

بررسی تأثیر اهرم مالی و پاداش مدیریتی و نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌ها

اسحاق سالمی

کارشناسی ارشد مدیریت مالی، واحد بین الملل قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران.
salmyashaq1@gmail.com

چکیده

هدف اصلی این تحقیق بررسی تأثیر اهرم مالی و پاداش مدیریتی و نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. همچنین این پژوهش از لحاظ ماهیت توصیفی همبستگی است، زیرا در این نوع پژوهش‌ها محقق به ارزیابی ارتباط بین دو یا چند متغیر می‌پردازد. به این منظور تعداد ۱۴۲۰ سال - شرکت (۱۴۲۰ شرکت) طی بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفت. اطلاعات مالی با استفاده از داده‌های تابلویی با بهره‌گیری از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته تجزیه و تحلیل گردید. با توجه به روش‌های آماری انجام شده در سطح اطمینان ۰/۹۵ فرضیه‌ها مورد آزمون قرار گرفت. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد پاداش موجب افزایش نوسان‌پذیری بازده سهام می‌شود. به عبارت دیگر با افزایش انگیزش‌های اختیاری مانند پاداش، می‌توان میزان نوسان‌پذیری بازده سهام میران را افزایش داد. همچنین شواهد نشان داد اهرم مالی تأثیر تضعیف‌کنندگی بر رابطه مثبت بین انگیزش‌های اختیاری در پاداش جاری و نوسان‌پذیری بازده دارد.

واژگان کلیدی: پاداش مدیران، ساختار سرمایه، ریسک‌پذیری و نوسان‌پذیری بازده.

مقدمه

نوسان‌پذیری یا انحراف معیار بازده سهام نشان دهنده ریسک شرکت می‌باشد و در این پژوهش به عنوان ریسک مورد بررسی قرار خواهد گرفت. سرمایه‌گذاران می‌کوشند منابع مالی خود را در جایی سرمایه‌گذاری نمایند که بیشترین بازده و کمترین ریسک را داشته باشد. بنابراین شرکت‌ها باید در کنار تمرکز بر سود، بر ریسک به عنوان عامل محدودکننده حداکثر شدن بازده نیز مدیریت نمایند. برخلاف بازده، ریسک مفهومی ذهنی و غیر کمی است. هر سرمایه‌گذاری عدم اطمینان‌هایی را در بر دارد که بازده سرمایه‌گذاری را در آینده، ریسکی می‌سازد. ریسک یک دارایی مالی به خاطر این است که احتمال این وجود دارد که بازده حاصل از دارائی کمتر از بازده مورد انتظار باشد. یعنی کلاً انحراف‌هایی که از بازده مورد انتظار ممکن است در آینده به وجود آید، ریسک یک دارایی می‌باشد (شارپ^۱، ۱۹۸۵). یکی از عوامل مهمی که سبب می‌شود تا افراد در شرایط تقریباً مشابه تصمیمات متفاوتی بگیرند، نگرش متفاوتی است که آن‌ها نسبت به ریسک دارند. به‌طور کلی افراد را بر حسب نگرشی که به ریسک دارند به سه گروه تقسیم می‌کنند: ریسک‌گریز، خنثی به ریسک و ریسک‌پذیر (نیکبخت و طاهری، ۱۳۹۳). سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در زمینه‌های مختلف، همواره به عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب‌ماندگی، مورد توجه بوده است. سرمایه‌گذاری یکی از مقوله

¹ Sharp

های مهم در هر جامعه است و سرمایه‌گذاران هنگام سرمایه‌گذاری با چندین موقعیت سرمایه‌گذاری مواجه می‌شوند و با توجه به روحیات، نیازها و میزان ریسک‌پذیری خود موقعیتی را انتخاب می‌کنند که دارای بازدهی بیشتری نسبت به بازده بازار باشد (رسائیان و غفاری، ۱۳۹۱). در واقع، تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری شاید از مهم‌ترین تصمیمات مدیران باشد. سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای که یکی از مهم‌ترین جنبه‌های این‌گونه تصمیمات است، به تخصیص سرمایه به سرمایه‌گذاری‌هایی که منافع آنان در دوره‌های آتی تحقق پیدا می‌کند، مربوط می‌شود. از آنجایی که منافع آتی را با اطمینان نمی‌توان مشخص کرد، سرمایه‌گذاری‌ها الزاماً با ریسک همراه خواهد بود. بنابراین، باید ارزش منتظره و ریسک آن‌ها را مورد ارزیابی قرار داد. زیرا این دو عامل بر ارزش سهام شرکت در بازار اثر می‌گذارند. بنابراین تصمیمات سرمایه‌گذاری مجموع دارایی‌هایی که در شرکت وجود دارد، ترکیب این‌گونه دارایی‌ها و ترکیب ریسک تجاری را از دید تأمین‌کنندگان سرمایه مشخص می‌کنند. لذا با توجه به اهمیت موضوع، شرکت‌ها علاوه بر انتخاب بین شقوق مختلف سرمایه‌گذاری باید از عهده‌ی استفاده صحیح از دارایی‌های فعلی خود برآیند (صالحی، ۱۳۹۶). همچنین، اولویت‌های ریسک شرکت و ریسک‌پذیری برای تصمیم‌گیری شرکت، بنیادی و حیاتی هستند و پیامدهای مهمی را در رشد، عملکرد و بقای شرکت ایفا می‌کنند (شپیرا^۱، ۱۹۹۵). در مباحث مربوط به تئوری‌های مالی و سرمایه‌گذاری، ریسک را به معنای میزان اختلاف بازده واقعی یک سرمایه‌گذاری با بازده مورد انتظار آن تعریف می‌کنند (فلاح شمس لیالستانی و همکاران، ۱۳۸۹).

به منظور جبران خلاقیت‌ها و ابتکارهای مدیریت در یافتن و به‌کارگیری رویه‌ها و روش‌های کاری جدیدتر و بهتر، اغلب سازمان به مدیریت پاداش می‌دهد (برادشا و ریچاردسون^۲، ۲۰۰۶). پاداش اغلب به دلیل انجام وظایف در سطحی بالاتر از استانداردهای عادی کاری صورت می‌گیرد. طرح‌های پاداش مبتنی بر ارقام سود حسابداری در کنار عوامل دیگری چون امنیت شغلی، سطح شغلی و اندازه شرکت که رابطه مستقیم با رفاه مدیریت دارد، به طور مستقیم یا غیرمستقیم با سودآوری زیاد شرکت در ارتباط است. فرض بر این است که مدیران به دنبال افزایش رفاه از طریق افزایش سودآوری هستند. همزمان با کاهش سودآوری، تمایل شرکت‌ها به آرایش سود بیشتر می‌شود (گابایکس^۳، ۲۰۰۸). از طرفی، هدف اساسی مدیریت شرکت‌ها حداکثر نمودن ارزش بازار سهام یعنی ثروت سهامداران در شرکت‌های سهامی است. لذا در این راستا، وظایف مدیریت مالی شرکت‌ها به سه دسته تصمیمات سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و تقسیم سود قابل تفکیک است. تصمیمات تأمین مالی که در نهایت بافت یا ساختار مالی شرکت را تعیین می‌کند، از اهمیت چشم‌گیری برخوردار است. زیرا، چنین تصمیماتی منجر به دستیابی یا عدم دستیابی شرکت به ساختار بهینه سرمایه می‌گردد. ساختار بهینه سرمایه موجب حداقل نمودن هزینه تأمین مالی یا هزینه سرمایه و به تبع آن افزایش ارزش سهام شرکت می‌گردد. از این رو، با توجه به اهمیت دستیابی به ساختار مالی بهینه یا مطلوب، باید دید که شرکت‌ها چگونه و از چه راهی می‌توانند به این مهم دست یابند (یزدانی، ۱۳۷۳).

نسبت اهرم مالی شرکت مورد توجه بسیاری از تحلیلگران مالی می‌باشد و مدت زیادی است که اهمیت واقعی این نسبت مورد توجه بوده است. سوای دیدگاه‌های موافقی که در این باره وجود دارد، بسیاری بر این باورند که چون بهره یک قلم هزینه ثابت است، اگر نسبت اهرم مالی بسیار زیاد باشد، شرکت ناگزیر در معرض ریسک مالی بسیار زیاد قرار می‌گیرد (هندریکسون^۴، ۱۹۹۲). اهرم مالی به عنوان یکی از مهم‌ترین مفاهیم اهرمی، دارای جایگاهی خاص در مدیریت ساختار سرمایه است (سینایی و نیسی، ۱۳۸۲). اهرم مالی، نمایانگر تمایل یک شرکت به تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی،

¹ Shapira

² Bradshaw and Richardson

³ Gabaix

⁴ Hendriksen

استقراض، در مقابل افزایش سرمایه است. نسبت‌های اهرمی، همواره ابزارهایی جهت تعیین میزان احتمال قصور و ناتوانی شرکت در ایفای تعهدات مربوط به دیون و بدهی‌های آن به شمار رفته و افزایش لجام‌گسیخته آن، خطر بروز بحران مالی و ورشکستگی شرکت را تشدید خواهد کرد. از این روی، بیشتر مدیران مالی، بر نقش اهرمی بدهی، در ترکیب ساختار سرمایه تأکید دارند (نوروش و دیانتی دیلمی، ۱۳۸۳).

همان‌طور که اشاره شد، تصمیم‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، از جمله تصمیم‌های مدیریتی هستند که هر دو با آینده‌نگری اتخاذ می‌شوند و همیشه با ریسک همراه‌اند (ریچاردسون و همکاران^۱، ۲۰۰۶). در تصمیم‌های تأمین مالی، شرکت وجه مدنظرش را در حال حاضر به کار می‌گیرد تا در آینده بتواند به تعهدهای خود در قبال تأمین‌کنندگان منابع مالی عمل کند، بنابراین تا حد به نسبت زیادی موجب افزایش بازدهی فعلی شرکت‌ها می‌شوند (اورتیز-مولینا^۲، ۲۰۰۷). استفاده از منابع مالی درونی و بیرونی با توجه به نوسان‌های پرداخت پاداش به مدیران، تأثیرهای متفاوتی بر بهره‌وری، بازده حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری دارد (جراردی و همکاران^۳، ۲۰۱۰). به‌طور کلی، کیم و همکاران^۴ (۲۰۱۶) بیان می‌کنند که بین محرک‌های انگیزشی پاداش و نوسان‌پذیری بازده ارتباط مثبت برقرار است که اهرم شرکت بر رابطه مثبت بین انگیزش‌های اختیاری در پاداش جاری و نوسان‌پذیری بازده تأثیر تضعیف‌کننده دارد. لذا، با توجه به مطالبی که ذکر شد، انتظار می‌رود که این پژوهش قادر به پاسخگویی به این سؤال اصلی باشد که: آیا اهرم مالی و پاداش مدیریتی و نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد؟

پیشینه پژوهش

پیشینه داخلی

کریمی و همکاران (۱۳۸۹)، پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر اهرم مالی و فرصت رشد بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، انجام دادند. به این منظور تعداد ۱۰۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۸-۱۳۸۰ مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که بین اهرم مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معناداری وجود دارد. در نتیجه شرکت‌هایی که بدهی بالاتری نسبت به سایرین دارند، کمتر به سرمایه‌گذاری می‌پردازند. همچنین بین فرصت‌های رشد و تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود ندارد. نوروش و یزدانی (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری، برای نمونه از ۹۸ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۸۰ شرکت‌های بورسی پرداختند. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که رابطه منفی و معنی دار بین اهرم و سرمایه‌گذاری برقرار است. همچنین، نتایج نشان می‌دهند که ارتباط اهرم سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی با فرصت رشد کمتر، قویتر از شرکت‌هایی با فرصت رشد بیشتر است. در نهایت، قوت برآوردها آزمون شده است. برای این منظور، متغیرها با استفاده از متوسط صنعت تعدیل شده‌اند. نتایج استفاده از رویکرد تعدیل متغیرها بر اساس متوسط صنعت مشابه نتایج قبلی به دست آمده بود. افشاری و همکاران (۱۳۹۱) تحقیقی تحت عنوان تأثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. به دین منظور اطلاعات مالی شرکت‌های پورسی طی بازه زمانی ۱۳۸۸-۱۳۸۴ مورد بررسی قرار دادند. برای اندازه‌گیری اثر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری از روش رگرسیون تلفیقی و در نظر گرفتن اثرات ثابت و تصادفی بر حسب مورد، و با حضور متغیرهای کنترلی از جمله کیوتوین، فروش، جریان نقد عملیاتی، بازده دارایی‌ها، نسبت جاری و سود انباشته استفاده شده است. در این پژوهش از دو معیار برای اهرم مالی استفاده شده است،

¹ Richardson et al.

² Ortiz-Molina

³ Gerardi et al.

⁴ Kim et al.

نسبت بدهی به جمع دارایی‌ها و نسبت بدهی بلندمدت به جمع دارایی‌ها. همچنین شرکت‌ها بر اساس ارزش بازار به سه گروه شرکت‌های کوچک، متوسط و بزرگ طبقه‌بندی شده‌اند و در هر طبقه تأثیر اهرم بر سرمایه‌گذاری بررسی شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد هیچ رابطه خطی بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در هیچ حالتی وجود ندارد. احمدپور و رسائیان (۱۳۹۱) به بررسی رابطه ارزش افزوده اقتصادی به منزله یکی از مهم‌ترین معیارهای ارزیابی عملکرد با پاداش هیأت‌مدیره پرداختند. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان داد رابطه معناداری بین ارزش افزوده اقتصادی به منزله معیار ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و پاداش هیأت‌مدیره در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد. رضاپور (۱۳۹۲) به بررسی رابطه بین اهرم مالی و فرصت رشد بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های شیمیایی و دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معناداری بین فرصت رشد و تصمیمات سرمایه‌گذاری وجود دارد. همچنین، بین اهرم مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود ندارد. افلاطونی (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر ریسک ورشکستگی شرکت و نوسان‌های سیستماتیک و ویژه بازده سهام بر میزان نگهداشت وجه نقد، بیان می‌کند که مدیران با انگیزه‌های متفاوتی به نگهداری وجه نقد در شرکت اقدام می‌کنند. یکی از انگیزه‌های آنان برای نگهداشت وجه نقد، انگیزه احتیاطی است. نتایج نشان می‌دهد با افزایش میزان نوسان‌های بازده سهام (به خصوص نوسان‌های ویژه) و افزایش ریسک ورشکستگی، مانده وجه نقد نگهداری شده در شرکت نیز افزایش می‌یابد.

شجاعی (۱۳۹۴)، در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی و ریسک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۲ پرداخت. نتیجه پژوهش نشان داد که به طور کلی بین متغیرهای ریسک و مسئولیت اجتماعی رابطه معنادار وجود دارد. پورزمانی و طرازیان (۱۳۹۵)، در پژوهشی با عنوان تأثیر متقابل نوسان‌های بازده دارایی‌ها و بازده اوراق بهادار بر پاداش مدیران مبتنی بر نرخ رشد دارایی‌های نقدی، به بررسی تأثیر همزمان بازده سهام و تغییر بازده دارایی‌ها بر پرداخت پاداش هیأت‌مدیره بر مبنای نرخ رشد دارایی‌های نقدی پرداختند. به این منظور از داده‌های ۸۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲، رگرسیون چندمتغیره و مدل داده‌های ترکیبی استفاده شد. نتایج بررسی‌ها نشان داد ارتباط معناداری بین تغییرات بازده دارایی‌ها و بازده سهام با پاداش بر مبنای نرخ رشد دارایی‌های نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برقرار نیست. دوستیار و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر رفتار توده‌وار در ریسک‌پذیری مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی تأثیر رفتار توده‌وار مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ریسک‌پذیری آنها پرداختند. جامعه آماری پژوهش شامل تمامی مدیران عامل و مدیران مرتبط با سرمایه‌گذاری در شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و حجم نمونه با استفاده از فرمول کوکران ۱۹۶ نفر محاسبه شد. برای تحلیل فرضیه‌های ارائه شده در قالب الگوی مفهومی پژوهش، از روش الگوسازی معادلات ساختاری با رویکرد حداقل مربعات جزیی استفاده شد. نتایج تحلیل‌ها نشان‌دهنده تأیید فرضیه اصلی پژوهش و چهار فرضیه فرعی مرتبط با آن است. نتایج نشان داد بین ریسک‌پذیری و رفتار توده‌وار مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری، رابطه‌ای معکوس وجود دارد.

پیشینه خارجی

فاسبرگ^۱ (۲۰۰۴) در پژوهشی با عنوان، مشکلات نمایندگی و تأمین مالی از طریق بدهی: اثرات ساختار رهبری، به بررسی رابطه بین مشکلات نمایندگی و تأمین مالی از طریق بدهی پرداخت. نتیجه پژوهش نشان داد که بین استقلال هیأت‌مدیره و ساختار سرمایه رابطه مثبت وجود دارد، لیکن این رابطه از لحاظ آماری ضعیف است. همچنین، نتایج

¹ Fosberg

پژوهش نشان داد که بین تمرکز مالکیت و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام رابطه معنادار و مثبت وجود دارد. دورو و همکاران^۱ (۲۰۰۵)، طی پژوهشی رابطه بین پاداش هیأت‌مدیره با درآمد اقتصادی و اثر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر رابطه بین پاداش هیأت‌مدیره و درآمد اقتصادی را مطالعه کرد و نتیجه گرفت رابطه تجربی بین پاداش هیأت‌مدیره با درآمد اقتصادی قوی‌تر از رابطه پاداش هیأت‌مدیره با سود حسابداری است. یافته اخیر شواهدی مبنی بر تأیید نظریه «سود حسابداری تعدیل شده» به دست می‌دهد. تعدیلاتی مانند هزینه سرمایه که منعکس‌کننده وقایع اقتصادی رخ داده به دلیل تصمیم‌های مدیر است با اهداف سهامداران سازگاری بیشتری دارد. از سوی دیگر نتایج این پژوهش به این نکته اشاره می‌کند که درآمد اقتصادی نباید تنها عامل اعطای پاداش به هیأت‌مدیره در نظر گرفته شود. گریفیت و نجند^۲ (۲۰۰۶) در پژوهشی به بررسی رابطه پاداش مدیریتی و معیارهای ارزیابی عملکرد همچون بازده سهام، ارزش افزوده بازار و Q توبین برای دوره زمانی ۱۹۹۵-۲۰۰۵ پرداختند. در این پژوهش از مجموعه‌ای از داده‌های پانل برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد که عملکرد و اندازه شرکت تأثیری بر پاداش پرداختی به مدیران شرکت ندارد. فریت و همکاران^۳ (۲۰۰۸) تحقیقی تحت عنوان اهرم مالی و سرمایه‌گذاری کمتر از حد انجام دادند. به این منظور تعداد ۱۲۰۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار شانگ‌های چین را طی بازه زمانی ۲۰۰۴-۱۹۹۱ مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها نشان می‌دهد که رابطه ای مثبت و معنی دار بین اهرم و سرمایه‌گذاری وجود دارد، همچنین نتایج آنها نشان داد که فرصت رشد رابطه مثبت و معناداری با سرمایه‌گذاری دارد. لی و همکاران^۴ (۲۰۱۰) به بررسی رابطه تأمین مالی از محل بدهی و رفتار سرمایه‌گذاری شرکتی پرداختند. نمونه آنان شامل ۶۰ شرکت چینی طی سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۰۸ بود که بر اساس رشد شرکت و ساختار سهامداران طبقه‌بندی شده بودند. آن‌ها در ابتدا شرکت‌ها را به سه گروه بر اساس میزان رشد آن‌ها تقسیم‌بندی کردند. نتایج نشان داد در شرکت‌های با رشد بالا و شرکت‌های با رشد کم رابطه منفی معناداری بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری وجود دارد. اما در شرکت‌های با رشد متوسط این رابطه مثبت است. استدلال آن‌ها چنین بود که شرکت‌های با رشد متوسط، به آسانی می‌توانند منابع تأمین مالی خارجی به دست آورده و از فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده کنند. بنابراین تأمین مالی از محل بدهی سبب ارتقاء سرمایه‌گذاری آنان خواهد شد. همچنین رابطه بین این دو متغیر برای شرکت‌های نهادی مثبت و برای شرکت‌های غیر نهادی منفی به دست آمد. آن‌ها همچنین دریافتند که بازده دارایی و جریان نقد تأثیر مثبتی بر سرمایه‌گذاری شرکت دارد. لی و ژائو^۵ (۲۰۱۱) پس از بررسی ساختار سرمایه نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها با بازده فروش، بازدهی دارایی‌ها و حاشیه سود ناخالص به عنوان معیارهای عملکرد شرکت، به این نتیجه رسیدند که بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به عبارتی، هر چه ساختار سرمایه شرکت از مطلوبیت بیشتری برخوردار باشد عملکرد شرکت بهبود خواهد یافت. کراوت^۶ (۲۰۱۴) در پژوهش تحت عنوان حسابداری محافظه‌کاری و ریسک‌پذیری، مدیریتی بیان کرده مدیران حسابداری محافظه‌کار تحصیل‌های با ریسک پایین انجام می‌دهند و شرکت‌ها با قراردادهای بدهی حسابداری این تحصیل‌ها را انجام می‌دهند. این نتایج سازگار با شرکت‌های محافظه‌کاری است که از سرمایه‌گذاری‌های ریسکی دوری می‌کنند به علت ظرفیت بالقوه برای زیان‌های بزرگ که به دنبال قراردادهای بدهی است. کاهش ریسک محافظه‌کارانه می‌تواند بخشی از تقاضای دارندگان بدهی برای حسابداری محافظه‌کاری را توضیح

¹ Duru et al.

² Griffith and Najand

³ Firth et al

⁴ Li et al.

⁵ Lie and zhao

⁶ Kravet

دهد. کروسو و پتمزاس^۱ (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان آیا انگیزه ریسک‌پذیری مدیران اجرایی را به سرمایه‌گذاری وادار می‌کند؟ بیان کردند که مدیران اجرایی با انگیزه ریسک‌پذیری، تمایل بیشتری نسبت به پذیرش سرمایه‌گذاری دارند. کیم و همکاران (۲۰۱۶)، در پژوهشی با عنوان انگیزش‌های اختیاری، اهرم مالی و ریسک‌پذیری، به بررسی تأثیر تضعیف‌کنندگی اهرم شرکت بر رابطه مثبت بین انگیزش‌های اختیاری در پاداش جاری و نوسان‌پذیری بازده پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که تأثیر تضعیف‌کنندگی اهرم شرکت بر رابطه مثبت بین انگیزش‌های اختیاری و نوسان‌پذیری بازده، از هر دو مؤلفه بدهی کوتاه‌مدت و بدهی بلندمدت حاصل شده است که این تأثیر تضعیف‌کنندگی اهرم شرکت، در طول بحران مالی ۲۰۰۹-۲۰۰۷ به‌طور قابل توجهی برجسته‌تر می‌باشد. به‌طور کلی، شواهد پژوهش حاکی از تأثیرگذاری ساختار سرمایه بر رابطه بین انگیزش‌های اختیاری و نوسان‌پذیری بازده می‌باشد.

روش‌شناسی پژوهش

روش‌های پژوهش در علوم اجتماعی در طول سه دهه اخیر دگرگونی‌های بنیادی حاصل کرده است این تغییرات به سبب یک جریان تکامل تدریجی بود که در زمینه علوم اجتماعی در اروپا و نهضت علوم رفتاری در آمریکا به وقوع پیوست. روند مزبور تلاش فزاینده‌ای را در دانشگاه‌ها در جهت به کار بردن منطق علمی و روش‌های مقداری به دنبال داشت. در نتیجه، کاربرد این فنون کمی در رشته‌های مختلف علوم اجتماعی به‌طور کامل توسعه یافته است. با توجه به این که انتظار می‌رود نتایج حاصل از این پژوهش در امر تصمیم‌گیری مورد توجه مدیران مالی، سرمایه‌گذاران و دیگر ذینفعان قرار گیرد، لذا این پژوهش از منظر هدف جزء پژوهش‌های کاربردی است؛ همچنین از آنجاکه پژوهش به بررسی ارتباط بین چند متغیر می‌پردازد، پژوهش از لحاظ ماهیت و روش از نوعی توصیفی همبستگی می‌باشد.

جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جامعه آماری پژوهش حاضر را تشکیل می‌دهد، که باید دارای ویژگی‌های زیر باشند:

۱. شرکت‌ها باید از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۸ در بورس حضور داشته باشند؛
۲. شرکت‌های موردنظر جزو بانک‌ها و واسطه‌گری مالی، لیزینگ و سایر شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشد؛
۳. ناقص نبودن داده‌ها. قلمرو زمانی این پژوهش از ابتدای سال ۱۳۸۹ تا پایان سال ۱۳۹۸ را دربر می‌گیرد. با توجه به محدودیت‌های فوق ۱۴۲ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید.

فرضیه‌ها و مدل‌های پژوهش

- ۱- بین پاداش مدیریتی و نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.
 - ۲- اهرم مالی و پاداش مدیریتی و نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد.
- مربوط به آزمون فرضیه‌ها:

$$\text{RetStd}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Bonus}_{it} + \beta_2 \text{Bonus}_{it} * \text{Lev}_{it} + \beta_3 \text{Lev}_{it} + \beta_4 \log(\text{Sales})_{it} + \beta_5 \text{MTB}_{it} \\ + \beta_6 \text{CAPEX}_{it} + \beta_7 \text{R\&D}_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در اینجا:

¹ Croci and Petmezas

متغیر وابسته

نوسان پذیری بازده سهام (نوسان پذیری بازده سهام): نوسان پذیری بازده، متغیر وابسته این پژوهش می باشد. بطور کلی، برای محاسبه نوسان پذیری بازده سهام مشابه پژوهش کیم و همکاران (۲۰۱۶) از انحراف معیار ۵ ساله بازده سهام شرکت استفاده می شود. نحوه محاسبه به صورت زیر است:

$$\text{RetStd}_{it} = \sqrt{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2 / N}$$

متغیر مستقل

پاداش مدیریتی: این متغیر به تبعیت از پژوهش پورزمانی و طرازیان (۱۳۹۵) با استفاده از نسبت پاداش اعطایی به اعضای مدیریتی (این رقم مستقیماً از صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استخراج می گردد). به منظور استاندارد سازی محاسبات آماری لگاریتم آن در نظر گرفته می شود.

متغیر تعدیلگر

اهرم مالی: متغیر تعدیلگر این پژوهش، اهرم مالی می باشد. اهرم مالی به حد و اندازه ای که یک شرکت از طریق وام یا استقراض، تأمین مالی نموده است، دلالت دارد (عبده تبریزی و مشیرزاده مؤیدی، ۱۳۸۴). به عبارت دیگر، اهرم مالی بیانگر میزان هزینه های ثابت مالی از قبیل بهره یا سود ثابت وام ها در شرکت است (عبده تبریزی و حنیفی، ۱۳۸۶). در این پژوهش، به پیروی از ژانگ و پارک^۱ (۲۰۱۱)، نسبت اهرم مالی با استفاده از تقسیم کل بدهی ها به کل دارایی ها محاسبه می شود که به شرح ذیل می باشد:

$$\text{Lev} = \text{TD} / \text{TA}(A)$$

در رابطه بالا:

Lev: اهرم مالی

TD: کل بدهی ها

TA(A): کل دارایی ها می باشد.

متغیرهای کنترلی

log (Sales): لگاریتم فروش شرکت معیاری از اندازه شرکت؛

MTB: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام؛

CAPEX: نسبت مخارج سرمایه ای به کل دارایی های شرکت؛

R&D: نسبت هزینه های تحقیق و توسعه به کل دارایی های شرکت.

تجزیه و تحلیل داده ها

پس از گردآوری داده های مورد نیاز پژوهش، جهت محاسبه و آماده سازی متغیرها از نرم افزار آفیس ۲۰۱۶ استفاده می گردد و برای آزمون فرضیه ها از داده های ترکیبی استفاده خواهد شد. برای تعیین نوع داده های ترکیبی از آزمون های

¹ Zhong and park

F لیمر و هاسمن^۱ استفاده می‌شود. همچنین برای آزمون معنی‌داری کلی مدل رگرسیون برازش شده از آماره فیشر (F) در سطح ۹۵ درصد اطمینان و برای آزمون معنی‌داری هر یک از متغیرهای مستقل از آزمون (t) استیودنت استفاده می‌شود. همچنین برای آزمون عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل، از آزمون دوربین واتسون^۲ استفاده خواهد شد. همچنین از نرم‌افزار Eviews 7 برای تحلیل آزمون‌های فوق، همبستگی بین متغیرها و رگرسیون خطی چند متغیره و سایر آزمون‌ها استفاده می‌شود.

آمار توصیفی

همان‌طور که در جدول (۱)، مشاهده می‌شود آماره‌های توصیفی شامل میانگین، میانه، کمینه، بیشینه، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی می‌باشد که معروف‌ترین و در عین حال پرمصرف‌ترین شاخص‌های آمار توصیفی‌اند. میانگین، متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد. چولگی و کشیدگی شاخص تقارن داده‌ها و نشان‌دهنده وضعیت آن‌ها نسبت به توزیع نرمال است.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای مدل

متغیرها	پاداش مدیریتی	نوسان‌پذیری بازده	اهرم مالی	لگاریتم فروش	نسبت ارزش بازار به دفتری	مخارج سرمایه‌ای	هزینه‌های تحقیق و توسعه
میانگین	۲,۵۰۱۷۶	۰,۰۵۰۸۵۸	۰,۵۸۴۲۲	۶,۰۸۹۶۰۵	۲,۵۴۸۴۳۶	۰,۰۳۰۷۶۶	۰,۰۰۱۵۲
میانه	۳,۰۷۹۲	۰,۰۴۷۰۰	۰,۵۸۴۹	۶,۰۱۳۴	۲/۲۵۷۸	۰,۰۰۸۷	۰,۰۰۰۴
انحراف معیار	۱,۳۰۰۷۲	۰,۰۲۶۸۵۱	۰,۲۰۳۶۲	۰,۶۵۷۱۶۵	۱,۸۰۹۴۴۵	۰,۰۹۲۸۳۳	۰,۰۰۳۷۹
چولگی	-۱,۲۱۶۴	۳,۲۳۲۲۸	۰,۵۸۶۷۱	۰,۵۷۷۵۸۷	۰,۷۲۸۰۲۳	۲,۳۵۹۱۱۶	۹,۱۳۱۴۵
کشیدگی	۲,۸۶۷۱۸	۲۲,۱۰۸۸	۵,۷۴۹۶۵	۳,۷۵۷۶۵۹	۱۴,۴۱۱۷۸	۲۰,۴۸۸۹۹	۱۳۵,۲۷۷
کمترین	۴/۴۷۷۱	۰,۲۵۱۸	۱/۷۹۵۸	۸/۴۱۱۴	۱۶,۸۲۹۷	۰,۷۴۶۷	۰,۰۶۶۵
بیشترین	۰,۰۰۰	۰,۰۰۸۲	۰,۰۹۰۲	۴/۳۹۵۷	-۸,۱۹۹۸	-۰,۶۱۸۵	۰,۰۰۰

با توجه به مطالب مذکور و با نگاهی به جدول (۱)، می‌توان دریافت که در بین متغیرها، لگاریتم فروش با مقدار ۶,۰۸۹۶۰۵ دارای بالاترین میانگین و هزینه‌های تحقیق و توسعه با مقدار ۰,۰۶۶۵ دارای کمترین میانگین می‌باشد. همچنین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام با مقدار ۱,۸۰۹۴۴۵ از انحراف معیار و دامنه گسترده‌تری بیشتری برخوردار است، که نشان‌دهنده این موضوع است که لگاریتم فروش اکثر شرکت‌ها از میانگین، فاصله زیادی دارد و هزینه‌های تحقیق و توسعه با مقدار ۰,۰۰۳۷۹ از انحراف معیار و دامنه گسترده‌تری کمتری برخوردار است. طبق نتایج جدول ۱-۴، میزان میانگین یک متغیر بدان معناست که به طور متوسط میزان آن متغیر در آن محدوده است. به عنوان مثال میزان میانگین لگاریتم فروش ۶,۰۸۹۶۰۵ می‌باشد که بدان معناست که به طور متوسط لگاریتم فروش حدود ۶ می‌باشند. مهم‌ترین شاخص چولگی ضریب چولگی می‌باشد. اگر ضریب چولگی منفی باشد توزیع دارای چوله به راست است و در صورتی که ضریب چولگی مثبت باشد توزیع دارای چوله به چپ است. اگر توزیع متقارن باشد ضریب چولگی مساوی صفر خواهد بود. بدیهی است هر چه قدر مطلق ضریب چولگی بیشتر باشد تفاوت جامعه از نظر قرینگی با توزیع متقارن بیشتر است. و در خصوص کشیدگی یکی از پارامترهای مناسب استفاده از مقایسه پراکندگی توزیع جامعه با توزیع نرمال است. آن دسته از توزیع که نسبت به توزیع نرمال از پراکندگی بیشتری برخوردارند یعنی منحنی توزیع نسبت به توزیع نرمال کوتاه‌تر است دارای توزیع کشیدگی منفی و در صورتی که بلندتر باشد دارای کشیدگی مثبت است. بیشترین

¹ Hausman

² Durbin-Watson

چولگی مربوط به متغیر هزینه‌های تحقیق و توسعه با مقدار ۹,۱۳۱۴۵ و کمترین چولگی مربوط به متغیر پاداش مدیریتی با مقدار ۱,۲۱۶۴- می‌باشد و بیشترین مقدار کشیدگی مربوط به هزینه‌های تحقیق و توسعه با مقدار ۱۳۵,۲۷۷ و کمترین مقدار کشیدگی مربوط به متغیر پاداش مدیریتی با مقدار ۴/۴۷۷۱ می‌باشد.

آزمون F لیمر و هاسمن

با توجه به اینکه داده‌های مورد استفاده در این پژوهش ترکیبی (سال - شرکت) می‌باشند و داده‌های ترکیبی به دو صورت تابلویی و تلفیقی می‌باشد، لذا به منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی در برآورد مدل، از آزمون F لیمر استفاده شده است. همچنین برای انتخاب بین مدل اثرات تصادفی یا اثرات ثابت از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. خلاصه نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول (۲): آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

لیمر F آزمون			مدل
نتیجه	احتمال	مقدار آماره	
روش تابلویی	۰/۰۰۰۰	۱۰/۱۸۵۶۵	۱
آزمون هاسمن			
روش اثرات	۰/۰۱۳۰	۱۷/۷۸۶۷	۱

احتمال آماره مدل‌ها کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه روش داده‌های تابلویی و اثرات ثابت پذیرفته شده است.

آزمون هم خطی

در این پژوهش برای بررسی وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل از آزمون VIF استفاده شده است. اگر آماره VIF برای متغیرها کمتر از ۱۰ باشد بین متغیرهای توضیحی مشکل هم خطی وجود نخواهد داشت. در جدول (۳) خلاصه نتایج این آزمون ارائه شده است.

جدول شماره (۳): نتایج آزمون هم خطی (VIF) مدل پژوهش

نام متغیر	آماره VIF	1/VIF	تشخیص
پاداش مدیریتی	۱/۳۵	۰,۷۴۳	عدم هم خطی
اهرم مالی	۱/۳۱	۰,۷۶۵۶	عدم هم خطی
لگاریتم فروش	۱/۲۵	۰,۷۹۸۶	عدم هم خطی
هزینه تحقیق و توسعه	۱/۰۷	۰,۹۳۱۳	عدم هم خطی
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام	۱/۰۵	۰,۹۵۶۴	عدم هم خطی
مخارج سرمایه‌ای	۱/۰۲	۰,۹۸۳۷	عدم هم خطی
میانگین VIF: ۱,۱۷			

با توجه به نتایج مندرج در جداول شماره (۳) مشخص شد که آماره VIF برای تمام متغیرهای پژوهش در مدل پژوهش کمتر از ۱۰ است بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرها وجود ندارد.

آزمون فرضیه‌های پژوهش

در این بخش فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون قرار می‌گیرد. با توجه به ماهیت داده‌ها، فرضیه‌های پژوهش در سطح داده‌های ترکیبی آزمون شد. قبل از برازش دادن مدل رگرسیون و آزمون فرضیه‌های پژوهش، فروض کلاسیک مدل

آزمون شدند و با توجه به برقرار بودن پیش فرض‌های مدل، فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون قرار گرفت. در مدل رگرسیونی با توجه به مقادیر احتمال نسبت به رد یا عدم رد فرضیه صفر تصمیم گرفته شد.

فرضیه اول و دوم

با توجه به جدول (۴) در این پژوهش جهت آزمون معناداری کل مدل از آماره F و جهت آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون از آماره t استفاده شده است. همچنین از ضریب تعیین R^2 برای بررسی ارتباط بین متغیرهای ملاک و پیش بین استفاده شد. با توجه مدل به رگرسیونی مربوط به فرضیه اول اگر احتمال آماره t برای متغیر $Bonus_{it}$ و اگر احتمال آماره t برای متغیر $Lev_{it} * Bonus_{it}$ کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ باشد، فرضیه اول و دوم تایید می‌شوند.

جدول (۴): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول و دوم

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	T آماره	معناداری
عرض از مبدا	-۰,۰۵۶۱۹۹	۰,۰۲۳۹۱۵	-۲,۳۴۹۹۶۵	۰,۰۱۹۱
پاداش مدیریتی	۰,۰۰۱۶۳۵	۰,۰۰۰۵۵۹	۲/۹۲۶۳	۰,۰۴۶۰
اثر تعاملی اهرم مالی و پاداش مدیریتی	-۰,۰۰۲۸۴۹	۰,۰۰۱۱۹۴	-۲,۳۸۶۸	۰,۰۱۷۳
اهرم مالی	۰,۰۱۰۰۸۱	۰,۰۰۲۷۴۹	۳,۶۶۷۸۷۴	۰,۰۰۰۳
لگاریتم فروش	۰,۰۱۶۰۸۷	۰,۰۰۳۴۵۴	۴,۶۵۶۹۰۹	۰/۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام	۰,۰۰۱۶۲۸	۰,۰۰۰۵۴۱	۳,۰۰۷۳۱	۰,۰۰۲۸
مخارج سرمایه‌ای	۰,۰۰۵۴۶۷	۰,۰۰۰۳۹۶۳	۱,۳۷۹۶۲۷	۰,۱۶۸۳
هزینه تحقیق و توسعه	۰,۰۵۱۲۰۵	۰,۰۶۵۷۵۲	۰,۷۸۰,۷۶	۰,۴۳۵۶
ضریب تعیین	۰,۷۵۷۳	ضریب تعیین تعدیل شده		۰,۶۹۶۱
F آماره	۸۴/۹۵۰۴	F معناداری آماره		۰,۰۰۰۰

مقدار ضریب تعیین مدل برابر ۰,۷۵۷۳ می‌باشد که نشان می‌دهد ۷۵/۷۳٪ تغییرهای متغیر وابسته (نوسان پذیری بازده سهام) توسط متغیر پیش‌بین و کنترلی تشریح شده است. با توجه به جدول فوق، ضریب متغیر پاداش مدیریتی ۰,۰۰۱۰۷۷ می‌باشد که مثبت است و احتمال آماره t برای پاداش مدیریتی برابر ۰,۰۰۴۶ می‌باشد. این مقدار احتمال کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین فرض صفر رد می‌شود. در نتیجه بین پاداش مدیریتی و نوسان پذیری بازده رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد. در نتیجه فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به جدول فوق، ضریب متغیر اثر تعاملی اهرم مالی و پاداش مدیریتی -۰,۰۰۲۸۴۹ می‌باشد که منفی است و احتمال آماره t برای اثر تعاملی اهرم مالی و پاداش مدیریتی برابر ۰,۰۱۷۳ می‌باشد. این مقدار احتمال کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین فرض صفر رد می‌شود. در نتیجه اهرم مالی بر رابطه بین پاداش مدیریتی و نوسان پذیری بازده سهام نقش تعدیلی دارد. در نتیجه فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. با توجه به جدول فوق، ضریب متغیر کنترلی لگاریتم فروش بر نوسان پذیری بازده سهام تأثیر مثبت و معنادار دارد. با توجه به جدول فوق، ضریب متغیر کنترلی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام بر نوسان پذیری بازده سهام تأثیر مثبت دارد. اما همان‌طور که اشاره شد معنادار هست. با توجه به جدول فوق، مخارج سرمایه‌ای بر نوسان پذیری بازده سهام تأثیر مثبت دارد. اما همان‌طور که اشاره شد معنادار نیست. با توجه به جدول فوق، هزینه تحقیق و توسعه بر نوسان پذیری بازده سهام تأثیر مثبت و معنادار دارد. اما همان‌طور که اشاره شد معنادار نیست.

بحث و نتیجه گیری

درجه ریسک پذیری یا ریسک گریزی، یکی از عوامل مهم تأثیرگذار بر رفتار و تصمیم گیری افراد به ویژه در بازارهای مالی است. استن و همکاران^۱ (۱۹۹۷) ریسک پذیری را انجام هرگونه فعالیتی که دارای حداقل یک نتیجه مبهم و یا نامطمئن باشد تعریف می کنند. عدم اطمینان محیطی و شدت رقابت سازمان ها و مدیران، آن ها را با چالش های متعدد مواجه ساخته است. برای مدیر مؤثر این چالش ها، رویکردهای نوین مدیریت و شایستگی های خاص طرح و توصیه شده است. شناسایی و مدیریت ریسک یکی از رویکردهای جدید است که برای تقویت و ارتقای اثربخشی سازمان ها مورد استفاده قرار می گیرد (عبداللهی، ۱۳۹۳). حال با توجه به نکات فوق، در تحقیق حاضر سعی بر آن است که تأثیر اهرم مالی و پاداش مدیریتی و نوسان پذیری بازده سهام شرکت های بورسی مورد ارزیابی قرار گیرد.

یافته های فرضیه اول نتایج نشان می دهد که بین پاداش مدیران با نوسان پذیری بازده سهام رابطه مثبتی و معناداری وجود دارد. از اوایل قرن بیستم که مدیریت شرکت های سهامی از حاکمان و سهام داران آن ها تفکیک شد، مسئله تعیین پاداش اعضای هیئت مدیره جزو موارد اصلی تصمیمات سهام داران در مجمع عمومی صاحبان سهام شد. بسیاری از فعالیت های مدیران کیفی است و قابلیت اندازه گیری ندارد و پس از انجام فعالیت ها و در قالب نتایج کمی مثل سود ویژه و تقسیم سود قابل ارائه است. اعضای هیئت مدیره می توانند سیاست حفظ وضعیت موجود را اتخاذ کنند و دست به تغییراتی نزنند که آینده مبهمی دارد. به هر ترتیب طبق نظریه های اقتصادی، اشخاص به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خود هستند. از این رو مدیران نیز به عنوان اشخاصی ممکن است با اتخاذ تئوری فوق از اهداف شرکت دور شوند. از ابتدا سهام داران به منظور تشویق و ایجاد انگیزه در مدیران برای حداکثر کردن ثروت سرمایه گذاران روش های گوناگون را استفاده نمودند. عادی ترین رویه، پرداخت پاداش بر مبنای درصدی از سود ویژه شرکت بوده که این مبنا همواره با انتقاداتی مواجه است. یکی از عمومی ترین انتقادات آن بوده است که سود ویژه شرکت شامل اجزایی است که بسیاری از آن ها در کنترل مدیریت نیستند. به عبارت دیگر مبنای سود ویژه موجب می شود تا به مدیران بابت کار نکرده پاداشی داده شود یا بر مبنای رویدادهای غیرقابل کنترل، مورد تنبیه قرار گیرند. انتقاد دیگر آن است که پرداخت پاداش بر مبنای سود ویژه، نگرش کوتاه مدت به مدیران می دهد. به بیان دیگر، از آنجاکه مدیران هدف خود را حداکثر کردن سود ویژه تعیین می کنند، برخی از اقدامات اساسی را انجام نهند و این موضوع نوسان پذیری بازده سهام آنها را افزایش دهد. هر چند که تحقیق مشابهی در خصوص وجود رابطه بین پاداش مدیران و نوسان پذیری بازده سهام در ایران انجام نشده است، اما یافته های دوستیار و همکاران (۱۳۹۶) نشان داد که رفتار توده وار مدیران موجب کاهش نوسان پذیری بازده سهام آنها می شود که نتیجه این پژوهش با یافته های آنها تناقض دارد. در خارج نیز کیم و همکاران (۲۰۱۶) نشان دادند که رابطه مثبت بین انگیزش های اختیاری در پاداش جاری و نوسان پذیری بازده وجود دارد که با یافته های پژوهش همسو است.

یافته های فرضیه دوم نشان می دهد که اهرم شرکت رابطه مثبت بین انگیزش های اختیاری در پاداش جاری و نوسان پذیری بازده نقش تضعیف کنندگی دارد. به عبارت دیگر در شرکت هایی که اهرم بالایی وجود دارد، پاداش مدیران، تأثیر مثبتی بر نوسان پذیری بازده سهام آنها نخواهد داشت و از طرفی آن را کاهش می دهد. در اثر افزایش توانایی اعتباردهندگان و وام دهندگان در کنترل و نظارت بر فعالیت مدیران، منجر به کاهش هزینه های پایش مدیریت و در نتیجه اجبار مدیران به انتخاب پروژه های مناسب و کارا و در نهایت کاهش ریسک شرکت کاهش می یابد. به عبارت دیگر اعتباردهندگان می توانند به واسطه بدهی نقش نظارتی خود را بر مدیران اعمال نمایند تا مشکلات بیش سرمایه گذاری را کاهش دهند و از دیگر سو به مدیران کمک کنند تا در موقعیت های کم سرمایه گذاری، سرمایه گذاری مثبت انجام دهند

¹ Stone et al

که این موضوع ریسک مدیران را به صورت محافظه کارانه کاهش خواهد داد. نتایج به دست آمده از این فرضیه در مقایسه با نتایج پژوهش کیم و همکاران (۲۰۱۶) مطابقت دارد.

پیشنهاد‌های پژوهش

فرضیه یک: نتایج این فرضیه حاکی از آن است که بین پاداش مدیران و نوسان پذیری بازده سهام آنها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. از آنجا که در انتقاداتی در پرداخت وجود دارد و دلایل این موضوع است که پرداخت پاداش بر مبنای سود ویژه، نگرش کوتاه مدت به مدیران می‌دهد. با توجه به اینکه نگرش کوتاه مدت موجب می‌شود، مدیران آینده را نادیده بگیرند و به خاطر دریافت پاداش اقدام نمایش عملکرد در کوتاه مدت، پذیرش ریسک را افزایش دهند و این نوسان پذیری بازده سهام آنها ممکن است در طولانی مدت، عملکرد شرکت را کاهش دهد. بنابراین به مالکان پیشنهاد می‌شود که به این موضوع توجه کنند و از مکانیزم های نظارتی مانند، حضور مالکان در ترکیب هیئت مدیره، تشکیل کمیته حسابرسی قوی و ... استفاده نمایند.

فرضیه دوم: همان طور که یافته‌های فرضیه دوم نشان می‌دهد که اهرم شرکت رابطه مثبت بین انگیزش‌های اختیاری در پاداش جاری و نوسان پذیری بازده نقش تضعیف کننده دارد. با توجه به اینکه اعتباردهندگان می‌توانند به واسطه بدهی نقش نظارتی خود را بر مدیران اعمال نمایند، به مدیران پیشنهاد می‌شود، از بدهی نیز به عنوان مکانیزم نظارتی بهره گیرند، به ویژه بدهی‌های کوتاه مدت. چراکه بدهی کوتاه مدت مکانیزمی است که می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی بین سهامداران، اعتباردهندگان و مدیران را کاهش دهد.

منابع

- ✓ احمدپور، احمد، رسائیان، امیر، (۱۳۹۱)، تأثیر ارزش افزوده اقتصادی به عنوان شاخص ارزیابی عملکرد بر پاداش هیئت مدیره، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره ۱۶، صص ۱-۱۸.
- ✓ افشاری، اسداله، سعیدی، علی، رشادی، الهام، (۱۳۹۱)، تأثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مدیریت، دوره ۵، شماره ۱۳، صص ۱۷-۲۹.
- ✓ افلاطونی، عباس، (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر ریسک ورشکستگی شرکت و نوسان‌های سیستماتیک و ویژه بازده سهام بر میزان نگهداشت وجه نقد، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۲، شماره ۱، صص ۲۱-۴۰.
- ✓ پورزمانی، زهرا، طرازیان، عباس، (۱۳۹۵)، تأثیر متقابل نوسان‌های بازده دارایی‌ها و بازده اوراق بهادار بر پاداش مدیران مبتنی بر نرخ رشد دارایی‌های نقدی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، دوره ۲۳، شماره ۱، صص ۵۵-۷۲.
- ✓ دوستیار، محمد، محمدنژاد، علیرضا، جوادیان لنگرودی، مریم، (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر رفتار توده‌وار در ریسک‌پذیری مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال پنجم، شماره ۲، صص ۱۲۹-۱۴۸.
- ✓ رسائیان، امیر، غفاری، محمدرضا، (۱۳۹۱)، درآمدی بر رابطه بازده غیرعادی سهام و محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی، ماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی، شماره ۴ و ۵، صص ۷۹-۹۲.
- ✓ رضاپور، حسینعلی، (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین اهرم مالی و فرصت رشد بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های شیمیایی و دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس ملی جایگاه مدیریت و حسابداری در دنیای نوین کسب و کار، اقتصاد و فرهنگ، علی‌آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علی‌آباد کتول.

- ✓ سینایی، حسنعلی، نیسی، عبدالحسین، (۱۳۸۲)، بررسی عوامل مؤثر بر استفاده از اهرم مالی در شرکت‌های سهامی عام، مطالعات حسابداری، شماره ۴، صص ۱۲۹-۱۴۸.
- ✓ شجاعی، مجتبی، (۱۳۹۴)، بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی و ریسک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود، دانشکده علوم انسانی.
- ✓ صالحی، حسین، (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین وام‌های بانکی و سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با در نظر گرفتن مالکیت دولتی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور.
- ✓ عبداللهی، محمد اسماعیل، (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین ترکیب هیأت مدیره و ریسک عملیاتی در بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد سمنان.
- ✓ عبده تبریزی، حسین، مشیرزاده مؤیدی، پرویز، (مترجمان)، (۱۳۸۴)، مدیریت مالی. جلد اول، چاپ بیست و پنجم، تهران: انتشارات آگاه.
- ✓ عبده تبریزی، حسین، حنیفی، فرهاد، (۱۳۸۶). مدیریت مالی، جلد دوم، چاپ دوم، تهران: انتشارات آگاه.
- ✓ فلاح شمس لیالستانی، میرفیض، قالیباف اصل، حسن، سرابی نوبخت، سمیرا، (۱۳۸۹)، بررسی اثر تجربه بر ریسک پذیری، بیش‌اطمینانی و رفتار توده‌وار مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال سوم، شماره ۱۲، صص ۲۵-۴۲.
- ✓ کریمی، فرزاد، اخلاقی، حسنعلی، رضایی مهر، فاطمه، (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۸، صص ۶۰-۷۴.
- ✓ نوروش، ایرج، دیانتی‌دیلیمی، زهرا، (۱۳۸۳)، مدیریت مالی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- ✓ نوروش، ایرج، یزدانی، سیما، (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر اهرم بر سرمایه‌گذاری، فصلنامه حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۲، صص ۱۳-۳۵.
- ✓ نیکبخت، محمدرضا، طاهری، زهرا، (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۱، صص ۱۰۹-۱۲۶.
- ✓ یزدانی، سارا، (۱۳۷۳)، بررسی رابطه حسابداری محافظه‌کارانه و کیفیت سود، فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی، ویژه‌نامه بورس، شماره ۲۳، ص ۱۷.
- ✓ Bradshaw, M. & Richardson, S. A. (2006). The relation between corporate financing activities, analyst's forecasts and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 42 (1): 53-85.
- ✓ Croci, Ettore. Petmezas, Dimitris. (2015). Do risk-taking incentives induce CEOs to invest? Evidence from acquisitions, *Journal of Corporate Finance*, 1-23.
- ✓ Duru, A., Mansi, S., Reeb, D., (2005). Earnings-based bonus plans and the agency costs of debt. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(3): 431-447.
- ✓ Firth, M., Lin, C\ & Sonia M.L, W. (2008). Leverage and Investment under a State-Owned Bank Lending Environment: Evidence from China. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1318457>.
- ✓ Fosberg, R. H. (2004). Agency problems and debt financing: Leadership structure effects. *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, Vol. 4, No. 1, PP. 31-38.
- ✓ Gabaix, L. (2008). The Granular Origins of Aggregate Fluctuations. MIT Working Paper, 79(3): 733-772.

- ✓ Gerardi, K., Rosen, H.S. & Willen, P.S. (2010). The impact of deregulation and financial innovation on consumers: the case of the mortgage market. *Journal of Finance*. 65 (1): 333–360.
- ✓ Griffith, J & Najand, M. (2006). REIT Executive Compensation. Performance, and Management Power: Evidence from Panel Data, available at: <http://ssrn.com>.
- ✓ Hendriksen, J. (1992), Fiduciary duties and the shareholder-management relation: or whats so special about shareholders? *Business Ethics Quarterly*, Vol. 4 No. 1, pp. 393-408.
- ✓ Kim, K., Patro, S & Pereira, R. (2016). Option Incentives, Leverage, and Risk-Taking, *Journal of Corporate Finance*, doi:10.1016/j.jcorpfin.12.003
- ✓ Kravet, Todd. D. (2014). Accounting Conservatism and Managerial Risk-Taking: Corporate Acquisitions. *Journal of Accounting and Economics*, 218–240.
- ✓ Lee, S. & Xiao, Q. (2011). An examination of the curvilinear relationship between capital intensity and firm performance for publicly traded US hotels and restaurants. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, Vol. 23, No. 6, pp. 862- 880.
- ✓ Li J., S. Chengqin and Zhaohua, W. (2010). The Impact of Debt Financing on Firm Investment Behavior: Evidence from China, *International Journal of Digital Content Technology & its Applications*. 4(9), 17-26.
- ✓ Ortiz-Molina, H. (2007). Executive compensation and capital structure: the effects of convertible debt and straight debt on CEO pay. *Journal of Accounting and Economic*. 43 (1): 69–93.
- ✓ Richardson, S., Tuna, I. & Wu, M. (2006). Predicting earnings management: The case of earnings restatements. Working paper. University of Pennsylvania and Hong Kong University of Science and Technology.
- ✓ Shapira, Z. (1995). Risk Taking, a Managerial Perspective (Russell Sage Foundation, New York).
- ✓ Sharp, W.F ; Investment: Prentice – Hall, (1985).
- ✓ Stone, Eric R.; Yates, J. Frank; Parker, Andrew M. (1997). Effects of numerical and graphical displays on professed risk-taking behavior, 3(4): 243-256.
- ✓ Wright, P. Ferris, S. and Awasthi, V. (1996). Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk-taking. *Academy of Management*.
- ✓ Zhong, J. an, park, h. (2011), Integrating transaction cost economics and the resource-based view in services and innovation, *The Service Industries Journal*, Vol. 30 No. 5, PP. 12.