



The Effect of Financial Flexibility on Firms' Risk Taking with the Moderating Role of Institutional Ownership

Tahereh Sajjadirad ¹, Mohsen Hamidian ², Samaneh Eftekhari ³

1. Department of Accounting, ST.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran. T.sajjadirad@iau.ac.ir
2. Department of Accounting, ST.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran. m.hamidian1348@iau.ac.ir
3. Department of Accounting, ST.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran. samane.eftekhari@iau.ac.ir

OPEN ACCESS

Article type: Research Article

***Correspondence:**
Tahereh Sajjadirad
T.sajjadirad@iau.ac.ir

Received: July 30, 2025
Accepted: November 1, 2025
Published: Summer 2025

Citation: Sajjadirad, T., Hamidian, M. & Eftekhari, S. (2025). The Effect of Financial Flexibility on Firms' Risk Taking with the Moderating Role of Institutional Ownership. *Strategic Management Accounting*, 2(2), 99-125.

Publisher's Note: MSDS stays neutral with regard to jurisdictional claims in published material and institutional affiliations.



Copyright: © 2025 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

Abstract

In the unstable economic and financial landscape of developing markets such as Iran, where firms face financial constraints and environmental uncertainties, understanding how financial flexibility affects the risk-taking behavior of firms is essential for improving the strategic management of financial resources. This is the primary objective of the present study. Additionally, by examining the moderating role of institutional ownership in this relationship, deeper insights into the various influencing conditions are sought. This research employs a quantitative approach and multivariate regression analysis, utilizing data collected from 153 firms listed on the Tehran Stock Exchange over the years 2013 to 2023, analyzed using dynamic panel econometric techniques and EViews software. The results indicate that an increase in financial flexibility leads to a rise in firms' risk-taking, suggesting that financial flexibility can act as a strategic resource that enables firms to make riskier decisions by providing sufficient financial resources. Furthermore, it was found that institutional ownership significantly strengthens this relationship, indicating the effective supervisory role of institutional owners in the Iranian environment for optimal resource allocation to enhance risk-taking. This study provides novel insights into the role of financial flexibility and institutional ownership in risk management and offers valuable policy recommendations for stakeholders engaged in directing high-risk investments.

Keywords: Financial flexibility, firm risk-taking, institutional ownership.

JEL Classification: G32, G38, Q56.

DOI: [10.22034/smajournal.2025.538192.1102](https://doi.org/10.22034/smajournal.2025.538192.1102)

INTRODUCTION

In today's rapidly changing and highly uncertain economic environment, particularly in developing countries such as Iran, firms encounter a unique mix of financial constraints and market volatilities. These conditions heighten the necessity for intelligent financial resource management as a strategic pillar, supporting growth, resilience, and competitiveness. The recent global shocks, such as the Covid-19 pandemic, have further underlined the need for optimizing financial management to mitigate risk and exploit emerging opportunities. Within this dynamic landscape, attention has increasingly turned to the concept of financial flexibility—the capacity of firms to adjust their financial policies, access capital under favorable terms, and ultimately respond swiftly to unforeseen shocks or investment prospects. Despite its critical importance, the relationship between financial flexibility and risk-taking, especially in emerging markets facing structural constraints like Iran, remains under-researched. Previous studies in other contexts ([Gamba & Triantis, 2008](#); [Bagh et al., 2025](#)) emphasize the strategic value of financial flexibility in fostering competitive advantage and enabling companies to engage in higher-risk, higher-reward projects. However, the mechanisms and outcomes of this relationship within the context of Iranian listed firms, which face pervasive uncertainty and limited access to external finance, have not been systematically explored. Furthermore, emerging literature highlights that the impact of financial flexibility on corporate risk-taking may be significantly influenced by institutional ownership—the shareholding of entities such as mutual funds, pension funds, insurance companies, and other institutional investors. These institutions, through their enhanced monitoring and governance capabilities, can alter managerial risk preferences and resource allocation decisions, moderating the effect of financial flexibility on risk behavior. By examining both the direct and moderating roles of institutional ownership, this study aims to provide a more nuanced understanding of the antecedents to firm risk-taking in a volatile institutional and market environment.

METHODOLOGY

The overarching objective of this study is to investigate how financial flexibility affects firms' risk-taking, and how this relationship is moderated by the presence of institutional owners, relying on evidence from companies listed on the Tehran Stock Exchange over a recent decade (2013–2023). Concretely, the study seeks to answer:

1. Does increased financial flexibility translate into greater corporate risk-taking?
2. Does institutional ownership strengthen or weaken this relationship in the Iranian context?

Drawing on theoretical frameworks and empirical precedents, the following hypotheses are articulated:

- Hypothesis 1: Financial flexibility has a significant effect on firms' risk-taking.
- Hypothesis 2: Institutional ownership moderates the effect of financial flexibility on risk-taking, amplifying or dampening it depending on ownership structure.

To address these questions, the study adopts a quantitative, empirical approach. Data were collected from 153 non-financial firms listed on the Tehran Stock Exchange across 11 years (2013–2023). The study utilizes a dynamic panel data methodology with multivariate regression models estimated via the Generalized Method of Moments (GMM), implemented in EViews 12. This econometric approach helps mitigate concerns about endogeneity, a common problem in studies of dynamic relationships and panel datasets.

RESULTS

These findings have multifaceted theoretical and practical implications:

Strategic Financial Management: The results validate the notion of financial flexibility as a strategic asset, especially vital in emerging markets where resource constraints and shocks are common. Flexible firms can better respond to opportunities for growth and innovation by selectively engaging in higher-risk projects.

The Role of Institutional Investors: While institutional investors typically promote conservative governance to mitigate agency problems, in conjunction with financial flexibility, they not only safeguard against imprudent risk but also enable management to pursue high-risk, high-return projects when well-justified. This dual role highlights the sophistication of institutional investors in both monitoring and enabling value-creating risk-taking.

Dynamic Risk Behavior: The lagged, negative coefficient of prior risk-taking underscores behavioral persistence and conservatism—firms that engaged in high risk in the previous period show a tendency to moderate risk subsequently, reflecting learning or risk aversion over time.

CONCLUSION

In summary, this study provides robust evidence that financial flexibility facilitates risk-taking among Iranian listed firms, and that the presence of strong institutional ownership magnifies this strategic effect. The findings contribute novel insights to both the financial management literature and the practice of corporate governance in volatile, developing market environments. The results underscore the need for an integrated approach to financial policy and ownership structure to support effective and value-enhancing corporate risk management.

Contribution of Authors

All authors participated in the process of writing the article, collecting data, and analyzing it.

Ethical Approval

All stages of the research were conducted with the informed consent of the participants, and their information will remain confidential.

Sponsor

This research did not receive any financial support from any specific organization or institution.

Conflict of Interest

No conflict of interest has been declared by the authors

Acknowledgements

We would like to thank all the professors who accompanied us in conducting the research.



تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها با نقش تعدیلی مالکیت نهادی

طاهره سجادی راد^{۱*}، محسن حمیدیان^۲، سمانه افتخاری^۳

۱. گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. T.sajadirad@iau.ac.ir

۲. گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. m.hamidian1348@iau.ac.ir

۳. گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. samane.eftekhari@iau.ac.ir

چکیده

در چشم‌انداز اقتصادی و مالی ناپایدار بازارهای در حال توسعه مانند ایران که شرکت‌ها با محدودیت‌های مالی و نااطمینانی‌های محیطی مواجه هستند، به منظور بهبود مدیریت استراتژیک منابع مالی، درک چگونگی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌ها ضروری است که هدف اصلی این پژوهش است. بعلاوه، تلاش شده است با بررسی نقش تعدیلی مالکیت نهادی بر این رابطه، بینش عمیق‌تری در مورد شرایط مختلف اثرگذار ایجاد شود. پژوهش حاضر با رویکرد کمی و تحلیل رگرسیون چند متغیره انجام شده و داده‌های گردآوری شده از ۱۵۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲ با تکنیک اقتصادسنجی پانل پویا و نرم‌افزار ایویوز تحلیل شدند. نتایج نشان داد با افزایش انعطاف‌پذیری مالی، ریسک‌پذیری شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد که نشان می‌دهد انعطاف‌پذیری مالی می‌تواند به‌عنوان یک منبع استراتژیک عمل کند و با فراهم کردن منابع مالی کافی، شرکت‌ها را قادر به اتخاذ تصمیمات ریسکی‌تر نماید. همچنین، مشخص شد مالکیت نهادی این رابطه را به طور معناداری تقویت می‌کند که حاکی از نقش نظارتی موثر مالکان نهادی در محیط ایران برای تخصیص بهینه منابع به منظور ریسک‌پذیری است. این مطالعه بینش‌های نوینی درباره نقش انعطاف‌پذیری مالی و مالکیت نهادی در مدیریت ریسک ارائه می‌دهد و توصیه‌های سیاستی ارزشمندی برای ذینفعانی که در حال هدایت سرمایه‌گذاری‌های با ریسک بالا هستند، فراهم می‌آورد.

واژگان کلیدی: انعطاف‌پذیری مالی، ریسک‌پذیری شرکت‌ها، مالکیت

نهادی. حسابداری

طبقه‌بندی موضوعی: G32, G38, Q56

DOI: [10.22034/smajournal.2025.538192.1102](https://doi.org/10.22034/smajournal.2025.538192.1102)

دسترسی آزاد

نوع مقاله: مقاله پژوهشی

نویسنده مسئول:

طاهره سجادی راد

T.sajadirad@iau.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۵/۸

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۸/۱۰

تاریخ انتشار: تابستان ۱۴۰۴

استناد: سجادی راد، طاهره؛ حمیدیان،

محسن و افتخاری، سمانه. (۱۴۰۴). تأثیر

انعطاف‌پذیری مالی بر ریسک‌پذیری

شرکت‌ها با نقش تعدیلی مالکیت

نهادی. *فصلنامه حسابداری مدیریت*

راهبردی، ۲(۲)، ۹۹-۱۲۵.

یادداشت ناشر: MSDS در خصوص

ادعاهای قضایی در مطالب منتشرشده و

وابستگی‌های سازمانی بی‌طرف می‌ماند.



کپی‌رایت: © 2025 by the authors

Submitted for possible open

access publication under the

terms and conditions of the

Creative Commons Attribution

(CC BY) license

(<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

مقدمه

در عصر حاضر، بنگاه‌های تجاری به ویژه در کشورهای در حال توسعه با چالش‌های پیچیده‌ای همچون نوسانات اقتصادی، بی‌ثباتی محیطی و تحولات نظارتی و مقرراتی روبه‌رو هستند که لزوم مدیریت هوشمندانه منابع مالی را بیش از پیش آشکار می‌سازد. این مدیریت کارآمد، نقش تعیین‌کننده‌ای در توانایی سازمان‌ها برای مقابله با تهدیدها، بهره‌برداری از فرصت‌ها و تضمین پایداری رشد و جایگاه رقابتی آن‌ها در بلندمدت دارد (Tang & Chang, 2024). همچنین، پیامدهای بحران همه‌گیری کووید-۱۹ بر اهمیت مدیریت بهینه منابع مالی در شرایط پرنوسان تأکید می‌کند. پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهند که انعطاف‌پذیری مالی تأثیر بسزایی در انتخاب‌های راهبردی بنگاه‌ها داشته و در کسب برتری رقابتی مؤثر است (Marchica & Mura, 2010; Denis, 2011). پژوهش‌های جدیدتر نیز این مفهوم را بسط داده و بر به‌کارگیری فعال منابع مالی در مواجهه با بحران‌های غیرمنتظره، نظیر شوک‌های مالی و قابلیت سازمان‌ها برای انطباق و کاهش ناطمینانی‌های محیطی تمرکز کرده‌اند.

در زمینه تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تمایل به ریسک‌پذیری شرکت‌ها در اقتصاد ایران، که با ناطمینانی‌های محیطی و محدودیت‌های مالی گسترده مواجه است و مدیریت راهبردی منابع مالی در آن از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است، خلأ پژوهشی وجود دارد و مطالعات پیشین به این موضوع نپرداخته‌اند. در حالی که برخی پژوهش‌های بین‌المللی، همچون مطالعات (Gamba & Triantis, 2008) و (Bagh et al, 2024) بر اهمیت حیاتی انعطاف‌پذیری مالی در تصمیمات ریسک‌پذیری شرکت‌ها تأکید کرده‌اند.

در برخی بازارهای نوظهور مشابه ایران، از جمله ترکیه و هند، پژوهش‌های متعددی انجام شده که می‌تواند تصویر دقیق‌تری از نقش انعطاف‌پذیری مالی و مالکیت نهادی ارائه کند. در ترکیه، (Arslan-Ayaydin et al, 2014) نشان دادند که انعطاف‌پذیری مالی در دوران بحران‌های مالی، نقش کلیدی در توان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ایفا می‌کند و این اثر زمانی پررنگ‌تر است که شرکت‌ها دسترسی محدودی به منابع خارجی دارند. این پژوهش تأکید می‌کند که وجود ظرفیت بدهی استفاده‌نشده و ذخایر نقدی کافی، امکان ورود به پروژه‌های پرریسک با بازده بالقوه بالا را فراهم می‌آورد. در هند نیز یافته‌های (Bagh et al, 2024) بیانگر آن است که انعطاف‌پذیری مالی، به‌ویژه در صنایع سرمایه‌بر، اثر مستقیمی بر افزایش سطح ریسک‌پذیری دارد و سرمایه‌گذاری مؤثر می‌تواند نقش میانجی در این فرآیند ایفا کند. این مطالعه همچنین نشان می‌دهد که مالکیت نهادی می‌تواند با کاهش مشکلات نمایندگی، مدیریت منابع مالی را بهبود بخشد و گرایش شرکت‌ها به ریسک‌پذیری را تقویت کند. شواهد هر دو کشور حاکی از آن است که در بازارهای نوظهور با نهادهای نظارتی در حال توسعه، سیاست‌های مالی محتاطانه همراه با ذخایر نقدی و ظرفیت بدهی بهینه می‌تواند تعادل مناسبی میان تاب‌آوری مالی و استفاده از فرصت‌های پرریسک ایجاد کند. این نتایج با چارچوب نظری پژوهش حاضر همسو بوده و اهمیت توجه به شرایط نهادی و بافت اقتصادی هر کشور را در تحلیل رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و ریسک‌پذیری نشان می‌دهد.

از این رو، پژوهش حاضر با هدف پر کردن این شکاف علمی، به بررسی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر ریسک‌پذیری با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است.

ریسک‌پذیری شرکتی که برای انطباق با تحولات بازار و ارتقای رقابت‌پذیری ضروری است، صرفاً به تمایل مدیریت بستگی ندارد، بلکه به ظرفیت‌های مالی شرکت نیز وابسته است (Smaja et al, 2023). ورود آگاهانه به عرصه ریسک‌پذیری برای شرکت‌ها الزامی است تا بتوانند با پویایی‌های بازار همگام شوند، جایگاه رقابتی خود را تقویت کنند

و فرصت‌های سودآور را شناسایی نمایند (Acharya et al, 2011). با این وجود، مدیران غالباً با موانعی نظیر مشکلات نمایندگی و تنگناهای مالی مواجه می‌شوند که پیگیری پروژه‌های سرمایه‌گذاری پرریسک اما سودآور را برای آن‌ها دشوار می‌سازد (John et al, 2008). اگرچه توسعه پایدار سازمان‌ها بر پایه ریسک‌پذیری استوار است، اما واقعیت این است که برخی شرکت‌ها ممکن است به دلیل پذیرش ریسک‌های غیرمحاسبه‌شده با ورشکستگی روبه‌رو شوند. از این رو، در مدیریت راهبردی و برنامه‌ریزی بلندمدت اقتصادی، شناسایی عوامل مؤثر بر سطح ریسک‌پذیری سازمان‌ها و چگونگی تأثیر این عوامل، از اهمیت بالایی برخوردار است (Naghdi et al, 2025).

یکی از شاخص‌های کلیدی انعطاف‌پذیری مالی، توانایی شرکت در جذب سرمایه جدید است. این ویژگی در شرایط بی‌ثباتی بازارها به سازمان‌ها اجازه می‌دهد تا به رشد خود ادامه دهند، درآمدها را افزایش دهند و کنترل مالی خود را حفظ کنند (Garavand & Heydarpour, 2025). این قابلیت که دسترسی به منابع مالی را با حداقل هزینه فراهم می‌کند، به شرکت‌ها کمک می‌کند تا به‌موقع با شرایط متغیر سازگار شوند. شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی بهتر می‌توانند در برابر رکودهای اقتصادی مقاومت کنند و از فرصت‌های رشد پیش‌رو بهره‌برداری نمایند (Arslan-Ayaydin et al, 2014). بنابراین، می‌توان استدلال کرد که انعطاف‌پذیری مالی یک دارایی راهبردی و انطباق‌پذیر، بستری مناسب برای تصمیم‌گیری‌های ریسک‌پذیر فراهم می‌کند.

همچنین، این پژوهش با بررسی نقش تعدیل‌کننده مالکیت نهادی در رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و ریسک‌پذیری شرکت‌ها، در پی درک بهتر شرایط تنظیم‌کننده این ارتباط است (Ahmadi Farsani et al, 2025). نهادها نقش محوری در نظارت بر حکمرانی شرکتی ایفا می‌کنند (Schmidt & Fahlenbrach, 2017). مالکیت نهادی به نظارت نهادهایی مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و صندوق‌های بازنشستگی اشاره دارد که سهام یک شرکت را در اختیار دارند (Connelly et al, 2010). این نهادها به دلیل دسترسی سریع‌تر به اطلاعات شرکت‌ها، تأثیر قابل‌توجهی بر تصمیمات سازمانی داشته و هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهند (Rashid et al, 2018). این ساختار مالکیتی بر انتخاب‌های راهبردی و جهت‌گیری مالی شرکت‌ها اثرگذار است. با توجه به نفوذ مالکان نهادی، آن‌ها می‌توانند عاملی تعدیل‌کننده، نحوه تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها را تنظیم کنند. نظارت نهادی به شرکت‌ها کمک می‌کند تا تصمیمات مالی بهینه‌تری اتخاذ کرده و از مزایای دسترسی به اطلاعات و منابع مالی بهره‌مند شوند. در نتیجه، تبیین نقش مالکیت نهادی می‌تواند روابط پیچیده بین انعطاف‌پذیری مالی، ریسک‌پذیری و حکمرانی شرکتی را روشن‌تر سازد.

دستاورد نظری این پژوهش در این است که بر اهمیت انعطاف‌پذیری مالی در افزایش تاب‌آوری و انطباق‌پذیری راهبردی شرکت‌ها، به ویژه در محیط‌های پرنوسان بازارهای در حال توسعه تأکید دارد. همچنین، مالکیت نهادی را به عنوان عامل کلیدی تقویت‌کننده رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و ریسک‌پذیری معرفی می‌کند. درک چگونگی تأثیر ساختار مالکیت بر تخصیص بهینه منابع مالی و تقویت انعطاف‌پذیری، بینش ارزشمندی برای بهینه‌سازی تصمیمات ریسک‌پذیر در اختیار سازمان‌ها قرار می‌دهد. علاوه بر این، با توجه به تحولات سریع مالی و رشد اقتصادی در بازارهای نوظهور، شناخت تعامل پیچیده بین انعطاف‌پذیری مالی و ریسک‌پذیری شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاران، که به دنبال مدیریت ریسک و شناسایی فرصت‌ها هستند، حائز اهمیت است. این یافته‌ها می‌تواند برای مدیران، سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران در راستای ایجاد محیطی پویا و مقاوم در اقتصادهای در حال توسعه مفید واقع شود.

باقی مانده این مقاله به صورت زیر ساختار بندی شده است. بخش دوم به مبانی نظری و پیشینه پژوهش اختصاص دارد. بخش سوم روش شناسی پژوهش، شامل معرفی متغیرها، مدل های رگرسیونی و روش های جمع آوری و تحلیل داده ها را پوشش می دهد. بخش چهارم یافته های تجربی را ارائه می کند و در نهایت، بخش پنجم به جمع بندی نتایج کلیدی، پیشنهادهای کاربردی و جهت گیری های آتی پژوهشی می پردازد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

➤ انعطاف پذیری مالی و ریسک پذیری شرکت ها

در فضای رقابتی امروز، تمایل به ریسک پذیری شرکتی به معنای آمادگی سازمان ها برای اتخاذ تصمیماتی است که ممکن است هم فرصت ها و هم تهدیدهایی به همراه داشته باشد. این ویژگی، جزئی جدایی ناپذیر از فرآیند تصمیم گیری های راهبردی محسوب می شود. شرکت هایی که تمایل به ریسک پذیری دارند، معمولاً منابع قابل توجهی را به پروژه های پرابهام و پرریسک اختصاص می دهند. در این میان، انعطاف پذیری مالی به عنوان عاملی کلیدی شناخته می شود و ممکن است سطح ریسک پذیری بنگاه ها را تحت تأثیر قرار دهد. برخی از پژوهش ها از جمله (Gamba and Triantis, 2008)، بر نقش محوری این عامل در تصمیمات ریسک محور شرکتی تأکید کرده اند. (Diez-Esteban et al, 2017) در پژوهش خود نشان داده اند که ریسک پذیری شرکتی در حقیقت تصمیم آگاهانه سازمان ها برای مواجهه با شرایط نامطمئن در راستای تحقق اهداف راهبردی است که میزان آن مستقیماً به سطح پذیرش ریسک و جهت گیری های کلان شرکت وابسته است. در همین راستا، (Liu and Chang, 2020) تأکید می کنند که تداوم رویکردهای ریسک پذیر در غیاب پشتوانه های مالی کافی برای بنگاه ها امری دشوار و در بسیاری موارد غیر ممکن است، چرا که اجرای پایدار چنین راهبردهایی نیازمند وجود منابع مالی قابل توجه است.

ریسک پذیری موفق مستلزم انجام ارزیابی های دقیق، برنامه ریزی راهبردی و مدیریت کارآمد ریسک هاست تا بتوان ضمن بهره برداری از فرصت های موجود، پیامدهای منفی بالقوه را به حداقل رساند. انعطاف پذیری مالی معمولاً از طریق ظرفیت بدهی و ذخایر نقدی مشخص می شود. حفظ ذخایر نقدی کافی، توانایی شرکت را برای مقابله با شوک های غیرمنتظره افزایش می دهد (Denis & McKeon, 2012). این مفهوم در واقع بیانگر قابلیت سازمان در حفظ ثبات و انطباق پذیری در شرایط نامطمئن است (Islam et al, 2019). همچنین، توانایی شرکت در تأمین مالی از طریق ظرفیت بدهی استفاده نشده (Chang & Wu, 2021)، می تواند تمایل به ریسک پذیری را افزایش دهد. تجربه کشورهای توسعه یافته نشان می دهد که انعطاف پذیری مالی متعادل می تواند دسترسی به سرمایه را تسهیل، مدیریت ریسک را بهبود و فرصت های سرمایه گذاری مطلوب را فراهم کند. (Gu & Yuan, 2020). (Hanjra et al, 2024) در تحلیل خود به این نتیجه رسیده اند که انعطاف پذیری مالی به عنوان بخش جدایی ناپذیر فرآیند تصمیم گیری های مالی عمل می کند، چرا که این ویژگی به شرکت ها امکان می دهد تا هم ظرفیت استفاده از ابزارهای بدهی و هم توانایی جذب منابع مالی در دوره های آتی را حفظ نمایند. بر این اساس، پژوهشگران معتقدند انعطاف پذیری مالی از طریق ظرفیت بدهی، تضمین دسترسی به منابع مالی آینده، افزایش قدرت رقابتی و ایجاد ثبات در موقعیت بازار، نقش محوری در فرآیند تصمیم گیری های مالی ایفا می کند. (Kuo et al, 2021) نیز در پژوهش خود به این نتیجه رسیده اند که میزان تمایل

شرکت‌ها به مشارکت در پروژه‌های پرریسک ارتباط مستقیمی با حجم منابع در دسترس و قابلیت‌های آن‌ها در تأمین مالی آتی دارد. این یافته‌ها به وضوح نشان می‌دهد که وجود زیرساخت مالی مناسب پیش شرط اساسی برای اتخاذ تصمیمات ریسک‌پذیر به شمار می‌رود. اگرچه برخی پژوهش‌ها مانند مطالعه (Bagh et al, 2024) و (Zhang and Geng, 2018) رابطه مثبت بین انعطاف‌پذیری مالی و ریسک‌پذیری را تأیید می‌کنند، اما یافته‌های دیگر مانند (Chang & Wu, 2021) در دوران همه‌گیری کووید-۱۹ رابطه U شکل و مطالعه (Minh & Wen, 2022) رابطه منفی را گزارش کرده‌اند. این تناقض‌ها لزوم بررسی بیشتر این موضوع، به ویژه در بازارهای در حال توسعه را نشان می‌دهد. در این اقتصادها که با نااطمینانی‌های محیطی و محدودیت‌های مالی شدیدتری مواجهند، درک این رابطه از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. بنابراین، با توجه به مباحث فوق و پیشینه پژوهش، فرضیه اول به صورت زیر پیشنهاد می‌شود:

فرضیه اول: انعطاف‌پذیری مالی تأثیر معناداری بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها دارد.

➤ نقش تعدیلی مالکیت نهادی

مالکیت نهادی نقش کلیدی در شکل‌دهی به حاکمیت شرکتی و کاهش هزینه‌های نمایندگی دارد که به‌طور مستقیم بر ریسک‌پذیری شرکتی تأثیر می‌گذارد. مالکان نهادی با توانایی خود در تأثیرگذاری بر انتصابات هیئت‌مدیره و تصمیمات کلان شرکتی، منافع مدیریت را با منافع سهامداران هم‌راستا می‌کنند و منجر به بهبود عملکرد مالی می‌شوند (Kabir et al, 2020; Cheong et al, 2021). مالکان نهادی با سهام و منابع قابل توجه خود، نسبت به سهامداران فردی، وضعیت بهتری برای نظارت بر مدیریت و کاهش تضادهای نمایندگی دارند (Lin & Fu, 2017). این نظارت می‌تواند منجر به تصمیم‌گیری بهتر، به‌ویژه در مورد استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، باشد (Bose et al, 2018; Rashid, 2020). نظریه سرپرستی پیشنهاد می‌دهد که مالکیت نهادی می‌تواند اهداف مدیریتی را با اهداف سهامداران هم‌راستا کند و تضادهای نمایندگی را کاهش داده و تصمیم‌گیری را بهبود بخشد (Aluchna et al, 2022; Wang & Lu, 2024). برعکس، نظریه نمایندگی تأکید می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است رفتار ریسک‌پذیری مدیران را با ارائه نظارت و حاکمیت تحت تأثیر قرار دهند، که بسته به شدت نظارت و افق سرمایه‌گذاری آن‌ها، می‌تواند به کاهش یا افزایش ریسک‌پذیری منجر شود. بنابراین، استدلال می‌شود سطوح بالاتر مالکیت نهادی می‌تواند بر چگونگی تبدیل انعطاف‌پذیری مالی به ریسک‌پذیری تأثیرگذار باشد و این رابطه را تعدیل کند. (Gillan & Starks, 2003) پیشنهاد می‌کنند که افزایش سرمایه‌گذاران نهادی نظارت بهتری بر رفتار مدیریتی فراهم کرده است.

مطالعات دیگری (Ali & Tauni, 2021; Alkaran, 2023) نشان می‌دهند که ساختارهای مالکیتی، به‌ویژه مالکیت نهادی، می‌توانند نقش محوری در تأثیرگذاری بر انگیزه‌های ریسک‌پذیری مدیریتی ایفا کنند. به‌طور خاص، تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر ریسک‌پذیری شرکتی ممکن است در شرکت‌هایی با سطوح بالاتر مالکیت نهادی قوی‌تر باشد، زیرا این سرمایه‌گذاران احتمالاً از تلاش‌های ریسک‌پذیری استراتژیک حمایت می‌کنند. برعکس، در شرکت‌هایی با سطوح پایین‌تر مالکیت نهادی، تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر ریسک‌پذیری شرکتی ممکن است کمتر باشد، زیرا عدم وجود نظارت قوی خارجی ممکن است به ریسک‌پذیری بیش از حد یا استراتژی‌های بیش از حد محتاط منجر شود. (Bagh et al, 2024) دریافته‌اند که مالکیت نهادی رابطه مثبت بین انعطاف‌پذیری مالی و ریسک‌پذیری شرکت را تقویت

می‌کند؛ بنابراین، با توجه به استدلال‌های فوق و پیشینه پژوهش فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر پیشنهاد می‌شود:

فرضیه دوم: مالکیت نهادی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها را تعدیل می‌کند.

روش پژوهش

روش اجرای پژوهش تحلیل رگرسیون چندمتغیره با تکنیک‌های اقتصادسنجی است و برای آزمون فرضیه‌ها و پیاده‌سازی تکنیک‌های اقتصادسنجی نیز از نرم‌افزار ایویوز نسخه ۱۲ استفاده شده است.

○ جامعه آماری

جامعه آماری هدف کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲ است. طبق گزارش عملکرد سالانه هیئت پذیرش بورس تهران، در پایان سال ۱۴۰۲ تعداد ۳۸۶ شرکت در ۴۰ صنعت در بورس اوراق بهادار تهران فعال بوده‌اند (این تعداد فقط مربوط به شرکت‌های بورسی است و شرکت‌های فرابورس را شامل نمی‌شود).

از بین این جامعه آماری، بر اساس معیارهای غربال‌گری شامل: (۱) غیرمالی بودن شرکت (حذف بانک‌ها، بیمه‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری)، (۲) در دسترس بودن اطلاعات کامل متغیرها طی کل دوره ۱۳۹۲-۱۴۰۲، (۳) یکسان بودن تاریخ پایان سال مالی (۲۹ اسفند)، (۴) عدم تغییر سال مالی یا توقف طولانی مدت نماد، و (۵) فعالیت مستمر در بورس طی دوره مورد بررسی، تعداد ۱۵۳ شرکت غیرمالی به عنوان نمونه نهایی انتخاب شدند.

○ مدل‌های تجربی برای آزمون فرضیه‌ها

رگرسیون مورد نظر برای آزمون فرضیه اول به صورت مدل ۱ است.

$$FRT_{it} = \beta_0 + \beta_1 FRT_{it-1} + \beta_2 FF_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 CF_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 BIG_{it} + \beta_8 MB_{it} + \beta_9 SALEG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

رگرسیون مورد نظر برای آزمون فرضیه دوم نیز به صورت مدل ۲ است.

$$FRT_{it} = \beta_0 + \beta_1 FRT_{it-1} + \beta_2 FF_{it} + \beta_3 INO_{it} + \beta_4 FF_{it} \times INO_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 CF_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} MB_{it} + \beta_{11} SALEG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

در این مدل‌ها، FRT نماد ریسک‌پذیری و متغیر وابسته است. FF نماد انعطاف‌پذیری مالی و متغیر مستقل است. INO نماد کارایی سرمایه‌گذاری و متغیر تعدیلگر است. سایر متغیرها نیز متغیرهای کنترلی و به این شرح هستند: SIZE نماد اندازه شرکت؛ LEV نماد اهرم مالی شرکت؛ CF نماد جریان نقد عملیاتی؛ AGE نماد عمر شرکت؛ BIG نماد اندازه موسسه حسابرسی؛ MB نماد فرصت رشد و SALEG نماد رشد فروش هستند. همچنین، i نماد شرکت‌های جامعه آماری؛ t نماد سال‌های آماری مورد بررسی؛ β نماد ضرایب و ε نماد پسماندهای مدل هستند.

با توجه به اینکه نگرانی‌های مربوط به درون‌زایی وجود دارد، از تکنیک اقتصادسنجی گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM)^۱ برای برآورد مدل‌های رگرسیونی استفاده شده است. مشکل درون‌زایی در رگرسیون زمانی رخ می‌دهد که تغییرات در متغیر وابسته می‌تواند بر متغیر مستقل تأثیر بگذارد و این رابطه متقابل می‌تواند منجر به برآورد نادرست و سوگیری در نتایج شود. برای رفع این مشکل، معمولاً از روش‌هایی مانند استفاده از متغیرهای ابزاری یا روش‌های تخمین‌زنی پیشرفته مانند GMM استفاده می‌شود. در تخمین GMM، متغیر وابسته با تأخیر به عنوان متغیر توضیحی در مدل وارد می‌شود. دلیل این کار نشان دادن این واقعیت است که رفتار فعلی شرکت‌ها در خصوص ریسک‌پذیری، بر اساس اطلاعات گذشته می‌باشد. روش گشتاور تعمیم‌یافته یکی از روش‌های برآورد پارامترهای مدل در رهیافت داده‌های تابلویی پویا می‌باشد. این روش اثرات تعدیل‌پویای متغیر وابسته را در نظر می‌گیرد. مدل‌های پویا در این سری از داده‌ها، این امکان را فراهم می‌آورند که پویایی روابط از این طریق بهتر درک شود. در مدل‌های اقتصادسنجی رابطه پویایی از طریق وارد شدن وقفه یا وقفه‌هایی از متغیر وابسته به منزله متغیر توضیحی در مدل مشخص می‌شوند. نکته درخور توجه در این مدل‌ها این است که حتی اگر ضریب وقفه متغیر وابسته چندان مورد نظر و مهم نباشد، حضور این متغیر سبب خواهد شد که ضرایب سایر متغیرها به درستی برآورد شوند. این روش دارای دو آزمون مهم آرانو و باند^۲ و سارگان^۳ می‌باشد.

○ نحوه اندازه‌گیری متغیرها

ریسک‌پذیری شرکتی: به پیروی از پژوهش‌های قبلی از جمله (Li et al, 2021) و (Bagh et al, 2024) از انحراف معیار نرخ بازده دارایی‌ها در طی ۳ سال از سال t-2 تا سال t به عنوان معیاری برای ریسک‌پذیری شرکت استفاده شده است. نرخ بازده دارایی برابر با نسبت سود خالص به کل دارایی است. معادله ۳ برای کمی‌سازی ریسک‌پذیری به کار می‌رود.

$$FRT_{it} = \frac{\sqrt{\sum_{i=1}^n (ROA_i - \bar{X})^2}}{n} \quad (3)$$

جاییکه n تعداد مشاهدات (در اینجا سه مشاهده برای هر سال)، ROA_i نرخ بازده دارایی برای هر سال، \bar{X} میانگین نرخ بازده دارایی است.

انعطاف‌پذیری مالی: محاسبه انعطاف‌پذیری مالی بر اساس معادله ۴ شامل دو مولفه انعطاف‌پذیری نقدی (CF) و انعطاف‌پذیری بدهی (DF) است (Hao et al, 2022).

$$FF_{it} = 0.58 \times CF_{it} + 0.42 \times DF_{it} \quad (4)$$

انعطاف‌پذیری نقدی (CF) توانایی شرکت را در استفاده از منابع داخلی ارزیابی می‌کند و به صورت زیر محاسبه شده است:

1. Generalized Method of Moments

2. Arellano & Bond

3. Sargan

$$CF = \frac{\text{سرمایه گذاری کوتاه مدت} + \text{موجودی نقد}}{\text{کل دارایی}}$$

از سوی دیگر، انعطاف پذیری بدهی (DF) دسترسی شرکت به منابع مالی خارجی را ارزیابی می کند و به صورت زیر محاسبه شده است:

$$DF = 1 - \left(\frac{\text{کل بدهی}}{\text{کل دارایی}} \right)$$

استفاده از این دو مؤلفه این امکان را می دهد که تصویر جامع تری از وضعیت انعطاف پذیری مالی شرکت ها ارائه شود. انعطاف پذیری نقدی نشان می دهد که شرکت تا چه حد می تواند از منابع نقدی داخلی خود بهره برداری کند، در حالی که انعطاف پذیری بدهی نشان دهنده توانایی شرکت در جذب منابع مالی خارجی است. این دو مؤلفه در مجموع تصویر دقیقی از توانایی مالی شرکت ها در مواجهه با عدم قطعیت ها و فرصت های سرمایه گذاری فراهم می کنند.

لازم به ذکر است که برای بررسی پایداری نتایج، در پژوهش های آتی می توان از شاخص های جایگزین انعطاف پذیری مالی مانند شاخص Bates (Bates Index) استفاده کرد که ابعاد بیشتری از توانایی شرکت در انطباق مالی را پوشش می دهد.

مالکیت نهادی: این متغیر برابر است با سهام در اختیار سهامداران نهادی شامل بانک ها، بیمه ها، صندوق های سرمایه گذاری و بازنشستگی و سایر نهادهای دولتی از جمله سازمان تامین اجتماعی و بنیاد مستضعفان که از ترکیب سهامداران شرکت در اطلاعیه های سایت کدال استخراج شده است.

متغیرهای کنترلی: در یک مدل رگرسیونی، استفاده از متغیرهای کنترلی به این دلیل است که این متغیرها می توانند تأثیرات دیگر عوامل را بر متغیر وابسته کنترل کنند. با افزودن این متغیرها، می توان تأثیر واقعی متغیر مستقل را بر متغیر وابسته بهتر شناسایی کرد و از اثرات مخدوش کننده سایر عوامل جلوگیری کرد، که به افزایش دقت و اعتبار نتایج کمک می کند. واضح است که عواملی از جمله ویژگی های خاص شرکت ها به ریسک پذیری شرکت کمک می کنند؛ بنابراین، مجموعه ای از متغیرهای کنترلی برای کنترل کردن این ویژگی های خاص شرکت ها نیز در مدل رگرسیونی در نظر گرفته شده است که با توجه به پژوهش های قبلی ([Tran, 2020](#); [Kuo et al, 2021](#); [Chang & Wu, 2021](#); [Bagh et al, 2024](#)) در نظر گرفته شده اند. نحوه اندازه گیری این متغیرهای کنترلی به شرح زیر است:

اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی کل دارایی شرکت؛

اهرم مالی شرکت: نسبت کل بدهی به کل دارایی؛

جریان نقد عملیاتی: نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی؛

عمر شرکت: لگاریتم طبیعی تعداد سال های فعالیت شرکت از زمان تاسیس آن؛

اندازه موسسه حسابرسی: اگر شرکت توسط سازمان حسابرسی یا مفید راهبر به عنوان موسسان حسابرسی بزرگ در ایران، حسابرسی شده باشد، ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر می گیرد؛

فرصت رشد: نسبت مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی به کل دارایی؛
 رشد فروش (SALE_{it}): فروش سال t منهای فروش سال t-1 تقسیم بر فروش سال t-1.
 نااطمینانی اقتصادی: به منظور کنترل اثرات محیط کلان اقتصادی بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها، از شاخص نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی ایران (Economic Policy Uncertainty – EPU) استفاده شده است. این شاخص بر اساس روش (Baker et al., 2016) و داده‌های منتشر شده توسط پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی استخراج گردیده و بیانگر میزان بی‌ثباتی و پیش‌بینی‌ناپذیری سیاست‌های اقتصادی در کشور در هر سال مالی است. مقادیر شاخص ماهانه به میانگین سالانه تبدیل شده و مطابق با سال مالی شرکت‌ها در مدل‌ها به کار گرفته شده‌اند. انتظار می‌رود که سطوح بالاتر نااطمینانی اقتصادی، با افزایش ریسک‌های محیطی، رفتار ریسک‌گریز یا ریسک‌جوی مدیران را تحت تأثیر قرار دهد.
 کیفیت حسابرسی: به جای استفاده از اندازه موسسه حسابرسی، در این پژوهش از معیار کیفیت حسابرسی به عنوان شاخص دقیق‌تر حاکمیت شرکتی بهره گرفته شده است. کیفیت حسابرسی (AUDQ) بر اساس تخصص صنعت محور حسابرس (Industry Specialist Auditor) اندازه‌گیری شده است؛ به این معنا که اگر حسابرس، سهم قابل توجهی از بازار حسابرسی در صنعت مربوطه را در اختیار داشته باشد، متغیر برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود. این شاخص نمایانگر توانایی حسابرس در شناسایی و گزارشگری دقیق‌تر ابهامات و ریسک‌های مالی بوده و می‌تواند بر تصمیمات ریسک‌پذیر مدیریت اثرگذار باشد.
 با افزودن این دو متغیر کنترلی به مدل‌های تحقیق، احتمال تورش ناشی از متغیرهای حذف شده کاهش یافته و دقت برآورد اثرات اصلی (انعطاف‌پذیری مالی و مالکیت نهادی) بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها افزایش می‌یابد.

یافته‌های پژوهش

❖ آمار توصیفی

در ابتدای فرآیند تحلیل داده‌ها، آمار توصیفی ارائه شده است که یافته‌های مربوط به آن در جدول ۱ قابل مشاهده می‌باشد. شایان ذکر است که به منظور حفظ اعتبار نتایج و جلوگیری از هرگونه انحراف در یافته‌ها، داده‌های پرت و دورافتاده موجود در صدک‌های ۱ و ۹۹ مورد اصلاح قرار گرفته‌اند. این فرآیند که تحت عنوان وینزورایز کردن شناخته می‌شود، شامل تعدیل مقادیر حدی و غیرمعمول در مجموعه داده‌ها می‌باشد. در این روش، به جای حذف کامل مشاهدات پرت، مقادیر آن‌ها به حدود مشخصی که معمولاً مقادیر صدک ۱ و ۹۹ می‌باشد، محدود می‌گردد. این رویکرد موجب کاهش تأثیر نامطلوب داده‌های افراطی بر نتایج تحلیل‌های آماری می‌شود، در حالی که اطلاعات ارزشمند موجود در داده‌ها نیز حفظ می‌گردد.

نتایج آمار توصیفی حاکی از آن است که میانگین ریسک‌پذیری شرکت‌های مورد مطالعه ۶/۹ درصد بوده است. حداکثر مقدار مشاهده شده ریسک‌پذیری (۱۸/۵ درصد) بیانگر وجود شرکت‌هایی با سطح ریسک‌پذیری بالاتر از میانگین در نمونه آماری است. در خصوص انعطاف‌پذیری مالی، میانگین ۵۳/۴ درصد نشان دهنده وضعیت نسبتاً مطلوب این شاخص در شرکت‌های ایرانی می‌باشد. همچنین آمار توصیفی، نشان می‌دهد که به طور متوسط ۲۹/۴ درصد از سهام شرکت‌ها در

اختیار سهامداران نهادی قرار دارد؛ بنابراین، شرکت‌های ایرانی عموماً ریسک‌پذیری متوسط با انعطاف مالی نسبتاً مطلوب دارند.

جدول ۱- آمار توصیفی

Table 1- Descriptive statistics

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
ریسک‌پذیری شرکت	۰/۰۶۹	۰/۰۵۷	۰/۱۸۵	۰/۰۰۹	۰/۰۴۹
انعطاف‌پذیری مالی	۰/۵۳۴	۰/۵۲۷	۰/۹۴۸	۰/۱۴۹	۰/۲۲۶
مالکیت نهادی	۰/۲۹۴	۰/۲۰۲	۰/۹۳۳	۰/۰۰۰	۰/۲۷۹
اندازه شرکت	۱۵/۳۳۱	۱۵/۰۴۳	۲۱/۸۹۹	۱۰/۵۳۲	۱/۸۳۴
اهرم مالی	۰/۵۳۷	۰/۵۳۱	۰/۸۸۳	۰/۱۹۷	۰/۱۹۴
جریان نقد عملیاتی	۰/۱۲۸	۰/۱۰۸	۰/۳۹۰	-۰/۰۶۱	۰/۱۲۳
عمر شرکت	۳/۶۳۸	۳/۷۱۳	۴/۳۱۷	۲/۱۹۷	۰/۳۸۱
فرصت رشد	۲/۸۸۴	۲/۳۳۱	۷/۰۷۴	۱/۱۴۹	۱/۶۶۱
رشد فروش	۰/۳۷۹	۰/۳۴۰	۱/۲۵۵	-۰/۲۲۴	۰/۳۹۳
	فراوانی	درصد فراوانی			
اندازه حسابرس	۳۸۹	۲۳/۱۱			
تعداد مشاهدات	۱۶۸۳				

تحلیل آمار توصیفی متغیرهای کنترلی حاکی از ویژگی‌های خاص جامعه آماری است: شرکت‌های مورد بررسی عموماً بزرگ هستند (با میانگین اندازه شرکت بیش از ۱۵)، دارای سطح بالایی از بدهی (با میانگین اهرم مالی ۵۳/۷ درصد)، جریان نقدی عملیاتی نسبتاً محدود (با میانگین ۱۲/۸ درصد)، عمر متوسط (با میانگین ۳/۶)، فرصت‌های رشد مناسب (با میانگین ۲/۸۸) و نرخ رشد فروش قابل توجه (با میانگین ۳۷/۹ درصد) می‌باشند. تفاوت محسوس بین مقادیر میانگین و میانه برخی متغیرها احتمالاً ناشی از توزیع نامتقارن داده‌ها است.

❖ آزمون همبستگی

برای بررسی احتمال وجود همخطی بین متغیرهای پژوهش، ضرایب همبستگی زوجی با آزمون همبستگی اسپیرمن^۱ محاسبه شد که نتایج آن در جدول ۲ ارائه شده است. مقادیر ستاره‌دار (*) نشانگر ضرایب معنادار هستند. یافته‌ها حاکی از آن است که همبستگی بین متغیرها در محدوده مجاز (کمتر از ۰/۸) قرار دارد که طبق معیار (Hair et al, 1998) نشان‌دهنده عدم وجود مشکل همخطی چندگانه در مدل است.

همچنین، این نتایج نشان می‌دهد ریسک‌پذیری با انعطاف‌پذیری مالی همبستگی مثبت و معناداری دارد که از استدلال‌های پژوهش حمایت اولیه می‌کنند و نشان می‌دهد مطابق با انتظار در محیط ایران به عنوان یک کشور در حال توسعه در شرکت‌های با انعطاف‌پذیری مالی بالاتر، ریسک‌پذیری بیشتر است.

¹. Spearman

جدول ۲- آزمون همبستگی

Table 2- Correlation test

متغیر	(۱)	(۲)	(۳)	(۴)	(۵)	(۶)	(۷)	(۸)	(۹)	(۱۰)
ریسک‌پذیری	۱	*۰/۲۸۹	-۰/۰۰۸	*۰/۱۱۱	*-۰/۲۶۶	*۰/۱۳۴	-۰/۰۳۸	-۰/۰۰۲	*۰/۱۷۶	*۰/۱۰۲
انعطاف‌پذیری مالی	۱	۰/۰۳۸	*۰/۱۱۵	*-۰/۶۵۳	*۰/۳۰۸	*-۰/۰۹۴	*-۰/۱۷۳	*۰/۳۹۸	*۰/۳۱۲	*۰/۲۱۲
مالکیت نهادی	۱	۱	*۰/۳۳۵	-۰/۰۴۲	*۰/۰۹۸	*-۰/۰۸۴	*۰/۱۳۱	-۰/۰۰۵	-۰/۰۰۴	-۰/۰۰۴
اندازه شرکت	۱	۱	*-۰/۱۲۰	*۰/۱۱۴	*۰/۱۴۰	*۰/۱۹۷	۰/۰۳۳	*۰/۳۳۹	*۰/۲۳۹	*۰/۲۳۹
اهرم مالی	۱	۱	*-۰/۲۳۲	*۰/۰۶۹	*۰/۱۷۳	*-۰/۲۶۵	*-۰/۱۸۹	*-۰/۱۸۹	*-۰/۱۸۹	*-۰/۱۸۹
جریان نقد عملیاتی	۱	۱	۱	*-۰/۱۱۷	*۰/۰۴۹	*۰/۱۳۰	-۰/۰۰۹	*۰/۰۴۹	*۰/۰۴۹	*۰/۰۴۹
عمر شرکت	۱	۱	۱	۱	*۰/۰۴۸	-۰/۰۲۲	*۰/۱۰۱	*۰/۱۰۱	*۰/۱۰۱	*۰/۱۰۱
اندازه حسابرس	۱	۱	۱	۱	۱	*-۰/۰۸۶	-۰/۰۱۱	-۰/۰۱۱	-۰/۰۱۱	-۰/۰۱۱
فرصت رشد	۱	۱	۱	۱	۱	۱	*۰/۲۲۳	*۰/۲۲۳	*۰/۲۲۳	*۰/۲۲۳
رشد فروش	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱

❖ آزمون فرضیه‌ها

نتایج تخمین مدل ۱ برای آزمون فرضیه اول با روش GMM در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳- نتیجه برآورد مدل ۱

Table 3- Estimation result of Model 1

$$FRT_{it} = \beta_0 + \beta_1 FRT_{it-1} + \beta_2 FF_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 CF_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 BIG_{it} + \beta_8 MB_{it} + \beta_9 SALE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معناداری
وقفه ریسک‌پذیری	-۰/۱۰۳	۰/۰۲۶	-۳/۸۳۵	***۰/۰۰۰
انعطاف‌پذیری مالی	۰/۶۶۹	۰/۰۹۱	۷/۳۰۷	***۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۱۲	۰/۰۰۶	۱/۹۰۵	*۰/۰۵۸
اهرم مالی	۰/۷۷۳	۰/۱۱۴	۶/۷۸۵	***۰/۰۰۰
جریان نقد عملیاتی	۰/۰۸۰	۰/۰۴۱	۱/۹۲۳	*۰/۰۵۵
عمر شرکت	-۰/۲۶۹	۰/۰۷۴	-۳/۵۹۶	*۰/۰۰۰
اندازه حسابرس	۰/۲۰۷	۰/۰۹۱	۲/۲۶۹	**۰/۰۲۴
فرصت رشد	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۲	-۱/۰۶۹	۰/۲۸۶
رشد فروش	۰/۰۳۵	۰/۰۰۸	۴/۰۲۸	***۰/۰۰۰
آزمون‌های اعتبارسنجی				
آماره J	۲۵/۶۵۲	احتمال آماره J	۰/۲۹۵	
آماره m1	-۲/۰۵۳	احتمال آماره m1	۰/۰۴۵	
آماره m2	-۱/۵۲۴	احتمال آماره m2	۰/۲۳۴	
احتمال آماره سارگان		۰/۳۲۱		

پیش از تحلیل نتایج، آزمون‌های اعتبارسنجی انجام شده است. در روش GMM، ابتدا باید مناسب بودن متغیرهای ابزاری بررسی شود که برای این منظور از آماره J (با مقدار احتمال ۰/۲۹۵) و آماره سارگان (با مقدار احتمال ۰/۳۲۱) استفاده

شده است. مقادیر بالاتر از ۰/۰۵ برای هر دو آماره، نشان دهنده اعتبار ابزارهای مورد استفاده است. همچنین، آزمون آرانو-باند برای بررسی همبستگی سریالی انجام شد که مقدار احتمال آماره m_2 برابر با ۰/۲۳۴ (بیشتر از ۰/۰۵) بوده، بنابراین فرض عدم وجود همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا تأیید می‌شود. این نتایج نشان می‌دهد که برآوردگر GMM سازگار بوده و مدل پانل پویا برای این تحلیل معتبر است. اکنون می‌توان با اطمینان به تفسیر نتایج پرداخت.

علامت (*)، (**)، و (***) به ترتیب به معنای معناداری ضرایب در سطح خطای ۱ درصد، ۵ درصد و ۱۰ درصد هستند. نتایج نشان می‌دهد متغیر انعطاف‌پذیری مالی با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۱ تأثیر مثبت و معنی‌داری بر ریسک‌پذیری شرکتی دارد (با ضریب ۰/۶۹۹)، بنابراین فرضیه اول با اطمینان ۹۹ درصد تأیید می‌شود. سایر یافته‌ها حاکی از آن است که متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، جریان نقد عملیاتی، اندازه حسابرِس و رشد فروش تأثیر مثبت و معنی‌داری بر ریسک‌پذیری دارند که با مبانی نظری سازگار است که بیان می‌کند شرکت‌های بزرگ‌تر و با اهرم مالی بالاتر و رشد فروش و جریان نقد عملیاتی بیشتر معمولاً توانایی بیشتری برای پذیرش ریسک دارند، چرا که منابع و نقدینگی و قابلیت‌های بیشتری برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید دارند. همچنین، اندازه حسابرِس می‌تواند به بهبود شفافیت مالی و کاهش عدم قطعیت‌ها کمک کند که این امر نیز به افزایش ریسک‌پذیری کمک می‌کند. در مقابل، عمر شرکت تأثیر منفی نشان داد که احتمالاً ناشی از ساختارهای بوروکراتیک و محافظه‌کارانه در سازمان‌های قدیمی است. متغیر فرصت رشد تأثیر معنی‌داری نداشت که می‌تواند ناشی از شرایط نامطمئن بازار باشد. همچنین، وقفه ریسک‌پذیری نیز از لحاظ آماری معنادار و ضریب آن به صورت منفی است که نشان می‌دهد اثرات ریسک‌پذیری پویا و ماندگار است و ریسک‌پذیری سال گذشته منجر به کاهش ریسک‌پذیری سال جاری می‌شود که این موضوع می‌تواند نشان‌دهنده یک رفتار محافظه‌کارانه در زمینه ریسک‌پذیری در سال‌های آتی باشد.

نتایج تخمین مدل ۲ که با استفاده از تکنیک GMM برای آزمون فرضیه دوم انجام شده، در جدول ۴ قابل مشاهده است. آزمون‌های اعتبارسنجی شامل آماره J و آزمون سارگان همگی حاکی از معتبر بودن ابزارهای مورد استفاده در مدل هستند. همچنین، نتایج آزمون همبستگی سریالی نشان می‌دهد که فرض عدم وجود همبستگی سریالی مرتبه دوم بین پسماندها پذیرفته می‌شود که این موضوع سازگاری برآوردگر GMM و اعتبار مدل پانل پویای مورد استفاده را تأیید می‌کند. علامت (*)، (**)، و (***) به ترتیب معناداری ضرایب در سطح خطای ۱ درصد، ۵ درصد و ۱۰ درصد را نشان می‌دهد. یافته‌ها حاکی از آن است که انعطاف‌پذیری مالی در این مدل برآوردی نیز تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک‌پذیری شرکتی دارد. نکته جالب توجه این است که مالکیت نهادی به عنوان متغیر مستقل تأثیر منفی بر ریسک‌پذیری دارد، اما متغیر تعاملی مالکیت نهادی و انعطاف‌پذیری مالی با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ و ضریب ۰/۴۳۸ تأثیر مثبت و معناداری نشان می‌دهد.

جدول ۴- نتیجه برآورد مدل ۲
Table 4- Estimation result of Model 2

$$FRT_{it} = \beta_0 + \beta_1 FRT_{it-1} + \beta_2 FF_{it} + \beta_3 INO_{it} + \beta_4 FF_{it} \times INO_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 CF_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} MB_{it} + \beta_{11} SALEG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معناداری
وقفه ریسک پذیری	-۰/۵۷۳	۰/۰۸۱	-۷/۰۷۰	***۰/۰۰۰
انعطاف پذیری مالی	۰/۵۵۶	۰/۲۰۷	۲/۶۸۲	***۰/۰۰۸
مالکیت نهادی	-۰/۳۱۵	۰/۱۵۲	-۲/۰۶۸	**۰/۰۴۰
تعامل مالکیت نهادی و انعطاف پذیری مالی	۰/۴۳۸	۰/۲۱۸	۲/۰۰۳	**۰/۰۴۶
اندازه شرکت	۰/۰۰۴	۰/۰۰۷	۰/۵۲۳	۰/۶۰۱
اهرم مالی	۰/۵۵۹	۰/۱۹۲	۲/۹۰۱	***۰/۰۰۴
جریان نقد عملیاتی	۰/۱۴۱	۰/۱۰۲	۱/۳۶۹	۰/۱۷۲
عمر شرکت	-۰/۱۷۲	۰/۰۸۷	-۱/۹۶۷	**۰/۰۵۰
اندازه حسابرس	۰/۰۱۱	۰/۱۲۰	۰/۰۹۷	۰/۹۲۲
فرصت رشد	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۲	-۱/۵۶۶	۰/۱۱۹
رشد فروش	۰/۰۱۸	۰/۰۱۶	۱/۱۳۰	۰/۲۶۰
آزمون‌های اعتبارسنجی				
آماره J	۴۰/۲۸۹	احتمال آماره J	۰/۰۶۲	
آماره m1	-۲/۵۴۲	احتمال آماره m1	۰/۰۲۵	
آماره m2	-۱/۳۱۷	احتمال آماره m2	۰/۲۴۸	
احتمال آماره سارگان			۰/۰۷۹	

این نتیجه نشان می‌دهد که اگرچه مالکیت نهادی به خودی خود ممکن است موجب کاهش ریسک‌پذیری شود، اما در تعامل با انعطاف‌پذیری مالی، اثر تقویتی داشته و می‌تواند تأثیر مثبت انعطاف‌پذیری مالی بر ریسک‌پذیری را افزایش دهد؛ بنابراین، با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان فرضیه دوم پژوهش را پذیرفت که بر اساس آن، مالکیت نهادی نقش تعدیل‌گر مثبت در رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و ریسک‌پذیری شرکتی ایفا می‌کند. مالکان نهادی به‌عنوان نهادهای حرفه‌ای معمولاً رویکرد محافظه‌کارانه‌تری در مدیریت شرکت دارند و تمایل کمتری به پذیرش ریسک‌های غیرضروری نشان می‌دهند، چرا که اولویت آن‌ها حفظ ارزش سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت است. این مسئله تأثیر منفی مستقیم مالکیت نهادی بر ریسک‌پذیری را توضیح می‌دهد.

اما زمانی که مالکیت نهادی با انعطاف‌پذیری مالی ترکیب می‌شود، پویایی متفاوتی ایجاد می‌کند. مالکان نهادی با استفاده از انعطاف‌پذیری مالی به‌عنوان یک «منبع کنترل»، می‌توانند ریسک‌های محاسبه‌شده و سنجیده‌تری بپذیرند. آن‌ها از طریق مکانیسم‌های نظارتی خود، اطمینان حاصل می‌کنند که منابع مالی به پروژه‌های پرریسک اما با بازدهی مناسب تخصیص می‌یابد. به عبارت دیگر، انعطاف‌پذیری مالی به مالکان نهادی این امکان را می‌دهد که در عین حفظ حاکمیت شرکتی قوی، به مدیران در پذیرش ریسک‌های استراتژیک «مشروط» کمک کنند. این سناریو تأثیر مثبت تعاملی بین مالکیت نهادی و انعطاف‌پذیری مالی بر ریسک‌پذیری را توجیه می‌کند.

بحث و نتیجه‌گیری

این مطالعه با بهره‌گیری از اطلاعات ۱۵۳ شرکت غیرمالی پذیرفته شده در بورس تهران طی دوره ۱۱ ساله (۱۳۹۲-۱۴۰۲) و با استفاده از روش داده‌های پانل پویا، به بررسی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر ریسک‌پذیری شرکتی و نقش تعدیل‌کننده مالکیت نهادی پرداخته است. یافته‌ها نشان‌دهنده تأثیر مثبت و معنادار انعطاف‌پذیری مالی بر ریسک‌پذیری است که فرضیه اول پژوهش را تأیید می‌کند. این نتایج با یافته‌های مطالعات پیشین مانند (Liu & Chang, 2020; Bagh et al., 2024; Bagh et al., 2025) همسو است. تأثیر مثبت انعطاف‌پذیری مالی بر ریسک‌پذیری را می‌توان از جنبه‌های مختلف تبیین کرد. اول، انعطاف‌پذیری مالی به شرکت‌ها امکان بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرریسک را می‌دهد. دوم، شرکت‌هایی که از منابع داخلی بیشتری برخوردارند، تمایل بیشتری به مشارکت در پروژه‌های ریسک‌پذیر دارند. سوم، انعطاف‌پذیری مالی می‌تواند تعارضات نمایندگی را کاهش داده و همسویی بیشتری بین منافع مدیریت و سهامداران ایجاد کند و از پذیرش پروژه‌های ریسکی حمایت کند. در نهایت، انعطاف‌پذیری مالی به عنوان یک توانمندی استراتژیک، امکان پاسخگویی به شرایط متغیر بازار و تقویت تمایل به ریسک‌پذیری را فراهم می‌سازد. این یافته‌ها حاکی از آن است که در محیط اقتصادی ایران به عنوان یک کشور در حال توسعه، انعطاف‌پذیری مالی می‌تواند منجر به افزایش ریسک‌پذیری شرکتی شود؛ بنابراین، مدیران مالی باید با دقت سطح مطلوبی از انعطاف‌پذیری مالی را حفظ کنند. به عبارتی این مطالعه بر اهمیت حفظ تعادل در انعطاف‌پذیری مالی به عنوان عاملی کلیدی در مدیریت ریسک‌پذیری شرکتی تأکید می‌کند.

در مرحله دوم، تأثیر تعدیلی مالکیت نهادی در شکل‌دهی به رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و ریسک‌پذیری شرکتی مورد بررسی قرار گرفت. شواهد به دست آمده از این مطالعه نشان می‌دهد که مالکیت نهادی به طور معناداری این رابطه را تقویت می‌کند و این نتیجه فرضیه دوم را تأیید می‌کند. این نتیجه که با یافته‌های (Bagh et al., 2025) هم‌سو است، از جنبه‌های مختلفی قابل تبیین است؛ نخست، مالکان نهادی با نظارت مؤثر بر عملکرد مدیریت، هزینه‌های نمایندگی را کاهش داده و زمینه را برای تخصیص بهینه منابع مالی فراهم می‌کنند. این امر به مدیران این اطمینان را می‌دهد که می‌توانند با اتکا به انعطاف‌پذیری مالی موجود، پروژه‌های پرریسک اما سودآور را با خیال آسوده‌تری دنبال کنند. به عبارتی، مالکیت نهادی با ایجاد تعادل بین منافع گروه‌های مختلف ذی‌نفع، فضایی پایدار برای شرکت ایجاد می‌کند که در آن مدیران می‌توانند با استفاده از انعطاف‌پذیری مالی، تصمیمات ریسک‌پذیر اما کارآمد اتخاذ نمایند. دوم، مالکان نهادی با فراهم آوردن دسترسی به شبکه‌های اطلاعاتی و منابع تخصصی، به شرکت کمک می‌کنند تا از انعطاف‌پذیری مالی خود به شیوه‌ای اثربخش‌تر در جهت پذیرش ریسک‌های حساب‌شده استفاده کنند. این یافته‌ها حاکی از آن است که در محیط نهادی ایران، مالکان نهادی می‌توانند با ایفای نقش نظارتی و مشورتی خود، به شرکت‌ها کمک کنند تا از انعطاف‌پذیری مالی به عنوان ابزاری استراتژیک برای پذیرش ریسک‌های سنجیده و تحقق رشد بلندمدت استفاده کنند. این نقش تعدیل‌گر مالکیت نهادی به ویژه در شرایط بی‌ثباتی اقتصادی و عدم اطمینان محیطی، از اهمیت مضاعفی برخوردار می‌شود. یافته‌های مدل دوم نشان می‌دهد که در غیاب تعامل با متغیر انعطاف‌پذیری مالی، مالکیت نهادی تأثیر منفی و معناداری بر سطح ریسک‌پذیری شرکت‌ها دارد. این نتیجه با پیش‌بینی‌های تئوری سرپرستی (Stewardship Theory) همخوان است که بر نقش ذاتی و متعهدانه مدیران و مالکان نهادی در حفاظت از منافع بلندمدت سهامداران تأکید می‌کند. بر این اساس، حضور مالکان نهادی قدرتمند، به‌ویژه آن‌هایی که افق سرمایه‌گذاری بلندمدت دارند، منجر به جهت‌دهی مدیران به سمت

تصمیمات محتاطانه‌تر و کاهش تمایل به ورود به پروژه‌های پرریسک و غیرضروری می‌شود. مکانیسم اصلی این رابطه را می‌توان از منظر واسطه‌گری حاکمیت شرکتی تبیین کرد: مالکان نهادی با نظارت مستمر بر عملکرد مدیران، کنترل کارآمدتر جریان‌های نقدی آزاد و الزام به شفافیت مالی، سطح آزادی عمل مدیران در پیگیری سرمایه‌گذاری‌های پرریسک یا سوداگرانه را محدود می‌کنند. همچنین، آن‌ها غالباً سیاست‌های جبران خدمت مدیریتی را به گونه‌ای طراحی می‌کنند که ترجیح به ریسک‌های محاسبه‌شده را تقویت کند. به علاوه، در فضای اقتصاد ایران که ناطمینانی‌های محیطی و محدودیت‌های منابع مالی بالا است، سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است نقش تثبیت‌کننده‌ای ایفا کرده و به‌جای تشویق به سرمایه‌گذاری‌های تهاجمی، بر پروژه‌های با بازده پایدار و ریسک کمتر تمرکز کنند. بنابراین، اثر منفی مشاهده‌شده نه به معنای دوری کامل از ریسک، بلکه بیانگر بهینه‌سازی سبد فرصت‌های سرمایه‌گذاری و حذف پروژه‌های فاقد ارزش افزوده اقتصادی است.

به طور کلی، یافته‌ها نشان می‌دهد در محیط پرچالش بازار ایران به عنوان یک اقتصاد در حال توسعه که با ناطمینانی‌های محیطی گسترده و محدودیت‌های مالی ساختاری مواجه است، انعطاف‌پذیری مالی به عنوان یک مزیت رقابتی کلیدی عمل می‌کند. نتایج به وضوح بیانگر آن است که حفظ ذخایر نقدی کافی و مدیریت محتاطانه ساختار سرمایه با حفظ نسبت بدهی در سطح مناسب، به شرکت‌ها این امکان را می‌دهد تا همزمان با کاهش آسیب‌پذیری در برابر شوک‌های اقتصادی، از فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرریسک اما سودآور نیز بهره‌برداری کنند. یکی از یافته‌های برجسته این مطالعه، نقش تعدیل‌گری مالکیت نهادی در تقویت رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و ریسک‌پذیری است. شرکت‌هایی که از حضور پررنگ سهامداران نهادی برخوردارند، به دلیل بهره‌مندی از نظارت مؤثرتر، تخصص مالی بالاتر و ثبات بلندمدت‌تر، قادرند از انعطاف‌پذیری مالی خود به شکل کاراتری در راستای سرمایه‌گذاری‌های استراتژیک استفاده نمایند. این یافته نشان می‌دهد چگونه ترکیب انعطاف‌پذیری مالی و نظارت نهادی می‌تواند به تصمیم‌گیری‌های ریسک‌پذیر اما عقلایی منجر شود.

یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که مالکیت نهادی در نمونه مورد بررسی به‌طور مستقل موجب کاهش ریسک‌پذیری شرکت‌ها می‌شود، اما در تعامل با انعطاف‌پذیری مالی، این اثر معکوس شده و افزایش ریسک‌پذیری را در پی دارد. این نتیجه، برخلاف برخی مطالعات بین‌المللی از جمله (Schmidt & Fahlenbrach, 2017) است که مالکیت نهادی را عمدتاً محافظه‌کار ارزیابی کرده‌اند. در تبیین این تفاوت، باید به ساختار خاص مالکیت نهادی در ایران توجه کرد؛ بخش عمده این مالکیت‌ها در اختیار نهادهای دولتی و شبه‌دولتی مانند بانک‌ها، بیمه‌های دولتی و صندوق‌های بازنشستگی وابسته به دولت است. این نهادها، علاوه بر اهداف اقتصادی، ممکن است به انگیزه‌های سیاست‌گذاری کلان و ملاحظات حمایتی از صنایع استراتژیک نیز توجه کنند. بنابراین، در شرایطی که شرکت‌ها از انعطاف مالی بالایی برخوردارند، این نهادها می‌توانند نقش فعالی در هدایت منابع به سمت پروژه‌های با ریسک بالاتر اما منطبق با اهداف کلان ایفا کنند. در مقابل، در غیاب انعطاف مالی مناسب، همان مکانیسم نظارتی می‌تواند منجر به محدودسازی تصمیمات پرریسک شود. این دوگانگی رفتاری لزوم تفکیک بین انواع نهادهای مالک (دولتی در برابر خصوصی) را برای درک دقیق‌تر اثرات مالکیت نهادی در محیط اقتصاد ایران آشکار می‌کند.

از جنبه نظری، این مطالعه به غنای ادبیات مالی و حسابداری در زمینه بازارهای در حال توسعه کمک شایانی می‌کند. یافته‌ها نه تنها از نظریه‌های موجود در شرایط خاص بازار ایران حمایت می‌کند، بلکه بینش‌های جدیدی درباره مکانیسم‌های

تأثیر انعطاف‌پذیری مالی در محیط‌های ناپایدار ارائه می‌دهد. از دیدگاه سیاست‌گذاری نیز نتایج این پژوهش می‌تواند مبنایی برای تنظیم مقررات کارتر در بازار سرمایه ایران باشد. برای مدیران شرکتی، این مطالعه بر اهمیت مدیریت بهینه ساختار سرمایه به منظور بهره‌برداری مؤثر از انعطاف‌پذیری مالی تأکید می‌کند.

یافته‌های این پژوهش پیامدهای کاربردی مهمی برای فعالان بازار سرمایه ایران دارد. برای مدیران شرکتی، حفظ تعادل بهینه در انعطاف‌پذیری مالی به عنوان یک اولویت استراتژیک مطرح است، چرا که این امر توانایی سازمان را در مواجهه با ناطمینانی‌های محیطی، بهره‌برداری از فرصت‌های سودآور و حفظ مزیت رقابتی افزایش می‌دهد. از منظر سیاست‌گذاری، طراحی مشوق‌های مالیاتی هدفمند برای شرکت‌هایی که سطح مطلوبی از انعطاف‌پذیری مالی را حفظ می‌کنند، می‌تواند به عنوان ابزاری مؤثر برای تشویق تصمیمات ریسک‌پذیر مبتنی بر تحلیل‌های مالی عمل کند. نقش سیاست‌گذاران در تقویت ساختارهای حاکمیت شرکتی از طریق تسهیل حضور فعال سرمایه‌گذاران نهادی نیز از دیگر دستاوردهای قابل تأمل این مطالعه است. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران می‌توانند با تکیه بر شاخص انعطاف‌پذیری مالی، شرکت‌های تاب‌آور با قابلیت سازگاری استراتژیک بالا را شناسایی نمایند که در بلندمدت از پتانسیل رشد بهتری برخوردارند. همچنین، به پژوهشگران آینده پیشنهاد می‌شود با گسترش دامنه مطالعات به بررسی نقش متغیرهای تعدیل‌گر جدیدی مانند ناطمینانی سیاست‌های اقتصادی یا مکانیسم‌های خاص حاکمیت شرکتی بپردازند. بعلاوه، انجام مطالعات تطبیقی بین صنایع مختلف و بررسی سازوکارهای میانجی می‌تواند به درک عمیق‌تری از این رابطه بیانجامد.

در حالی که یافته‌های این پژوهش بینش‌های ارزشمندی را ارائه می‌دهند، محدودیت‌های روش‌شناختی از جمله احتمال وجود سوگیری در روش‌های پانل پویا و تأثیر متغیرهای کنترل نشده بر نتایج، نیازمند توجه محققان آینده است. این محدودیت‌ها هرچند از اعتبار علمی تحقیق نمی‌کاهد، اما زمینه را برای مطالعات تکمیلی فراهم می‌سازد.

پیشنهادات اجرایی

بر اساس یافته‌های این پژوهش، چند پیشنهاد مهم برای فعالان بازار سرمایه و سیاست‌گذاران ارائه می‌شود:

۱. حفظ سطح مطلوب انعطاف‌پذیری مالی: به مدیران شرکت‌های بورسی توصیه می‌شود برنامه‌ریزی مناسبی برای حفظ و ارتقای انعطاف‌پذیری مالی داشته باشند تا بتوانند به شکل موثرتری فرصت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را شناسایی و بهره‌برداری کنند. سیاست‌هایی مانند مدیریت نقدینگی، نگهداری ذخایر مالی کافی و کنترل ساختار سرمایه می‌تواند در این راستا مفید باشد.
۲. تقویت نقش نهادهای سرمایه‌گذار: از سیاست‌گذاران بازار سرمایه انتظار می‌رود بستر لازم برای حضور و فعالیت موثر نهادهای سرمایه‌گذاری، همچون صندوق‌ها و شرکت‌های بیمه را فراهم سازند. نظارت این نهادها می‌تواند به بهبود حکمرانی شرکتی و تخصیص بهینه منابع بینجامد.
۳. طراحی مشوق‌های مالیاتی و اعتباری: توصیه می‌شود دولت و نهادهای مسئول، برای شرکت‌هایی که شاخص‌های کلیدی انعطاف‌پذیری مالی و ساختار مالکیت نهادی در سطح مطلوبی دارند، مشوق‌های هدفمندی در نظر بگیرند تا انگیزه حفظ و ارتقای این شاخص‌ها تقویت شود. به طور مشخص، پیشنهاد می‌شود شرکت‌هایی که نسبت ذخایر نقدی آن‌ها به کل دارایی‌ها بیش از ۲۰ درصد و سهم مالکیت نهادی آن‌ها بیش از ۲۵ درصد است، از کاهش ۱۰ درصدی نرخ مالیات بر درآمد بهره‌مند شوند. علاوه بر این، اعطای تسهیلات اعتباری با نرخ ترجیحی

- حداقل دو درصد کمتر از نرخ بازار برای این شرکت‌ها می‌تواند ابزار مؤثری برای حمایت از تداوم وضعیت مطلوب مالی و تقویت توان سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر آن‌ها باشد. اجرای این سیاست‌ها، ضمن ارتقای ثبات مالی بنگاه‌ها، می‌تواند به جریان کارآمدتر سرمایه در بازار و تخصیص بهینه منابع کمک کند.
۴. ارتقای شفافیت و افشای اطلاعات مالی: الزام شرکت‌ها به افشای اطلاعات شفاف‌تر درباره انعطاف‌پذیری مالی و ساختار مالکیت نهادی می‌تواند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران را بهبود بخشد.
۵. توسعه آموزش‌های تخصصی برای مدیران: افزایش آگاهی مدیران از اهمیت مدیریت انعطاف‌پذیری مالی و تعامل آن با ساختار مالکیت می‌تواند سطح ریسک‌پذیری مطلوب و کارآمد شرکت‌ها را ارتقا دهد.
۶. کاربرد شاخص‌های تکمیلی سنجش ریسک: به منظور ارزیابی دقیق‌تر ریسک‌پذیری، توصیه می‌شود علاوه بر معیارهای سنتی مانند انحراف معیار ROA، از شاخص‌هایی نظیر نسبت شارپ و Z-Score نیز در تحلیل‌های مالی استفاده شود تا ابعاد مختلف ریسک و بازده به طور جامع‌تری در نظر گرفته شوند.
۷. تفکیک انواع نهادهای مالک در تحلیل‌ها: پیشنهاد می‌شود در ارزیابی اثرات مالکیت نهادی، نوع نهادهای مالک (مانند بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی) به طور جداگانه در نظر گرفته شود. این تفکیک می‌تواند به شناسایی دقیق‌تر تفاوت‌های رفتاری و اثرات ناممگون این نهادها بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها کمک کند و مبنای مناسبی برای سیاست‌گذاری هدفمند فراهم آورد.

محدودیت‌های پژوهش

- پژوهش حاضر علی‌رغم سعی در کنترل و کاهش محدودیت‌ها، با چند محدودیت ذاتی روبرو است:
۱. محدودیت داده‌ها و دوره زمانی: این پژوهش تنها از داده‌های شرکت‌های غیرمالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲ بهره برده است. شرکت‌های فعال در بازار فرابورس ایران و سایر نهادها حذف شده‌اند که به دلیل تفاوت‌های احتمالی در ساختار مالی، الزامات افشای اطلاعات و ترکیب مالکیت، می‌تواند بر قابلیت تعمیم نتایج به کل شرکت‌های ایرانی اثر بگذارد.
۲. محدودیت روش‌شناسی: علی‌رغم استفاده از تکنیک GMM برای کنترل درون‌زایی، احتمال وجود متغیرهای کنترل نشده یا سوگیری‌های ناشی از خطاهای اندازه‌گیری و انتخاب مدل وجود دارد.
۳. عدم لحاظ برخی متغیرهای کنترلی مهم: در مدل پژوهش، متغیرهای کلیدی کنترلی مانند شاخص ناطمینانی سیاست‌های اقتصادی ایران (EPU) و شاخص‌های پیشرفته کیفیت حسابرسی (نظیر تخصص صنعت‌محور یا دوره تصدی حسابرسان) لحاظ نشده‌اند که می‌تواند در تبیین بهتر رفتار ریسک‌پذیری نقش آفرین باشند.
۴. عدم بررسی شاخص‌های کیفی حکمرانی شرکتی: تأثیر سایر مولفه‌های حاکمیت شرکتی مانند استقلال هیئت مدیره، ساختار کمیته حسابرسی یا حقوق و مزایای مدیران در مدل لحاظ نشده است.
۵. تأثیر شرایط خاص اقتصاد ایران: شرایط اقتصادی خاص ایران، از جمله تحریم‌ها و نوسانات شدید اقتصادی، ممکن است تأثیر یافته‌ها را متفاوت از سایر کشورها نماید.

۶. شاخص‌های جایگزین مانند Bates: شاخص انعطاف‌پذیری مالی در این پژوهش صرفاً از دو مؤلفه نقدی و بدهی محاسبه شده است. به کارگیری شاخص‌های جایگزین مانند Bates می‌تواند در آزمون پایداری نتایج دیدگاه جامع‌تری فراهم کند.

جهت‌گیری‌های آتی

- با توجه به یافته‌های این پژوهش و محدودیت‌های موجود، چند مسیر پژوهشی برای مطالعات آینده قابل پیشنهاد است:
۱. مطالعات تطبیقی بین‌المللی: تکرار این پژوهش در سایر کشورهای در حال توسعه و توسعه‌یافته، به ویژه با ساختارهای نهادی متفاوت، می‌تواند به تعمیم یا مقایسه یافته‌ها کمک کند.
 ۲. بررسی نقش سایر متغیرهای تعدیل‌گر: پیشنهاد می‌شود در مطالعات بعدی نقش متغیرهایی همچون ناطمینانی سیاست‌های اقتصادی، کیفیت افشای اطلاعات، یا نوع صنعت به عنوان تعدیل‌گر در رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و ریسک‌پذیری بررسی شود.
 ۳. تحلیل اثرات بلندمدت و پویایی زمانی: مطالعات آینده می‌توانند با تمرکز بر داده‌های زمانی بلندمدت‌تر، اثرات پویای ساختار مالکیت و انعطاف‌پذیری مالی را بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها تبیین کنند.
 ۴. مطالعات میدانی و کیفی: انجام مصاحبه، مطالعات موردی و پژوهش‌های کیفی درباره تصمیمات مدیریتی مرتبط با ریسک‌پذیری و انعطاف‌پذیری مالی می‌تواند درک عمیق‌تری از مکانیسم‌های رفتاری ارائه دهد.

مشارکت نویسندگان

تمامی نویسندگان در فرآیند نگارش مقاله، جمع‌آوری داده، و تحلیل مشارکت داشته‌اند.

ملاحظات اخلاقی

تمام مراحل پژوهش با رضایت آگاهانه شرکت‌کنندگان صورت گرفته و اطلاعات آنان محرمانه خواهد ماند.

حامی مالی

این پژوهش هیچ‌گونه حمایت مالی از سازمان یا نهاد خاصی دریافت نکرده است.

تعارض منافع

هیچ‌گونه تعارض منافع توسط نویسندگان بیان نشده است.

تشکر و قدردانی

از کلیه اساتیدی که ما را در انجام پژوهش همراهی نمودند، قدردانی می‌کنیم.

References

- Acharya, V. V, Amihud, Y, & Litov, L. (2011). Creditor rights and corporate risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 102(1), 150–166. <https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=3667809>
- Ahmadi Farsani, F, Abrood, A, & Derakhshan, A. (2025). The effect of sustainability performance on the relationship between enterprise risk management and financial risk of companies. *Judgment and Decision Making in Accounting*, 14(4), 73–98. <https://sanad.iau.ir/Journal/jdaa/Article/1187080>
- Ali, Z, & Tauni, M. Z. (2021). CEO overconfidence and future firm risk in China: The moderating role of institutional investors. *Chinese Management Studies*, 15(5), 1057–1084. <https://doi.org/10.1108/CMS-04-2019-0147>
- Alkaraan, F. (2023). Editorial: Corporate governance and sustainability issues. *Corporate Governance and Sustainability Review*, 7(1), 4–6. <https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=3513280>
- Aluchna, M, Roszkowska-Menkes, M, Kaminski, B, & Bosek-Rak, D. (2022). Do institutional investors encourage firm to social disclosure? The stakeholder salience perspective. *Journal of Business Research*, 142, 674–682. https://www.researchgate.net/publication/357887021_Do_institutional_investors_encourage_firm_to_social_disclosure_The_stakeholder_salience_perspective
- Arslan-Ayaydin, Ö, Florackis, C, & Ozkan, A. (2014). Financial flexibility, corporate investment and performance: Evidence from financial crises. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 42(2), 211–250. <https://doi.org/10.1007/s11156-012-0340-x>
- Bagh, T, Hunjra, A. I, Ntim, C. G, & Naseer, M. M. (2025). Capitalizing on risk: How corporate financial flexibility, investment efficiency, and institutional ownership shape risk-taking dynamics. *International Review of Economics & Finance*, 99, 104068. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S105905602500231X>
- Bagh, T, Khan, M. A, Naseer, M. M, & Iftikhar, K. (2024). Does financial flexibility drive firms' risk-taking in emerging markets? The moderating role of investment efficiency. *Managerial and Decision Economics*, 1–21. <https://doi.org/10.1002/mde.4337>
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The quarterly journal of economics*, 131(4), 1593-1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Bose, S, Khan, H. Z, Rashid, A, & Islam, S. (2018). What drives green banking disclosure? An institutional and corporate governance perspective. *Asia Pacific Journal of Management*, 35, 501–527. https://www.researchgate.net/publication/317102525_What_drives_green_banking_disclosure_An_institutional_and_corporate_governance_perspective
- Cao, J, & Juelsrud, R. E. (2022). Opacity and risk-taking: Evidence from Norway. *Journal of Banking & Finance*, 134, 106010. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426620302715>
- Cao, Y, Dong, Y, Ma, D, & Sun, L. (2021). Customer concentration and corporate risk-taking. *Journal of Financial Stability*, 54, 100890.

- <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1572308921000504>
 Chang, B.-G, & Wu, K.-S. (2021). The nonlinear relationship between financial flexibility and enterprise risk-taking during the COVID-19 pandemic in Taiwan's semiconductor industry. *Oeconomia Copernicana*, 12(2), 307–333.
<https://doi.org/10.24136/oc.2021.011>
- Cheong, C. S, Yu, C.-F, Zurbrugg, R, & Brockman, P. (2021). Tournament incentives and institutional ownership. *International Review of Economics & Finance*, 74, 418–433.
https://www.researchgate.net/publication/350465852_Tournament_incentives_and_institutional_ownership
- Connelly, B. L, Hoskisson, R. E, Tihanyi, L, & Certo, S. T. (2010). Ownership as a form of corporate governance. *Journal of Management Studies*, 47(8), 1561–1589.
https://www.researchgate.net/publication/227375520_Ownership_as_a_Form_of_Corporate_Governance
- Cucculelli, M, & Ermini, B. (2013). Risk attitude, product innovation, and firm growth: Evidence from Italian manufacturing firms. *Economics Letters*, 118(2), 275–279.
https://www.researchgate.net/publication/256994960_Risk_attitude_product_innovation_and_firm_growth_Evidence_from_Italian_manufacturing_firms
- Denis, D. J. (2011). Financial flexibility and corporate liquidity. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 667–674.
https://www.researchgate.net/publication/227413686_Financial_flexibility_and_corporate_liquidity
- Denis, D. J, & McKeon, S. B. (2012). Debt financing and financial flexibility: Evidence from proactive leverage increases. *The Review of Financial Studies*, 25(6), 1897–1929. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs005>
- Díez-Esteban, J. M, García-Gómez, C. D, López-Iturriaga, F. J, & Santamaría-Mariscal, M. (2017). Corporate risk-taking, returns and the nature of major shareholders: Evidence from prospect theory. *Research in International Business and Finance*, 42, 900–911. https://www.researchgate.net/publication/318355498_Corporate_risk-taking_returns_and_the_nature_of_major_shareholders_evidence_from_Prospect_Theory
- Gamba, A, & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *The Journal of Finance*, 63(5), 2263–2296.
<https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=3366418>
- Garavand, M, & Heydarpour, F. (2025). Analysis of senior managers' decision-making with emphasis on the role of management accounting information systems and corporate governance. *Judgment and Decision Making in Accounting*, 14(4), 53–72.
<https://sanad.iau.ir/Journal/jdaa/Article/1106575>
- Gillan, S. L, & Starks, L. T. (2003). Institutional investors, corporate ownership and corporate governance: Global perspectives. In L. Sun (Ed.), *Ownership and governance of enterprises: Recent innovative developments* (pp. 36–68). Palgrave Macmillan UK. https://doi.org/10.1057/9781403943903_2.

- Gu, Y., & Yuan, F. (2020). Internal control, financial flexibility and corporate performance: Based on empirical analysis of listed companies in the information technology industry. *Journal of Physics: Conference Series*, 1607(1), 012118. <https://doi.org/10.1088/1742-6596/1607/1/012118>
- Hair, J.F.J, Anderson, R.E, Tatham, R.L. & Black, W.C. (1998). *Multivariate Data Analysis*, Macmillan, New York, NY. <https://www.scirp.org/reference/ReferencesPapers?ReferenceID=1519308>
- Hao, Z, Zhang, X, & Wei, J. (2022). Research on the effect of enterprise financial flexibility on sustainable innovation. *Journal of Innovation & Knowledge*, 7(2), 100184. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2444569X22000245>
- Hunjra, A. I, Bagh, T, Palma, A, & Goodell, J. W. (2024). Is enterprise risk-taking less sensitive to financial flexibility post COVID-19? Evidence from non-linear patterns. *International Review of Financial Analysis*, 95, 103432. https://www.researchgate.net/publication/381828113_Is_enterprise_risk-taking_less_sensitive_to_financial_flexibility_post_COVID-19_Evidence_from_non-linear_patterns
- Islam, M, Wang, M, & Dewri, L. (2019). Financial flexibility: A synthesis of literature review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 9(1), 245–256. https://www.researchgate.net/profile/LeoDewri/publication/331093462_Financial_Flexibility_-_A_Synthesis_of_Literature_Review/links/615471a72b348727820105d8/Financial-Flexibility-A-Synthesis-of-Literature-Review.pdf
- John, K, Litov, L, & Yeung, B. (2008). Corporate governance and risk-taking. *The Journal of Finance*, 63(4), 1679–1728. <https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=3667832>
- Kabir, M. N, Miah, M. D, Ali, S, & Sharma, P. (2020). Institutional and foreign ownership vis-à-vis default risk: Evidence from Japanese firms. *International Review of Economics & Finance*, 69, 469–493. https://www.researchgate.net/publication/342077165_Institutional_and_foreign_ownership_vis-a-vis_default_risk_Evidence_from_Japanese_firms
- Kuo, Y.-F, Lin, Y.-M, & Chien, H.-F. (2021). Corporate social responsibility, enterprise risk management, and real earnings management: Evidence from managerial confidence. *Finance Research Letters*, 41, 101805. https://www.researchgate.net/publication/346356832_Corporate_social_responsibility_enterprise_risk_management_and_real_earnings_management_Evidence_from_managerial_confidence <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101805>
- Li, R, Cui, Y, & Zheng, Y. (2021). The impact of corporate strategy on enterprise innovation based on the mediating effect of corporate risktaking. *Sustainability*, 13(3), 1023. <https://doi.org/10.3390/su13031023>
- Lin, Y. R, & Fu, X. M. (2017). Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 49, 17–57. https://www.researchgate.net/publication/312665049_Does_institutional_ownership_influence_firm_performance_Evidence_from_China

- <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.01.021>
- Liu, Y., & Chang, Y. (2020). The impact of financial flexibility on enterprise risk-taking. *1st Africa-Asia Dialogue Network (AADN) International Conference (AADNIC 2019)*. Jiangxi, China. <https://doi.org/10.2991/assehr.k.201012.005>
- Marchica, M.-T., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity. *Financial Management*, 39(4), 1339–1365. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01115.x>
- Minh, H. N., & Vinh, H. L. (2022). Impact of the Covid-19 pandemic on the risk-taking behavior of non-financial firms listed in Vietnam with cash holdings as a moderating variable. *Journal of Eastern European and Central Asian Research*, 9(3), 462–470. <https://doi.org/10.15549/jecar.v9i3.849>
- Naqhdī, S., Fazlzadeh, A., Ahmadian, V., Mohammadi, S., & Salmanzadeh Aghdam, E. (2025). The impact of students' four-fold professional beliefs on their choice of accounting and financial management major. *Judgment and Decision Making in Accounting*, 14(4), 1–26. <https://sanad.iau.ir/Journal/jdaa/Article/1126722>
- Phan, D. H. B., Iyke, B. N., Sharma, S. S., & Affandi, Y. (2021). Economic policy uncertainty and financial stability—Is there a relation? *Economic Modelling*, 94, 1018–1029. https://www.researchgate.net/publication/339588917_Economic_policy_uncertainty_and_the_financial_stability-Is_there_a_relation <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.02.042>
- Rashed, A., Abd El-Rahman, E., Isamil, E., & Abd El-Samea, D. (2018). Ownership structure and investment efficiency: Evidence from Egypt. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 8(4), 1–22. https://www.researchgate.net/publication/328420398_Ownership_Structure_and_Investment_Efficiency_Evidence_From_Egypt <https://doi.org/10.5296/ijjfr.v8i4.13630>
- Rashid, M. M. (2020). Ownership structure and firm performance: The mediating role of board characteristics. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(4), 719–737. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2019-0056>
- Schmidt, C., & Fahlenbrach, R. (2017). Do exogenous changes in passive institutional ownership affect corporate governance and firm value? *Journal of Financial Economics*, 124(2), 285–306. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X17300053> <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.01.005>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Smieja, J., Zaleskiewicz, T., Sobkow, A., & Traczyk, J. (2023). Imagining risk taking: The valence of mental imagery is related to the declared willingness to take risky actions. *Journal of Behavioral Decision Making*, 36(4), e2340. <https://doi.org/10.1002/bdm.2340>

- Tang, H.-W., & Chang, C.-C. (2024). CEO overconfidence, risk-taking, and firm value: Influence of incentive compensation and financial constraints. *The North American Journal of Economics and Finance*, 69, 102034.
https://www.researchgate.net/publication/375300257_CEO_overconfidence_risk-taking_and_firm_value_Influence_of_incentive_compensation_and_financial_constraints
<https://doi.org/10.1016/j.najef.2023.102034>
- Tran, Q. T. (2020). Foreign ownership and investment efficiency: new evidence from an emerging market. *International Journal of Emerging Markets*, 15(6), 1185–1199.
<https://doi.org/10.1108/IJOEM-07-2019-0573>
- Wang, B., & Luo, Y. (2024). Institutional investors, heterogeneity, and capital structure decisions: Evidence from an emerging market. *Research in International Business and Finance*, 68, Article 102188.
https://www.researchgate.net/publication/375916435_Institutional_investors_heterogeneity_and_capital_structure_decisions_Evidence_from_an_emerging_market
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102188>
- Xu, K., & Hitt, M. A. (2020). The international expansion of family firms: The moderating role of internal financial slack and external capital availability. *Asia Pacific Journal of Management*, 37, 127–153. <https://doi.org/10.1007/s10490-018-9593-9>
- Zhang, H. L., & Geng, Q. F. (2018). Management ownership, financial flexibility and corporate risk-taking. *Finance and Accounting Monthly*, 2, 85-93.
https://scholar.google.com/scholar?hl=en&as_sdt=0%2C5&q=Management+ownership%2C+financial+flexibility+and+corporate+risk-taking+HL+Zhang%2C+QF+Geng+-+Finance+and+Accounting+Monthly%2C+2018&btnG=
<https://doi.org/10.1002/mde.4337>