

## بررسی تاثیر ریسک پذیری مدیریت بر نرخ هزینه استقراض

سید احسان احمدی<sup>۱</sup>، فاطمه سادات هاشمی نسب<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup> کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد خرم آباد، خرم آباد، ایران.

<sup>۲</sup> کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه سیستان و بلوچستان، ایران.

نام نویسنده مسئول:

سید احسان احمدی

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۹/۲۷

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۱۱/۲۸

### چکیده

با افزایش ریسک پذیری مدیریت، نوسانات سود شرکت افزایش یافته و با توجه به اینکه یکی از ویژگی های کیفیت سود ثبات سود می باشد، در نتیجه اعتباردهندگان برای شرکت هایی که نوسان و تغییرات سود شدیدی دارند، ریسک بالایی را در نظر گرفته و در نتیجه نرخ هزینه استقراض برای شرکت افزایش می یابد. بنابراین، هدف این پژوهش بررسی تاثیر ریسک پذیری مدیریت بر نرخ هزینه استقراض است. جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ می باشد. نمونه گیری به روش حذف سیستماتیک انجام گرفته و تعداد ۱۵۲ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردیده است. یافته های این پژوهش نشان داد که با افزایش ریسک پذیری مدیریت، هزینه استقراض شرکت افزایش می یابد.

**واژگان کلیدی:** استقراض، تامین مالی، ریسک پذیری، مدیریت.

## مقدمه

ریسک بخش مهمی از مطالعات اخیر را متوجه خود ساخته است. چرا که ریسک پذیری بالای مدیران با هدف بهبود قیمت سهام، نقش مهمی در بحران های مالی داشته است (برونر ۲۰۱۰). از سوی دیگر تیوری نمایندگی بیان می کند که بین مدیران و مالکان تضاد منافع وجود دارد و در زمینه عملکرد و ریسک پذیری، مدیران ترجیحی متفاوت از مالکان دارند. در صورت عدم دریافت مستقیم منافع توسط مدیران و هم چنین با توجه به جنبه های منفی ریسک پذیری بالا ممکن است مدیران تمایل چندانی به ریسک پذیری نداشته باشند (شلیفر و ویشنی ۱۹۹۷).

ریسک سازمانی اغلب به عنوان تغییرات جریان سود با تغییرات سیستماتیک یا غیر سیستماتیک جریان بازده سهام تعریف می شود (بروملی و همکاران ۲۰۰۳). ریسک پذیری مدیریت با عنوان تصمیمات واقعی که به دلیل داشتن نتایج فاقد قطعیت شاخص هستند، مفهوم سازی شده اند (دورس و همکاران، ۲۰۰۸) از آنجایی که نتایج آتی دارای عدم قطعیت هستند، مدیران در رابطه با سطح و قابل پذیرش بودن ریسک های مرتبط با تصمیمات راهبردی شرکت، برآوردهایی انجام داده و قضاوت می کنند (سیتکین و پابلو، ۱۹۹۲). استقراض یکی از راههای مطلوب مدیران برای تامین مالی است. تامین مالی از طریق بدهی با توجه به صرفه جویی مالیاتی و نرخ پایین تر نسبت به بازده سهامداران گزینه مناسبی برای مدیران می باشد. اما آنچه برای اعتباردهندگان اهمیت دارد توان بازپرداخت اصل و بهره وام و اعتبارت پرداختی توسط وام گیرنده است. بدین منظور اعتبار دهندگان برای بررسی توان بازپرداخت شرکتها به صورتهای مالی به ویژه صورت سود و زیان شرکتها مراجعه می کنند. اما نگرانی آنها از اقدامات فرصت طلبانه مدیران در تغییر صورتهای مالی یا برآورد های نادرست آنها است. مدیران به صورت فرصت طلبانه سود حسابداری را مدیریت می کنند و جهت این منظور از روشهای متعددی استفاده می کنند (فروغی و محمدی ۱۳۹۰).

با توجه به موارد ذکر شده، در این فصل به تشریح بیان مساله، اهمیت و ضرورت پژوهش، اهداف، فرضیه ها، قلمرو پژوهش، جامعه و نمونه آماری، تعریف اصطلاحات پژوهش و در نهایت ساختار پژوهش پرداخته شده است.

## بیان مساله

پس از گذشت حدود پنج دهه از تدوین نظریه مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) درباره ساختار سرمایه شرکت ها، پیشرفت های چشمگیری در حوزه نظریه های ساختار سرمایه به وجود آمده و صاحب نظران متعددی به تفسیر جنبه های گوناگون مباحث مطرح شده پرداخته اند. اما، پژوهش ها نشان می دهد که هیچ یک از نظریه ها و الگوهای فعلی به تنهایی توانایی تبیین کامل عوامل موثر در تعیین ساختار سرمایه شرکت ها را ندارند و پاسخ قاطعانه ای را برای این پرسش فراهم نمی آورند که چرا، در شرایط گوناگون، تعدادی از شرکت ها برای تأمین مالی فعالیتهای خود گزینه انتشار سهام، برخی کارگیری منابع داخلی و برخی دیگر روش استقراض را انتخاب می کنند. به این ترتیب، به نظر می رسد که بزرگترین مشکل موجود، نبود نظریه جامع و فراگیری است که بتواند رفتار تأمین مالی و ساختار سرمایه شرکت ها را به طور کامل شرح دهد و تبیین کند و هیچ نشانه ای نیز دال بر تدوین چنین نظریه ای در آینده نزدیک مشاهده نمی شود (خالقی مقدم و باغومیان، ۱۳۸۶).

مدیریت ارشد شرکت، با استفاده از مدل های نظری، قادر به محاسبه ساختار سرمایه مطلوب است. اما بسیاری از محققان دریافته اند که در شرایط حاکم بر دنیای واقعی، بسیاری از شرکتها ساختار سرمایه بهینه ندارند (سیمرلی و لی، ۲۰۰۰). ساختار سرمایه یکی از مهمترین مشخصه های شرکت است. تئوری های متعددی این چنین بیان نموده اند که تغییر در ساختار سرمایه، تغییر یا تجدیدنظر در ارزش شرکت را نشان می دهد که بنابراین می بایست بر ارزش سهام شرکت نیز موثر باشد (حسین و گول، ۲۰۱۱).

از مسایل مهمی که در سالهای اخیر در پی رسوایی های گسترده مالی در سطح شرکت های بزرگ مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته و به عنوان یکی از موضوعات مهم برای سرمایه گذاری مطرح شده، موضوع حاکمیت شرکتی است که به لزوم نظارت بر مدیریت شرکت و به تفکیک واحد اقتصادی از مالکیت آن و در نهایت حفظ حقوق سرمایه گذاران و ذی نفعان می پردازد. عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران سبب ایجاد رابطه نمایندگی بین مدیر و مالک شد. جنسن و مک لینگ با شرح هزینه نمایندگی که به علت نابرابری اطلاعات میان مدیریت و سهامداران ایجاد می شود، یکی از مکانیزم های کاهش این هزینه را کاهش جریان نقد آزاد در دسترس مدیران عنوان کردند که از طریق پرداخت سود سهامی حاصل می شود.

علی رغم رشد روزافزون بازار اوراق قرضه شرکتی تحقیقات اندکی به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش اوراق قرضه پرداخته است. اندرسون و همکاران (۲۰۰۳) در تحقیقی به این نتیجه رسیدند که اختیار حاکمیت شرکت توسط خانواده موسس سبب کاهش هزینه های تامین یدهی می شود.

زمانی که سهامداران پول های خود را در شرکتها سرمایه گذاری می کنند با دو خطر عمده مواجه هستند. خطر سلب مالکیت توسط سهامداران عمده و رفتار فرصت طلبانه مدیریت.

خطر اول زمانی وجود دارد که ساختار مالکیت شرکت توسط یک یا چند نفر از سهامداران عمده انحصاری شده باشد. در مورد ریسک دوم تیوری نمایندگی اذعان می دارد که خطر مزبور به طور پیش فرض در شرکتهایی که مدیریت از مالکیت جدا هستند وجود دارد. درون این شرکتها مدیران نماینده تمام و کمال سهامداران نیستند زیرا ممکن است رفتاری همسو با منافع سهامداران نداشته باشند. به طور مثال ممکن است سرمایه گذاری در موارد ارزشمند را فقط در صورت ماندن در شرکت انجام دهند یا در مواردی که تجربه بالایی دارند صرف نظر از ایجاد ارزش برای سهامداران سرمایه گذاری کنند (شلیفر و ویشنی، ۲۰۰۹). این باعث می شود که مدیران از اختیارات خود در گزارشات استفاده کنند. یا قضاوت خود را در توجیه هزینه های بدهی های غیر معمول اعمال نمایند و یا هزینه ها و درآمدها را بین دوره ها جابجا کنند.

مدیران با توجه به امکانات و اختیاراتی که در شرکت دارند برای انجام فعالیت های شرکت نیاز به تامین مالی دارند که با توجه به موارد گفته شده بیشتر مدیران تمایل دارند که اینکار را از طریق استقراض و وام انجام دهند. بنابراین مساله اصلی پژوهش این می باشد که آیا رابطه معناداری بین ریسک پذیری مدیریت و نرخ هزینه استقراض وجود دارد؟ در صورت وجود جهت رابطه چگونه است؟

ناطق گلستان (۱۳۹۶) به بررسی یکی از ابعاد مالی رفتاری به نام ریسک رفتاری که ریسک ذهنی یا ریسک ادراک شده نیز خوانده می شود می پردازد و بیان می کند که یکی از ابعاد مالی رفتاری، ریسک رفتاری است که به ریسک ذهنی یا ریسک ادراک شده نیز معروف است. که در واقع قضاوت ذهنی سرمایه گذاران از ریسک است که ممکن است بیشتر و یا کمتر از ریسک واقعی برآورد گردد. شاخص احساس ریسک، بیشتر تحت تاثیر عوامل غیر اقتصادی است. عوامل مختلفی بر شاخص احساس ریسک موثر می باشند که از آن جمله می توان روزهای هفته و ماهها و فصول سال را نام برد. هدف اصلی از این پژوهش بررسی وجود اثرات ادراک ریسک در شاخص بورس اوراق بهادار تهران، با استفاده از مدل های رگرسیون سری زمانی و نرم افزار ای ویوز ۷ بر روی شاخص کل طی سال های ۱۳۷۶ تا ۱۳۹۳ بوده است. بر اساس نتایج مشخص گردید عواملی وجود دارند که در تعیین ریسک ادراک شده سرمایه گذاران دارای تاثیر گذاری غیر تصادفی هستند، که خود مبین وجود اثرات ادراک ریسک می باشد. از طرفی پس از بررسی اثرات فصلی موثر بر ریسک ادراک شده مشخص گردید در بورس اوراق بهادار تهران حداکثر احساس ریسک سرمایه گذاران در روز پایانی معاملات بوده به این معنا که آخر هفته سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران ریسک بیشتری را احساس می نمایند و همچنین، اوایل سال و بطور خاص در فروردین ماه احساس ریسک سرمایه گذار حداقل می باشد که نشان از ریسک پذیر تر بودن وی است. لذا بازدهی در این ماه به بیشترین مقدار خود میرسد.

حمیدی زاده و قمی اوپلی (۱۳۹۶) به بررسی تاثیر ریسک ادراک شده بر نگرش مشتریان بانکداری اینترنتی پرداختند و نتایج پژوهش آنها نشان داد که درک ریسک استفاده از خدمات بانکداری اینترنتی بر نگرش افراد درخصوص بانکداری اینترنتی تاثیر دارد. انتظار می رود نتایج این مطالعه و پیشنهادهای مدیریتی ارائه شده به بانکها بر کاهش تاثیر منفی این ریسک ها مؤثر باشد.

رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۹۴) به ارائه الگوی ذهنی ادراک ریسک سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. داده های حاصل از مصاحبه ها با استفاده از روش تحلیل محتوا مورد تحلیل قرار گرفت که چهل و پنج مولفه در پنج مولفه مقوله شناسایی گردید و بر اساس آن پرسشنامه بخش کمی تحقیق طراحی شد. پنج دسته مولفه موثر بر ادراک ریسک سرمایه گذاران: ۱- عامل زمان، ۲- عوامل (متغیرهای) جمعیت شناختی (فردی)، ۳- عوامل رفتاری، ۴- عوامل فرهنگی و ۵- عوامل شخصیت می باشد؛ معیارهای روایی محتوایی و روایی سازه و همچنین آلفای کرونباخ نشان دهنده اعتبار بالای پرسشنامه بود. نتایج پژوهش نشان داد که بجز عامل جمعیت شناختی بقیه عوامل در سطح اطمینان ۵۵ درصد موثر بر ادراک ریسک بودند که عوامل رفتاری و زمان به ترتیب بیشترین و کمترین تاثیر در الگوی ذهنی ادراک ریسک بر اساس فراگرد شکل گیری ادراک را دارا بوده است.

نصیرزاده و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان " ویژگی های ساختاری و فرایندی هیأت مدیره و ریسک مالی: تغییر در نقدینگی - تغییر در بحران مالی " به بررسی تاثیر ویژگی های هیأت مدیره اعم از فرایندی و ساختاری بر روی ریسک مالی شرکتها در دوره زمانی، ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۰ و با استفاده از ۱۵۸ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده پرداختند. آنها از متغیرهای تغییر در نقدینگی و تغییر در بحران مالی به عنوان متغیر وابسته ریسک مالی و از ویژگیهای هیأت مدیره (ساختار و فرایند هیأت مدیره) به عنوان متغیر مستقل و از ویژگی های شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی مؤثر بر ریسک مالی شامل اندازه شرکت، فرصت رشد و سودآوری و همچنین نوع صنعت نیز استفاده کردند. به منظور اندازه گیری ویژگیهای فرایندی هیأت مدیره از پرسشنامه مکنولتی و همکاران (۲۰۱۳) استفاده کردند. نتایج پژوهش آنها نشان میدهد در حالتی که تغییر در بحران مالی به عنوان معیار ریسک مالی در نظر گرفته میشود، تاثیر اندازه هیأت مدیره بر ریسک مالی در سطح کل شرکتها، مثبت، تاثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ریسک مالی در صنعت خودرو و ساخت قطعات، منفی و

در بین ویژگیهای فرایندی، تنها تأثیر استفاده از دانش و مهارت بر ریسک مالی در سطح شرکتهای مورد بررسی، منفی بوده است. همچنین در حالتی که تغییر در نقدینگی به عنوان معیار ریسک مالی لحاظ میشود، تأثیر اندازه هیأت مدیره در صنعت محصولات شیمیایی و تأثیر فرصت رشد در صنعت خودرو و ساخت قطعات بر ریسک مالی، منفی بوده است. دیگر نتایج حاکی از عدم تأثیر سایر ویژگیهای هیأت مدیره اعم از فرایندی و ساختاری بر ریسک مالی در سطح کل شرکتهای و صنایع مختلف است.

بیشاک و همکاران (۲۰۱۵) تأثیر مدیریت بر ارزش شرکت و بازده سهامداران را بررسی کردند. آنها با استفاده از شاخص مدیریت مالکیتی که شامل شش بند است دریافتند که مدیران مدون ارزش شرکت را کاهش می دهند.

چن و همکاران (۲۰۱۴) دریافتند که در تایوان مدیریت درآمد در سال انتشار اوراق قرضه شرکتی افزایش می یابد.

بارث و همکاران (۲۰۰۴) در مطالعه ای در مورد هزینه های وام بانکی نشان دادند که بنگاه های دارای درآمد بالاتر، هزینه های بالاتری را در مورد وام های بانکی خود دارند. نویسندگان پژوهش فوق یافته های خود را با این واقعیت که بانکها قادر به شناسایی دستکاری درآمد توسط شرکت هستند بنابراین هزینه های بالاتری را برای شناسایی این تحریفات می کنند در نتیجه باعث افزایش هزینه وام شرکتهای می شود.

کمپرس و همکاران (۲۰۰۳) یک شاخص مستحکم جهت ایجاد توازن قدرت مدیریتی درون شرکت ایجاد کردند. این شاخص شامل ۲۴ بند است. نویسندگان این تحقیق یک رابطه منفی بین این شاخص و معیار ارزش شرکت و بازده سهامداران پیدا کردند.

### هدف اصلی

هدف اصلی پژوهش بررسی تأثیر ریسک پذیری مدیریت بر نرخ هزینه استقراض می باشد.

### سوال پژوهش

آیا ریسک پذیری مدیریت بر هزینه استقراض شرکت تأثیر دارد؟

### فرضیه پژوهش

افزایش ریسک پذیری مدیریت هزینه استقراض شرکت را افزایش می دهد.

### قلمرو پژوهش

قلمرو پژوهش، چهارچوبی را فراهم می نماید تا مطالعات و آزمون پژوهشگر در طی آن قلمرو خاص انجام پذیرد و دارای اعتبار باشد. بر این اساس قلمرو پژوهش حاضر، از نظر زمانی، مکانی و موضوعی به شرح زیر می باشد؛

#### قلمرو زمانی

قلمرو زمانی پژوهش حاضر شامل ۸ سال متوالی، از سال ۱۳۹۰ لغایت ۱۳۹۷ می باشد که بررسی فرضیات پژوهش با استفاده از داده های واقعی این سالها انجام می پذیرد. بر اساس هدف پژوهش اطلاعات مربوط به دوره فوق گردآوری و بر اساس الگوی آزمون فرضیات بررسی می شوند.

#### قلمرو مکانی

قلمرو مکانی پژوهش حاضر شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد؛ به طوری که به بررسی شرکتهای حاضر در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد که صرف نظر از محل استقرار این شرکتها، تعدادی از آنها که شرایط مذکور در بند جامعه آماری را داشته باشند، به صورت نمونه مورد بررسی قرار خواهند گرفت.

#### قلمرو موضوعی

قلمرو موضوعی پژوهش حاضر در حوزه حسابداری مالی، مدیریت سرمایه گذاری و تئوری های مالی می باشد.

### روش پژوهش

این پژوهش توصیفی - همبستگی مبتنی بر تحلیل داده های ترکیبی است و از نظر نوع پژوهش کاربردی تلقی می شود. در تحلیل داده ها از روش های همبستگی و رگرسیون پروبیت و رگرسیون داده های ترکیبی با اثرات ثابت به وسیله نرم افزار Eviews9 استفاده شده است

نوع داده‌ها دست دوم می‌باشد و برای جمع آوری اطلاعات مالی از اطلاعات و ارقام موجود در بورس اوراق بهادار تهران استفاده خواهد شد. به همین جهت اطلاعات مورد نیاز، از گزارش‌های مالی منتشر شده از سوی شرکت‌ها، سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران و همچنین از نرم افزار بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین استخراج می‌شود

### جامعه آماری، نمونه و شیوه نمونه‌گیری

#### جامعه آماری

جامعه‌ی آماری این پژوهش جهت آزمون فرضیه‌ها، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره ۸ ساله از ابتدای سال ۱۳۹۰ لغایت پایان سال ۱۳۹۷ می‌باشند که این شرکت‌ها با استفاده از روش نمونه‌گیری هدفمند تعیین شده و شرکت‌هایی که دارای ویژگی‌های موردنظر باشند مورد مطالعه قرار می‌گیرند و سایر شرکت‌ها حذف می‌شوند.

#### نمونه و شیوه نمونه‌گیری

در این پژوهش، شرکت‌های مورد بررسی از بین جامعه‌ی آماری، به روش نمونه‌گیری هدفمند (حذف سیستماتیک) و بر اساس معیارهای زیر انتخاب می‌شوند:

- (۱) شرکت‌هایی که طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ در بورس حضور داشته‌اند.
- (۲) شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه می‌باشد و شرکت‌هایی که تغییر در سال مالی نداشته‌اند.
- (۳) جزو بانک‌ها، موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، بانک‌ها و لیزینگ‌ها) نباشند، زیرا افشاهای مالی در این گونه شرکت‌ها متفاوت است.
- (۴) شرکت‌هایی که اطلاعات مالی آنها ناقص نمی‌باشد و اطلاعات آنها در دسترس است.

### انتخاب شرکت های مورد بررسی

جدول ۳-۱: نحوه نمونه‌گیری بر اساس محدودیت‌های فوق

ردیف	شرح	تعداد شرکت
۱	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۳۹۷	۴۹۴
۲	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش در بورس فعال نبوده‌اند	۱۷۱
۳	تعداد شرکت‌هایی بعد از سال ۱۳۹۰ در بورس پذیرفته شده‌اند	۴۶
۴	تعداد شرکت‌هایی که جزء هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند.	۴۶
۵	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی داده و یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نمی‌باشد	۵۴
۶	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه داشته‌اند	۲۵
۷	تعداد کل شرکت‌هایی که حذف شدند.	۳۴۲
۸	تعداد شرکت‌های عضو نمونه	۱۵۲

### الگوی رگرسیونی پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش مدل (۱) برآورد می‌شود:  
 مدل (۱):

$$Debt\_cost_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Manager\_risk_{i,t} + \beta_2 Fsize_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

جدول ۱. متغیرهای پژوهش و نحوه سنجش آنها

نام متغیر	نماد متغیر	نوع متغیر	نحوه اندازه گیری
هزینه استقراض	Debt_cost	وابسته	هزینه تامین مالی تقسیم بر جمع بدهی های شرکت در پایان سال به پیروی از پژوهش لوویس و همکاران (۲۰۱۷)
ریسک پذیری مدیریت	Manager_risk	مستقل	انحراف معیار سود پیش بینی شده توسط مدیریت و سود تحقق یافته شرکت (هرچه قدر این مقدار بالا باشد، ریسک پذیری مدیریت بالا می باشد). به پیروی از پژوهش لوویس و همکاران (۲۰۱۷)
اندازه شرکت	Fsize	کنترلی	لگاریتم طبیعی جمع دارایی های شرکت
بازده دارایی ها	ROA	کنترلی	سود خالص تقسیم بر جمع دارایی ها
رشد فروش	Growth	کنترلی	فروش سال جاری منهای فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل
اهرم مالی	LEV	کنترلی	جمع بدهی ها تقسیم بر جمع دارایی ها
عمر شرکت	Age	کنترلی	لگاریتم طبیعی تعداد سال های پس از تاسیس شرکت

جدول ۲۰ ضرایب و برآورد مدل رگرسیونی فرضیه های پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال آماره t (Prob)
ریسک پذیری مدیریت	Manager_risk	0.0779	0.0204	3.8140	0.0001
اندازه شرکت	Fsize	0.0064	0.0053	1.2030	0.2293
بازده دارایی ها	ROA	-0.0154	0.0289	-0.5327	0.5944
رشد فروش	Growth	0.0264	0.0054	4.8495	0.0000
اهرم مالی	LEV	0.0237	0.0194	1.2226	0.2218
عمر شرکت	Age	0.0017	0.0100	0.1712	0.8641
مقدار ثابت	C	-0.0348	0.0620	-0.5604	0.5753
ضریب تعیین R <sup>2</sup>	ضریب تعیین تعدیل شده R <sup>2</sup>	احتمال آماره F (Prob)	آماره F	آماره دوربین-واتسون	آماره
۰/۳۸۶۹	۰/۲۹۵۹	۰/۰۰۰۰	۴/۲۵۳۵	۲/۱۰۷۹	

فرضیه پژوهش به صورت زیر بیان شده بود:

افزایش ریسک پذیری مدیریت هزینه استقراض شرکت را افزایش می دهد.

برای آزمون این فرضیه باید به نتایج آماری متغیر ریسک پذیری مدیریت توجه شود. با توجه به مقدار و احتمال آماره t متغیر ریسک پذیری مدیریت که به ترتیب برابر با ۳/۸۱۳۹ و ۰/۰۰۰۱ است و از آنجا که این احتمال کمتر از ۰/۰۵ می باشد و با توجه به اینکه این تحقیق در سطح اطمینان ۰/۹۵ و سطح خطای ۰/۰۵ صورت می گیرد میتوان بیان نمود که ریسک پذیری مدیریت، رابطه معناداری با هزینه استقراض شرکت دارد. با توجه به ضریب این متغیر که برابر با ۰/۰۷۷۸ (علامت ضریب مثبت است) می باشد، میتوان بیان نمود که رابطه مستقیمی بین این متغیر و متغیر هزینه استقراض شرکت وجود دارد. به عبارت دیگر، فرضیه پژوهش، تایید می شود. تفسیر این یافته می تواند این چنین باشد که با افزایش ریسک پذیری مدیریت، که توسط انحراف سود پیش بینی شده توسط مدیریت و سود تحقق یافته سنجیده شده بود، اعتبار دهندگان به شرکت، نوسان سود شدیدی را برای شرکت در نظر می گیرند و با توجه به اینکه یکی از ویژگی های کیفیت سود ثابت سود می باشد، در نتیجه اعتباردهندگان برای شرکتهایی که نوسان و تغییرات سود شدیدی دارند، ریسک بالایی را در نظر گرفته و در نتیجه نرخ هزینه استقراض برای شرکت افزایش می یابد.

### پیشنهادهای حاصل از آزمون فرضیه

نتایج آزمون فرضیه تحقیق نشان داد که رابطه مستقیمی بین ریسک پذیری مدیریت و هزینه استقراض شرکت ها وجود دارد. به عبارت دیگر با افزایش ریسک پذیری مدیریت (افزایش انحراف سود پیش بینی شده توسط مدیریت و سود تحقق یافته شرکت)، هزینه استقراض شرکت ها افزایش پیدا میکند. در این راستا به سهامداران پیشنهاد می گردد که در شرکت های اقدام به سرمایه گذاری نمایند که مدیران آنها درجه ریسک پذیری کمتری را نسبت به سایر شرکت ها داشته باشند. زیرا افزایش این معیارها می تواند هزینه استقراض را افزایش داده و هزینه بیشتری را به شرکت تحمیل کرده و در نهایت ارزش متعلق و ثروت سهامداران را افزایش دهد. همچنین به سامان بورس و اوراق بهادار پیشنهاد می گردد تا سازوکاری رو تصویب نماید که شرکت ها ملزم باشند تا معیارهای مرتبط با ریسک پذیری مدیریت را هر ساله در گزارش هاس خود اعلام کرده و سهامداران بر مبنای این معیارها اقدام به سرمایه گذاری نمایند.

## منابع و مراجع

- [۱] حمیدی زاده، محمدرضا و قمی اوپلی، عاطفه، (۱۳۹۶)، تأثیر ریسک ادراک شده بر نگرش مشتریان بانکداری اینترنتی، چشم انداز مدیریت بازرگانی، شماره ۲۹، صص ۵۱-۷۱
- [۲] خالقی مقدم، حمید؛ باغومیان، رافیک، (۱۳۸۶)، رابطه ویژگی های شرکت و ساختار سرمایه، سامانه مدیریت نشریات علمی، دوره ۱۱، شماره ۴۳.
- [۳] رهنمای رودپشتی، فریدون، ناطق گلستان، احمد و یعقوب نژاد، احمد، (۱۳۹۴)، ارائه الگوی ذهنی ادراک ریسک سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی و پژوهشی دانش سرمایه گذاری، شماره ۱۳، صص ۱۹۵-۲۱۶.
- [۴] فروغی داریوش و محمدی، هاجر. (۱۳۹۰). چگونگی ارتباط تامین مالی از طریق بدهی و کیفیت سود، فصلنامه پژوهش حسابداری و حسابرسی، دوره: ۱، شماره: ۱.
- [۵] ناطق گلستان، احمد، (۱۳۹۶)، بررسی وجود اثرات ادراک ریسک در بورس اوراق بهادار تهران و تاثیر متغیرهای فصلی بر آن، فصلنامه راهبرد مدیریت مالی، دوره ۵، شماره ۳ - شماره پیاپی ۱۸، صص ۱۴۵-۱۷۰.
- [۶] نصیرزاده، فرزانه؛ صالحی، مهدی و بیگی، بهزاد (۱۳۹۴)، ویژگی های ساختاری و فرایندی هیأت مدیره و ریسک مالی: تغییر در نقدینگی - تغییر در بحران مالی، نشریه دانش حسابداری، دوره ۶، شماره ۲۲، صص ۸۱-۱۰۵.
- [7] Anderson, CW and Makhija, AK (۲۰۰۳). Deregulation, disintermediation, and agency cost of debt: evidence from Japan. *J Financ Econ*, 51:309-339.
- [8] Barth I M. and Wurgler J. (2004). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57. 1-30
- [9] Bishkek ,AN, Espinosa-Vega, MA., Frame, WS. and Miller, NH (2015). Debt maturity, risk, and asymmetric information. *J Finance*, 60:2895-2923.
- [10] Bruner E, (2010), Information Asymmetry and the Ex Ante Impact of Public Disclosure Quality on Price Efficiency and the Cost of Capital: Evidence from a Laboratory Market, Forensic, Working Paper Series 37, pp.1-57.
- [11] Chen J. and Roger S. (2014). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies. *Economic Change and Restructuring*, 11- 35
- [12] Modigliani F. and Miller M.H. (1958). The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48 (3).
- [13] Hussein . F. M and Gul Huang G. (2۰۱۱). The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17, 14- 36.
- [14] Schleifer L and Vishny S. C. (1997). Testing static trade-off against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51. 219-244.
- [15] Sitkin Pablo M.K. Pablo W.M.W. (1992). Capital Structure and Firm Characteristics: Some Evidence from Malaysian Companies. MPRA Paper #14616 .
- [16] Bromley M.J. and Schwartz E.S. (1984). Optimal Financial Policy and Firm valuation. *Journal of Finance*, 39 (3).
- [17] Durrees., K Xiao, T. and Shasha Liu, (2008), Asymmetric information, firm investment and stock prices , *China Finance Review International*. 6-33.