

تأثیر شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل بر شدت چسبندگی هزینه‌ها، ویژگی‌های مالی و نمایندگی شرکت‌ها

محمد محمدی (نویسنده مسئول) ۱ و پگاه ساعت ساز ۲

۱دکتری حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه غیر انتفاعی پرندک، ساوه، ایران

Mkz.mohamadi@gmail.com

۲کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه غیر انتفاعی پرندک، ساوه، ایران

Pega saatsaze@gmail.com

چکیده

هدف پژوهش: هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل بر شدت چسبندگی هزینه‌ها، ویژگی‌های مالی و نمایندگی شرکت‌ها می‌باشد.

روش‌شناسی پژوهش: پژوهش حاضر بر حسب هدف از نوع تحقیقات کاربردی است. این پژوهش از نوع توصیفی همبستگی و روش‌شناسی پژوهش از نوع پس‌رویدادی است. برای آزمون فرضیه‌ها، از مدل رگرسیون چند متغییره استفاده شده است. یافته‌های پژوهش: نتایج فرضیه نخست پژوهش نشان داد که شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (بازده سهام و انحراف معیار جریان وجوه نقد) بر شدت چسبندگی هزینه‌ها، تأثیر دارد. نتایج فرضیه دوم، نشان داد که بازده سهام بر میزان دارایی‌ها، تأثیر معناداری ندارد؛ انحراف معیار جریان وجوه نقد بر میزان دارایی‌ها، تأثیر معناداری دارد. بازده سهام بر عملکرد سهام، تأثیر معناداری ندارد؛ انحراف معیار جریان وجوه نقد بر عملکرد سهام، تأثیر معناداری دارد. نتایج فرضیه سوم، نشان داد که بازده سهام بر درصد پاداش پرداختی به مدیر عامل، تأثیر معناداری ندارد؛ انحراف معیار جریان وجوه نقد بر درصد پاداش پرداختی به مدیر عامل، تأثیر معناداری دارد. بازده سهام بر دوره تصدی مدیرعامل، تأثیر معناداری ندارد؛ انحراف معیار جریان وجوه نقد بر دوره تصدی مدیرعامل، تأثیر معناداری دارد.

نتایج پژوهش: در خصوص تحلیل نتایج فرضیه‌های پژوهش می‌توان بیان داشت که به طور خاص، هنگامی که تقاضا افزایش می‌یابد و مدیران انتظار دارند تقاضا در آینده نیز در سطح بالایی بماند، آنها مایل به تاب‌آوری هزینه‌های افزایش منابع هستند، زیرا تصور می‌کنند که منابع اضافی در آینده مورد نیاز خواهد بود. بر این اساس، با افزایش فروش، مدیرانی که انتظارات خوش‌بینانه و تگرشی ریسک‌پذیر دارند احتمالاً منابع را با ریسک و تهور بیشتری افزایش می‌دهند. برعکس، وقتی تقاضای فعلی کاهش می‌یابد، مدیران باید تصمیم بگیرند که منابع استفاده نشده را کاهش داده یا حفظ کنند. تصمیم‌گیری‌های مبتنی بر ریسک مدیران می‌تواند سازمان را به سود مطلوب رسانده یا برعکس آنها را با شکست مواجه سازد؛ به معنای دیگر، ریسک‌پذیری مدیران می‌تواند بازده مجموع دارایی‌ها را افزایش داده یا برعکس باعث کاهش آن شود.

واژه‌های کلیدی: ریسک‌پذیری مدیرعامل، چسبندگی هزینه، ویژگی‌های مالی، نمایندگی شرکت‌ها

۱- بیان مسئله

«مشوق‌های پاداش مدیریتی»[□] برای چندین دهه به عنوان یکی از مهم‌ترین موضوعات و مسائل پژوهشی مورد بحث و بررسی قرار گرفته است. مطالعات اولیه حاکی از آن است که مشکلات نمایندگی زمانی وجود دارد که مدیران منفعت‌طلب، در جهت منافع سهامداران، فعالیت‌های انجام ندهند؛ در نتیجه، مکانیسم‌های کنترل مدیریت برای کاهش این مشکلات نمایندگی طراحی و اجرا شده‌اند. یک مشکل نمایندگی خاص، عدم ریسک‌پذیری مدیران است زیرا مدیران از ریسک‌پذیری گریزان هستند؛ در نتیجه، انگیزه‌های ریسک‌پذیری (به عنوان مثال، پاداش بیشتر) در جهت همسان‌سازی بازده مورد انتظار مدیریتی با نوسان قیمت سهام شرکت همراه است که با سرمایه‌گذاری مدیران در پروژه‌های پرریسک افزایش می‌یابد. در ادبیات حسابداری و مالی ارتباط بین پاداش مدیریت و تصمیمات مختلفی مدیریتی مربوط به عملیات، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی و گزارشگری به صورت فراوان بحث و بررسی شده است (لی و همکاران^{□□}، ۲۰۲۱). جریان اخیر ادبیات پژوهشی در زمینه حسابداری به چگونگی تاثیرگذاری تصمیمات عملیاتی مدیریت در ایجاد رفتار هزینه‌ای نامتقارن پرداخته است (بانکر و همکاران^{□□□}، ۲۰۱۳ و کاما و ویز^{□□}، ۲۰۱۳). مدت‌هاست که موضوع رفتار هزینه‌ای مورد علاقه متخصصان و محققان حسابداری بوده است. تقریباً همه کتاب‌های درسی حسابداری مدیریت و هزینه شامل رفتار هزینه به عنوان یکی از مباحث می‌باشند (نورین و همکاران[□]، ۲۰۱۸). به طور خاص، رفتار هزینه‌ای نامتقارن نشان‌دهنده کاهش بیشتر سود هنگام کاهش فروش است زیرا بعضی از هزینه‌ها را نمی‌توان به راحتی و به موقع به سمت کاهش، سوق داد. رفتار هزینه‌ای از منظر روکسلین و همکاران^{□□} (۲۰۱۸) مهم است چرا که در سطح کل، «چسبندگی هزینه‌ها^{□□□}» می‌تواند نرخ بیکاری در سطح کلان را در آینده پیش بینی نماید. علاوه بر این، سطح چسبندگی هزینه در سطح شرکت تحت تأثیر سرمایه‌گذاران بلند مدت نهادی (چونگ و همکاران^{□□□□}، ۲۰۱۹)، رقابت در بازار محصول (لی و ژنگ^{□□}، ۲۰۱۷) و نسبت پاداش مبتنی بر حقوق صاحبان سهام در قیاس با پاداش کل مدیران عامل (بروگن و زهندر[□]، ۲۰۱۴) قرار دارد. در حالی که پاداش مبتنی بر حقوق صاحبان سهام، سهام مدیران شرکت را با سهامداران آن همسو می‌کند، اما این موضوع به دلیل ریسک‌گریزی توسط مدیران مورد بررسی جامع قرار نگرفته است. بنابراین، درک محرک‌های ماهیت خاص در ارتباط با رفتارهای هزینه‌ای نامتقارن مهم است. به طور خاص، این مسئله پیش می‌آید که آیا مشوق‌های ریسک‌پذیری مدیریتی، که برای القای تصمیمات عملیاتی موثر طراحی شده‌اند، به طور سیستماتیک با رفتار هزینه‌ای نامتقارن ارتباط دارند یا خیر؟ ریسک ممکن است مربوط به رفتار هزینه‌ای از طریق کانال‌های مختلف باشد. در ابتدا، مطالعات صورت گرفته، تأثیر ریسک‌های تجاری را از نظر عدم اطمینان تقاضا و ریسک مالی بر رفتار هزینه بررسی کرده‌اند اما نتایج متضادی یافته شده است. به عنوان مثال، هولژاکر و همکاران^{□□} (۲۰۱۵) دریافتند که مدیران بیمارستان کشش هزینه را افزایش می‌دهند، زیرا وقتی کشش کمتری وجود داشته باشد، ریسک ناپایداری در درآمد نیز کاهش می‌یابد. در مقابل، بانکر و همکاران (۲۰۱۴) و آتاسوی و همکاران^{□□□} (۲۰۱۶) ارتباط منفی بین عدم اطمینان تقاضا و کشش هزینه را گزارش دادند. فونگ^{□□□□} (۲۰۱۳) دریافت که مدیرعامل پاداش بیشتری را برای عملکردهای بنیادین در قیاس با عملکردهای غیر بنیادین دریافت می‌کند؛ عملکردهای بنیادین مانند هزینه‌های تولید و تقاضای تولید شرکت تعریف شده است. طبق تعریف، فعالیت‌های بنیادین و اساسی یک شرکت تصمیمات برون‌سپاری شرکت را شامل می‌شود. ادبیات پژوهشی در خصوص رفتار هزینه‌ای نامتقارن از پژوهش‌های اندرسون و همکاران^{□□□} (۲۰۰۳) پیروی می‌کند که بر مبنای آن در صورت کاهش میزان فروش، هزینه‌ها دارای چسبندگی بیشتری نسبت به افزایش فروش با افزایش درصد معادل در حجم فروش می‌باشند. به طور خاص، پژوهش حاضر ارتباط بین مکانیسم‌های کنترل مدیریتی را از طریق ساز و کارهای ریسک‌پذیری مدیرعامل و رفتار هزینه‌ای ناشی از تصمیمات عملیاتی مدیریت و نیز ویژگی‌های مالی و نمایندگی شرکت‌ها بررسی می‌کند. بر اساس بحث فوق، مدیران شرکت در صورت عدم قطعیت تقاضا و ریسک مالی و تصمیمات تهیه منابع، به اتخاذ ساز و کارهای برون‌سپاری، اجازه تجهیزیات و استخدام نیروی کار پیمانی روی می‌آورند. با این حال، (۱) هزینه‌های فروش، عمومی و اداری و (۲) هزینه کالاهای فروخته شده؛ کشش کمتری برای تقاضای عدم اطمینان دارند. بر این اساس، مسئله‌ای که پژوهش حاضر در صدد پاسخگویی به آن می‌باشد این است که آیا ساز و کارهای ریسک‌پذیری مدیرعامل بر رفتار هزینه‌ای نامتقارن (چسبندگی

هزینه‌ها) و نیز ویژگی‌های مالی و نمایندگی شرکت‌ها تاثیرگذار است یا خیر؟ اهمیت و ضرورت تبیین پژوهش حاضر برای شرکت‌های ایرانی در این نکته نهفته است که توجه و دقت نظر کافی مدیران شرکت‌های ایرانی به رفتار نامتقارن هزینه می‌تواند کمک شایانی در کاهش خطاهای احتمالی نظیر پیش بینی سود و فروش داشته باشد. همچنین، شناخت رفتار هزینه‌های علاوه بر اینکه به سرمایه‌گذاران ایرانی در ارزیابی میزان بهره‌وری سازه‌های حاکمیت شرکتی و عملکرد مدیران ارشد شرکت‌های ایرانی کمک می‌نماید؛ به آنها در چگونگی توزیع متناسب دارایی‌هایشان نیز یاری می‌رساند. اما نباید فراموش کرد که تصمیم‌گیری مدیران در خصوص کاهش یا افزایش حفظ منابع و منافع، به میزان ریسک‌پذیری آنها وابستگی فراوانی دارد که این مهم در پژوهش حاضر به صورت کامل مورد بررسی قرار می‌گیرد.

مبانی نظری پژوهش و پیشینه‌های پژوهش

ریسک‌پذیری مدیرعامل و چسبندگی هزینه‌ها

نشانه ارتباط بین انگیزه‌های ریسک‌پذیری و رفتار هزینه‌ای نامتقارن بستگی به این دارد که چگونه ریسک کلی شرکت‌ها در پاسخ به میزان چسبندگی هزینه در هنگام کاهش فروش تغییر می‌کند. از آنجایی که مدیران با انگیزه‌های ریسک‌پذیری بالا جذب ریسک کلی شرکت می‌شوند، نحوه تعدیل هزینه‌های شرکت‌ها به این بستگی دارد که آیا تعدیل هزینه‌ها باعث افزایش ریسک کلی شرکت‌ها می‌شود یا برعکس باعث کاهش آن خواهد شد؟ (لی و همکاران، ۲۰۲۱). از یک طرف، آرمسترانگ و واشیشتا^[۱] (۲۰۱۲) گزارش می‌دهند که «پاداش وگا^[۲]» به مدیران انگیزه‌هایی برای افزایش ریسک سیستماتیک به جای ریسک ویژه ارائه می‌دهد. به دنبال این مفهوم، آبودی و همکاران^[۳] (۲۰۱۸) یک رابطه مثبت بین وگا و اهرم عملیاتی را نشان می‌دهند. از سوی دیگر، سیتادوله و همکاران (۲۰۱۲) عنوان می‌کنند که با افزایش ریسک ویژه به دست آمده به جای ریسک سیستماتیک از دست رفته، فرآیند برون سپاری، یک انتخاب جذاب برای مدیران به منظور افزایش ریسک کلی شرکت‌ها می‌شود. علاوه بر این، پانوسی و پاپانیکولاو (۲۰۱۲) رابطه منفی بین ریسک ویژه و سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های سهامی عام در ایالات متحده را به دلیل ریسک‌گریزی مدیریتی مستند کرده و عنوان داشتند که زمانی که تأثیر ریسک بر تصمیمات عملیاتی مدیران بررسی می‌شود، ریسک ویژه می‌تواند منبع مهمی از ریسک باشد. به طور خلاصه، در دوره‌هایی که فروش کاهش می‌یابد، کاهش شدید منابع مازاد احتمالاً منجر به تحمیل هزینه‌های تعدیلی بر شرکت می‌شود که بیشتر از هزینه‌های نگهداشت این منابع مازاد می‌باشد. با این حال، «وگای پرتفولیو» به مدیران انگیزه می‌دهد تا هزینه‌های تعهد داده شده را به سرعت در دوره‌های کاهش فروش، تقلیل دهند، زیرا تسریع کاهش هزینه در این دوره‌ها با درجه بالاتری از کشش هزینه همراه است و کشش هزینه، شرکت‌ها را در معرض ریسک‌های ویژه بیشتری قرار می‌دهد. برعکس، مدیران ممکن است رفتار هزینه‌ای ثابت را حفظ کنند زیرا انجام این کار به شرکت‌ها کمک می‌کند تا اهرم عملیاتی بالاتر و ریسک سیستماتیک را حفظ کنند.

ریسک‌پذیری مدیرعامل و ویژگی‌های مالی شرکت

ارائه حقوق صاحبان سهام، منافع مدیران و سهامداران را به منظور به حداکثر رساندن ارزش سهام، دارایی و عملکرد شرکت همسو می‌کند، اما به طور همزمان انگیزه‌هایی را برای مدیران ایجاد می‌کند تا دارایی صاحبان اوراق قرضه را از طریق تغییر ریسک و جایگزینی دارایی، سلب مالکیت کنند (آیمس و اندرسون^[۴]، ۲۰۲۱). دارندگان اوراق قرضه می‌توانند ریسک‌های سلب مالکیت مدیریتی را از طریق استفاده از قراردادهای کاهش دهند، اما این محدودیت‌های قراردادی نمی‌توانند به طور کامل از انتقال دارایی از دارندگان اوراق بدهی به دارندگان سهام جلوگیری کنند (دی فرانکو و همکاران^[۵]، ۲۰۱۶). بنابراین صاحبان اوراق قرضه، ریسک ناشی از سلب مالکیت مدیریتی را به هزینه بدهی قیمت‌گذاری می‌کنند. بیشتر ادبیات پژوهشی مرتبط، بر تأثیرات ریسک‌پذیری مدیرعامل بر عملکرد شرکت و سایر ویژگی‌های شرکت متمرکز است، اما برخی از پژوهش‌ها نیز نشان می‌دهد که ریسک‌پذیری مدیر مالی بر دارایی سهامداران و تصمیم‌گیری‌های بدهی تأثیر می‌گذارد. «در حال حاضر مدیر مالی احتمالاً تأثیرگذارترین نقش در سازمان است، به ویژه در زمانی که عدم اطمینان اقتصادی همچنان باعث تقاضای غیرقابل پیش‌بینی، در دسترس بودن سرمایه و جریان‌های نقدی می‌شود» (آیمس و اندرسون، ۲۰۲۱). چاوا و پورناناندام^[۶]

(۲۰۱۰) دریافتند که انگیزه‌های متفاوت ریسک‌پذیری یا ساختارهای پاداش ارائه شده توسط سهامداران به مدیران عامل بر جنبه‌های مختلف شرکت تأثیر می‌گذارد و ریسک‌پذیری مدیرعامل بر اهرم‌ها و دارایی‌های نقدی شرکت تأثیر می‌گذارد. مشوق‌های ریسک‌پذیری مدیران عامل باعث سررسید بدهی و اقلام تعهدی می‌شود (هوانگ و همکاران^[۱۶]، ۲۰۱۶). طراحی بسته‌های پاداش مدیران برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران نشان می‌دهد که مشوق‌های سهام مدیرعامل و مدیر مالی بر ریسک‌پذیری بدهی شرکت و در نتیجه، بازده مورد تقاضای سهامداران تأثیر می‌گذارد (آیمس و اندرسون، ۲۰۲۱). با توجه به مبانی مطرح شده، فرضیه دوم پژوهش به شکل زیر مطرح می‌شود:

ریسک‌پذیری مدیرعامل و ویژگی‌های نمایندگی شرکت

جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) فرض می‌کنند که اگر هر دو طرف، یعنی مدیر و نماینده، به دنبال حداکثر سود باشند، در آن صورت نماینده همیشه به نفع مدیر عمل نخواهد کرد. مدیران، ریسک کمتری را نسبت به مالکان ترجیح می‌دهند، زیرا مالکان می‌توانند ریسک خود را در مجموعه بزرگی از سهام متنوع کنند. با این حال، مدیران در مقدار قابل توجهی از سرمایه انسانی غیر متنوع در شرکت سرمایه‌گذاری می‌کنند. یکی از رویکردهای کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران، حساس کردن پرداخت‌های مدیران نسبت به عملکرد شرکت از طریق پاداش مبتنی بر حقوق صاحبان سهام مانند مالکیت سهام، اختیار خرید سهام، و پرداخت مشوق بلندمدت می‌باشد. دلایل خوبی وجود دارد که پاداش مبتنی بر حقوق صاحبان سهام را به عنوان یک جزء پرداخت مؤثر توجیه می‌کند. اول، مستقیم‌ترین ارتباط بین عملکرد شرکت و دستمزد مدیران را فراهم می‌کند. بنابراین، ممکن است مدیران را تشویق کند تا تلاش بیشتری انجام دهند و آن‌ها را تشویق به اتخاذ تصمیماتی کند که ارزش شرکت را افزایش دهند. دوم، اختیارات خرید سهام ممکن است شرکت را قادر به جذب مدیران بسیار با استعداد و متعهد به مدیریت فعلی کند. سوم، اعطای اختیارات خرید سهام ممکن است مشکل ریسک‌گریزی مدیران را برطرف کند و آن‌ها را تشویق کند تا تلاش‌های پرهزینه و سرمایه‌گذاری‌های پرریسک و افزایش‌دهنده ثروت سهامداران را که در شرایطی غیر از آن، از آن اجتناب می‌کردند انجام دهند (جورج و روزنبرگ، ۲۰۱۱). در دیگر سو، مطالعات نسبتاً کمی وجود دارد که شواهد تجربی در مورد رابطه بین دوره تصدی مدیریت و ترجیحات ریسک‌پذیری را ارائه می‌دهد (آتایا و همکاران، ۲۰۲۱). موهاپاتر (۲۰۱۶) نشان داد که دوره تصدی اجرایی طولانی‌تر با اولویت ریسک مرتبط است. ساتیپان (۲۰۱۸) عنوان داشت مدیرانی که مدت زمان تصدی طولانی مدت دارند، در هنگام توسعه تصمیمات استراتژیک و سرمایه‌گذاری شرکت، ترجیح کمتری به مدیریت ریسک دارند. با توجه به مبانی مطرح شده، فرضیه سوم پژوهش به شکل زیر مطرح می‌شود

پیشینه پژوهش

گل محمدی شورکی و زارع مهرجردی (۱۳۹۹) پژوهشی با عنوان «رابطه بین ویژگی‌های مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت» انجام دادند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد تحصیلات حرفه‌ای مدیرعامل و افق شغلی آنها رابطه مثبت و معنی داری با ریسک‌پذیری شرکت دارد. همچنین رابطه معنی داری بین دوره تصدی مدیرعامل با ریسک‌پذیری شرکت مشاهده نشد. به علاوه اندازه شرکت رابطه منفی و معنی داری با ریسک‌پذیری شرکت دارد و اهرم مالی، نرخ بازدهی دارایی‌ها و عمر شرکت در بورس نیز رابطه مثبت و معنی دار با ریسک‌پذیری شرکت دارد. این نتایج نشان می‌دهد که ویژگی‌های شرکت و هیئت مدیره نیز تأثیر قابل توجهی بر سطوح ریسک اتخاذشده توسط شرکت دارد.

فتاحی و همکاران (۱۳۹۹) پژوهشی با عنوان «چسبندگی هزینه و ریسک اعتباری بانک‌ها» انجام دادند. یافته‌ها نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معناداری بین چسبندگی هزینه‌ها و ریسک اعتباری بانک‌ها وجود دارد. به بیان دیگر، با افزایش چسبندگی هزینه‌ها، کیفیت دارایی‌ها کاهش، ناپایداری سود افزایش و در نتیجه ریسک اعتباری بانک‌ها افزایش می‌یابد. پژوهش حاضر، با به‌کارگیری چسبندگی هزینه‌ها، سعی در معرفی شاخص جدیدی در ادبیات عوامل مؤثر بر ریسک اعتباری بانک‌ها داشته است. از آنجایی که بخش عمده رفتار هزینه‌ها ناشی از انگیزه‌های شخصی و توانایی مدیران است، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی از این موضوع به‌عنوان یک عامل تعدیلی بر رابطه مذکور، استفاده شود.

نقش بندی و همکاران (۱۳۹۸) پژوهشی با عنوان «بررسی تاثیر چسبندگی هزینه و تمرکز مالکیت بر ریسک شرکت» انجام دادند. نتایج تحلیل داده‌های گردآوری شده به کمک رگرسیون‌های چند متغیره در سطح خطای مورد انتظار (پنج درصد) حاکی از آن بود که بین چسبندگی هزینه‌ها و ریسک شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. ساختار مالکیت بر رابطه بین چسبندگی هزینه‌ها و ریسک شرکت تاثیر معنی داری ندارد.

قهرمانی صغیر و بدری (۱۳۹۸) پژوهشی با عنوان «تاثیر چسبندگی هزینه بر ریسک شرکت» انجام دادند. برای بررسی فرضیه‌های تحقیق از روش رگرسیون چند متغیره انجام شد. نتایج تحقیق نشان داد، بین چسبندگی هزینه و ریسک واحد تجاری رابطه منفی و معنادار وجود دارد. این نتایج بیانگر این است که چسبندگی هزینه باعث کاهش ریسک واحد تجاری شده است. ایزدپور و همکاران (۱۳۹۸) پژوهشی با عنوان «تحلیل چگونگی تاثیرگذاری نااطمینانی بر چسبندگی هزینه‌ها در بورس اوراق بهادار تهران» انجام دادند. اطلاعات مورد نیاز ۱۰۸ شرکت برای بازه زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۴ جمع‌آوری و مورد آزمون قرار گرفته‌اند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که در سال‌های برگزاری انتخابات ریاست جمهوری، رفتار هزینه‌ها چسبنده نیست، اما در سایر سال‌ها رفتار هزینه‌ها چسبنده است. همچنین، واکنش هزینه‌ها به افزایش فروش در سال‌های انتخابات کمتر از سال‌هایی است که انتخابات برگزار نشده و نااطمینانی سیاسی کمتر است.

خواجوی و همکاران (۱۳۹۸) پژوهشی با عنوان «چسبندگی هزینه و اینرسی هزینه: مدل دو محرک هزینه‌ای از رفتار نامتقارن هزینه‌ها» انجام دادند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که مدل بسط یافته دارای توان توضیح‌دهندگی بیشتری در چسبندگی هزینه‌ها نسبت به مدل پیشین است. افزون بر این، فرضیه بیشتر بودن اینرسی هزینه نسبت به چسبندگی هزینه در مدل بسط یافته تایید نشد. همچنین نتایج پژوهش نشان داد که روند تغییرات فروش سال‌های قبل در شکل‌گیری انتظارات مدیران تاثیرگذار است به گونه‌ای که با توجه به روند صعودی (نزولی) فروش سال‌های قبل دیدگاه مدیران نسبت به سطح عملکرد دوره آتی خوش‌بینانه (بدبینانه) می‌شود و انتظار دارند که روند صعودی (نزولی) شامل عملکرد دوره آتی نیز شود. در شرایط خوش‌بینانه (بدبینانه) مدیران تمایل بیشتری (کمتری) به نگهداری منابع مازاد، حتی در صورت کاهش عملکرد دوره جاری، نشان می‌دهند و در نهایت باعث ایجاد چسبندگی (ضد چسبندگی) هزینه‌ها می‌شود.

لی و همکاران (۲۰۲۱) پژوهشی با عنوان «تأثیر مکانیسم‌های کنترل مدیریت از طریق انگیزه‌های ریسک‌پذیری بر رفتار هزینه‌ای نامتقارن» انجام دادند. نتایج نشان داد که انگیزه‌های ریسک‌پذیری، مدیران را وادار می‌کند ساختار هزینه‌ای با کفش کمتری را اتخاذ کنند که احتمالاً به این دلیل است که تصمیمات عملیاتی مدیریتی، به ویژه برون‌سپاری، ریسک کل شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. یافته‌ها این دیدگاه را پشتیبانی می‌کنند که مکانیسم‌های کنترل مدیریت از طریق انگیزه‌های ریسک‌پذیری تعیین‌کننده مهمی در تصمیمات تعدیل هزینه مدیریت در دوره‌های کاهش تقاضا نسبت به دوره‌های رشد تقاضا هستند.

یان ^{□□□□} (۲۰۲۱) پژوهشی با عنوان چسبندگی هزینه‌ها، ریسک‌پذیری شرکت‌ها و سهامداری در مدیریت» انجام دادند. نتایج نشان می‌دهد که چسبندگی هزینه‌ها، ریسک شرکت را به طور قابل توجهی افزایش می‌دهد. سهامداری مدیریت تأثیر چسبندگی هزینه‌ها را بر ریسک شرکت بیشتر می‌کند. پس از تجزیه و تحلیل بیشتر، مشخص شد که چسبندگی هزینه‌ها به طور قابل توجهی ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را افزایش می‌دهد.

لی و همکاران ^{□□□□} (۲۰۲۱) پژوهشی با عنوان «اثر ریسک افتراقی بدهی داخلی، تنوع پاداش مدیرعامل و سرمایه‌گذاری شرکت» انجام دادند. نتایج نشان داد که پرداخت پاداش به مدیران عامل با بدهی‌های داخلی (به عنوان مثال، حقوق بازنشستگی و سایر برنامه‌های پاداش‌دهی معوق) منجر به کاهش ریسک سیستماتیک و ریسک خاص شرکت‌ها، اما به درجات نامتناسب می‌شود. مدیران عامل با بدهی‌های داخلی بزرگتر، سیاست‌هایی را تدوین و اجرا می‌کنند که منجر به کاهش قابل توجهی بیشتر در ریسک و سرمایه‌گذاری خاص شرکت می‌شود.

جیانگ و همکاران ^{□□□□} (۲۰۲۰) پژوهشی با «مشوق‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل و مدیر مالی بر سود» انجام دادند. نتایج نشان داد که شرکت‌هایی با انگیزه‌های ریسک‌پذیری بالای مدیران ارشد، احتمالاً راهنمایی‌های موثرتری در خصوص سود و میزان

دارایی دارند. همچنین شرکتهایی با انگیزه‌های بالای ریسک‌پذیری مدیران عامل، دارای قدرت پیش‌بینی سود بیشتری هستند.

چن و همکاران (۲۰۱۹) پژوهشی با عنوان «مدیران عامل در برابر مدیر مالی: اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت و رفتار هزینه‌ای نامتقارن» انجام دادند. نتایج نشان داد که برخلاف تصمیمات تعدیل منابع که ناشی از مشکلات نمایندگی یا سایر موضوعات مرتبط با انگیزه هستند، چنین تصمیماتی که با اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی حاصل می‌شوند را نمی‌توان با طراحی قرارداد تشویقی برطرف کرد. راه‌های امیدوار کننده‌تری برای کاهش تصمیمات تعدیل منابع مبتنی بر اعتماد به نفس، شامل آگاهی دادن مدیران با اعتماد به نفس بالا از تعصبات رفتاری بالقوه آنها و به چالش کشیدن انتظارات آنها وجود دارد.

هور و همکاران (۲۰۱۹) پژوهشی با عنوان «اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت و رفتار هزینه‌ای در خصوص هزینه‌های تحقیق و توسعه» انجام دادند. نتایج نشان داد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل بر رفتار هزینه‌ای هزینه‌های تحقیق و توسعه که به امتیازات شخصی آنها ارتباط ندارد، تأثیر می‌گذارد. برای بررسی رابطه بین گرایش مدیران عامل با ریسک‌پذیری بالا و بیش اعتمادی زیاد و هزینه‌های تحقیق و توسعه، از یک مدل رفتار هزینه‌ای استفاده شد. یافته‌ها نشان می‌دهد که مدیران عامل بسیار با اعتماد به نفس بالا تمایل ندارند در کاهش هزینه‌های تحقیق و توسعه اقداماتی انجام دهند حتی اگر فروش کاهش یابد زیرا اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل به طور مثبت با تحقیق و توسعه ارتباط دارد.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه ۱): شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (انحراف معیار بازده سهام و انحراف معیار جریان وجوه نقد

عملیاتی) بر شدت چسبندگی هزینه‌ها، تأثیر دارد.

فرضیه ۲): شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل بر ویژگی‌های مالی شرکت، تأثیر دارد:

فرضیه ۱-۲): شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل بر میزان دارایی شرکت، تأثیر دارد.

فرضیه ۲-۲): شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل بر عملکرد شرکت، تأثیر دارد.

فرضیه ۳): شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل بر ویژگی‌های نمایندگی شرکت، تأثیر دارد:

فرضیه ۱-۳): شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل بر درصد پاداش پرداختی به مدیر عامل، تأثیر دارد.

فرضیه ۲-۳): شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل بر دوره تصدی مدیرعامل، تأثیر دارد.

مدل رگرسیونی پژوهش

مدل‌های رگرسیونی پژوهش حاضر با توجه به پژوهش‌های لی و همکاران (۲۰۲۱) و اندرسون و همکاران (۲۰۰۳) به شرح زیر می‌باشد:

مدل‌های رگرسیونی فرضیه نخست:

$$\Delta INSGA_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 SD - Return_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MTB_{it} + \gamma_5 ROE_{it} + \gamma_6 INTANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\Delta INSGA_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 SD - OCF_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MTB_{it} + \gamma_5 ROE_{it} + \gamma_6 INTANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل‌های رگرسیونی فرضیه دوم:

فرضیه ۱-۲):

$$ASIt = \gamma_0 + \gamma_1 SDRETURN_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MTB_{it} + \gamma_5 ROE_{it} + \gamma_6 INTANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$ASIt = \gamma_0 + \gamma_1 SDOCF_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MTB_{it} + \gamma_5 ROE_{it} + \gamma_6 INTANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه ۲-۲):

$$STP_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 SDRETURN_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MTB_{it} + \gamma_5 ROE_{it} + \gamma_6 INTANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$STP_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 SDOCF_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MTB_{it} + \gamma_5 ROE_{it} + \gamma_6 INTANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل‌های رگرسیونی فرضیه سوم:

فرضیه (۳-۱):

$$CEOB = \gamma_0 + \gamma_1 RIT_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MTB_{it} + \gamma_5 ROE_{it} + \gamma_6 INTANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه (۳-۲):

$$CEOT = \gamma_0 + \gamma_1 RIT_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MTB_{it} + \gamma_5 ROE_{it} + \gamma_6 INTANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

تعاریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

• متغیرهای وابسته

- چسبندگی هزینه

متغیر وابسته پژوهش؛ چسبندگی هزینه‌ها می‌باشد. به منظور اندازه‌گیری این متغیر از الگوی اندرسون و همکاران (۲۰۰۳) به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$\Delta INSGA = \beta_0 + \beta_1 \Delta INSales_{i,t} + \beta_2 DecrDum_{i,t} \times \Delta INSales_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

در این الگو:

$\Delta INSGA$ لگاریتم (هزینه‌های توزیع، فروش و اداری سال جاری تقسیم بر هزینه‌های توزیع، فروش و اداری سال قبل).

$\Delta INSales_{i,t}$ لگاریتم (خالص درآمد فروش سال جاری تقسیم بر خالص درآمد فروش سال قبل).

$DecrDum_{i,t}$ یک متغیر مجازی است که چنانچه فروش سال جاری به نسبت فروش سال قبل کاهش داشته باشد، عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر می‌گیرد.

- ویژگی‌های مالی: در پژوهش حاضر بر مبنای مطالعه چن و همکاران (۲۰۱۲) از ۲ شاخص زیر به منظور سنجش متغیرهای مالی استفاده می‌گردد:

(۱) میزان دارایی‌ها:

چگونگی محاسبه آن به شرح زیر می‌باشد:

$$AI_{i,t} = TA_{i,t} / TS_{i,t}$$

که در آن:

$AI_{i,t}$: میزان دارایی‌های شرکت i در پایان سال t می‌باشد.

$TA_{i,t}$: کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال t می‌باشد.

$TS_{i,t}$: کل درآمد شرکت i در پایان سال t می‌باشد.

(۲) عملکرد سهام:

این متغیر از طریق بازده سهام شرکت در هر سال و در تاریخ قبل از مجمع بدست می‌آید.

■ ویژگی‌های نمایندگی: در پژوهش حاضر بر مبنای مطالعه چن و همکاران (۲۰۱۲) از ۳ شاخص زیر به منظور سنجش متغیرهای نمایندگی استفاده می‌گردد:

(۱) درصد پاداش پرداختی به مدیر عامل:

این متغیر از طریق تقسیم پاداش مدیرعامل بر کل سود تقسیمی شرکت در هر سال بدست می‌آید.

(۲) دوره تصدی مدیرعامل:

این متغیر از طریق مجموع سال‌های دوره تصدی مدیرعامل در تصدی مدیریت شرکت در پایان هر سال بدست می‌آید.

• متغیر مستقل

- ریسک‌پذیری مدیر عامل

در این پژوهش از دو معیار به شرح زیر برای اندازه‌گیری ریسک‌پذیری استفاده می‌گردد:

SD-Return اولین شاخص ریسک‌پذیری، تغییرات بازده سهام است. بازده سهام از تقسیم حاصل جمع سود نقدی هر سهم

با تفاوت قیمت سهم در اول و آخر سال مالی بر قیمت سهام در ابتدای سال مالی بدست می‌آید.

SD-OCF: دومین معیار ریسک‌پذیری، انحراف معیار جریان وجوه نقد عملیاتی برای دوره چهارساله t تا $t-3$ است (حاجی

ابراهیم و اسکندر، ۱۳۹۸). این متغیر به صورت مستقیم از بخش جریان‌های نقدی عملیاتی صورت جریان وجوه نقد شرکت

قابل استخراج است.

جدول شماره (۲): تعاریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

علامت اختصاری در مدل رگرسیونی	تعریف و چگونگی محاسبه	معادل لاتین	نوع متغیر متغیرهای وابسته
$\Delta INSGA_{it}$	متغیر مستقل در این پژوهش، چسبندگی هزینه‌ها می‌باشد. به منظور اندازه‌گیری این متغیر از الگوی اندرسون و همکاران (۲۰۰۳) به شرح زیر استفاده می‌شود: $\Delta INSGA = \beta_0 + \beta_1 \Delta INSales_{i,t} + \beta_2 DecrDum_{i,t} \times \Delta INSales_{i,t} + \varepsilon_{it}$	Cost Stickiness	چسبندگی هزینه
	این متغیر از طریق دو شاخص زیر محاسبه می‌شود:		ویژگی‌های مالی شرکت
$RIT_{i,t}$	در این پژوهش از دو معیار به شرح زیر برای اندازه‌گیری ریسک‌پذیری استفاده می‌گردد: SD-Return : اولین شاخص ریسک‌پذیری، تغییرات بازده سهام است. بازده سهام از تقسیم حاصل جمع سود نقدی هر سهم با تفاوت قیمت سهم در اول و آخر سال مالی بر قیمت سهام در ابتدای سال مالی بدست می‌آید. SD-OCF : دومین معیار ریسک‌پذیری، انحراف معیار جریان وجوه نقد عملیاتی برای دوره چهارساله t تا $t-3$ است (حاجی ابراهیم و اسکندر، ۱۳۹۸). این متغیر به صورت مستقیم از بخش جریان‌های نقدی عملیاتی صورت جریان وجوه نقد شرکت قابل استخراج است.	Risk Taking	ریسک‌پذیری
$ASI_{i,t}$	چگونگی محاسبه آن به شرح زیر می‌باشد: $AI_{i,t} = TA_{i,t} / TS_{i,t}$	Asset Intensity	میزان دارایی‌ها

STP _{i,t}	این متغیر از طریق بازده سهام شرکت در هر سال و تا تاریخ مجمع بدست می آید.	Stock Performance	عملکرد سهام
CEOB _{i,t}	این متغیر از طریق تقسیم پاداش مدیرعامل بر کل سود تقسیمی شرکت در هر سال بدست می آید (پاداش هیئت مدیره از گزارشات هیئت مدیره و سایت کدال استخراج می گردد)	CEO Bonus	درصد پاداش پرداختی به مدیر عامل
CEOT _{i,t}	این متغیر از طریق مجموع سال های دوره تصدی مدیرعامل در تصدی مدیریت شرکت در پایان هر سال بدست می آید.	CEO Tenure	دوره تصدی مدیرعامل
SIZE _{i,t}	لگاریتم جمع دارایی های شرکت است.	SIZE	اندازه
LEV _{i,t}	بیان کننده سطح اهرم مالی است که بر اساس رابطه ذیل محاسبه شده است: $LEV(\text{اهرم مالی}) = \frac{\text{کل بدهی ها}}{\text{کل دارایی ها}}$	Leverage	اهرم
MTB _{i,t}	مجموع ارزش بازاری سهام و ارزش دفتری بدهی کل تقسیم بر کل دارایی ها می باشد.	market value of equity and the book value	ارزش بازاری و ارزش دفتری
ROE _{i,t}	بازده حقوق صاحبان سهام از رابطه ذیل محاسبه می گردد: $ROE(\text{بازده حقوق صاحبان سهام}) = \frac{\text{سود خالص}}{\text{بازار ارزش حقوق صاحبان سهام}}$	Return on equity	بازده حقوق صاحبان سهام
INTANGI _{i,t}	از طریق اندازه گیری نسبت دارایی نامشهود به کل دارایی در سال مالی t محاسبه می شود.	intangible asset	دارایی های نامشهود

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر بر حسب هدف از نوع تحقیقات کاربردی است. این پژوهش از نوع توصیفی همبستگی و روش شناسی پژوهش از نوع پس رویدادی است. برای آزمون فرضیه ها، از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده خواهد شد. به منظور گردآوری اطلاعات در مورد ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق و فرمول های استخراج متغیرهای تحقیق از روش کتابخانه ای استفاده می شود. اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه های تحقیق، از اطلاعات دسته دوم شرکت های نمونه بود که از منابع مختلفی از جمله نرم افزار ره آورد نوین و صورت های مالی استخراج شدند. اطلاعات اخذ شده در رابطه با متغیرهای تحقیق وارد صفحه گسترده اکسل شده و سپس با استفاده از نرم افزارهای EViews11 و Stata15 تحلیل شدند. جامعه آماری این پژوهش به روش حذف سیستماتیک از میان تمام شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ می باشد که نمونه آماری به با در نظر گرفتن شرایط جدول (۱) برابر با ۱۵۴ نمونه انتخاب شده است:

جدول (۱) نحوه انتخاب و استخراج نمونه

تعداد شرکت	شرح
۴۶۰	تعداد کل جامعه
(۱۲۹)	به منظور رعایت همسانی تاریخ گزارشگری و حذف اثرات فصلی، دوره مالی شرکت ها منتهی به پایان سال شمسی نبود حذف گردیدند.
(۳۷)	شرکت ها جز بانک ها و موسسات مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری)

	مالی، هلدینگ و لیزینگ‌ها) هستند حذف می‌گردند، زیرا ساختارهای اصول راهبردی و افشاهای مالی در آنها متفاوت است.
(۶)	اطلاعات مالی و گزارشات سالانه شرکت‌ها در دوره مورد مطالعه در دسترس نبود.
(۲۶)	شرکت‌هایی که در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ تغییر دوره مالی دادند.
(۷۱)	شرکت‌هایی که وقفه معاملاتی آنها بیش از شش ماه بودند.
(۳۷)	شرکت‌هایی که در طول دوره پژوهش دارای زیان بودند.
۱۵۴	نمونه

نتایج و یافته‌های تحلیلی پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای کمی در نگاره شماره (۳) مورد بررسی قرار گرفته است.

جدول شماره (۳): آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
انحراف معیار جریان وجوه	SDOCF	۰,۰۸۴	۰,۰۶۴	۰,۹۱۷	۰,۰۰۲	۰,۰۷۲	۲,۸۴۴	۱۹,۷۷۶
بازده سهام	SDRETURN	۰,۰۲۵	۰,۰۰۰۷	۰,۸۳۶	-۰,۳۶۰	۰,۱۱۹	۱,۷۳۲	۹,۸۷۳
میزان دارایی‌ها	AI	۰,۸۴۸	۰,۷۶۵	۲,۴۶۴	۰,۰۰۳	۰,۴۴۴	۰,۹۲۲	۳,۹۰۸
چسبندگی هزینه	Cos	۰,۰۱۲	۰,۰۰۰۱	۰,۶۹۶	-۰,۴۲۲	۰,۱۱۵	۱,۰۴۹	۷,۲۸۲
اندازه شرکت	SIZE	۱۴,۲۴۵	۱۴,۰۸۸	۲۰,۱۸۳	۱۰,۱۶۶	۱,۴۹۶	۰,۷۸۳	۴,۳۷۳
دوره تصدی مدیرعامل	CEOT	۳,۹۴۵	۴,۰۰	۷,۰۰	۱,۰۰	۱,۹۱۷	۰,۰۲۶	۱,۷۷۵
عملکرد سهام	STP	۰,۰۳۰	۰,۰۰۰	۱,۹۰۱	-۰,۴۸۵	۰,۱۶۷	۳,۴۱۲	۲۹,۲۴
درصد پاداش پرداختی به مدیر عامل	CEOB	۰,۰۳۱	۰,۰۲۲	۰,۱۹۶	۰,۰۰۰	۰,۰۲۹	۱,۷۱۰	۶,۶۱۲
ارزش بازاری و ارزش دفتری	MB	۳,۷۴۸	۲,۴۴۱	۹۷,۵۵۹	۵۳,۲۱۷	۶,۵۷۱	۳,۹۲۱	۶۶,۰۴
اهرم مالی	LEV	۰,۵۸۳	۰,۵۹۳	۱,۵۶۷	۰,۰۳۶	۰,۲۰۷	۰,۰۷۸	۳,۴۵۴
دارایی‌های نامشهود	INTANG	۰,۰۰۵	۰,۰۰۱	۰,۰۸۵	۰,۰۰۰	۰,۰۰۸	۳,۵۳۱	۱۹,۵۷۳
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰,۲۶۴	۰,۲۵۷	۲,۶۱۸	-۱,۹۵۲	۰,۳۲۸	-۰,۲۱۸	۱۳,۳۳

میانگین متغیر اهرم مالی برابر ۰/۵۸۳ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است. همانگونه که در جدول (۳) مشاهده می‌شود میانه همین متغیر برابر با ۰,۵۹۳ است که نشان می‌دهد نیمی از داده‌های این متغیر کمتر از این و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار می‌باشد. نکته مهمی که از مقایسه میانگین و میانه متغیرها می‌توان استدلال نمود، وضعیت توزیع متغیرها و نرمال بودن نسبی آن‌ها است. با توجه به اینکه مقادیر میانگین و میانه متغیرها به هم نزدیک هستند می‌توان چنین برداشت نمود که توزیع متغیرها به توزیع نرمال بسیار نزدیک است. میانگین بازده حقوق صاحبان سهام، نشان می‌دهد که شرکت‌های نمونه در استفاده از حقوق صاحبان سهام

در اختبار خود، توانسته‌اند حدود ۲۶ درصد سودآوری داشته باشند. در بیشترین حالت، ارزش شرکت بیش از ۹۷ برابر ارزش دفتری شرکت‌ها می‌باشد. میانگین انحراف معیار جریان وجوه ۰,۰۸۴ می‌باشد که نشان می‌دهد به طور میانگین در نمونه انتخاب شده شرکت‌ها، انحراف معیار جریان وجوه نقدی برابر با ۰,۰۸۴ می‌باشد. میانگین اهرم مالی برابر با ۰,۵۸ می‌باشد که نشان می‌دهد به طور متوسط شرکت‌ها به میزان ۵۸ درصد بدهی نسبت به دارایی‌ها دارند. میانگین بازده سهام ۰,۰۲۵ می‌باشد که نشان می‌دهد به طور متوسط بازده شرکت‌های نمونه حدود ۰,۰۲ می‌باشد.

آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

قبل از تخمین مدل باید داده‌ها از لحاظ پایایی مورد آزمون قرار گیرند. مانا نبودن متغیرها باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. در این پژوهش به منظور تشخیص مانایی متغیرها از آزمون لیون، لین و چاو و و ایم، پسران وشین استفاده می‌کنیم. نتایج آزمون پایایی داده‌ها به صورت خلاصه در جدول شماره (۴) گزارش شده است:

جدول شماره (۴): آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	علامت	مقدار آماره لوین، لین و چو	احتمال آماره لوین، لین و چو
انحراف معیار جریان وجوه	SDOCF	-۲۹,۸۰۱	۰,۰۰۰
بازده سهام	SDRETURN	-۳۲,۴۰۷	۰,۰۰۰
میزان دارایی‌ها	AI	-۲۹,۴۵۲	۰,۰۰۰
چسبندگی هزینه	Cos	-۳۶,۲۵۴	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۱۱,۹۲	۰,۰۰۰
دوره تصدی مدیرعامل	CEOT	-۵۴,۰۱۵	۰,۰۰۰
عملکرد سهام	STP	-۷۴,۶۵۲	۰,۰۰۰
درصد پاداش پرداختی به مدیر عامل	CEOB	-۶۲,۲۵۴	۰,۰۰۰
ارزش بازاری و ارزش دفتری	MB	-۷,۲۸	۰,۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۱۶,۶۶	۰,۰۰۰
دارایی‌های نامشهود	INTANG	-۶۵,۶۴	۰,۰۰۰
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	-۳۴,۲۳	۰,۰۰

همانطور که از نتایج آزمون لیون، لین و چاو در جدول شماره (۴) مشخص است تمامی داده‌ها در سطح معناداری ۵ درصد پایا هستند.

تجزیه و تحلیل فرضیه‌های پژوهش

متغیر وابسته پژوهش از نوع متغیرهای کمی پیوسته می‌باشند لذا در برآورد مدل‌ها از روش رگرسیون حداقل مربعات استفاده شده است. با توجه به استفاده از داده‌های ترکیبی، به منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی در برآورد مدل، از آزمون F لیمر استفاده شده است. بر اساس نتایج آزمون F لیمر، مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها بیشتر از ۰/۰۵ باشد، از روش تلفیقی استفاده می‌شود و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها کمتر از ۰/۰۵ است، برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده خواهد شد. با توجه به اینکه روش تابلویی خود با استفاده از دو مدل "اثرات ثابت" و "اثرات تصادفی" می‌تواند انجام گیرد، چنانچه نتایج آزمون F لیمر استفاده از روش تابلویی را تایید نماید لازم است برای تعیین این که از کدام مدل استفاده شود، باید از آزمون هاسمن استفاده نمود. در آزمون هاسمن اگر احتمال آزمون کمتر از ۰/۰۵ باشد از مدل اثرات ثابت و اگر احتمال آزمون بیشتر از ۰/۰۵ باشد از مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل استفاده می‌شود. برای برآورد پارامترهای مدل‌های رگرسیون، آزمون فرض‌های کلاسیک از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. از جمله مهم‌ترین این فرض‌ها، عدم وجود

خود همبستگی، عدم وجود هم خطی و فرض‌های مربوط به بررسی نرمال بودن باقیمانده‌های مدل و عدم وجود واریانس ناهمسانی بین باقیمانده‌های مدل است. به منظور تشخیص خود همبستگی بین باقیمانده‌ها از آزمون دوربین واتسون (DW) استفاده شده است. برای بررسی شدت هم خطی از عامل تورم واریانس (VIF) استفاده خواهد شد. این عامل نشان می‌دهد که واریانس ضرایب مدل در حالت وجود هم خطی تا چه حد نسبت به حالتی که متغیرهای برآوری، همبستگی خطی ندارند، متورم شده است. اگر بیشترین مقدار عامل تورم واریانس بزرگتر از عدد ۱۰ باشد نشان دهنده این موضوع است که هم خطی بین متغیرهای مستقل اثر نامطلوبی بر برآوردگرهای روش حداقل مربعات دارد. بنابراین اگر عامل تورم واریانس ضرایب مدل بر آورد شده کوچکتر از عدد ۱۰ باشد مشکل هم خطی وجود نخواهد داشت. زمانی که سایر فروض کلاسیک برقرار بوده و حجم نمونه آماری بزرگ (یعنی بیشتر از ۳۰ مشاهده) باشد توزیع جملات اخلاص به توزیع نرمال نزدیک می‌شود. در این حالت حتی اگر جملات اخلاص داری توزیع نرمال نباشد ضرایب مدل دارای حداقل واریانس بوده و کارا هستند. همچنین ترکیب داده‌های سری زمانی و مقطعی (داده‌های ترکیبی) تا حد زیادی موجب از بین رفتن ناهمسانی واریانس می‌شود ولی به جهت اطمینان بیشتر از روش انحراف معیار سازگار شده با ناهمسانی یعنی روش حداقل مربعات تعمیم-یافته (GLS) در برآورد مدل‌ها استفاده شده است.

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

فرضیه ۱): شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (انحراف معیار بازده سهام و انحراف معیار جریان وجوه نقد عملیاتی) بر شدت چسبندگی هزینه‌ها، تاثیر دارد.

برای آزمون این فرضیه از مدل‌های شماره (۱ و ۲) استفاده شده است.

مدل (۱):

$$\Delta INSGA_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 SD - Return_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MTB_{it} + \gamma_5 ROE_{it} + \gamma_6 INTANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲):

$$\Delta INSGA_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 SD - OCF_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MTB_{it} + \gamma_5 ROE_{it} + \gamma_6 INTANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

• نتایج آزمون انتخاب نوع داده‌ها:

جدول شماره (۵): نتایج آزمون F لیمیر و آزمون هاسمن

نتیجه	معناداری	آماره	آزمون	
تایید مدل تلفیقی در برابر مدل ترکیبی (پانل)	(۰,۴۳۳)	۱,۰۱۶	آزمون F- لیمیر (چاو)	مدل ۱
-	-	-	آزمون هاسمن	
تایید مدل تلفیقی در برابر مدل ترکیبی (پانل)	۰,۰۷۴	۱,۱۸۲	آزمون F- لیمیر (چاو)	مدل ۲
-	-	-	آزمون هاسمن	

نتایج آزمون لیمیر که در جدول شماره (۵) ارائه شده است، نشان می‌دهد که احتمال آماره آزمون F لیمیر بیشتر از ۵ درصد می‌باشد و لذا برای تخمین مدل از روش تلفیقی استفاده می‌شود.

جدول شماره (۶): نتایج آزمون فرضیه اول (انحراف معیار بازده سهام)

نام متغیر	نماد متغیرها	ضریب (β)	آماره (t)	معناداری (Prob)	عامل تورم واریانس (VIF)
عرض از مبداء	C	-۰,۰۰۸	-۰,۵۱۵	۰,۶۰۶	---
بازده سهام	SD-Return	۰,۵۸۷	۲۲,۵۹۸	۰,۰۰۰	۱,۰۲۱
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۰۰۰۲	-۰,۲۵۲	۰,۸۰۱	۱,۰۳۲
اهرم مالی	LEV	۰,۰۱۵	۲,۱۴۷	۰,۰۳۲	۱,۰۱۱
ارزش بازار به دفتری	MB	۰,۰۰۰۲	۱,۰۵۵	۰,۲۹۱	۱,۰۰۳
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰,۰۰۷	۲,۵۶۱	۰,۰۱۰	۱,۰۱۳
دارایی نامشهود	INTANG	-۰,۰۰۷	-۰,۰۴۲	۰,۹۶۴	۱,۰۰۴
سایر اطلاعات	آماره F	معناداری (Prob)	ضریب تعیین (R-squared)	ضریب تعیین تعدیل شده Adjusted R-squared	دوربین واتسون (D-W)
	۱۶۲,۹۸	۰,۰۰۰	۰,۴۱۴	۰,۴۱۲	۱,۸۵۶

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول (۶) ارائه شده است نشان می‌دهد که مقدار آماره، F برابر با ۱۶۲,۹۸ محاسبه شده و برای آماره F؛ معنی داری مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می‌باشد. معناداری آماره F نشان دهنده معناداری کل مدل است. ضریب متغیر بازده سهام برابر ۰,۵۸۷ بوده و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰,۰۰۰ که کمتر از پنج درصد است، در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار می‌باشد؛ لذا نتایج نشان می‌دهد که شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (بازده سهام) بر شدت چسبندگی هزینه‌ها، تاثیر دارد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۱,۸۵۶ که در بازه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است. میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب ۴۱٪ و ۴۱٪ هستند که نشان می‌دهد تقریباً ۴۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و متغیرها کنترلی قابل تبیین است. با توجه به اینکه مقادیر آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که بین متغیرهای مستقل تحقیق همخطی وجود ندارد.

جدول شماره (۷): نتایج آزمون فرضیه اول (انحراف معیار جریان وجوه نقد)

نام متغیر	نماد متغیرها	ضریب (β)	آماره (t)	معناداری (Prob)	عامل تورم واریانس (VIF)
عرض از مبداء	C	-۰,۰۲۷	-۱,۰۹۳	۰,۲۷۴	---
انحراف معیار جریان وجوه نقد	SDOCF	-۰,۰۴۳	-۱,۲۵۱	۰,۲۱۱	۱,۰۴۲
اندازه شرکت	SIZE	۰,۰۰۱	۱,۲۷۹	۰,۲۰۱	۱,۰۲۰
اهرم مالی	LEV	۰,۰۰۶	۰,۴۸۲	۰,۶۲۹	۱,۰۰۷
ارزش بازار به دفتری	MB	۰,۰۰۰۵	۲,۲۲۰	۰,۰۲۶	۱,۰۳۹
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰,۰۰۹	۲,۲۵۹	۰,۰۲۴	۱,۰۱۳

۱,۰۰۶	۰,۰۳۴	-۲,۱۱۲	-۰,۳۸۸	INTANG	دارایی نامشهود
	۰,۰۲۰	۲,۳۲۱	۰,۰۳۳	AR(1)	
دوربین واتسون (D-W)	ضریب تعیین تعدیل شده Adjusted R- squared	ضریب تعیین (R- squared)	معناداری (Prob)	آماره F	سایر اطلاعات
۱,۹۷۶	۰,۰۱	۰,۰۲	۰,۰۰۰	۱۱,۸۰	

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول (۷) ارائه شده است نشان می‌دهد که مقدار آماره F برابر با ۱۱,۸۰ محاسبه شده است. ضریب متغیر انحراف معیار جریان وجوه نقد برابر ۰,۰۴۳- و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰,۰۲۱، که بیشتر از پنج درصد است، در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار نمی‌باشد و لذا نتایج نشان می‌دهد که شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (انحراف معیار جریان وجوه نقد) بر شدت چسبندگی هزینه‌ها، تاثیر دارد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۱,۹۷۶ که در بازه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است. میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب ۰,۱٪ و ۰,۲٪ هستند که نشان می‌دهد تقریباً ۴۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و متغیرها کنترلی قابل تبیین است. با توجه به اینکه مقادیر آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که بین متغیرهای مستقل تحقیق همخطی وجود ندارد.

نتایج آزمون فرضیه دوم:

فرضیه ۲): شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (انحراف معیار بازده سهام و انحراف معیار جریان وجوه نقد عملیاتی) بر ویژگی‌های مالی شرکت، تاثیر دارد:

فرضیه ۱-۲): شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (انحراف معیار بازده سهام و انحراف معیار جریان وجوه نقد عملیاتی) بر میزان دارایی شرکت، تاثیر دارد.

برای آزمون فرضیه های (۱-۲) از مدل‌های شماره (۳ و ۴) استفاده شده است:

مدل (۳)

$$ASI_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 SDRETURN_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MTB_{it} + \gamma_5 ROE_{it} + \gamma_6 INTANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۴)

$$ASI_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 SDOCF_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MTB_{it} + \gamma_5 ROE_{it} + \gamma_6 INTANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول شماره (۸): نتایج آزمون F لیمیر و آزمون هاسمن

نتیجه	معناداری	آماره	آزمون	
تایید مدل ترکیبی (پانل) در برابر مدل تلفیقی	(۰,۰۰۰)	۱۲,۴۱۷	آزمون F- لیمیر (چاو)	مدل ۱
تایید اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی	۰,۰۰۰	۴۴,۸۸	آزمون هاسمن	
تایید مدل ترکیبی (پانل) در برابر مدل تلفیقی	۰,۰۰۰	۳,۰۲۳	آزمون F- لیمیر (چاو)	مدل ۲
تایید اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی	۰,۰۰۰	۴۶,۶۸	آزمون هاسمن	

نتایج آزمون لیمر که در جدول شماره (۸) ارائه شده است، نشان می‌دهد که احتمال آماره آزمون F لیمر کمتر از ۵ درصد می‌باشد و لذا برای تخمین مدل از روش ترکیبی استفاده می‌شود. نتایج آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد است بنابراین اثرات ثابت استفاده می‌شود.

جدول شماره (۹): نتایج آزمون فرضیه دوم (بازده سهام)

نام متغیر	نماد متغیرها	ضریب (β)	آماره (t)	معناداری (Prob)	عامل تورم واریانس (VIF)
عرض از مبداء	c	۳,۲۹۷	۱۱,۵۵۲	۰,۰۰۰	---
بازده سهام	SD-Return	۰,۰۱۵	۰,۴۶۱	۰,۶۴۴	۱,۰۲۱
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۱۵۷	-۸,۱۷۷	۰,۰۰۰	۱,۰۳۲
اهرم مالی	LEV	-۰,۳۲۷	-۸,۶۹۷	۰,۰۰۰	۱,۰۱۱
ارزش بازار به دفتری	MB	۰,۰۰۵	۶,۷۷۴	۰,۰۰۰	۱,۰۰۳
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	-۰,۰۷۰	-۲,۹۰۸	۰,۰۰۳	۱,۰۱۳
دارایی نامشهود	INTANG	۱,۶۵۷	۳,۵۳۷	۰,۰۰۰	۱,۰۰۴
	AR(1)	۰,۳۴۴	۴,۴۷۸	۰,۰۰۰	
سایر اطلاعات	آماره F	معناداری (Prob)	ضریب تعیین (R-squared)	ضریب تعیین تعدیل شده Adjusted R-squared	دوربین واتسون (D-W)
	۴۲,۱۵	۰,۰۰۰	۰,۸۶	۰,۸۴	۱,۹۱۱

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول (۹) ارائه شده است، نتایج نشان می‌دهد که مقدار آماره F برابر ۴۲,۱۵ محاسبه شده و برای آماره F معنی داری مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می‌باشد. معناداری آماره F نشان دهنده معناداری کل مدل است. ضریب متغیر بازده سهام برابر ۰,۰۱۵ و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰,۶۴۴، که بیشتر از پنج درصد است، در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار نمی‌باشد. لذا نتایج نشان می‌دهد که شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (بازده سهام) بر میزان دارایی شرکت، تاثیر ندارد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۱,۹۱۱ که در بازه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است. میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب ۰,۸۴ و ۰,۸۶ هستند که نشان می‌دهد تقریباً ۸۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و متغیرها کنترلی قابل تبیین است. با توجه به اینکه مقادیر آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که بین متغیرهای مستقل تحقیق همخطی وجود ندارد.

جدول شماره (۱۰): نتایج آزمون فرضیه دوم (انحراف معیار جریان وجوه نقد)

نام متغیر	نماد متغیرها	ضریب (β)	آماره (t)	معناداری (Prob)	عامل تورم واریانس (VIF)
عرض از مبداء	c	۳,۳۵۸	۱۹,۸۵	۰,۰۰۰	---
انحراف معیار جریان وجوه نقد	SDOCF	۰,۱۴۱	۲,۳۵۳	۰,۰۱۸	۱,۰۴۲

اندازه شرکت	SIZE	-۰,۱۶۲	-۱۳,۷۸۵	۰,۰۰۰	۱,۰۲۰
اهرم مالی	LEV	-۰,۳۲۱	-۸,۳۴۶	۰,۰۰۰	۱,۰۰۷
ارزش بازار به دفتری	MB	۰,۰۰۵	۶,۷۳۹	۰,۰۰۰	۱,۰۳۹
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	-۰,۰۷۰	-۴,۴۴۸	۰,۰۰۰	۱,۰۱۳
دارایی نامشهود	INTANG	۱,۷۷۸	۱,۹۹۹	۰,۰۴۵	۱,۰۰۶
	AR(1)	۰,۳۴۴	۱۱,۹۷۰	۰,۰۰۰	
سایر اطلاعات	آماره F	معناداری (Prob)	ضریب تعیین (R-squared)	ضریب تعیین تعدیل شده Adjusted R-squared	دوربین واتسون (D-W)
	۴۲,۵۲	۰,۰۰۰	۰,۸۶	۰,۸۴	۱,۹۲۰

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول (۱۰) ارائه شده است، نتایج نشان می‌دهد که مقدار آماره F برابر ۴۲,۵۲ محاسبه شده و برای آماره F، معنی داری مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می‌باشد. معناداری آماره F نشان دهنده معناداری کل مدل است. ضریب متغیر انحراف معیار جریان وجوه نقد برابر ۰,۱۴۱ می‌باشد و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰,۰۱۸، که کمتر از پنج درصد است، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معنی دار می‌باشد؛ لذا نتایج نشان می‌دهد که شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (انحراف معیار جریان وجوه نقد) بر میزان دارایی‌ها، تاثیر دارد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۱,۹۲۰ که در بازه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است. میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب ۰,۸۴٪ و ۰,۸۶٪ هستند که نشان می‌دهد تقریباً ۸۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و متغیرها کنترلی قابل تبیین است.

فرضیه ۲-۲: شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (انحراف معیار بازده سهام و انحراف معیار جریان وجوه نقد عملیاتی) = بر عملکرد سهام، تاثیر دارد.

برای آزمون فرضیه (۲-۲) از مدل‌های شماره (۴ و ۵) استفاده شده است:
مدل (۴)

$$STP_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 SDRETURN_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MTB_{it} + \gamma_5 ROE_{it} + \gamma_6 INTANG_{it} + \epsilon_{it}$$

مدل (۵)

$$ASIt = \gamma_0 + \gamma_1 SDOCF_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MTB_{it} + \gamma_5 ROE_{it} + \gamma_6 INTANG_{it} + \epsilon_{it}$$

جدول شماره (۱۱): نتایج آزمون F لیمیر و آزمون هاسمن

نتیجه	معناداری	آماره	آزمون	
تایید مدل ترکیبی (پانل) در برابر مدل تلفیقی	(۰,۰۰۱)	۱,۴۱۷	- لیمیر (چاو) F آزمون	مدل ۱
تایید اثرات تصادفی در مقابل اثرات ثابت	۰,۲۶۶	۷,۶۲۷	آزمون هاسمن	
تایید مدل ترکیبی (پانل) در برابر مدل تلفیقی	۰,۰۰۰	۱,۴۲۷	- لیمیر (چاو) F آزمون	مدل ۲
تایید اثرات تصادفی در مقابل اثرات ثابت	۰,۳۹۴	۶,۲۵۹	آزمون هاسمن	

نتایج آزمون لیمر که در جدول (۱۲) ارائه شده است، نشان می‌دهد که احتمال آماره آزمون F لیمر کمتر از ۵ درصد می‌باشد و لذا برای تخمین مدل از روش ترکیبی استفاده می‌شود. همچنین نتایج آزمون هاسمن نشان می‌دهد که اثرات تصادفی تخمین زده می‌شود.

جدول شماره (۱۲): نتایج آزمون فرضیه دوم (بازده سهام)

نام متغیر	نماد متغیرها	ضریب (β)	آماره (t)	معناداری (Prob)	عامل تورم واریانس (VIF)
عرض از مبدا	c	۰,۰۱۴۴	۰,۳۱۱	۰,۷۵۵	---
بازده سهام	SD-Return	۰,۰۵۴	۱,۷۹۳	۰,۱۳۵	۱,۰۲۱
اندازه شرکت	SIZE	۰,۰۰۱	۰,۵۷۴	۰,۵۶۵	۱,۰۳۲
اهرم مالی	LEV	-۰,۰۲۲	-۱,۰۵۱	۰,۲۹۳	۱,۰۱۱
ارزش بازار به دفتری	MB	۰,۰۰۱	۱,۴۷۴	۰,۱۴۰	۱,۰۰۳
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	-۰,۰۰۴	-۰,۳۷۲	۰,۷۰۹	۱,۰۱۳
دارایی نامشهود	INTANG	-۰,۱۸۷	-۰,۴۵۴	۰,۶۴۹	۱,۰۰۴
سایر اطلاعات	آماره F	معناداری (Prob)	ضریب تعیین (R-squared)	ضریب تعیین تعدیل شده Adjusted R-squared	دوربین واتسون (D-W)
	۱۱,۵۱	۰,۰۰۰	۰,۰۱۶	۰,۰۱۲	۱,۸۸۴

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول (۱۲) ارائه شده است نتایج نشان می‌دهد که مقدار آماره F برابر با ۱۱,۵۱ محاسبه شده و برای آماره F، معنی داری مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می‌باشد. ضریب متغیر بازده سهام برابر ۰,۰۵۴ و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰,۱۳۵، که بیشتر از پنج درصد است، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معنی دار نمی‌باشد؛ لذا نتایج نشان می‌دهد که شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (بازده سهام) بر عملکرد سهام، تاثیر ندارد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۱,۸۸۴ که در بازه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است. میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب ۰,۱۲٪ و ۰,۱۶٪ هستند که نشان می‌دهد تقریباً ۰,۱۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و متغیرها کنترلی قابل تبیین است. با توجه به اینکه مقادیر آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که بین متغیرهای مستقل تحقیق همخطی وجود ندارد.

جدول شماره (۱۳): نتایج آزمون فرضیه دوم (انحراف معیار جریان وجوه نقد)

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب (β)	آماره (t)	معناداری (Prob)	عامل تورم واریانس (VIF)
-----------	------------	------------------	-----------	-----------------	-------------------------

ها					
c	عرض از مبداء	۰,۰۰۶	۰,۱۳۵	۰,۸۹۱	----
SD OC F	انحراف معیار جریان وجوه نقد	۰,۲۰۱	۳,۱۲۸	۰,۰۰۱	۱,۰۴۲
SIZ E	اندازه شرکت	۰,۰۰۱	۰,۲۹۷	۰,۷۶۵	۱,۰۲۰
LEV	اهرم مالی	-۰,۰۱۹	-۰,۸۱۰	۰,۴۱۷	۱,۰۰۷
MB	ارزش بازار به دفتری	۰,۰۰۱	۱,۷۵۶	۰,۰۷۹	۱,۰۳۹
RO E	نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	-۰,۰۰۴	-۰,۳۲۹	۰,۷۴۱	۱,۰۱۳
INT AN G	دارایی نامشهود	-۰,۱۱۲	-۰,۱۹۸	۰,۸۴۳	۱,۰۰۶
آماره F	معناداری (Prob)	ضریب تعیین (R- square d)	ضریب تعیین شده Adjusted R- squared	دوربین واتسون (D-W)	سایر اطلاعات
	۰,۰۱۰	۰,۱۲	۰,۱۱	۱,۸۸۵	۲,۸۰

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول (۱۳) ارائه شده است نتایج نشان می‌دهد که مقدار آماره F برابر با ۲,۸۰ محاسبه شده و برای آماره F، معنی‌داری مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می‌باشد. ضریب متغیر انحراف معیار جریان وجوه نقد برابر با ۰,۲۰۱ و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰,۰۰۱، که کمتر از پنج درصد است، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معنی‌دار می‌باشد. لذا نتایج نشان می‌دهد که شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (انحراف معیار جریان وجوه نقد) بر عملکرد سهام، تاثیر دارد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۱,۸۸۰ که در بازه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است. میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب ۱۱٪ و ۱۲٪ هستند که نشان می‌دهد تقریباً ۱۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و متغیرها کنترلی قابل تبیین است. با توجه به اینکه مقادیر آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که بین متغیرهای مستقل تحقیق همخطی وجود ندارد.

• نتایج آزمون فرضیه سوم:

فرضیه (۳): شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (انحراف معیار بازده سهام و انحراف معیار جریان وجوه نقد عملیاتی) بر ویژگی‌های نمایندگی شرکت، تاثیر دارد:

فرضیه (۱-۳): شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل بر درصد پاداش پرداختی به مدیر عامل، تاثیر دارد:

برای آزمون این فرضیه از مدل‌های شماره (۶ و ۷) استفاده شده است:

مدل (۶)

$$CEOB_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 SDRETURN_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MTB_{it} + \gamma_5 ROE_{it} + \gamma_6 INTANG_{it} + \epsilon_{it}$$

مدل (۷)

$$CEOB_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 SDOCF_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MTB_{it} + \gamma_5 ROE_{it} + \gamma_6 INTANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول شماره (۱۴): نتایج آزمون F لیمیر و آزمون هاسمن

نتیجه	معناداری	آماره	آزمون	مدل
تایید مدل تلفیقی در برابر مدل ترکیبی (پانل)	(۰,۰۸۹)	۱,۱۶۸	آزمون F- لیمیر (چاو)	مدل ۱
-	-	-	آزمون هاسمن	
تایید مدل تلفیقی در برابر مدل ترکیبی (پانل)	(۰,۰۸۳)	۱,۱۷۳	آزمون F- لیمیر (چاو)	مدل ۲
-	-	-	آزمون هاسمن	

نتایج آزمون لیمیر که در جدول (۱۴) ارائه شده است، نشان می دهد که احتمال آماره آزمون F لیمیر بیشتر از ۵ درصد می باشد و لذا برای تخمین مدل از روش تلفیقی استفاده می شود.

جدول شماره (۱۵): نتایج آزمون فرضیه سوم (بازده سهام)

نام متغیر	نماد متغیرها	ضریب (β)	آماره (t)	معناداری (Prob)	عامل تورم واریانس (VIF)
عرض از مبداء	c	۰,۰۳۹	۱۳,۵۷	۰,۰۰۰	----
بازده سهام	SD-Return	-۰,۰۰۶	-۰,۸۶۲	۰,۳۸۸	۱,۰۲۱
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۰۰۰۵	-۲,۵۵۰	۰,۰۱۰	۱,۰۳۲
اهرم مالی	LEV	-۰,۰۰۷	-۳,۹۷۰	۰,۰۰۰	۱,۰۱۱
ارزش بازار به دفتری	MB	-۰,۰۰۰۲	-۴,۴۴۷	۰,۰۰۰	۱,۰۰۳
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰,۰۰۰۶	۰,۴۶۹	۰,۶۳۹	۱,۰۱۳
دارایی نامشهود	INTANG	۰,۳۱۹	۳,۶۰۳	۰,۰۰۰	۱,۰۰۴
	AR(1)	۰,۰۷۰	۴,۲۷۲	۰,۰۰۰	
سایر اطلاعات	آماره F	معناداری (Prob)	ضریب تعیین (R-squared)	ضریب تعیین تعدیل شده Adjusted R-squared	دوربین واتسون (D-W)
	۵,۳۰۳	۰,۰۰۰	۰,۰۲۹	۰,۰۲۳	۱,۹۹۸

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول (۱۵) ارائه شده است نتایج نشان می دهد که مقدار آماره F برابر با ۵,۳۰۳ Prob محاسبه شده و برای آماره F، معنی داری مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می باشد. ضریب متغیر بازده سهام برابر -۰,۰۰۶- و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰,۳۸۸، که بیشتر از پنج درصد است، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معنی دار نمی باشد؛ لذا نتایج نشان می دهد که شاخص های ریسک پذیری مدیرعامل (بازده سهام) بر درصد پاداش پرداختی به مدیر عامل، تاثیر ندارد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۱,۹۹۸ که در بازه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد و بیانگر عدم وجود

خودهمبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است. میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب ۰,۲۳٪ و ۰,۲۹٪ هستند که نشان می‌دهد تقریباً ۰,۲۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و متغیرها کنترلی قابل تبیین است. با توجه به اینکه مقادیر آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که بین متغیرهای مستقل تحقیق همخطی وجود ندارد.

جدول شماره (۱۶): نتایج آزمون فرضیه سوم (انحراف معیار جریان وجوه نقد)

نام متغیر	نماد متغیرها	ضریب (β)	آماره (t)	معناداری (Prob)	عامل تورم واریانس (VIF)
عرض از مبداء	c	۰,۰۳۶	۸,۲۲۱	۰,۰۰۰	---
انحراف معیار جریان وجوه نقد	SDOCF	-۰,۰۰۸	-۲,۱۸۹	۰,۰۲۸	۱,۰۴۲
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۰۰۰۳	-۱,۱۹۵	۰,۲۳۲	۱,۰۲۰
اهرم مالی	LEV	-۰,۰۰۵	-۳,۰۷۴	۰,۰۰۲	۱,۰۰۷
ارزش بازار به دفتری	MB	-۰,۰۰۰۲	-۳,۵۵۰	۰,۰۰۰	۱,۰۳۹
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	-۰,۰۰۰۳	-۰,۲۸۶	۰,۷۷۴	۱,۰۱۳
دارایی نامشهود	INTANG	۰,۳۰۹	۴,۳۵۵	۰,۰۰۰	۱,۰۰۶
سایر اطلاعات	آماره F	معناداری (Prob)	ضریب تعیین (R-squared)	ضریب تعیین تعدیل شده Adjusted R-squared	دوربین واتسون (D-W)
	۴,۶۶۱	۰,۰۰۰	۰,۱۱۹	۰,۱۱۵	۱,۸۳۰

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول (۱۶) ارائه شده است نتایج نشان می‌دهد که مقدار آماره F برابر با ۴,۶۶۱ محاسبه شده و برای آماره F، معنی‌داری مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می‌باشد. ضریب متغیر انحراف معیار جریان وجوه نقد برابر ۰,۰۰۸- و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰,۰۲۸، که کمتر از پنج درصد است، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معنی‌دار می‌باشد؛ لذا نتایج نشان می‌دهد که شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (انحراف معیار جریان وجوه نقد) بر درصد پاداش پرداختی به مدیر عامل، تاثیر دارد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۱,۸۳۰ که در بازه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است. میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب ۱۱,۵٪ و ۱۱,۹٪ هستند که نشان می‌دهد تقریباً ۱۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و متغیرها کنترلی قابل تبیین است. با توجه به اینکه مقادیر آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که بین متغیرهای مستقل تحقیق همخطی وجود ندارد.

فرضیه ۲-۳): شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل بر دوره تصدی مدیرعامل به مدیر عامل، تاثیر دارد:

برای آزمون این فرضیه از مدل‌های شماره (۷ و ۸) استفاده شده است:

مدل (۷)

$$CEOT_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 SDRETURN_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MTB_{it} + \gamma_5 ROE_{it} + \gamma_6 INTANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۸)

$$CEOT_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 SDOCF_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MTB_{it} + \gamma_5 ROE_{it} + \gamma_6 INTANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول شماره (۱۷): نتایج آزمون F لیمیر و آزمون هاسمن

نتیجه	معناداری	آماره	آزمون	
تایید مدل تلفیقی در برابر مدل ترکیبی (پانل)	(۰,۳۱۴)	۱,۰۵۶	آزمون F- لیمیر (چاو)	مدل ۱
-	-	-	آزمون هاسمن	
تایید مدل تلفیقی در برابر مدل ترکیبی (پانل)	(۰,۳۱۶)	۱,۰۵۵	آزمون F- لیمیر (چاو)	مدل ۲
-	-	-	آزمون هاسمن	

نتایج آزمون لیمیر که در جدول (۱۷) ارائه شده است، نشان می‌دهد که احتمال آماره آزمون F لیمیر کمتر از ۵ درصد می‌باشد و لذا برای تخمین مدل از روش ترکیبی استفاده می‌شود و همچنین نتایج آزمون هاسمن نشان می‌دهد که اثرات تصادفی تخمین زده می‌شود.

جدول شماره (۱۸): نتایج آزمون فرضیه سوم (بازده سهام)

نام متغیر	نماد متغیرها	ضریب (β)	آماره (t)	معناداری (Prob)	عامل تورم واریانس (VIF)
عرض از مبدا	c	۳,۴۳۳	۲۰,۳۰۳	۰,۰۰۰	----
بازده سهام	SD-Return	-۰,۲۲۸	-۱,۱۶۹	۰,۲۴۲	۱,۰۲۱
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۰۲۴	-۱,۶۶۹	۰,۰۹۵	۱,۰۳۲
اهرم مالی	LEV	-۰,۱۸۵	-۰,۸۹۶	۰,۳۶۹	۱,۰۱۱
ارزش بازار به دفتری	MB	۰,۰۱۷	۳,۰۱۴	۰,۰۰۲	۱,۰۰۳
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	-۰,۱۸۶	-۱,۲۲۷	۰,۲۱۹	۱,۰۱۳
دارایی نامشهود	INTANG	-۶,۵۷۷	-۱,۳۵۲	۰,۱۷۶	۱,۰۰۴
		۰,۰۱۵	۰,۸۱۴	۰,۴۱۵	
سایر اطلاعات	آماره F	معناداری (Prob)	ضریب تعیین (R-squared)	ضریب تعیین تعدیل شده Adjusted R-squared	دوربین واتسون (D-W)
	۲,۱۸	۰,۰۳۲	۰,۰۱۲	۰,۰۰۶	۱,۹۷۶

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول (۱۸) ارائه شده است نتایج نشان می‌دهد که مقدار آماره F برابر با ۲,۱۸ محاسبه شده و برای آماره F، معنی‌داری مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می‌باشد. ضریب متغیر بازده سهام برابر

۰,۲۲۸- و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰,۲۴۲، که بیشتر از پنج درصد است، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معنی دار نمی‌باشد؛ لذا نتایج نشان می‌دهد که شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (بازده سهام) بر دوره تصدی مدیرعامل، تاثیر ندارد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۱,۹۷۶ که در بازه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است.

جدول شماره (۱۹): نتایج آزمون فرضیه سوم (انحراف معیار جریان وجوه نقد)

نام متغیر	نماد متغیرها	ضریب (β)	آماره (t)	معناداری (Prob)	عامل تورم واریانس (VIF)
عرض از مبداء	c	۳,۶۷۶	۱۴,۳۰۶	۰,۰۰۰	---
انحراف معیار جریان وجوه نقد	SDOCF	-۰,۲۹۴	-۰,۵۳۳	۰,۵۹۳	۱,۰۴۲
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۰۳۴	-۱,۹۹۴	۰,۰۴۶	۱,۰۲۰
اهرم مالی	LEV	-۰,۲۶۲	-۱,۳۱۹	۰,۱۸۷	۱,۰۰۷
ارزش بازار به دفتری	MB	۰,۰۱۰	۱,۳۷۴	۰,۱۶۹	۱,۰۳۹
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	-۰,۲۲۶	-۱,۶۵۹	۰,۰۹۷	۱,۰۱۳
دارایی نامشهود	INTANG	-۵,۶۴۹	-۱,۴۴۹	۰,۱۴۷	۱,۰۰۶
سایر اطلاعات	آماره F	معناداری (Prob)	ضریب تعیین (R-squared)	ضریب تعیین تعدیل شده Adjusted R-squared	دوربین واتسون (D-W)
	۲,۳۱۹	۰,۰۳۱	۰,۰۰۹	۰,۰۰۵	۱,۹۵۴

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول (۱۹) ارائه شده است نتایج نشان می‌دهد که مقدار آماره F برابر با ۲,۳۱۹ محاسبه شده و برای آماره F، معنی‌داری مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می‌باشد. ضریب متغیر انحراف معیار جریان وجوه نقد برابر ۰,۲۹۴- و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰,۵۹۳، که بیشتر از پنج درصد است، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معنی دار می‌باشد؛ لذا نتایج نشان می‌دهد که شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (انحراف معیار جریان وجوه نقد) بر دوره تصدی مدیرعامل، تاثیر ندارد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۱,۹۵۴ که در بازه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است.

بحث و بررسی یافته‌های پژوهش

نتایج فرضیه نخست پژوهش نشان داد که شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (بازده سهام و انحراف معیار جریان وجوه نقد) بر شدت چسبندگی هزینه‌ها، تاثیر دارد. با توجه به یافته‌های حاصل و همچنین تبیین دقیق‌تر از نتایج حاصل شده می‌توان عنوان داشت که به طور خاص، هنگامی که تقاضا افزایش می‌یابد و مدیران انتظار دارند تقاضا در آینده نیز در سطح بالایی بماند، آنها مایل به تاب‌آوری هزینه‌های افزایش منابع هستند، زیرا تصور می‌کنند که منابع اضافی در آینده مورد نیاز خواهد بود. بر این اساس، با افزایش فروش، مدیرانی که انتظارات خوش‌بینانه و نگرشی ریسک‌پذیر دارند احتمالاً منابع را با ریسک و تهور بیشتری افزایش می‌دهند. برعکس، وقتی تقاضای فعلی کاهش می‌یابد، مدیران باید تصمیم بگیرند که منابع استفاده نشده را کاهش داده یا حفظ کنند. وقتی مدیران انتظار دارند تقاضا رو به کاهش بگذارد، احتمالاً منابع بلااستفاده را کمتر تقلیل داده

و در نتیجه هزینه‌های فعلی و آتی تعدیل این منابع را کاهش می‌دهند. روی هم رفته، این سناریوها نشان می‌دهد که مدیران خوش‌بین و ریسک‌پذیر باید فرآیند تعدیل منابع رو به کاهش خود را هنگام کاهش تقاضا تقلیل دهند و با افزایش تقاضا، تعدیل منابع رو به افزایش را تسریع کنند که این امر در نتیجه باعث چسبندگی بیشتر هزینه می‌شود. نتایج حاصل با یافته‌های پژوهشی لی و همکاران (۲۰۲۱)؛ پژوهش چن و همکاران (۲۰۱۹) و چو (۲۰۱۹) همسو می‌باشد. نتایج فرضیه دوم نشان داد که شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (بازده سهام) بر میزان دارایی شرکت، تاثیر ندارد. شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (انحراف معیار جریان وجوه نقد) بر میزان دارایی‌ها، تاثیر دارد. شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (بازده سهام) بر عملکرد سهام، تاثیر ندارد. شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (انحراف معیار جریان وجوه نقد) بر عملکرد سهام، تاثیر دارد. با توجه به یافته‌های حاصل و همچنین تبیین دقیق‌تر از نتایج حاصل شده می‌توان عنوان داشت که تصمیم‌گیری‌های مبتنی بر ریسک مدیران می‌تواند سازمان را به سود مطلوب رسانده یا برعکس آنها را با شکست مواجه سازد؛ به معنای دیگر، ریسک‌پذیری مدیران می‌تواند بازده مجموع دارایی‌ها را افزایش داده یا برعکس باعث کاهش آن شود. به زعم پژوهشگر، در موقعیت‌های ریسک دار که با سود همراه هستند، مدیران عامل ریسک‌پذیر از طریق بهبود گردش مجموع دارایی‌های شرکت‌های خود، افزایش حاشیه سود و یا ترکیبی از هر دو مورد، می‌توانند باعث افزایش بازده و میزان دارایی و در مجموع بهبود عملکرد مالی شرکت شوند. نتایج حاصل با یافته‌های پژوهشی جیانگ و همکاران (۲۰۲۰) در تضاد می‌باشد. نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه سوم نیز نشان داد که شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (بازده سهام) بر درصد پاداش پرداختی به مدیر عامل، تاثیر ندارد. شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (انحراف معیار جریان وجوه نقد) بر درصد پاداش پرداختی به مدیر عامل، تاثیر دارد. شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (بازده سهام) بر دوره تصدی مدیرعامل، تاثیر ندارد. شاخص‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل (انحراف معیار جریان وجوه نقد) بر دوره تصدی مدیرعامل، تاثیر ندارد. با توجه به یافته‌های حاصل و همچنین تبیین دقیق‌تر از نتایج حاصل شده می‌توان عنوان داشت که در صورت وجود یک سیستم پرداخت پاداش متناسب به هیأت مدیره، پاداش نقدی، می‌تواند نقش در کاهش ریسک بیش از حد، نقش موثری ایفا کند. همچنین، بر خلاف نتایج ما در خصوص عدم تاثیرگذاری ریسک‌پذیری مدیرعامل (بازده سهام و انحراف معیار جریان وجوه نقد) بر دوره تصدی مدیرعامل، کنترل دقیق و پیشگیرانه ریسک‌های آتی از سوی مدیران عامل، تا حد زیادی بر مدت دوره تصدی مدیران تاثیرگذار است که این مهم در بسیاری از کشورهای توسعه یافته اثبات شده است. نتایج حاصل با یافته‌های پژوهشی دریایی و همکاران (۱۳۹۸) هماهنگی دارد.؛ در دیگر سو، نتایج با یافته‌های پژوهش لی و همکاران (۲۰۲۱) در تضاد می‌باشد.

پیشنهادات کاربردی پژوهش

- با توجه به نتایج حاصل از پژوهش پیشنهاد می‌شود مدیران در راستای برنامه‌ریزی و بودجه‌بندی فعالیت‌های شرکت‌های مطبوع خود و نیز پیش‌بینی هزینه‌های آتی، ساز و کار ارتباطی بین هزینه‌ها با درآمدها و اثرگذاری تغییرات درآمدی بر میزان هزینه‌ها را به صورت جدی مورد توجه خود قرار داده و بودجه جامع‌تری را فراهم سازند.

- با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود حسابرسان و موسسات حسابرسی، میزان و چگونگی هزینه‌های ارائه شده در صورت‌های مالی شرکت را با در نظر گرفتن ارتباط این هزینه‌ها با در آمد فروش و پیش‌بینی میزان این هزینه‌ها با میزان درآمد فروش، حسابرسی نمایند تا بدین وسیله موارد اشتباه یا سوء استفاده احتمالی در ارائه هزینه‌ها را کشف کنند.

محدودیت‌های پژوهش

■ نتایج پژوهش حاضر قابل تعمیم به سایر شرکت‌ها از جمله شرکت‌های خارج از بورس نخواهد بود لذا برای تعمیم نتایج این تحقیق به شرکت‌های غیر بورسی بایستی جوانب احتیاط به صورت کامل رعایت گردد.

i. Managerial compensation incentives

2. Li et al

iii. Banker et al

iv. Kama & Weiss

- v. Noreen et al
vi. Rouxelin et al
vii. Cost stickiness
viii. Chung et al
ix. Li and Zheng
x. Brügggen and Zehnder
xi. Holz hacker et al
xii. Atasoy et al
xiii. Fung
xiv. Anderson et al
xv. Armstrong and Vashishthaet
xvi. Compensation vega
xvii. Aboody et al
xviii. Imes & Anderson
xix. De Franco et al
xx. Chava & Purnanandam
xxi. Huang et al
xxii. Yan
xxiii. Lee et al
xxiv. Jiang et al
xxv. Hur et al

ایزدپور، مصطفی؛ نیکو مرام، هاشم؛ رهنمای رودپشتی، فریدون؛ بنی مهد، بهمین. (۱۳۹۷). تحلیل چگونگی تاثیرگذاری نااطمینانی بر چسبندگی هزینه‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. اقتصاد مالی، ۱۲(۴۳)، ۴۹-۷۴.

حاجی ابراهیمی، مریم؛ اسکندر، هدی. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ریسک پذیری و عملکرد شرکت. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۹(۱)، ۳۴۰-۳۶۵.

دریائی، عباسعلی؛ یاسین، فتاحی و سیفی، سالار. (۱۳۹۸). پاداش هیأت مدیره و ریسک پذیری: نقش تعدیلگر دوگانگی مدیرعامل (مورد کاوی صنعت بانکداری). پژوهش‌های پولی بانکی، دوره ۱۲، شماره ۳۹.

فتاحی، یاسین؛ کردستانی، غلامرضا؛ راستگویان، حسین. (۱۳۹۹). چسبندگی هزینه و ریسک اعتباری بانک‌ها. نشریه اقتصاد و بانکداری اسلامی، ۹(۳۱): ۹۹-۱۱۵.

قهرمانی صغیر، حسنا و بدری، سید محراب الدین. (۱۳۹۸). تاثیر چسبندگی هزینه بر ریسک شرکت، دومین کنفرانس بین‌المللی نوآوری‌های اخیر در مدیریت اقتصاد و حسابداری، تهران.

گل محمدی شورکی، مجتبی و زارع مهرجردی، ابوالفضل. (۱۳۹۹). رابطه بین ویژگی‌های مدیرعامل و ریسک پذیری شرکت. کنفرانس نوآوری در مدیریت بازرگانی و اقتصاد، تهران.

نقش بندی، نادر؛ اکبرخانی، محمدعلی؛ کشتگر، الهام. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر چسبندگی هزینه و تمرکز مالکیت بر ریسک شرکت. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۲(۱۸)، ۲۸-۴۷.

Aboody, D., Levi, S., & Weiss, D. (2018). Managerial incentives, options, and cost-structure choices. *Review of Accounting Studies*, 23(2), 422-451.

Abowd JM, Kramarz F (2003) The costs of hiring and separations. *Labor Econ* 10(5):499-530.

- Anderson M, Banker R, Janakiraman S (2003) Are selling, general, and administrative costs “sticky”? *J Account Res* 41:47–63.
- Armstrong CS, Vashishtha R (2012) Executive stock options, differential risk-taking incentives, and firm value. *J Financ Econ* 104(1):70–88.
- Atasoy H, Banker RD, Byzalov D (2016) Production outsourcing and demand uncertainty. Working paper, Temple University.
- Atayah, O. F., Najaf, K., Subramaniam, R. K., & Chin, P. N. (2021). The ascension of executives' tenure, corporate risk-taking and corporate performance: evidence from Malaysia. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*.
- Banker R, Byzalov D, Chen L (2013) Employment protection legislation, adjustment costs and cross-country differences in cost behavior. *J Account Econ* 55:111–127.
- Brüggen A, Zehnder JO (2014) SG&A cost stickiness and equity-based executive compensation: does empire building matter. *J Manag Control* 25:169–192.
- Chava, S., & Purnanandam, A. (2010). CEOs versus CFOs: Incentives and corporate policies. *Journal of financial Economics*, 97(2), 263-278.
- Chen, C. X., Gores, T., Nasev, J., & Wu, S. (2019, August). CEOs versus CFOs: Managerial Overconfidence and Cost Behavior. AAA.
- Chen, J. V., Kama, I., & Lehavy, R. (2019). A contextual analysis of the impact of managerial expectations on asymmetric cost behavior. *Review of Accounting Studies*, 24(2), 665-693.
- Chung C, Hur S, Liu C (2019) Institutional investors and cost stickiness: theory and evidence. *North Am J Econ Finance* 47:336–350.
- De Franco, G., Vasvari, F. P., Vyas, D., & Wittenberg Moerman, R. (2016). Similarity in bond covenants. Rotman School of Management working paper, (2288723).
- Fung MK (2013) A trade-of between non-fundamental risk and incentives. *Rev Quant Finance Account* 41:29–51.
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2011). Managerial compensation. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1068-1077.
- Gu T, Venkateswaran A (2018) Firm-supplier relations and managerial compensation. *Rev Quant Finance Account* 51:621–649.
- Holzhacker M, Krishnan R, Mahlendorf MD (2015) Unraveling the black box of cost behavior: an empirical investigation of risk drivers, managerial resource procurement, and cost elasticity. *Account Rev* 90(6):2305–2335.
- Holzhacker M, Krishnan R, Mahlendorf MD (2015) Unraveling the black box of cost behavior: an empirical investigation of risk drivers, managerial resource procurement, and cost elasticity. *Account Rev* 90(6):2305–2335.
- Huang, R., Tan, K. J. K., & Faff, R. W. (2016). CEO overconfidence and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 36, 93-110.

- Imes, M., & Anderson, R. (2021). Executive risk-taking and the agency cost of debt. *Journal of Empirical Finance*, 64, 78-94.
- Jiang, T., Wang, Z., Goto, S., & Zhang, F. (2020). CEO and CFO risk-taking incentives and earnings guidance. *Applied Economics Letters*, 27(15), 1256-1259.
- Kallapur S, Eldenburg L (2005) Uncertainty, real options, and cost behavior: evidence from Washington state hospitals. *J Account Res* 43(5):735–752.
- Kama I, Weiss D (2013) Do earnings targets and managerial incentives affect sticky costs? *J Account Res* 51:201–224.
- Kramarz F, Michaud ML (2010) The shape of hiring and separation costs in France. *Labor Econ* 17(1):27–37.
- Kuo HC, Wang LH (2005) The effect of the degree of internationalization on capital structure for listed multinational corporations in Taiwan during the Asian financial crisis. *Rev Pac Basin Financ Mark Policies* 8(3):447–466.
- Lee, C. F., Hu, C., & Foley, M. (2021). Differential risk effect of inside debt, CEO compensation diversification, and firm investment. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 56(2), 505-543.
- Li W, Zheng K (2017) Product market competition and cost stickiness. *Rev Quant Finance Account* 49(2):283–313.
- Li, W., Natarajan, R., Zhao, Y., & Zheng, K. (2021). The effect of management control mechanisms through risk-taking incentives on asymmetric cost behavior. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 56, 219-243.
- Mohapatra, A.K. (2016), “International management conference on business and economy: growth, governance and globalisation”, *FIIB Business Review*, Vol. 5 No. 1, pp. 48-50.
- Noreen EW, Brewer PC, Garrison RH (2018) *Managerial accounting for managers*, 4th edn. McGraw-Hill Education, New York.
- Panousi V, Papanikolaou D (2012) Investment, idiosyncratic risk, and ownership. *J Financ* 67(3):1113–1148.
- Rouxelin F, Wongsunwai W, Yehuda N (2018) Aggregate cost stickiness in GAAP financial statements and future unemployment rate. *Account Rev* 93(3):299–325.
- Sedatole KL, Vrettos D, Widener SK (2012) The use of management control mechanisms to mitigate moral hazard in the decision to outsource. *J Account Res* 50(2):553–592.
- Suttipun, M. (2018), “The influence of corporate governance, and sufficiency economy philosophy disclosure on corporate financial performance: evidence from Thailand”, *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, Vol. 10 No. 9, pp. 79-99.