management and Financing*, 25, 1-24. http://dx.doi.org/10.22108/amf.2018.110464.1242. (In Persian)

Jayaraman, S., & Milbourn, T. T. (2012). The role of stock liquidity in executive compensation. *The Accounting Review*, 87, 537-563.

Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X.

Jensen, M., & Murphy, K. (1990). Performance pay and top management incentives. *Journal of Political Economy*, 98, 225–264. https://www.jstor.org/stable/2937665.

John, K., Litov, L., & Yeung, B. (2008). Corporate governance and risk-taking. *Journal of Finance*, 63(4), 1679–1728. . https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01372.x.

Imhof, M. J., & Seavey, S. E. (2014). Corporate risk-taking, firm value and high levels of managerial earnings forecasts. *Advances in Accounting*, 30, 328-337. https://doi.org/10.1016/j.adiac.2014.09.004.

Kempf, A., Ruenzi, S., & Thiele, T. (2009). Employment risk, compensation incentives, and managerial risk taking: Evidence from the mutual fund industry. *Journal of Financial Economics*, 92(1), 92–108. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.05.001.

Low, A. (2009). Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 470-490. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.05.004.

Malekian, E., & Shayestehmand, H. R. (2016). The Effect of managerial mechanisms of corporate governance on risk taking: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Quarterly Financial Accounting*, 28, 105-126. (In Persian)

Martino, P., Rigolini, A., & D'Onza, G. (2020). The relationships between CEO characteristics and strategic risk-taking in family firms. *Journal of Risk Research*, 23(1), 95-116. https://doi.org/10.1080/13669877.2018.1517380.

May, D. (1995). Do managerial motives influence firm risk reduction strategies? *The Journal of Finance*, 50(4), 1291-1307. https://www.jstor.org/stable/2329353.

Mehrabanpour, M. R., & Miri Chimeh, F. (2018). The impact of corporate governance index on capital cost and systematic risk. *Journal of Empirical Research in Accounting*, 27, 227-245. Doi: 10.22051/jera.2017.10954.1365. (In Persian)

Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221. https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0

Nguyen, P. (2011). Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19, 278-297. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2010.12.002.

Paligorova, T. (2010). Corporate risk taking and ownership structure. Working paper, Bank of Canada, Ottawa, Ontario.

Parrino, R., Poteshman, A., & Weisbach, M. (2005). Measuring investment distortions when risk-averse managers decide whether to undertake risky projects. *Financial Management*, 34(1), 21-60..

Serkanian, J., Raei, R., & Fallahpour, S. (2015). The Relationship between liquidity and stock returns in the stock market of Iran. *The Perspective of Financial Management and Accounting*, 11, 9-26. (In Persian)

Sila, V., Gonzalez, A., & Hagendorff, J. (2016). Women on board: does boardroom gender diversity affect firm risk? *Journal of Corporate Finance*, 36(1), 26–53. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.003.

Silva, J. R., Silva, A. F., & Chan, B. L. (2019). Enterprise risk management and firm value: evidence from Brazil. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(3), 687-703. https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1460723.

Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.

Shin, H., & Stulz, S. (2000). Shareholder wealth and firm risk. The Ohio State University unpublished manuscript.

Su, K., Li, L., & Wan, R. (2017). Ultimate ownership, risk-taking and firm value: evidence from China. *Asia Pacific Business Review*, 27, 10-26. https://doi.org/10.1080/13602381.2016.1152021.

Tehrani, R., & Noorbakhsh, A. (2003). *Investment Management*. Tehran: Negahe Danesh Publications. (In Persian)

Wright, P., Ferris, W., & Awasthi, V. (1996). Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk-taking. *Academy of Management Journal*, 39(2), 441-463.