

## بررسی رابطه بین انگیزه‌های ریسک‌پذیری مدیران و نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهین خواجهوی<sup>۱</sup>

سعید سالارنیا<sup>۲</sup>

سید احسان میرانی<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۰/۰۵ تاریخ چاپ: ۱۴۰۱/۱۱/۲۶

### چکیده

وجوه نقد از منابع مهم و حیاتی در هر واحد انتفاعی است و ایجاد توازن بین وجوه نقد در دسترس و نیازهای نقدی، مهمترین عامل سلامت اقتصادی هر واحد انتفاعی است. هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی رابطه بین انگیزه‌های ریسک‌پذیری مدیران و نگهداشت وجه نقد است. این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر ماهیت تحلیلی می‌باشد. برای جمع‌آوری داده‌های آن از صورت‌های مالی واحد تجاری‌های بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. نمونه آماری پژوهش ۱۰۵ واحد تجاری از واحد تجاری‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۴ الی ۱۳۹۹ می‌باشد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین ریسک‌پذیری مدیران و نگهداشت وجوه نقد رابطه مثبت و معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد.

### واژگان کلیدی

وجوه نقد، ریسک‌پذیری مدیران، هزینه‌های نمایندگی.

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه علامه محدث نوری. (Mahin.khajavi1370@gmail.com)

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه علامه محدث نوری. (saeid.salarniya@gmail.com)

۳- مربی گروه مدیریت، گرایش تولید و عملیات، دانشگاه علامه محدث نوری، مازندران، ایران. (Ehsan.mirani@gmail.com)

## مقدمه

در دوران رشد اقتصادی شرکت، همان طور که ذخایر وجه نقد افزایش می یابد، مدیران تصمیم میگیرند که آیا وجه نقد بین سهامداران توزیع شود، صرف مخارج داخلی شود. برای تحصیل خارجی به کار گرفته شود؛ و یا همچنان نگهداری شود این که مدیران منفعت طلب چگونه بین مصرف یا نگهداشت ذخایر وجه نقد یکی را انتخاب می کنند، موضوعی مبهم است.

ادبیات موجود در مورد عوامل تعیین کننده نگهداری وجه نقد گسترده است. وجه نقد برای پس انداز احتیاطی، مالیات و برای هزینه های نمایندگی نگهداری می شود. تحقیقات گسترده ای از این انگیزه های مختلف دریافتند که شرکت های با جریان های نقدی کمتر و نوسانات بیشتر و فرصت های رشد بالاتر، وجه نقد بیشتری نگهداری می کنند و از انگیزه پس انداز احتیاطی حمایت می کنند (فولی و همکاران، ۲۰۰۷). مرور ادبیات در حوزه مالی رفتاری نشان می دهد که رفتارهای شخصی مدیران بر خط مشی ها و سیاست های شرکت تاثیر قابل توجهی می گذارند. در واقع مدیران به دلیل عوامل احساسی، خوش بینی، عقلانیت محدود، محدودیت زمانی، قضاوت و عوامل اجتماعی سوء گیری های رفتاری از خود نشان می دهند که این عوامل می تواند در بلندمدت آثار ناگواری برای سرمایه گذاران و شرکت در پی داشته باشد. فرضیه نمایندگی نشان می دهد که دارایی های نقدی هم بین مدیران و مالکان و هم بین دارندگان اوراق قرضه و سهامداران هدایت می شود. جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶)، استدلال می کنند که پاداش مبتنی بر سهام، مدیران عامل ریسک گریز را تشویق می کند تا انتخاب های خط مشی ریسک تری را اتخاذ کنند که ارزش سهامداران را افزایش می دهد. پاداش مبتنی بر سهام همچنین ممکن است منجر به افزایش ریسک برای مدیران عامل غیر متنوع شود که انگیزه هایی برای اتخاذ سیاست های عملیاتی و مالی محافظه کارانه تر ایجاد می کند، یعنی سرمایه گذاری های مطمئن تری که شامل نگهداری وجه نقد بیشتر است (چاوا و همکاران، ۲۰۱۰). پاداش مبتنی بر سهام، توانایی کاهش این ریسک را دارند، زیرا با توجه به اینکه ارزش آنها تابعی مثبت از دارایی های اساسی است، گزینه پاداش مبتنی بر سهام در جهت جبران خسارت نه تنها مدیران عامل را برای سرمایه گذاری در پروژه های با ریسک بالاتر تشویق می کند، بلکه تضمین می کند که مدیران عامل هزینه ای را برای نگهداری سهام متحمل شوند (لیو و همکاران، ۲۰۱۱). اگر وجود وجه نقد قابل مشاهده در نتیجه یک مشکل نمایندگی بین مدیران عامل و سهامداران باشد، هر ابزاری که اختیارات مدیریتی را کاهش دهد منجر به کاهش میزان نگهداری وجه نقد شرکت خواهد شد. در عین حال، انگیزه های ریسک پذیری بالاتر مدیران عامل که با منافع سهامداران همسو می شوند، ممکن است تضاد دارندگان اوراق قرضه و سهامداران را تشدید کنند و وام دهندگان با الزام شرکت ها به حفظ سطوح نقدینگی بالاتر، از خود محافظت کنند (کنیل، ۲۰۱۷). مطابق با این استدلال، لیو و همکاران (۲۰۱۱) دریافتند که انگیزه های ریسک پذیری مدیران عامل با سطوح بالاتری از نگهداری وجه نقد مرتبط است که نشان می دهد وام دهندگان ریسک پذیری بالاتری را از مدیران اجرایی پیش بینی می کنند و در نتیجه ذخایر نقدی بالاتری را طلب می کنند. آنها استدلال می کنند که یافته های آنها با هر دو فرضیه قراردادهای پرهزینه و تامین مالی خارجی سازگار

است؛ به عبارت دیگر تا جایی که مدیر عامل شرکت، انتخاب‌های خط مشی ریسک‌پذیرتری را القا کند، مدیران عامل به خواسته‌های وام‌دهندگان برای نگهداری وجه نقد بیشتر به عنوان پوششی در برابر تضادهای احتمالی دارندگان اوراق قرضه و سهامداران می‌پردازند (فرضیه قرارداد پرهزینه). فرضیه تامین مالی خارجی استدلال ایجاد می‌شود که مدیر عامل هزینه تامین مالی خارجی را در صورت نیاز به چنین تامین مالی افزایش می‌دهد و منجر به این می‌شود که مدیران عامل نیازهای تامین مالی آینده را با نگهداری وجه نقد اضافی پوشش دهند. زمانی که نیاز به چنین تامین مالی لازم می‌شود، هزینه مالی داخلی باعث می‌شود که مدیران عامل نیازهای مالی آتی را با نگهداری وجه نقد اضافی پوشش دهند (کنیل و همکاران، ۲۰۲۲).

بنابراین هدف این پژوهش بررسی رابطه بین انگیزه‌های ریسک‌پذیری مدیران و نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به بیانی دیگر، پژوهش حاضر به دنبال پاسخ علمی به این سؤال است که آیا انگیزه‌های ریسک‌پذیری مدیران بر نگهداشت وجه نقد اثرگذار است یا خیر؟

### هدف تحقیق

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی رابطه بین انگیزه‌های ریسک‌پذیری مدیران و نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

### فرضیه اصلی تحقیق:

بین انگیزه‌های ریسک‌پذیری مدیران و نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری وجود دارد.

### تعریف متغیرهای تحقیق:

#### نگهداشت وجه نقد:

نگهداری وجه نقد از احتمال بحران مالی میکاهد و به عنوان ذخیره‌های امن برای مواجهه با زیانهای غیر منتظره به شمار میرود و همچنین پیگیری سیاستهای سرمایه‌گذاری بهینه را در زمانی که شرکت با محدودیتهای مالی مواجه است، ممکن میسازد و نهایتاً به کم کردن هزینه‌های جمع‌آوری منابع مالی یا نقد کردن دارایی‌های موجود کمک میکند. (شناسی ۱۳۹۶).

#### انگیزه‌های ریسک‌پذیری مدیران

پاداش مبتنی بر سهام، مدیران عامل ریسک‌گریز را تشویق می‌کند تا انتخاب‌های خط مشی ریسک‌تری را اتخاذ کنند که ارزش سهامداران را افزایش می‌دهد. پاداش مبتنی بر سهام همچنین ممکن است منجر به افزایش ریسک برای مدیران عامل غیر متنوع شود که انگیزه‌هایی برای اتخاذ سیاست‌های عملیاتی و مالی محافظه‌کارانه‌تر ایجاد می‌کند (چاوا و همکاران، ۲۰۱۰).

## پیشینه تحقیق

### داخلی

شیخی و همکاران (۱۴۰۰) بررسی تاثیر اثربخشی کنترل‌های داخلی بر ارزش بازار نگهداشت وجه نقد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری تحقیق حاضر شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که پس از حذف محدودیت ها ۱۲۴ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. بازه زمانی مورد بررسی بین سالهای ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ می باشد. یافته ها: نتایج حاصل از آزمون فرضیه تحقیق بیانگر این است که اثربخشی کنترل های داخلی بر ارزش بازار نگه داشت وجه نقد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مستقیم و معناداری دارد. بدین معنا که با افزایش اثربخشی کنترل داخلی شرکت ارزش بازار نگهداشت وجه نقد نیز افزایش می یابد. نتایج: وجود کنترل های داخلی کارا و اثربخش، رفتارهای فرصت طلبانه مدیران در سوءاستفاده از منابع نقدی شرکت را محدود می سازد. بدین ترتیب، نگرانی های سرمایه گذاران در خصوص وجه نقد نگهداری شده در شرکت کاهش یافته و در نهایت، به ارزشگذاری بیشتر وجه نقد شرکت در بازار می انجامد.

ذبیحی و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی نگهداشت وجه نقد، توانایی مدیران و اختیار مدیریتی در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد رابطه مثبت و معناداری بین توانایی مدیریت و نگهداشت وجه نقد شرکت ها وجود دارد و اختیار مدیریت دارای اثر معناداری بر رابطه بین توانایی مدیریت و نگهداشت وجه نقد شرکت ها می باشد.

صالحی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی تاثیر خودشیفتگی مدیرعامل بر وجه نقد نگهداری شده پرداختند. نتایج آزمون نشان داد که پاداش نقدی مدیران تاثیر معناداری بر سطح نگهداشت وجه نقد ندارد. در حالی که شاخص هورمون تستوسترون تاثیر مثبت و معناداری بر سطح نگهداشت وجه نقد داشته است.

### خارجی

چن و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی تاثیر خودشیفتگی (بیش اعتمادی) مدیران بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس چین پرداختند. نتایج نشان داد که بیش اعتمادی مدیران باعث افزایش سطح نگهداشت وجه نقد می شود. به عبارتی مدیران دچار بیش اطمینان جریان های نقدی آتی شرکت تحت مدیریت خود را بیشتر برآورد می کنند و اعتقاد دارند که شرکت آن ها در بازار کم تر از واقع قیمت گذاری شده است.

چاکرابورتی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) به بررسی تاثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر رابطه بین انگیزه های پاداش مدیران عامل و ریسک شرکتهای آمریکایی طی دوره ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۵ پرداختند. نتایج تجربی نشان داد که میزان تاثیرات و گا تنها بر روی ریسک شرکت هایی تاثیر مثبت و قابل توجه دارد که مسئولیت اجتماعی شرکتی پایین دارند. در شرکت هایی با مسئولیت اجتماعی شرکتی بالا، وگا تاثیری بر ریسک شرکت ها ندارد.

<sup>1</sup> Chakraborty, et al 2018

نگوین مین، لو مینگ تای<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) به بررسی تاثیر ساختار سرمایه و سطح نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار چین پرداخته اند. نمونه ای متشکل از صورت های مالی ۱۰۵ شرکت در بین سال های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۴ با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته بوده است. نتایج نشان داد که نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد و بدهی های کوتاه مدت رابطه منفی با ارزش شرکت دارد و بدهی های بلند مدت بر ارزش شرکت تاثیر ندارد و همچنین بدهی های بلند مدت و کوتاه مدت بر نگهداشت وجه نقد تاثیر معناداری ندارد.

### روش تحقیق

این تحقیق، از جهت همبستگی و روش شناسی تحقیق، از نوع شبه تجربی و پس رویدادی در حوزه ی تحقیقات اثباتی حسابداری است که با اطلاعات واقعی صورت می گیرد و چون می تواند در فرایند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، لذا نوعی تحقیق کاربردی است. این تحقیق از لحاظ ماهیت و اهداف از نوع کاربردی است؛ و همچنین این پژوهش مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت های مالی، یادداشت های همراه صورت های مالی و گزارش های هیئت مدیره شرکت هاست. در این تحقیق با برداشت مستقیم اطلاعات مورد نیاز از صورت های مالی و سایت سازمان بورس، مجموع داده های مورد نیاز برای آزمون فرضیه ها جمع آوری شده است. پس از انتخاب شرکت های نمونه، جهت انجام برخی محاسبات از نرم افزار صفحه گسترده اکسل (EXCEL) استفاده شده است و در تجزیه و تحلیل اطلاعات با توجه به نیاز، از رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده و برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم افزار ایویوز استفاده شده است.

### محدودیت های جامعه آماری و نمونه گیری به صورت زیر می باشد:

- ۱- با توجه به دوره زمانی تحقیق، دسترسی به اطلاعات (۹۹-۹۴)، برای تمامی شرکت های مورد نظر وجود داشته باشد.
  - ۲- سال مالی شرکت ها به پایان اسفندماه هر سال منتهی شود.
  - ۳- به دلیل شفاف نبودن مرزبندی بین فعالیت های عملیاتی و تأمین مالی شرکت های مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، بانک ها، بیمه و غیره) از نمونه حذف شده اند.
  - ۴- شرکت ها در دوره مورد مطالعه فعال باشند و وقفه مالی بیش از ۳ ماه نداشته باشند.
- پس از اعمال شرایط جهت انتخاب شرکت ها که براساس حذف سیستماتیک انجام گردید، تعداد شرکت ها ۱۰۵ عدد انتخاب گردیدند که داده ها و اطلاعات مالی آن ها در تجزیه و تحلیل های صورت گرفته مورد استفاده قرار گرفته است.

### مدل اصلی تحقیق:

$$Cash_{it} = \alpha + \beta_1 Risk_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 lev_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

<sup>1</sup> Nguyen Minh Ha & Le Minh Tai 2017

**متغیرهای تحقیق:****متغیر وابسته:**

نگهداشت وجه نقد (cash): سطح نگهداشت وجه نقد از نسبت مانده وجه نقد به جمع کل دارایی ها در تاریخ ترازنامه به دست می آید (کنیل و همکاران، ۲۰۲۲).

**متغیر مستقل:**

ریسک پذیری مدیران (RISK): در این پژوهش از قدر مطلق باقیمانده مدل زیر جهت محاسبه ریسک پذیری مدیران استفاده می شود (کنیل و همکاران، ۲۰۲۲).

$$RISK_t = \alpha + \beta_1 NO\_COVENANT_{it} + \beta_2 REL\_SIZE_{it} + \beta_3 OC_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 lev_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \epsilon_{it}$$

RISK: برابر با بازده سالانه شرکت

NO\_COVENANT<sub>it</sub>: برابر با لگاریتم طبیعی حساب های پرداختی سال قبل

REL\_SIZE: برابر با لگاریتم طبیعی ارزش ریالی معامله سهام شرکت می باشد.

OC: بیش اعتمادی مدیران می باشد و شامل ۵ آیت می باشد که اگر سه آیت از آن بیشتر باشد عدد ۱ (مدیر با اعتماد بیشتر) و در غیر این صورت عدد صفر. ۵ آیت برابر به شرح زیر می باشد:

۱. افزایش سرمایه گذاری در دارایی های ثابت

۲. افزایش در سود خالص شرکت

۳. افزایش در کل بدهی ها

۴. افزایش در اسناد پرداختی

۵. سود تقسیم نشده

MTB: برابر با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام سال قبل می باشد.

LEV: برابر است با نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها

SIZE: برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی ها

**متغیرهای کنترلی:**

نسبت رشد (GROWTH): برابر است با نسبت فروش سال جاری منهای فروش سال قبل به فروش سال قبل (کنیل و همکاران، ۲۰۲۲).

اهرم مالی (LEVERAGE): برابر است با نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها (کنیل و همکاران، ۲۰۲۲).

اندازه شرکت (SIZE): برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی ها (کنیل و همکاران، ۲۰۲۲).

سن شرکت (AGE): برابر است با تعداد سال هایی که شرکت در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده است (کنیل و همکاران، ۲۰۲۲).

## آمار توصیفی

## جدول آمار توصیفی متغیرها

نام فارسی	نماد	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
نگهداشت وجه نقد	CASH	۰,۰۷۸	۰,۰۴۴	۰,۳۱۴	۰,۰۰۵	۰,۰۸۵
ریسک‌پذیری مدیران	RISK	۰,۹۰۵	۰,۶۳۸	۳,۶۰۵	۰,۰۳۹	۰,۸۸۰
نسبت رشد	GROWTH	۰,۳۱۸	۰,۲۲۷	۱,۲۲۳	-۰,۲۵۸	۰,۴۰۵
اندازه شرکت	SIZE	۱۴,۷۰۴	۱۴,۵۱۲	۱۷,۹۳۰	۱۲,۶۴۲	۱,۳۱۰
اهرم مالی	LEV	۰,۵۵۹	۰,۵۵۹	۰,۸۶۹	۰,۲۳۷	۰,۱۷۸
سن شرکت	AGE	۲,۹۶۵	۲,۹۹۶	۳,۶۶۴	۲,۴۸۵	۰,۳۰۱

آماره‌های توصیفی مربوط به هر یک از متغیرهای پژوهش در جدول ارائه شده است. بر این اساس، میانگین نسبت نگهداشت وجه نقد نشان دهنده عدد ۷ درصد است به این معنی که به ازای هر واحد دارایی در شرکت‌های نمونه در سال‌های مورد بررسی ۷ درصد وجه نقد (و سرمایه گذاری‌های کوتاه مدت) در شرکت وجود دارد. بیشترین میزان این متغیر به عدد ۳۱ درصد و در کمترین میزان نیز به عدد ۰,۰۰۵ می‌رسد. میانگین ریسک‌پذیری مدیران نشان دهنده عدد ۹۰ درصد است. این متغیر هرچه بیشتر باشد، ریسک‌پذیری مدیران نیز بیشتر ارزیابی می‌گردد. میانگین نسبت رشد فروش شرکت‌های نمونه نشان دهنده عدد ۳۱ درصد است به این معنی که درآمد فروش شرکت‌های نمونه در سال‌های مورد بررسی ۳۱ درصد رشد در درآمد فروش خود را تجربه نموده‌اند. میانگین اندازه شرکت نشان دهنده عدد ۱۴,۷۰ می‌باشد. هرچه این عدد بیشتر باشد، اندازه شرکت مورد بررسی نیز بیشتر است. میانگین اهرم مالی شرکت‌های نمونه نشان دهنده عدد ۵۵ درصد است به این معنی که به ازای هر واحد دارایی، ۵۵ درصد بدهی در شرکت وجود دارد؛ بنابراین می‌توان گفت اولویت تامین مالی شرکت‌ها از محل بدهی می‌باشد. میانگین سن شرکت‌های مورد بررسی نشان دهنده عدد ۲,۹۶ است هرچه این عدد بیشتر باشد، سن شرکت‌های مورد بررسی نیز بیشتر باشد.

## نتایج آزمون مدل اول پژوهش

## جدول نتایج حاصل از برآورد آزمون مدل

نام فارسی	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
ریسک‌پذیری مدیران	RISK	۰,۰۰۲	۰,۰۰۱	۲,۸۱۷	۰,۰۳۷
نسبت رشد	GROWTH	۰,۰۱۳	۰,۰۰۴	۲,۹۹۳	۰,۰۳۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۰۰۲	۰,۰۰۳	-۰,۷۲۰	۰,۵۰۴

نام فارسی	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
اهرم مالی	LEV	-۰,۰۴۲	۰,۰۰۷	-۵,۷۸۶	۰,۰۰۲
سن شرکت	AGE	۰,۱۱۷	۰,۰۲۰	۵,۸۳۲	۰,۰۰۲
عرض از مبدا	C	-۰,۲۱۳	۰,۰۵۷	-۳,۷۶۰	۰,۰۱۳
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۷۱	آماره F	۱۵/۶۷	
دوربین واتسون		۱/۶۵	احتمال آماره F		۰/۰۰۰

فرضیه پژوهش بیان می کند که بین انگیزه‌های ریسک پذیری مدیران و نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج جدول (۴-۹)، انگیزه‌های ریسک پذیری مدیران و نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش رد نمی شود.

در بین متغیرهای کنترلی، نسبت رشد، اهرم مالی و سن شرکت دارای رابطه معنادار با متغیر نگهداشت وجه نقد در سطح اطمینان ۹۵ درصد می باشند.

با توجه به نتایج آزمون مدل رگرسیون مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F که معناداری کل رگرسیون را نشان می دهد، کمتر از ۵٪ است؛ به این مفهوم که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده بیان کننده این مطلب است که تقریباً ۷۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل تبیین می شود. همچنین با توجه به اینکه مقدار دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ است می توان گفت بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی سریالی وجود ندارد.

### بحث و نتیجه گیری

فرضیه پژوهش بیان می کند که بین انگیزه‌های ریسک پذیری مدیران و نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج جدول تخمین، انگیزه‌های ریسک پذیری مدیران و نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش رد نمی شود. این یافته ها نشان می دهد که مدیران ریسک پذیر تمایل به نگهداری وجوه نقد کمتری در شرکت دارند. در واقع مدیران ریسک پذیر تمایل به انجام سرمایه گذاری ها بیشتر به منظور بهبود عملکرد خود و کسب شهرت می باشند و در نتیجه به منظور تامین منابع مالی لازم جهت طرح های سرمایه گذاری بیشتر نیازمند، تامین مالی منابع از محل منابع خارج سازمان می باشد که این منابع نیز نسبت به منابع درون سازمان دارای ریسک بیشتری می باشند. با این حال، عبارت دیگر تا جایی که مدیر عامل شرکت، انتخاب های خط مشی پریسکپدیرتری را القا کند، مدیران عامل به خواسته‌های وام دهندگان برای نگهداری وجه نقد بیشتر به عنوان پوششی در برابر تضادهای احتمالی دارندگان اوراق قرضه و سهامداران می پردازند. همچنین، فرضیه تامین مالی خارجی استدلال ایجاد می شود که مدیرعامل هزینه تامین مالی خارجی را در صورت نیاز به چنین تامین مالی افزایش می دهد و



منجر به این می‌شود که مدیران عامل نیازهای تامین مالی آینده را با نگهداری وجه نقد اضافی پوشش دهند. زمانی که نیاز به چنین تامین مالی لازم می‌شود، هزینه مالی داخلی باعث می‌شود که مدیران عامل نیازهای مالی آتی را با نگهداری وجه نقد اضافی پوشش دهند؛ بنابراین یافته‌ها منطبق با فرضیه تامین مالی خارجی است.

### پیشنادهایی جهت پژوهش‌های آتی

با توجه به نتایج این پژوهش و پرسش‌هایی که طی انجام آن برای پژوهش‌گر مطرح شد، جهت تکمیل این پژوهش و انجام مطالعات بیش‌تر در حوزه‌های مرتبط با این پژوهش، پیشنهادهای زیر برای انجام مطالعات آتی ارائه می‌شود:

- پیشنهاد می‌شود تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ریسک‌پذیری مدیران و نگهداشت وجه نقد مورد بررسی قرار گیرد.

- پیشنهاد می‌شود تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین ریسک‌پذیری مدیران و نگهداشت وجه نقد مورد بررسی قرار گیرد.

### منابع:

- بغدادی، ارغوان، ۱۳۹۵. بررسی نقش مدیریت ریسک در کسب و کار به وسیله شناسایی عناصر اصلی ریسک، کنفرانس بین‌المللی مدیریت و حسابداری تهران.
- نصرآبادی، اسماعیل، صادقی، معصومه، ۱۳۹۵. بررسی رابطه یادگیری سازمانی با مدیریت ریسک، کنفرانس بین‌المللی مدیریت و حسابداری تهران.
- نصرآبادی، اسماعیل، فیاضینیا، بهناز، ۱۳۹۵. رابطه فرهنگ سازمانی با مدیریت ریسک، کنفرانس بین‌المللی مدیریت و حسابداری تهران.
- بیک‌زاده، دکتر جعفر (۱۳۹۱). تبیین مدیریت ریسک و ضرورت اعمال آن در بانکهای ایرانی، بانک و اقتصاد، شماره ۱۱۸، تیر.
- نصرآبادی، اسماعیل، صادقی، معصومه، (۱۳۹۵). بررسی رابطه یادگیری سازمانی با مدیریت ریسک، کنفرانس بین‌المللی مدیریت و حسابداری تهران.
- بغدادی، ارغوان، (۱۳۹۵). بررسی نقش مدیریت ریسک در کسب و کار به وسیله شناسایی عناصر اصلی ریسک، کنفرانس بین‌المللی مدیریت و حسابداری تهران.
- سی‌آرتور ویلیامش، جی آر، ریچارد ام هینش، (۱۳۸۲) مدیریت ریسک، مترجمان: داور ونوس، حجت‌ال‌گودرزی، نشر نگاه دانش.
- فتحی، سعید، رحیم‌پور، محبوبه، بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سطح نگاه داشت وجه نقد، راهبرد مدیریت مالی، ۳، ۹، ۱۳۹۴

رضایی، جواد، (۱۳۹۷). بررسی نقش تعدیل‌گری ساختار سرمایه بر رابطه بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد محمودآباد.

حساس‌یگانه، یحیی؛ جعفری، علی و رسائیان، امیر، (۱۳۹۰)، عوامل تعیین‌کننده سطح نگهداشت وجه نقد شرکتها در بورس اوراق بهادار. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۳، ۹.

قربانی، سعید، عدیلی، مجتبی، (۱۳۹۱)، نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی، مجله دانش حسابداری، ۸، ۳.

ایزدی‌نیا، ناصر، رسائیان، امیر، (۱۳۸۹) رابطه برخی از ابزارهای نظارتی راهبردی شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد، دانش حسابداری، ۱، صص ۷۲-۵۳.

بولو، قاسم؛ باباجانی، جعفر و محسنی‌ملکی، بهرام، (۱۳۹۱)، رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، ۳، ۱۱.

پورمفید، فلورا. (۱۳۹۸). مقایسه ویژگی‌های شخصیتی و ریسک‌پذیری مدیران دولتی و خصوصی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اردبیل.

مظلومی، نادر، فریبا لطیفی و هیوا آسایی. (۱۳۸۶). بررسی رابطه ریسک‌پذیری مدیران با عملکرد سازمانها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات مدیریت.

سالواتوره، دومینیک (۲۰۰۱). اقتصاد مدیری. ترجمه رضا حسینی راد و حمیدرضا نصیری زاده. (۱۳۸۰). یزد: موسسه انتشاراتی نور کوثر.

Cai, Y., Jo, H., Pan, C. (2011), "Vice or Virtue? The Impact of Corporate Social Responsibility.

Canil, J. (2017). Non-dividend protected executive options and dividend policy: Evidence from SFAS 123R. *Journal of Corporate Finance*, 44, 15–33.

Chava, S., & Purnanandam, A. (2010). CEOs versus CFOs: Incentives and corporate policies. *Journal of Financial Economics*, 97, 263–278.

Chen, Y., Dou, P.Y., Rhee, S.Gh., Truong, C. & Veeraraghavan, M. (2020). National culture and corporate cash holdings around the world. *Journal of Banking & Finance*, 50, P.1-18. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2014.09.018 Cho, H., Choi, S. & Kim, Mi-O. (2018). Cash Holdings Adjustment Speed and Managerial Ability. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 47(5), P.695-719. DOI: 10.1111/ajfs.12235.

Liu, Y., & Mauer, D. C. (2011). Corporate cash holdings and CEO compensation incentives. *Journal of Financial Economics*, 102, 183–198

Morellec, E., and B. Nikolov. (2008). *Cash Holdings and Competition*. Working Paper, Ecole Poly Technique Federal de Lausanne.

McGuire, J., Dow, S., Argheyd, K. (2003), "CEO Incentives and Corporate Social Performance", *Journal of Business Ethics*, 45, PP. 341–359.

- May, D. 1995. "Do Managerial Motives Influence Firm Risk Reduction Strategies?" *The Journal of Finance* Vol. 50, No. 4, PP. 1291-1307.
- Jensen, MC., and W.H. Meckling. 1976. "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal Financ Econ* 3:305-360.
- Smith, C. W., Stulz, R. M., (1985). The determinants of firms' hedging policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(04), 391-405.
- Chakraborty, A., Gao, L. S., & Sheikh, S. (2018). Managerial risk taking incentives, corporate social responsibility and firm risk. *Journal of Economics and Business*.
- Boubaker, S., Derouiche, I. & Nguyen, D. Does the board of directors affect cash holdings? A study of French listed firms, *Journal of Management & Governance*, 2013,19(2): 341-370.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., Naveen, L., )2006(. Managerial incentives and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 431-468.
- Drobtz, W, M.Gruninger and S.Hirschvogel. (2010). Information Asymmetry and the Value of Cash, *Journal of Banking & Finance*, Vol 34, pp.2168-2184
- Jani, E., Hoesli, M., Bender, A., w.d. (2004). Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts, available: at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), id=563863.

