

بررسی تأثیر محدودیت های مالی بر رابطه بین پاداش مدیران و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حسن احمدی^۱

صدیقه نیک روش^۲

عرفان پرنیان^۳

حسین حسینی^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۹/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۱۲/۲۹

چکیده

هدف این بررسی تأثیر محدودیت های مالی بر رابطه بین پاداش مدیران و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. داده های مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای پژوهش، از بانک اطلاعاتی «ره آورد نوین» استخراج شده است. جهت آزمون فرضیه های فوق نمونه ای متشکل از ۱۳۰ شرکت از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ انتخاب گردید. به منظور آزمون فرضیه های پژوهش از مدل های رگرسیونی استفاده گردید. با استفاده از داده های ترکیبی می توان به دو روش، مدل های رگرسیونی را تخمین زد (تلفیقی و پانل). به منظور تعیین روش تخمین از آزمون F لیمر استفاده گردید و در صورت استفاده از روش پانل، می توان به یکی از دو صورت مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی انجام گیرد که به منظور تشخیص نوع مدل، از آزمون ثابت استفاده گردید. نتایج نشان می دهد پاداش مدیران بر عملکرد تأثیر مثبت و معناداری دارد ولی محدودیت های مالی بر رابطه بین پاداش مدیران و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر منفی و معناداری دارد.

واژگان کلیدی

محدودیت مالی، پاداش مدیران، عملکرد شرکت

۱ دکتری حسابداری، مدیر گروه کارشناسی ارشد موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی خرد بوشهر، بوشهر، ایران. Ahmadihassan80@yahoo.com

۲ دانش آموخته مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی خرد بوشهر، بوشهر، ایران.

۳ دانش آموخته مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی خرد بوشهر، بوشهر، ایران.

۴ دانش آموخته مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی خرد بوشهر، بوشهر، ایران.

۱- مقدمه

نیل به رشد اقتصادی و افزایش میل به سرمایه‌گذاری مستلزم اتخاذ سیاست‌های اساسی و همه‌جانبه است. با پیشرفت صنعت و تکنولوژی، بیشتر شرکت‌های صنعتی درصدد توسعه فعالیت‌های خود در سایر زمینه‌ها می‌باشند که انگیزه چنین توسعه‌ای غالباً افزایش قدرت سودآوری و همچنین افزایش منافع سهامداران است. در زمان حاضر محیطی که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند، محیط رشد و رقابتی می‌باشد. و شرکت نیز جهت پیشرفت و رشد، نیاز به توسعه فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری جدید دارند. انجام پروژه‌های صنعتی نیازمند تأمین منابع مالی و وجوه نقد موردنیاز است. و در این راستا شرکت‌ها ناگزیر به استفاده از مکانیزم‌های تولید مالی می‌باشند. بنابراین می‌توان گفت تأمین مالی یکی از مهم‌ترین حوزه‌های تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌ها در راستای رشد و توسعه شرکت است اما تأمین این منابع همواره با محدودیت‌هایی روبه‌رو است. برای این موضوع مسیری تعیین شده که از طریق آن محدودیت‌های مالی می‌تواند بر رشد شرکت اثر بگذارد (فازاری و همکاران، ۱۹۹۸).

در اواخر دهه ۸۰ تا اوایل دهه ۹۰ بیشتر شرکت‌های بزرگ بین‌المللی برای برقراری رابطه میان حقوق مدیران ارشد خود با عملکرد آنان، به مدیران اجازه می‌دادند تا از حق خرید سهام شرکت به بهای پایه استفاده کنند و در صورتی که عملکرد آنان منجر به رشد شرکت می‌شد، مدیران می‌توانستند در سود حاصله همانند سهامداران شریک شوند. تا یک دهه، این روش از محبوبیت فراوانی برخوردار بود؛ زیرا بازار اوراق بهادار تا چند سال پیاپی بسیار شکوفا بود و سودهای هنگفتی را نصیب مدیران و سرمایه‌گذاران کرد، اما پس از واقعه سقوط بازارهای سهام در سال ۲۰۰۰ شرکت‌های بزرگ به این نتیجه رسیدند که این سیستم همواره مطلوب نیست (دسای و همکاران، ۲۰۰۳).

با نگاهی دقیق‌تر می‌توان دریافت که رویه‌های مختلفی برای پاداش‌دهی به مدیران وجود دارد. لذا، همواره این سؤال مطرح بوده است که چه روشی و چه مقداری پاداش برای مدیران مناسب است که از یک‌سو باعث انگیزش مدیران و از سوی دیگر باعث تکافوی بیشتر آنان برای به دست آوردن بازدهی بیشتر شود. آنچه مسلم است؛ دیدگاه سرمایه‌داری همواره بر افزایش ثروت سهامداران و سرمایه‌گذاران تأکید دارد، لذا باید همواره به این موضوع توجه داشت که کارایی و اثربخشی مدیران بنگاه‌های اقتصادی حائز اهمیت است و با دلگرم کردن مدیران موفق، می‌توان به این افزایش ثروت سرعت بیشتری بخشید. یکی از رویه‌های اساسی در این راه ارزیابی عملکرد مدیران و پاداش منطبق با این ارزیابی است (سجادی و همکاران، ۱۳۹۰). فصل اول این تحقیق به بیان چارچوب و محدوده پژوهش اختصاص دارد. در این فصل محقق بایان کلیات تحقیق انجام‌شده، شرح مختصری در مورد کلیه مراحل انجام‌شده ارائه می‌دهد، که بدین ترتیب زمینه برقراری ارتباط با مخاطب و در جریان قرار دادن او در مورد چگونگی ایجاد و انجام تحقیق را فراهم می‌سازد. در این فصل موضوعاتی مانند بیان مسأله، اهمیت و ضرورت تحقیق، هدف‌ها و فرضیه‌های تحقیق و قلمرو تحقیق بیان می‌شود.

۲- بیان مسأله

بحث محدودیت‌های مالی یکی از موضوعات مهم و اساسی پیشروی تمام شرکت‌ها می‌باشد. شیوه متداول برای بررسی رابطه بین محدودیت مالی و عملکرد شرکت‌ها تفکیک شرکت‌ها به دو گروه شرکت‌های با محدودیت مالی و شرکت‌های بدون

محدودیت مالی است. شرکت هایی که دارای محدودیت مالی شدید هستند در هنگام تصمیم گیری های سرمایه گذاری بر جریانات نقدی تأکید بیشتری دارند به عبارتی با افزایش اختلاف بین هزینه های تأمین مالی داخلی و خارجی حساسیت سرمایه گذاری به وجوه نقد داخلی افزایش می یابد (بادآورنهدی و درخور، ۱۳۹۲). محدودیت های مالی علاوه بر اینکه با محدود کردن دسترسی به وجوه مورد نیاز برای سرمایه گذاری منجر به از دست دادن فرصت های سرمایه گذاری و تأثیر منفی بر عملکرد و رشد بنگاه در آینده می شود، ممکن است بر بازدهی سهام شرکت نیز تأثیر منفی بگذارد (آلمیدا^۱ و همکاران، ۲۰۰۴). شرکت هایی را واجد محدودیت مالی می نامند که دارای دسترسی پایین و پرهزینه به منابع تأمین مالی خارجی باشند. بنابراین تمام شرکت ها را می توان به عنوان شرکت های با محدودیت مالی تلقی کرد، اما سطوح محدودیت های مالی متفاوت است. در حالت کلی، شرکت های بدون محدودیت مالی و یا با محدودیت مالی کمتر، آن هایی هستند که به طور نسبی از دارایی های با قابلیت نقد شوندگی بالا برخوردار و خالص دارایی آن ها بالا باشد. بنابراین محدودیت های مالی، محدودیت هایی است که مانع تأمین همه وجوه مورد نیاز سرمایه گذاری مطلوب برای شرکت ها باشند (امامی و فرید، ۱۳۹۵). جدایی مالکیت و کنترل در شرکت ها تضاد منافع قابل توجهی را بین افراد داخلی و خارجی ایجاد می کند - مشکل نمایندگی کلاسیک. جنسن و مککلینگ^۲ (۱۹۷۶) نظریه نمایندگی شرکت را رسمیت می دهند و پیشنهاد می کنند که می توان آن را از طریق نظارت، پیوند و قراردادهای تشویقی حل کرد. به دنبال آن، محققان مختلف مکانیسم های انگیزشی را که بر این تضاد منافع غلبه می کنند، چه به صورت نظری و چه از طریق استفاده از مکانیسم های جبران خسارت، بررسی کردند. در طول دو دهه گذشته، رشد فوق العاده ای در تحقیقات در مورد پاداش مدیران با تمرکز اصلی بر پاداش مدیران ارشد اجرایی (CEOs) صورت گرفته است.

این امر با بحران مالی ۲۰۰۸ تشدید شد و منجر به افزایش علاقه مندی به شیوه های جبران خسارات اجرایی در سراسر جهان شد. قراردادهای جبران خسارت باید به عنوان عامل مهمی در عملکرد مالی شرکت در نظر گرفته شود (ون اسن^۳ و همکاران، ۲۰۱۲). بیشتر تحقیقات مبتنی بر نظریه نمایندگی است. بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران ممکن است فرصت طلبانه به ضرر منافع سهامداران عمل کنند، زیرا آنها منافع شخصی دارند. این تئوری، جبران خسارت اجرایی را به عنوان یک مکانیسم حاکمیتی می داند که برای حل تضاد منافع بین خودی و خارجی و در عین حال بهبود عملکرد تجاری کار می کند. به گفته اوزکان^۴ (۲۰۱۱)، پاداش مدیران در کاهش تضاد منافع بین افراد داخلی و خارجی در شرکت ها حیاتی است. با توجه به کونیون و هی^۵ (۲۰۱۲)، یکی از راه حل های مشکل آژانس بین مدیریت منابع و در نهایت صاحبان منابع، پرداخت مدیر عامل است. به طور مشابه، سیسلاک^۶ (۲۰۱۸) اظهار داشت که پاداش مدیران به عنوان جایگزینی برای نظارت سهامداران عمل می کند. علاوه بر این، تصور می شود که بسته جبرانی در ایجاد انگیزه در مدیران ارشد مهم است. در نتیجه، درک اینکه

¹ Almeida

² Jensen and Meckling

³ Van Essen

⁴ Ozkan

⁵ Conyon and He

⁶ Cieslak

چگونه شرکت‌ها بسته پاداش مدیران را برای ایجاد انگیزه در مدیران تنظیم می‌کنند و عملکرد شرکت چگونه بر آن تأثیر می‌گذارد، بسیار مهم است.

ادبیات مربوط به جبران خسارت گسترده است. حجم قابل توجهی از ادبیات بر رابطه پاداش و عملکرد شرکت متمرکز است (به عنوان مثال، بلک ول^۱ و همکاران، ۲۰۰۷؛ اوزکان، ۲۰۱۱؛ کاپلان^۲، ۲۰۱۳؛ اسلم^۳ و همکاران، ۲۰۱۹؛ کوه^۴ و همکاران، ۲۰۲۲) و یک رابطه مثبت بین این دو (یامینا و محمد^۵، ۲۰۱۷؛ شیخ^۶ و همکاران، ۲۰۱۸؛ اسلم و همکاران، ۲۰۱۹؛ کوه و همکاران، ۲۰۲۲)، در حالی که برخی رابطه ناچیز بین این دو پیدا کردند (جنسن و مورفی^۷، ۱۹۹۰؛ بیچوک^۸ و همکاران، ۲۰۰۲). با توجه به دوکولیاگوس^۹ و همکاران (۲۰۰۷)، مدیران عامل، افراد ماهر و آگاه هستند که از توانایی های خود برای پیشبرد اهداف تجاری و حفاظت از سرمایه سهامداران استفاده می‌کنند. جنسن^{۱۰} و همکاران (۲۰۰۴) استدلال می‌کنند که انگیزه های قابل قبولی که به مدیران داده می‌شود باعث کاهش مشکل نمایندگی و بهبود عملکرد شرکت می‌شود. برخلاف استدلال‌های قبلی، برخی از محققان پیشنهاد می‌کنند که مدیران عامل می‌توانند از راه‌های مختلفی از جمله ساختن امپراتوری (گاروی^{۱۱}، ۱۹۹۷)، استخراج اجاره (بیچوک و همکاران، ۲۰۰۲)، حفظ وجوه نقد اضافی (لیو و ماور^{۱۲}، ۲۰۱۱) و حفاظت از آنها سود ببرند. ثروت آنها از طریق چترهای طلایی به هزینه سهامداران موجود (هارتزل و همکاران، ۲۰۰۴).

در ادبیات، رابطه پرداخت-عملکرد در شرکت‌های حلال با دانش کمی در مورد شرکت‌های مستعد محدودیت‌های مالی مورد مطالعه قرار گرفت (کوه و همکاران، ۲۰۲۲). تنها یک مطالعه وجود دارد، یعنی (کوه و همکاران، ۲۰۲۲)، که این رابطه پرداخت-عملکرد را در شرکت‌های محدودیت‌های مالی در شرکت‌های ایالات متحده مورد مطالعه قرار داد. یک شرکت زمانی در محدودیت‌های مالی حضور دارد که دسترسی محدودی به بازار سرمایه خارجی داشته باشد (فزاری^{۱۳} و همکاران، ۱۹۸۷) یا زمانی که تامین مالی خارجی با هزینه بالاتر در دسترس باشد (دنيس و سیبیلکوف^{۱۴}، ۲۰۱۰). یک شرکت با محدودیت مالی دارای سطح ریسک بالاتری است (گارسیا-کوئدو^{۱۵} و همکاران، ۲۰۱۸)، هزینه سرمایه بالاتر (کمپیل و همکاران، ۲۰۱۲) و بازده سهام پایین تر (لی و لو^{۱۶}، ۲۰۱۹). در طول بحران مالی ۲۰۰۸-۲۰۰۹، افزایش پاداش مدیران زیر سوال رفت و نقش محدودیت‌های مالی در رابطه پرداخت-عملکرد را روشن کرد.

¹ Blackwell

² Kaplan

³ Aslam

⁴ Kweh

⁵ Yamina and Mohamed

⁶ Sheikh

⁷ Jensen and Murphy

⁸ Bebchuk

⁹ Doucouliagos

¹⁰ Jensen

¹¹ Garvey

¹² Liu and Mauer

¹³ Fazzari

¹⁴ Denis and Sibilkov

¹⁵ Garcia-Quevedo

¹⁶ Li and Luo

طبق گفته دنیس و سیبیلکوف^۱ (۲۰۱۰) یک شرکت دارای محدودیت مالی، در دسترس بودن وجه نقد یا نقدینگی محدودی دارد که بر پاداش مدیران نیز تأثیر می گذارد. به این دلیل است که باید بخش بزرگی از دارایی های نقدی را حفظ کند، به ویژه زمانی که هزینه بیشتری از محدودیت های مالی داشته باشد (جان^۲، ۱۹۹۳). در تأیید استدلال فوق، آلمیدا و همکاران (۲۰۰۴) اضافه کرد که شرکت های دارای محدودیت مالی باید وجه نقد اضافی را به عنوان محافظی برای سرمایه گذاری آتی نگه دارند، زیرا به دست آوردن تامین مالی خارجی دشوارتر است (چان^۳ و همکاران، ۲۰۱۰)، بنابراین پول نقد برای آنها ارزشمندتر است (دنیس و سیبیلکوف، ۲۰۱۰). دنیس و سیبیلکوف (۲۰۱۰) همچنین اضافه کردند که نگهداری وجه نقد می تواند برای شرکت های دارای محدودیت مالی بالا باشد تا پروژه های ارزش افزایی را دنبال کنند که در غیر این صورت از آنها اجتناب می شد. طبق گفته دوجین^۴ (۲۰۱۰)، شرکت های دارای محدودیت مالی برای تامین مالی پروژه های ارزش خالص فعلی مثبت خود بیشتر به دارایی های نقدی وابسته هستند. در نتیجه، پیش بینی می شود که سطح محدودیت های مالی تجربه شده توسط هر شرکت بر رابطه پرداخت-عملکرد تأثیر بگذارد. بنابراین، مطالعه حاضر با هدف دستیابی به اهداف تحقیقاتی زیر انجام می شود: تأثیر عملکرد شرکت بر پاداش مدیران چیست و حضور سطح محدودیت های مالی که توسط شرکت های مربوطه با آن مواجه است چگونه بر این رابطه تأثیر می گذارد؟

ادبیات پرداخت-عملکرد و عملکرد-پرداخت عمدتاً بر اقتصادهای آنگلو ساکسون متمرکز شده است و تحقیقات بسیار کمی در زمینه بازارهای نوظهور انجام شده است (رایتاها و کومرا^۵، ۲۰۱۶). این پژوهش تکمیل کننده تحقیقات قبلی کوه و همکاران (۲۰۲۲) است. در ایالات متحده. با این حال، به دلیل تفاوت در حاکمیت شرکتی و ساختار مالی شرکت و سیستم های سیاسی، اجتماعی و حقوقی کشورها، همچنین نگرش ها و رویکردهای اخلاقی نسبت به جبران خسارت، نتایج مربوط به ایالات متحده ممکن است به سایر کشورها به طور کلی و در حال توسعه قابل تعمیم نباشد. کشورها به ویژه محیط های سازمانی مختلف می توانند توضیح دهند که چرا رابطه بین جبران عملکرد ممکن است بین ایالات متحده و سایر زمینه ها متفاوت باشد. از این رو، مطالعه این موضوع در زمینه اقتصادهای نوظهور که در آن سیستم حاکمیت شرکتی ضعیف است از اهمیت بالایی برخوردار است زیرا می تواند امکان تعمیم در مورد تأثیر عملکرد بر جبران خسارت را فراهم کند. از این رو، هدف این مقاله پر کردن این شکاف با تمرکز بر بازارهای نوظهور است. در ایران، مطالعات بررسی و تمرکز بر چارچوب پرداخت-عملکرد، به ویژه بر روی مدیران عامل، یک پدیده مداوم است (شیخ و همکاران، ۲۰۱۸). ایران را انتخاب کردیم زیرا این کشور دارای بسیاری از ویژگی های اقتصاد بازار در حال ظهور است، مانند فعالیت کم سرمایه گذار و سیستم های نظارتی و نهادی ضعیف. علاوه بر این، مدیران عامل در ایران قدرتمندتر از هیئت مدیره هستند، زیرا آنها سرپرست خانواده های کنترل کننده هستند یا روابط نزدیکی با سهامداران کنترل دارند (کامران و شاه^۶، ۲۰۱۴). روابط قوی

¹ Denis and Sibilkov

² John

³ Chan

⁴ Duchin

⁵ Raithatha and Komera

⁶ Kamran and Shah

بین مدیر عامل و خانواده وی یا سهامداران کنترل کننده حاکی از سلب مالکیت سهامداران اقلیت است (مشکل نمایندگی نوع دوم). سلب مالکیت سهامداران اقلیت زمانی افزایش می یابد که نهادهای رسمی مانند سیستم حقوقی و حمایت از سرمایه گذار ضعیف باشند. علاوه بر این، شرکت های فعال در ایران با محدودیت مالی مواجه هستند، زیرا بخش مالی تنها ۱۰ درصد نیازهای مالی شرکت ها را برآورده می کند. به گفته حاجیها و محمدی چمخانی (۱۳۹۶)، ۴۰ درصد از شرکت های ایرانی از کمبود منابع مالی خارجی شکایت دارند. شرکت های که دارای محدودیت مالی در ایران نسبت به سایر شرکت ها حساسیت عملکرد کمتری دارند، زیرا آنها بیشتر به کنترل هزینه، به ویژه پاداش اهمیت می دهند. باز هم، تامین مالی خارجی گران است، اما تامین مالی داخلی نیز گران است. در نتیجه، حتی زمانی که یک شرکت دارای محدودیت مالی به موفقیت مالی دست می یابد، ارائه افزایش قابل توجه دستمزد دشوار است. به عبارت دیگر، ارتباط بین پرداخت و عملکرد ضعیف تر است. تحقیقات خود را با بررسی اثر تعدیل کننده محدودیت مالی بر رابطه عملکرد - جبران گسترش می دهیم. با توجه به مطالب ذکر شده مساله اصلی تحقیق حاضر این است که آیا محدودیت های مالی بر رابطه بین پاداش مدیران و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد؟

۳- اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

اهمیت و ضرورت انجام این تحقیق را می توان از چند جنبه بررسی نمود:

در ادبیات، اکثر مطالعات جبران عملکرد بر روی شرکت های سالم انجام شده است. هیچ مطالعه ای وجود ندارد که این رابطه را در زمینه محدودیت های مالی که شرکت با آن مواجه است بررسی کند. کامپلو^۱ و همکاران (۲۰۱۰) یک مطالعه محدودیت های مالی مبتنی بر نظرسنجی از ۱۰۵۰ مدیر عامل در ایالات متحده، اروپا و آسیا انجام داد و کشف کرد که اشتغال، سرمایه گذاری فناوری و هزینه سرمایه شرکت های دارای محدودیت مالی در طول بحران های مالی ۲۰۰۸-۲۰۰۹ کاهش چشمگیری داشته است. علاوه بر این، با توجه به وضعیت محدودیت های مالی، آنها متوجه کاهش قابل توجهی در سود سهام برای حفظ پول نقد شدند و قرار بود دارایی های بیشتری برای تولید پول نقد بیشتر فروخته شود. در حالی که این یافته ها پرداخت های مدیر عامل را مورد توجه قرار نمی دهند، همان استدلال می تواند برای توضیح اثر محدودیت های مالی بر رابطه عملکرد و پاداش استفاده شود.

دنيس و سیبیلکوف (۲۰۱۰) دلایل سطوح مختلف وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت ها را بررسی کردند و کشف کردند که شرکت های محدود سطوح بالاتری از نقدینگی را برای استفاده برای سرمایه گذاری های با ارزش افزوده بزرگ که در غیر این صورت از بین می رفت، نگهداری می کنند. آنها همچنین مشاهده می کنند که دارایی های نقدی برای کسب و کارهایی که از نظر مالی محدود هستند، ارزشمندتر است. این نیز واکنشی به هزینه بالای تامین مالی خارجی است. هدف اولیه احتکار وجه نقد کاهش احتمال شوک های مالی (جان^۲، ۱۹۹۳)، به حداقل رساندن هزینه های مبادله (کینز^۳، ۱۹۳۶)، و اجتناب از منابع تامین مالی خارجی است. طبق گفته دوچین (۲۰۱۰)، شرکت هایی با منابع مالی محدود، حق بیمه بیشتری را

¹ Campello

² John

³ Keynes

به پول نقد به عنوان منبع تامین مالی برای مخارج سرمایه ای می دهند و ذخایر نقدی بالاتر با ارزش گذاری های بالاتر مرتبط است. انتظار می رود شرکت هایی با منابع مالی محدود بیشتر به پول نقد متکی باشند.

در روشی مشابه، لیو و ماور (۲۰۱۱) رابطه بین پاداش مدیران و دارایی های نقدی شرکت را بررسی کردند و یک همبستگی مثبت بین انگیزه های ریسک پذیری مدیرعامل و پول نقد پیدا کردند. طبق یافته های آنها، طلبکاران از شرکت هایی که مدیران عامل آنها انگیزه بالایی برای ریسک پذیری دارند، تقاضای دارایی های نقد بیشتری دارند. به گفته کوه و همکاران (۲۰۲۲)، شرکت هایی که از نظر مالی محدود هستند، جریان نقدی کمتری برای جبران خسارت در دسترس دارند.

تولید ناکافی جریان نقدی توسط یک شرکت می تواند به موقعیت های محدودیت مالی بیشتری منجر شود. با توجه به اینکه پول نقد برای شرکت هایی که از نظر مالی دارای محدودیت هستند ارزش بیشتری دارد، ما پیش بینی می کنیم که آنها هزینه های مختلف مانند پرداخت سود سهام را برای حفظ وجوه نقد کاهش دهند. علاوه بر این، ممکن است منجر به اخراج کارکنان شود و بر پاداش کل شرکت، از جمله پاداش مدیران، تأثیر بگذارد. شرکت های دارای محدودیت مالی حتی در صورت عملکرد مالی قوی قادر به تعدیل پاداش نیستند. در نتیجه، پیش بینی می شود که محدودیت های مالی یک شرکت ممکن است منجر به یک رابطه پرداخت و عملکرد حساس تر شود.

تعیین مقدار پاداش و حقوق مدیریت موضوع پژوهش های گسترده در ادبیات مدیریت راهبردی است (باک^۱، ۲۰۰۳). با این حال بسیاری از شواهد از تحقیقات تجربی در مورد عوامل تعیین کننده هزینه اجرایی در مورد پیوند قوی عملکرد پرداخت پاداش و حقوق مدیریت است. بنابراین، تلاش ها برای جستجوی راه حلی جایگزین در ارتباط با سیاست های مدیرعامل و در زمینه عملکرد و حقوق و مزایا انجام شده است (وو^۲، ۲۰۱۸). بیشتر این فعالیت ها بر اساس چهارچوب تئوری نمایندگی بوده است و بیانگر آن است هدف اصلی شرکت بیشینه سازی ثروت سهامداران است. با این حال، تحقیق (چاگنیو^۳، ۲۰۱۸) بر بیشینه سازی ثروت سهامداران متمرکز شده است که این امر تا حدودی به علت نقش فعالیت شرکتی است. این مقاله نشان داده است که شرکت هایی که بر مسئولیت اجتماعی سرمایه گذاری می کنند، ممکن است فقط ثروت سهامداران را به حداکثر نرسانند. درواقع شرکت هایی که مسئولیت اجتماعی بالایی را اجرا می کنند، مخصوصاً تلاش می نمایند تا سود همه سهامداران را متعادل سازند. این سهامداران شامل سهامداران سرمایه گذار و غیر سرمایه گذار (کارکنان، تهیه کنندگان، مشتریان، جامعه و غیره) می شود (چاگنیو، ۲۰۱۸).

در تئوری مرسوم حاکمیت شرکتی، هدف اصلی یک شرکت را به حداکثر رساندن ثروت سهامداران می داند. بر این اساس، مدیران نیروهای کاری سهامدارانی هستند که مالک شرکت می باشند. مدیران بر عملکرد روزانه شرکت کنترل کامل دارند و تمام تصمیمات سرمایه گذاری و سیاست های مالی، بر عهده آنهاست. از آنجایی که مدیران، مالک شرکت هایی که تحت کنترل آنهاست، نمی باشند، سودهای مدیریتی همواره با سود سهامداران سازگار نیست. تئوری نمایندگی فرض می کند که پیوند پاداش مدیریتی با عملکرد شرکتی یکی از روش های مهم تطبیق سودهای سهامداران و مدیران است انتظار این است که

¹ Buck

² Wua

³ Chaigneau

شرکت‌هایی که راهبری شرکتی مؤثر دارند پاداش مدیران را با عملکرد اجرایی پیوند زنند (کارسلو^۱ و همکاران، ۲۰۱۱). برای نمونه، حسابرسان داخلی تأثیربخشی کنترل‌های داخلی را ارزیابی می‌کنند و همچنین پاداش مدیران را بر اساس عملکردشان ارزیابی خواهند کرد (چالواس^۲، ۲۰۱۱). بدین ترتیب، انتظار این خواهد بود که سهامداران شرکت‌هایی که امتیاز آن‌ها در عملکرد مدیر پایین است، پاداش کمتری برای مدیریت مطالبه کنند. همچنین باید توجه نمود که گوش^۳ (۲۰۰۶) دریافت کرده که پاداش مدیر با عملکرد سال جاری در ارتباط است درحالی که پاداش مدیران تحت تأثیر عملکرد مالی سال قبل هم قرار دارد. از سوی دیگر، داویلا و پنالوا^۴ (۲۰۰۶) استدلال نمودند که ضعف راهبری شرکت با پاداش کمتر برای مدیر و پرداخت‌های نقدی متوالی‌تر در ارتباط است. آن‌ها همچنین نشان داده‌اند که حضور مکانیسم‌های ضعیف‌تر در راهبری شرکت به مدیران اجازه می‌دهد بر تدارک دیدن پاداش‌ها تأثیر مثبت بگذارند.

مدیران ممکن است در اعداد مالی کلیدی دست ببرند تا پاداش خود را افزایش دهند و در همان حال پیش‌بینی‌های تحلیلگران انتظارات سرمایه‌گذاران را برآورده سازند (لاکس^۵، ۲۰۰۹). راهبری شرکت نقش مهمی در پر کردن شکاف بین مدیران و سهامداران ایفا می‌کند (ناصر عبدالله^۶، ۲۰۱۷). این امر هزینه‌های نمایندگی نظیر هزینه‌های نظارت و هزینه‌های قرض دادن را کاهش می‌دهد و منجر به عقد قراردادهای کارآمد و تعیین پاداش‌های مدیر می‌شود (فیتو^۷، ۲۰۱۷). حضور تعداد زیادی از مدیران غیر اجرایی و مستقل در هیئت‌مدیره تضمین می‌کند که مدیران آن دسته از سیاست‌های حسابداری را که پاداششان را به حداکثر می‌رساند اجرا نمی‌کنند، بلکه سیاست‌هایی را اجرا می‌کنند که ثروت سهامداران را به حداکثر می‌رسانند. پیوند حقوق مدیران به عملکرد شرکتی از طریق سهام شرکت، به تطبیق سودهای مدیران و سهامداران کمک می‌کند، اما همچنین مدیران را در معرض ریسک‌های بخصوص بیشتری قرار می‌دهد. این مسئله به خاطر این است که مدیران تمایل چندانی به ریسک کردن ندارند و کمتر انعطاف‌پذیر هستند، چون بیشتر ثروت مالی و منابع انسانی آن‌ها به شرکت‌هایشان وابسته است؛ و سهامداران کاملاً منعطف هستند، چرا که می‌توانند در زمینه‌های مرتبط دیگر سرمایه‌گذاری کنند. در نتیجه ممکن است مدیران، ریسک‌های غیرمتعارفی که سهامداران کاملاً منعطف، تمایل به پذیرش آن‌ها دارند را خطرناک دانسته اما پروژه‌های مثبت ارزش خالص فعلی در حال رشد را ارزشمند بدانند (چاگنیو، ۲۰۱۸).

پژوهش‌های انجام‌شده در حوزه عملکرد، معیارهای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها را به طرق مختلف طبقه‌بندی نموده‌اند. در این مورد، آنچه اهمیت ویژه‌ای دارد، این است که در فرآیند ارزیابی‌ها، مجموعه‌ای از شاخص‌ها باید مبنای کار قرار گیرد. عمده‌ترین طبقه‌بندی‌های موجود را می‌توان با توجه به مفاهیم حسابداری و مفاهیم اقتصادی به دودسته حسابداری و اقتصادی تقسیم نمود. برای ارزیابی معیارهای حسابداری عموماً از شاخص‌های مالی استفاده می‌شود که برخی از شایع‌ترین این معیارها عبارت‌اند از: بازده دارایی‌ها، نسبت قیمت به سود هر سهم، بازده سرمایه‌گذاری‌ها (بازده حقوق صاحبان سهام)، سود، رشد

¹ Carcello

² Chalevas

³ Ghosh

⁴ Davila&Penalva

⁵ Laux

⁶ Nasser Abdallah

⁷ Feito

سود و سود تقسیمی. درحالی که در معیارهای اقتصادی، عملکرد شرکت با توجه به قدرت کسب سود دارایی های موجود سرمایه گذاری بالقوه و با عنایت به نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه ارزیابی می گردد (خوش طینت، ۱۳۹۷). اما از آنجا که معیارهای اقتصادی در حوزه موضوع این مقاله نیست، برای بررسی و ارزیابی عملکرد تنها از برخی از شاخص های مالی و بازده دارایی استفاده خواهد شد.

رشد و توسعه اقتصادی کشور، نیازمند تجهیز منابع سرمایه ای و تخصیص بهینه آن به فعالیت های مولد اقتصادی است و تحقق این امر، نیازمند توسعه بخش مالی اقتصاد و به ویژه، گسترش بازار سرمایه و در رأس آن، بورس اوراق بهادار می باشد. دستیابی به این امر مهم جز با زمینه سازی مناسب برای ترغیب سرمایه گذاران به مشارکت در چنین بازارهایی، میسر نمی گردد. در این راستا، سرمایه گذاران به اطلاعاتی نیاز دارند که بر پایه آن، قادر به ارزیابی ریسک ذاتی و بازده مورد انتظار سرمایه گذاری های انجام شده و تصمیم گیری درباره خرید، نگهداری یا فروش آن باشند. از آنجا که تحقیق حاضر نیز به بررسی تأثیر پاداش مدیران بر عملکرد شرکت با توجه نقش محدودیت های مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد، می تواند منظر جدیدی از مسائل مربوط به سرمایه گذاری و بورس اوراق بهادار را آشکار سازد.

۴- چارچوب نظری فرضیه های تحقیق

پاداش قراردادی است که مشروط به انجام کار است (پری و زمر، ۲۰۰۱). شائو^۱ و همکاران (۲۰۱۲) استدلال کرد که توافق نامه های جبران خسارت می تواند به طور موثر به موضوع نمایندگی بین سرمایه گذاران و مدیران در سازمان رسیدگی کند. بنابراین باید تمرکز بر اقدامات مدیریتی باشد که به نفع مدیران، دریافت حقوق بالا و افزایش ثروت سهامداران باشد. ترتیبات جبران موثر باید به دنبال تئوری قرارداد بهینه به بالاترین سطح عملکرد منجر شود. با توجه به این موضوع، پیش بینی می شود که عملکرد شرکت زمانی افزایش می یابد که منافع مدیران مطابق با منافع سهامداران باشد، در حالی که عملکرد سالم زمانی کاهش می یابد که مدیران مالک علیرغم عملکرد ضعیف در شرکت ها تثبیت شوند. رابطه جبران عملکرد به طور گسترده در ادبیات مطالعه شده است و نتایج متفاوتی پیدا شده است.

دنيس و سيبيلکوف^۲ (۲۰۱۰) دلایل سطوح مختلف وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت ها را بررسی کردند و کشف کردند که شرکت های محدود سطوح بالاتری از نقدینگی را برای استفاده برای سرمایه گذاری های با ارزش افزوده بزرگ که در غیر این صورت از بین می رفت، نگهداری می کنند. آنها همچنین مشاهده می کنند که دارایی های نقدی برای کسب و کارهایی که از نظر مالی محدود هستند، ارزشمندتر است. این نیز واکنشی به هزینه بالای تامین مالی خارجی است. هدف اولیه احتکار وجه نقد کاهش احتمال شوک های مالی (جان^۳، ۱۹۹۳)، به حداقل رساندن هزینه های مبادله (کینز، ۱۹۳۶)، و اجتناب از منابع تامین مالی خارجی است. طبق گفته دوچین^۴ (۲۰۱۰)، شرکت هایی با منابع مالی محدود، حق بیمه بیشتری را

¹ Shao

² Denis and Sibilkov

³ John

⁴ Duchin

به پول نقد به عنوان منبع تامین مالی برای مخارج سرمایه ای می دهند و ذخایر نقدی بالاتر با ارزش گذاری های بالاتر مرتبط است. انتظار می رود شرکت هایی با منابع مالی محدود بیشتر به پول نقد متکی باشند.

در روشی مشابه، لیو و ماور^۱ (۲۰۱۱) رابطه بین پاداش مدیران و دارایی های نقدی شرکت را بررسی کردند و یک همبستگی مثبت بین انگیزه های ریسک پذیری مدیرعامل و پول نقد پیدا کردند. طبق یافته های آنها، طلبکاران از شرکت هایی که مدیران عامل آنها انگیزه بالایی برای ریسک پذیری دارند، تقاضای دارایی های نقد بیشتری دارند. به گفته کوه^۲ و همکاران (۲۰۲۲)، شرکت هایی که از نظر مالی محدود هستند، جریان نقدی کمتری برای جبران خسارت در دسترس دارند.

تولید ناکافی جریان نقدی توسط یک شرکت می تواند به موقعیت های محدودیت مالی بیشتری منجر شود. با توجه به اینکه پول نقد برای شرکت هایی که از نظر مالی دارای محدودیت هستند ارزش بیشتری دارد، ما پیش بینی می کنیم که آنها هزینه های مختلف مانند پرداخت سود سهام را برای حفظ وجوه نقد کاهش دهند. علاوه بر این، ممکن است منجر به اخراج کارکنان شود و بر پاداش کل شرکت، از جمله پاداش مدیران، تأثیر بگذارد. شرکت های دارای محدودیت مالی حتی در صورت عملکرد مالی قوی قادر به تعدیل پاداش نیستند. در نتیجه، پیش بینی می شود که محدودیت مالی یک شرکت ممکن است منجر به یک رابطه پرداخت و عملکرد حساس تر شود.

۵- پیشینه داخلی و خارجی

بهرادفر و ثنایی (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی تأثیر ریسک اعتباری بر رابطه بین پاداش مدیران و عملکرد موسسات مالی پذیرفته شده در بورس تهران پرداختند. نمونه آماری تحقیق مشتمل بر ۱۸۰ سال-شرکت در طی سال های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۹ می باشد که بوسیله روش حذفی سیستماتیک انتخاب شدند. نتایج بررسی فرضیه های تحقیق نشان داد که بین پاداش مدیران و عملکرد مالی، رابطه مثبت و معنادار، بین پاداش مدیران و ریسک اعتباری، رابطه منفی و معنادار وجود دارد. همچنین بین ریسک اعتباری و عملکرد مالی رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

ویسی و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی رابطه مدیریت ریسک، محدودیتها و فشارهای مالی با عملکرد مالی شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. تعداد ۱۰۶ شرکت از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره ۵ ساله از سال ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۵ مورد بررسی قرار گرفته است. نتیجه حاصل از فرضیه ها بیانگر این موضوع است که بین مدیریت ریسک با عملکرد مالی شرکتها ارتباط معناداری وجود ندارد. لیکن بین محدودیت های مالی و مدیریت ریسک با عملکرد مالی شرکتها ارتباط معناداری و متقابلی وجود دارد.

غلامی و عزیزی کراچی (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر محدودیت مالی بر رابطه بین مالکیت دولتی و عملکرد شرکت پرداختند. قلمرو زمانی این پژوهش سال های بین ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ بوده است. سپس محاسبات و پردازش های لازم بر روی داده های اولیه انجام شد. نتایج تحقیق نشان داد که بین نتایج تحقیق بیانگر وجود رابطه مثبت و معنادار بین مالکیت دولتی و عملکرد شرکت و رابطه منفی و معنادار بین محدودیت مالی و عملکرد شرکت می باشد و همچنین نتایج این تحقیق نشان داد محدودیت مالی بر رابطه بین مالکیت دولتی و عملکرد شرکت تأثیر منفی معناداری دارد.

¹ Liu and Mauer

² Kweh

مومنی و محمدی (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر گزارش عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت: با در نظر گرفتن نقش تعدیل کننده پاداش مدیران نسبت به بازده سهامداران در شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. 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 ۱۳۹۸ می باشد. یافته های و نتایج پژوهش: در خصوص فرضیه نخست نتایج نشان داد که مقدار آماره، F برابر $20,781$ Prob محاسبه شده برای آماره F مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می باشد. معناداری آماره F نشان دهنده معناداری کل مدل است. ضریب متغیر قدرت مدیرعامل برابر $0,171-$ و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش $0,003$ که کمتر از پنج درصد است، معنی دار می باشد؛ که نشان می دهد بین قدرت مدیر عامل و افشای مسئولیت اجتماعی شرکت ارتباط منفی وجود دارد. در خصوص فرضیه نخست دوم نیز نتایج نشان داد که مقدار آماره، F برابر $19,988$ Prob محاسبه شده برای آماره F مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می باشد. معناداری آماره F نشان دهنده معناداری کل مدل است. ضریب متغیر قدرت مدیرعامل* پاداش برابر $0,131-$ و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش $0,013$ که کمتر از پنج درصد است، معنی دار می باشد که نشان می دهد قدرت مدیرعامل و افشای مسئولیت اجتماعی شرکت از طریق ارتباط پاداش مدیران با بازده کل سهامداران تعدیل می شود.

فاروق و همکاران (۲۰۲۳) در پژوهشی به بررسی محدودیت های مالی رابطه بین پاداش مدیران و عملکرد شرکت را تعدیل می کند: شواهد بازار در حال ظهور پرداختند. هدف مطالعه حاضر بررسی تأثیر عملکرد شرکت بر پاداش مدیر اجرایی (CEO) در زمینه یک بازار در حال ظهور، یعنی پاکستان است. علاوه بر این، اثر تعاملی محدودیت های مالی در رابطه پرداخت-عملکرد بررسی می شود. یافته ها نشان می دهد که عملکرد شرکت در تمام معیارهای سودآوری به جز Tobin Q تأثیر مثبت معناداری بر پاداش مدیران دارد. محدودیت های مالی بیشتر تأثیر منفی معناداری بر پاداش مدیران دارد. متغیرهای تعاملی FC با تمام معیارهای سودآوری تأثیر منفی قابل توجهی بر پاداش مدیران دارند

علی^۱ و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی به بررسی ویژگی های مدیر عامل، تصمیمات سرمایه گذاری و عملکرد شرکت: بینش های جدید از نظریه سطوح بالا پرداختند. این مطالعه به بررسی نقش یک مدیر عامل در افزایش عملکرد یک شرکت از طریق تأثیر واسطه ای تصمیمات سرمایه گذاری در اقتصاد نوظهور پاکستان می پردازد. به طور مشخص، روش رگرسیون پانل اثرات ثابت برای بررسی پیوند مذکور از شرکت های غیرمالی فهرست شده در بورس اوراق بهادار پاکستان استفاده می شود. به طور تجربی کشف شده است که ویژگی های مدیرعامل، یعنی سن، دوره تصدی، مالکیت، تحصیلات مالی و تجربه شغلی به طور مثبت با عملکرد شرکت به طور کلی و تصمیمات سرمایه گذاری به طور خاص مرتبط هستند. دوم، تصمیمات سرمایه گذاری تا حدی و به طور قابل توجهی میانجی بین ویژگی های مدیرعامل و عملکرد شرکت است، با استثنائات کمی که پیامدهای نظری نظریه رده های بالا را در زمینه اقتصاد نوظهور تأیید می کند.

بویان^۲ و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی به بررسی پاداش مدیران و عملکرد شرکت در صنعت بیمه پرداختند. ما رابطه بین پاداش مدیر اجرایی (CEO) و عملکرد مالی یک شرکت در صنعت بیمه را بررسی می کنیم تا سیاست های پرداخت

¹ Ali

² Bhuyan

مدیرعامل را که در پیشبرد اهداف خاص شرکت مالی مؤثرتر است، تعیین کنیم. مشاهده می‌کنیم که صنعت بیمه پس از بحران تغییرات عمده‌ای را در بسته‌های جبرانی مدیران تجربه کرد. در حالی که غرامت مدیران عامل اساساً بر اساس پاداش‌های قبل از بحران بود، میانگین اندازه پاداش به یک سوم سطح کاهش یافت، جوایز سهام و مشوق‌های غیر سهامی دو برابر شد و جوایز اختیار معامله تقریباً ۷۰ درصد در دوره پس از بحران افزایش یافت. همچنین مشهود است که تجربه کاری مدیران عامل و عملکرد مالی شرکت نقش بسزایی در تعیین پاداش مدیران دارد. با تجربه بیشتر مدیر عامل، جوایز سهام و جوایز اختیار جایگزین پاداش نقدی می‌شوند.

فاروق^۱ و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی به بررسی ساختار مالکیت و محدودیت‌های مالی - شواهدی از یک بازار در حال ظهور پرداختند. هدف این تحقیق بررسی تأثیر پروکسی‌های حاکمیت شرکتی توسط ساختار مالکیت بر محدودیت‌های مالی برای نمونه ای از ۲۱۵ شرکت غیرمالی بورس اوراق بهادار پاکستان (PSX) بین سال‌های ۲۰۱۰ و ۲۰۱۸ است. بر اساس نتایج سیستم GMM، مشخص شد که ساختار مالکیت شرکت تأثیر قابل‌توجهی بر احتمال محدودیت‌های مالی دارد. در مورد پاکستان، نتایج نشان می‌دهد که مالکیت نهادی، مالکیت خارجی و حضور دارنده بلوک در ساختار مالکیت تأثیر منفی قابل‌توجهی بر محدودیت‌های مالی دارد، در حالی که مالکیت خانواده و تمرکز مالکیت تأثیر مثبت معناداری دارند. این یافته زمانی درست باقی می‌ماند که محدودیت‌های مالی با استفاده از شاخص WW اندازه‌گیری شود.

۶- فرضیه‌های پژوهش

۱- پاداش مدیران بر عملکرد شرکت تأثیر معناداری دارد.

محدودیت‌های مالی بر رابطه بین پاداش مدیران و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد

۷- روش پژوهش، جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

در این پژوهش برای اینکه نمونه یک نماینده مناسب از جامعه آماری مورد نظر باشد، برای انتخاب نمونه از روش غربالگری (حذفی) استفاده شده است.

نمونه آماری شرکت‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران که از شرایط زیر برخوردار باشند: پیش فرض‌ها به ترتیب اعمال شدند بدین صورت که هر شرکتی که در پیش فرض اول قرار گرفته است برای شمارش پیش فرض‌های بعدی لحاظ نگردیده است. در این تحقیق بعد از اعمال پیش فرض‌ها، ۱۳۰ شرکت باقی ماندند.

۸- نحوه سنجش متغیرها

جدول (۱) تعریف متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری

نوع متغیر	نام متغیر	معیار اندازه‌گیری	نحوه اندازه‌گیری
وابسته	ارزش شرکت	TobinQ	ارزش کل بازار تقسیم بر کل دارایی‌ها

¹ Farooq

نوع متغیر	نام متغیر	معیار اندازه گیری	نحوه اندازه گیری
مستقل	پاداش مدیران	BOUND	لگاریتم طبیعی (حقوق و پاداش + امتیازات + گزینه سهام) پرداختی به مدیرعامل شرکت
تعديلگر	محدودیت های مالی	FC	$KZ = -1.002 * \left(\frac{Cash Flow_{i,t}}{Total Assets_{i,t}} \right) + 0.283 * \frac{M_{i,t}}{B_{i,t}} + 3.139 * \left(\frac{Debt_{i,t}}{Total Capital_{i,t}} \right) - 39.368 * \left(\frac{Div_{i,t}}{Total Assets_{i,t}} \right) - 1.315 * \left(\frac{Cash Holding_{i,t}}{Total Assets_{i,t}} \right)$ ارائه شده است و به صورت زیر قابل محاسبه است.
کنترلی	اندازه هیئت مدیره	BSIZE	برابر تعداد اعضای هیئت مدیره
	دوگانگی مدیرعامل	Duality	متغیر مجازی است اگر مدیرعامل همزمان عضو هیئت مدیره باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر
	اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم طبیعی کل دارایی ها
	اهرم مالی	LEV	نسبت کل بدهی به کل دارایی ها
	سن شرکت	AGE	لگاریتم سن شرکت در بورس اوراق بهادار تهران

۹- یافته های پژوهش

آمار توصیفی

جدول (۲) شاخص های توصیف کننده متغیرهای پژوهش، شاخص های مرکزی، شاخص های پراکندگی و شاخص های شکل توزیع (آماري)

پنل الف - متغیرهای پیوسته								
نام متغیر	نماد	تعداد مشاهدات	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی
عملکرد شرکت	Q-Tobin	۹۱۰	۲,۲۱۱۹	۱,۷۲۲۶	۱۶,۶۸۹۱	۰,۶۹۷۸	۱,۵۲۹۴	۳,۵۸۶۱
پاداش مدیران	BOUND	۹۱۰	۴,۹۳۲۸	۶,۲۶۶۲	۱۰,۹۸۴۵	۰,۰۰۰۰	۳,۳۱۰۴	-۰,۶۲۴۶
محدودیت مالی	FC	۹۱۰	۰,۴۹۴۵	۰,۰۰۰۰	۱,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۵۰۰۲	۰,۰۲۲۰
اندازه هیئت مدیره	BSIZE	۹۱۰	۵,۰۲۰۹	۵,۰۰۰۰	۷,۰۰۰۰	۴,۰۰۰۰	۰,۲۴۰۶	۱,۹۳۴۰
دوگانگی مدیرعامل	Duality	۹۱۰	۰,۵۰۴۴	۱,۰۰۰۰	۱,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۵۰۰۳	-۰,۰۱۷۶
اندازه شرکت	SIZE	۹۱۰	۱۴,۳۴۷۸	۱۴,۱۵۵۵	۱۹,۷۷۳۹	۱۰,۵۳۳۰	۱,۴۵۷۹	۰,۹۲۷۶
اهرم مالی	LEV	۹۱۰	۰,۵۷۴۸	۰,۵۸۸۴	۱,۵۶۵۶	۰,۰۱۲۷	۰,۲۲۴۳	-۰,۰۱۲۸

سن شرکت	AGE	۹۱۰	۳,۶۶۱۴	۳,۷۶۱۲	۴,۲۰۴۷	۲,۶۳۹۱	۰,۳۴۲۴	۰,۸۱۲۹	۲,۷۳۵۳
پنل ب- متغیرهای دو ارزشی									
نام متغیر	نماد	نوع طبقه	فراوانی	درصد فراوانی					
دوگانگی	Duality	۱	۴۵۹	٪۵۰/۴					
مدیرعامل		۰	۴۵۱	٪۴۹/۶					
محدودیت مالی	FC	۱	۴۵۰	٪۴۹/۵					
		۰	۴۶۰	٪۵۰/۵					

در جدول (۲)، برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، میانه، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی ارائه شده است. در این میان، پارامترهای مرکزی، دسته‌ای از پارامترهای توصیف کننده‌ی یک توزیع آماری هستند که ویژگی داده‌ها را نسبت به مرکز توزیع بیان می‌کنند. میانگین به عنوان نقطه تعادل و مرکز ثقل یک توزیع آماری، یکی از شاخص‌های مرکزی مناسب برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. در جدول (۲) تعداد مشاهدات مربوط به شرکت‌های مورد مطالعه ۹۱۰ (۱۳۰ شرکت در ۷ سال) است. همچنین مشاهده می‌شود که میانگین و انحراف معیار متغیرهای، عملکرد شرکت $1/529 \pm 2/212$ ، پاداش مدیران $3/310 \pm 4/933$ ، محدودیت مالی $0/500 \pm 0/494$ ، اندازه هیئت مدیره $241 \pm 5/21$ ، دوگانگی مدیرعامل $0/500 \pm 0/504$ ، اندازه شرکت $1/458 \pm 14/348$ ، سن شرکت $342 \pm 3/661$ و اهرم مالی $0/588 \pm 0/575$ است.

پایایی متغیرها

جدول (۳) نتایج آزمون مانایی برای متغیرهای مدل‌ها

متغیر	آماره آزمون	مقدار *p	نتیجه
عملکرد شرکت	-۲۱/۵۵۲	۰/۰۰۰	پایا
پاداش مدیران	-۱۳/۰۷۴	۰/۰۰۰	پایا
محدودیت‌های مالی	-۴/۴۶۱	۰/۰۰۰	پایا
اندازه هیئت مدیره	-۲/۲۰۵	۰/۰۱۴	پایا
دوگانگی مدیرعامل	-۶/۰۲۰	۰/۰۰۰	پایا
اندازه شرکت	-۱۷/۶۶۹	۰/۰۰۰	پایا
اهرم مالی	-۲۴۵/۵۲۰	۰/۰۰۰	پایا
سن شرکت	-۷۶/۶۱۱	۰/۰۰۰	پایا

* p-value (prob)

قبل از تفسیر نتایج جدول (۳) ذکر این نکته قابل توجه است که در آزمون ریشه واحد، فرض صفر بیانگر نامانایی متغیرها است. در این صورت چنانچه مقدار p کمتر از سطح معناداری $0/05$ باشد فرض صفر رد خواهد شد. به این ترتیب نتایج حاصل از آزمون مانایی برای داده های ترکیبی (پانل) در جدول (۳) نشان از مانا بودن تمام متغیرهای مورد مطالعه است.

تحلیل داده ها

عدم وجود خودهمبستگی جمله خطا (باقیمانده ها)

جدول (۴) آزمون همبستگی سریالی LM

نام متغیر	نوع آماره	احتمال آماره	سطح معناداری
مدل اول	$F(2,901)$	۱۷/۹۳۵	۰/۰۰۰
مدل دوم	$F(2,899)$	۱۶/۹۹۷	۰/۰۰۰

با توجه به جدول (۴) مشاهده می شود دو مدل پژوهش مشکل وجود همبستگی جمله خطا وجود دارد.

ثابت بودن واریانس جمله خطا (باقیمانده ها)

جدول (۵) آزمون بروش-پاگان-گودفری

نام متغیر	نوع آماره	احتمال آماره	سطح معناداری
مدل اول	$F(6,903)$	۵/۷۸۱	۰/۰۰۰
مدل دوم	$F(8,901)$	۴/۷۰۵	۰/۰۰۰

در این آزمون فرض بر ناهمسانی واریانس باقیمانده ها است که با توجه به جدول فوق و معنادار بودن مدل ها پژوهش، فرضیه ما مبنی بر وجود همسانی واریانس در مدل های پژوهش پذیرفته نمی شود، الگوها دارای ناهمسانی واریانس می باشد و نمی توان از رگرسیون خطی استفاده نمود و نیاز به استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) است.

عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی

هم خطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل است. در صورت وجود هم خطی، ضرایب برآوردی الگو دارای خطای معیار بالایی خواهد بود و در نتیجه این مسأله باعث می شود که تعداد متغیرهای معنی دار در معادله کاهش یابد. در این معادله برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی است. نتایج حاصل از این آزمون نشان می دهد؛ که میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل و کنترلی در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد.

جدول (۶) نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی در مدل اول پژوهش

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
ضریب ثابت	C	NA	NA
پاداش مدیران	BOUND	۰,۹۹۶۱۵۵۲۶	۱,۰۰۳۸۵۹۵۸
اندازه هیئت مدیره	BSIZE	۰,۹۹۷۲۴۰۹۸	۱,۰۰۲۷۶۶۶۵
دوگانگی مدیرعامل	Duality	۰,۹۹۶۹۶۰۲۸	۱,۰۰۳۰۴۸۹۸
اندازه شرکت	SIZE	۰,۹۹۵۶۵۵۲۲	۱,۰۰۴۳۶۳۷۴
اهرم مالی	LEV	۰,۹۹۵۹۴۹۲۰	۱,۰۰۴۰۶۷۲۸
سن شرکت	AGE	۰,۹۹۷۸۰۶۷۶	۱,۰۰۲۱۹۸۰۶

جدول (۷) نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی در مدل دوم پژوهش

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
ضریب ثابت	C	NA	NA
پاداش مدیران	BOUND	۰,۴۹۱۱۸۴۹۰	۲,۰۳۵۸۹۳۱۹
محدودیت های مالی	FC	۰,۲۸۵۴۷۵۰۰	۳,۵۰۲۹۳۳۷۱
پاداش مدیران * محدودیت های مالی	BOUND * FC	۰,۲۴۴۷۱۴۵۳	۴,۰۸۶۳۹۴۱۱
اندازه هیئت مدیره	BSIZE	۰,۹۹۶۰۲۲۱۸	۱,۰۰۳۹۹۳۷۱
دوگانگی مدیرعامل	Duality	۰,۹۹۵۴۴۵۸۵	۱,۰۰۴۵۷۴۹۹
اندازه شرکت	SIZE	۰,۹۷۰۷۷۵۹۶	۱,۰۳۰۱۰۳۷۹
اهرم مالی	LEV	۰,۸۳۳۶۹۴۲۹	۱,۱۹۹۴۸۰۴۵
سن شرکت	AGE	۰,۹۹۱۴۴۱۱۵	۱,۰۰۸۶۳۲۷۳

۸- تحلیل یافته ها

آزمون تشخیص مدل (آزمون چاو)

جدول (۸) نتایج آزمون F لیمر برای مدل ها

نتیجه	مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون	
استفاده از داده های تابلویی	۰/۰۰۰	(۱۲۹,۷۷۴)	۲/۶۹۱	مدل اول
استفاده از داده های تابلویی	۰/۰۰۰	(۱۲۹,۷۷۲)	۲/۶۷۸	مدل دوم

همان گونه که در جدول (۸) مشاهده می شود فرض صفر مبنی بر برابری همه اثرات خاص شرکت ها در مورد مدل ها رد می شود ($p < 0/05$). این بدان معنی است که نمی توان مدل ها را با روی هم ریختن داده های مربوط به شرکت های مورد مطالعه و به روش Pooling تخمین زد بلکه باید از روش داده های پانل استفاده کرد. به عبارتی کارآمدی برآورد مدل ها با استفاده از داده های پانل برای ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مشخص می شود.

آزمون تشخیص نوع مدل (آزمون هاسمن)

جدول (۹) نتایج آزمون هاسمن برای مدل ها

نتیجه	مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون	
مدل اول	۰/۰۰۰	۶	۱۰۹/۰۹۹	استفاده از مدل اثرات ثابت
مدل دوم	۰/۰۰۰	۸	۱۱۰/۶۶۹	استفاده از مدل اثرات ثابت

همان گونه که در جدول (۹) مشاهده می شود فرض صفر کاراتر بودن مدل اثرات تصادفی برای شرکت های مورد مطالعه رد می شود ($p < 0/05$). به عبارتی نتایج بیانگر تائید اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی است بنابراین مدل ها برای ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باید به صورت اثرات ثابت تخمین زده شود.

نتایج فرضیات پژوهش

جدول (۱۰) نتایج بررسی ضرایب جزئی با روش ثابت با توجه به ناهمسانی مدل

متغیر وابسته: عملکرد شرکت، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۰، تعداد ترکیب موزون: ۹۱۰					
$Q - Tobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 BOUND_{it} + \beta_2 BSIZE_{it} + \beta_3 Duality_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	احتمال	نتیجه
ضریب ثابت	C	-۰,۰۴۴۷	-۳,۶۸۳۹	۰,۰۰۰۲	معنادار
پاداش مدیران	BOUND	۰,۲۰۰۶	۲,۰۸۸۷	۰,۰۳۷۱	معنادار
اندازه هیئت مدیره	BSIZE	۰,۱۸۶۹	۲,۸۲۷۶	۰,۰۰۴۸	معنادار
دوگانگی مدیرعامل	Duality	-۰,۱۱۷۱	-۳,۲۹۲۹	۰,۰۰۱۰	معنادار
اندازه شرکت	SIZE	۰,۱۸۳۴	۲,۱۹۵۹	۰,۰۲۸۴	معنادار
اهرم مالی	LEV	-۰,۰۹۰۲	-۲,۱۳۱۲	۰,۰۳۳۴	معنادار
سن شرکت	AGE	۰,۸۲۷۴	۱۶,۶۵۰۲	۰,۰۰۰۰	معنادار
وقفه مدل	AR(1)	۰,۵۲۷۰	۱۰,۵۰۰۰	۰,۰۰۰۰	معنادار
آماره دوربین-واتسون	۱/۹۵۳			۰/۰۰۰	
آماره F	۸/۴۸۱				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۶۶				
ضریب تعیین	۰/۶۴۲				

منبع: یافته های پژوهشگر

آزمون t: با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیونی پاداش مدیران می توان نتیجه گرفت پاداش مدیران با عملکرد شرکت، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد ($p < 0/05$). فرضیه اول مورد تأیید می باشد.

نتایج نشان می دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ مقادیر t برای تمام متغیرها در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد یعنی متغیرها در مدل معنی دار هستند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می دهد که اندازه هیئت مدیره، اندازه شرکت و سن شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت دارند. همچنین نتایج نشان می دهد که دوگانگی مدیرعامل و اهرم مالی تأثیر منفی و معناداری بر عملکرد شرکت دارد.

مدل دوم پژوهش

جدول (۱۱) نتایج بررسی ضرایب جزئی (مدل دوم) با روش تصادفی با توجه به ناهمسانی مدل

متغیر وابسته: عملکرد شرکت، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۰، تعداد ترکیب موزون: ۹۱۰					
$Q - Tobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 BOUND_{it} + \beta_2 FC_{it} + \beta_3 BOUND_{it} * FC_{it} + \beta_4 BSIZE_{it} + \beta_5 Duality_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	احتمال	نتیجه
ضریب ثابت	C	-۰,۶۸۳۶	-۳,۰۹۴۸	۰,۰۰۲۰	معنادار
پاداش مدیران	BOUND	۰,۰۶۰۲	۴,۱۵۲۰	۰,۰۰۰۰	معنادار
محدودیت های مالی	FC	-۰,۶۴۰۵	-۶,۰۸۵۰	۰,۰۰۰۰	معنادار
پاداش مدیران * محدودیت های مالی	BOUND * FC	-۰,۰۷۳۶	-۴,۵۴۱۶	۰,۰۰۰۰	معنادار
اندازه هیئت مدیره	BSIZE	۰,۱۷۸۴	۲,۷۹۲۳	۰,۰۰۵۴	معنادار
دوگانگی مدیرعامل	Duality	-۰,۱۲۲۸	-۳,۴۶۷۵	۰,۰۰۰۶	معنادار
اندازه شرکت	SIZE	۰,۱۷۴۹	۳,۰۲۹۹	۰,۰۰۲۵	معنادار
اهرم مالی	LEV	-۰,۰۸۹۵	-۵,۸۴۵۳	۰,۰۰۰۰	معنادار
سن شرکت	AGE	۰,۷۳۷۷	۶,۸۳۴۰	۰,۰۰۰۰	معنادار
وقفه مدل	AR(1)	۰,۵۱۶۴	۱۰,۲۰۵۵	۰,۰۰۰۰	
آماره دوربین-واتسون	۱/۹۷۱			۰/۰۰۰	
آماره F	۸/۸۰۴				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۸۰				
ضریب تعیین	۰/۶۵۵				

منبع: یافته های پژوهشگر

بررسی اعتبار و قدرت الگو:

آزمون t: با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیونی پاداش مدیران می توان نتیجه گرفت پاداش مدیران با عملکرد شرکت، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد ($p < 0/05$). با توجه به مقدار منفی ضریب رگرسیونی محدودیت های مالی مدیرعامل می توان نتیجه محدودیت های مالی مدیرعامل با عملکرد شرکت، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد ($p > 0/05$). نتایج جدول (۱۱) نشان می دهد که ضریب متغیر پاداش مدیران بر عملکرد شرکت با توجه به متغیر تعدیل کننده محدودیت های مالی مدیرعامل برای شرکت های مورد مطالعه معنادار است ($p < 0/05$). بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و با توجه به مقدار منفی ضریب رگرسیون پاداش مدیران * محدودیت های مالی مدیرعامل می توان نتیجه گرفت که پاداش مدیران با عملکرد شرکت با توجه به متغیر تعدیل کننده محدودیت های مالی مدیرعامل در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد. بنابراین فرضیه دوم مورد تایید می باشد.

نتایج نشان می دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ مقادیر t برای تمام متغیرها در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد یعنی متغیرها در مدل معنی دار هستند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می دهد که اندازه هیئت مدیره، اندازه شرکت و سن شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت دارند. همچنین نتایج نشان می دهد که دوگانگی مدیرعامل و اهرم مالی تأثیر منفی و معناداری بر عملکرد شرکت دارد.

۹- نتیجه گیری

در رابطه با فرضیه اول: پاداش مدیران بر عملکرد شرکت تأثیر معناداری دارد.

نتایج پژوهش همراستا با بهرادر و ثنایی (۱۴۰۱)، احمدپور و جوان (۱۳۹۴)، عباسی و همکاران (۱۳۹۴)، فاروق و همکاران (۲۰۲۳)، بویان و همکاران (۲۰۲۲) و کوه و همکاران (۲۰۲۲) است.

پاداش باعث حفظ و افزایش رضایت مندی کارکنان و خانواده هشان خواهد شد و همواره پاداش به صورت نقدی نیست. بلکه به صورت ارائه خدمات نیز می باشد. روند تحقیقات انجام شده نشان می دهد که دامنه این گونه تحقیقات روز به روز وسیعتر شده و پژوهشگران هر کدام به روشی سعی نموده اند آن را گسترش داده و با وارد کردن متغیرهای مستقل و وابسته مختلف، استفاده از روشهای تحقیق متفاوت و برخی از معیارهای دیگر از قبیل نوع صنعت زوایای گوناگون روابط بین مدیران و کارفرمایان را آشکار نمایند. در اکثر این بررسیها از یک معیار بر مبنای بازار (معمولاً بازده سهام) و یک معیار بر مبنای حسابداری (اغلب کیوتوبین) بعنوان متغیر مستقل استفاده شده است نتایج این تحقیقات اکثر نشان دهنده وجود رابطه بین پاداش مدیران و معیارهای عملکرد می باشد و نشان دهنده این است که در آن کشورها به اندازه گیری عملکرد مدیران و انگیزش آنان توجه بسیار می شود.

در رابطه با فرضیه دوم: محدودیت های مالی بر رابطه بین پاداش مدیران و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

نتایج پژوهش همراه با غلامی و عزیزی کراچی (۱۴۰۰)، شمس و همکاران (۱۳۹۷)، خاتمی و مسعودیان (۱۳۹۸)، صالحی نژاد (۱۳۹۵)، بویان و همکاران (۲۰۲۲) و کوه و همکاران (۲۰۲۲) است.

در ادبیات، اکثر مطالعات جبران عملکرد بر روی شرکت های سالم انجام شده است. هیچ مطالعه ای وجود ندارد که این رابطه را در زمینه محدودیت مالی که شرکت با آن مواجه است بررسی کند. کامپلو^۱ و همکاران (۲۰۱۰) یک مطالعه محدودیت مالی مبتنی بر نظرسنجی از ۱۰۵۰ مدیر عامل در ایالات متحده، اروپا و آسیا انجام داد و کشف کرد که اشتغال، سرمایه گذاری فناوری و هزینه سرمایه شرکت های دارای محدودیت مالی در طول بحران های مالی ۲۰۰۸-۲۰۰۹ کاهش چشم گیری داشته است. علاوه بر این، با توجه به وضعیت محدودیت مالی، آنها متوجه کاهش قابل توجهی در سود سهام برای حفظ پول نقد شدند و قرار بود دارایی های بیشتری برای تولید پول نقد بیشتر فروخته شود. در حالی که این یافته ها پرداخت های مدیر عامل را مورد توجه قرار نمی دهند، همان استدلال می تواند برای توضیح اثر محدودیت مالی بر رابطه عملکرد و پاداش استفاده شود.

تولید ناکافی جریان نقدی توسط یک شرکت می تواند به موقعیت های محدودیت مالی بیشتری منجر شود. با توجه به اینکه پول نقد برای شرکت هایی که از نظر مالی دارای محدودیت هستند ارزش بیشتری دارد، ما پیش بینی می کنیم که آنها هزینه های مختلف مانند پرداخت سود سهام را برای حفظ وجوه نقد کاهش دهند. علاوه بر این، ممکن است منجر به اخراج کارکنان شود و بر پاداش کل شرکت، از جمله پاداش مدیران، تأثیر بگذارد. شرکت های دارای محدودیت مالی حتی در صورت عملکرد شرکت قوی قادر به تعدیل پاداش نیستند. در نتیجه، پیش بینی می شود که محدودیت مالی یک شرکت ممکن است منجر به یک رابطه پرداخت و عملکرد حساس تر شود. به این معنا که شرکت های دارای محدودیت مالی که عملکرد شرکت خوبی دارند، پاداش مدیران خود را با نرخ کمتری نسبت به هم تایان خود افزایش می دهند، زیرا شرکت های دارای محدودیت مالی تمایل دارند برای صرفه جویی در هزینه ها و محافظت از سیاست های سرمایه گذاری، نقدینگی و اهرم آتی، پول نقد ذخیره کنند. با این حال، تأثیر منفی محدودیت های مالی بر حساسیت پرداخت-عملکرد مثبت در نمونه پاداش بیشتر است. به این معنا که شرکت های دارای محدودیت مالی، افزایش پاداش را کنترل می کنند تا هزینه ها را کنترل کنند، حتی زمانی که عملکرد شرکتشان بهبود می یابد.

پیشنهادهای کاربردی به شرح زیر است:

- به سهامداران نیز پیشنهاد می گردد برای افزایش ارزش شرکت (نسبت Q توبین) که در نهایت افزایش ثروت آنها را به همراه دارد از سایر راهکارهای انگیزشی استفاده نمایند.
- بر اساس نتایج حاصل از فرضیه های تحقیق به شرکت های پذیرفته شده در بورس پیشنهاد می گردد که با تصویب طرح های پاداش بهینه در مدیران انگیزه ایجاد نمایند که عملکرد شرکت بهبود و در نتیجه آن، ارزش شرکت (نسبت Q توبین) افزایش یابد و تمامی شرکت ها برای ایجاد رویه، در جلسات مجامع عمومی، پاداش پرداختی به مدیران را تصویب نمایند و با شفافیت بیشتر و هماهنگی با سایر شرکت ها پاداش را افشا نمایند.

¹ Campello

- با توجه به رد شدن نقش تعدیلگری اندازه شرکت به سرمایه گذاران واحدهای تجاری پیشنهاد میگردد نسبت به عدم در نظر گرفتن رابطه متقابل اندازه شرکت و تجربه خارجی مدیران در پاداش مدیران دقت لازم را مبذول داشته باشند.
- به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود که تمامی شرکتها را تشویق به استفاده از تجربه خارجی مدیران کند.
- پیشنهاد می شود تا حد امکان شرکت ها، پاداش های مدیرعامل را بازده سهامداران مرتبط و متصل نمایند. این امر علاوه بر تحمیل افشای مسئولیت اجتماعی بیشتر موجب نظارت و کنترل دقیق تر بر مدیران عامل خواهد شد.
- محافظه کاری در شرایطی که احتمال وقوع مشکلات پرداخت های پاداش اضافی بیشتر است، می تواند به عنوان یک عامل بازدارنده عمل کند. همچنین، متغیرهای مکانیزم حاکمیت شرکتی بر کیفیت رابطه بین پاداش مدیران و عملکرد شرکت می افزایند. نتایج نشان می دهد که اتخاذ سطح مطلوبی از حاکمیت شرکتی می تواند رابطه بهتری میان عملکرد شرکت و پاداش پرداختی به مدیران ایجاد کند.

منابع

۱. احمدپور، احمد، و جوان، سعید. (۱۳۹۴). بررسی ساختار مالکیت و رابطه میان پاداش هیات مدیره و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی، ۷(۲)، ۳۱-۱۷. SID. <https://sid.ir/paper/155107/fa>
۲. امامی مریم السادات، فرید داریوش، (۱۳۹۵) « سرمایه در گردش، عملکرد شرکت و محدودیتهای مالی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران». پژوهشهای حسابداری مالی، دوره ۸، شماره ۱۴، صص ۱۶-۱.
۳. بادآورنهدی یونس، درخورسعید، (۱۳۹۲)، « بررسی رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و خالص سرمایهگذاری»، پژوهشهای تجربی حسابداری، دوره ۲، شماره ۸، صص ۱۸۹-۱۶۷.
۴. بهرادفر، علیرضا و نثاری، سامان، ۱۴۰۱، بررسی تاثیر ریسک اعتباری بر رابطه بین پاداش مدیران و عملکرد موسسات مالی پذیرفته شده در بورس تهران، ششمین کنفرانس بین المللی و ملی مطالعات مدیریت، حسابداری و حقوق، تهران، <https://civilica.com/doc/1480712>
۵. حاجیها، زهره، محمدی چم خانی، زهره. (۱۳۹۶). حساسیت منابع خارجی به جریان وجه نقد در شرایط محدودیت های مالی داخلی و خارجی در شرکت های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران. نشریه مدیریت دارایی و تامین مالی، ۵(۲)، 37-50. doi: 10.22108/amf.2017.21572
۶. خاتمی، زینت، و مسعودیان، سیدمحمدرضا. (۱۳۹۸). تأثیر ارتباط اجتناب مالیاتی بر رابطه محدودیت مالی با عملکرد شرکت ها. شباک، ۵(۹) (پیاپی ۴۸)، ۸۷-۱۰۰. SID. <https://sid.ir/paper/522572/fa>
۷. خوش طینت، محسن و زمانیان فر، لیلا و دهقان نیری، محمود، ۱۳۹۷، ارتباط بین شاخص های مالی و تغییر مدیر عامل، <https://civilica.com/doc/1583585>

۸. سجادی، حسین و محمد صادق زارع زاده مهریزی. (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین طرح های پاداش مدیران و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره چهارم، صص ۴۱-۵۴.
 ۹. شمسی، حسین و عالی پور، سیروس و تختایی، نصراله، ۱۳۹۷، بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش، محدودیت های تامین مالی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس ملی چشم اندازهای نوین در حسابداری، مدیریت و کارآفرینی، کرج، <https://civilica.com/doc/867155>
 ۱۰. صالحی نژاد، ستار، ۱۳۹۵، بررسی تاثیر نسبت مخارج تحقیق و توسعه، محدودیت های مالی، نوسانات فروش دارایی ها، جریان های نقدی استاندارد شده و نسبت سرمایه گذاری مشهود بر عملکرد مالی شرکت ها، سومین کنفرانس بین المللی حسابداری، اقتصاد و مدیریت مالی، تهران، <https://civilica.com/doc/561025>
 ۱۱. عباسی، ندا و فانی، نیر و خدایی، رضا، ۱۳۹۴، ارتباط مدیریت سود با پاداش مدیران و عملکرد شرکتها، کنفرانس بین المللی مدیریت و علوم انسانی، <https://civilica.com/doc/425303>
 ۱۲. غلامی، طاهره و عزیزی کراچی، مریم، ۱۴۰۰، بررسی تاثیر محدودیت مالی بر رابطه بین مالکیت دولتی و عملکرد شرکت، سومین کنفرانس بین المللی مدیریت، حسابداری، بانکداری و اقتصاد در افق ایران ۱۴۰۴، مشهد، <https://civilica.com/doc/1443878>
 ۱۳. مومنی س.ع.ا. & محمدی م. (۱۴۰۰). تاثیر قدرت مدیرعامل بر گزارش عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت: با در نظر گرفتن نقش تعدیل کننده پاداش مدیران نسبت به بازده سهامداران در شرکت های تولیدی پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری- 1, (17), 5, Retrieved 21 از <https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/821>
 ۱۴. ویسی، حسین، ۱۴۰۱، بررسی رابطه مدیریت ریسک، محدودیتها و فشارهای مالی با عملکرد مالی شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سومین کنفرانس ملی پژوهش های سازمان و مدیریت، تهران، <https://civilica.com/doc/1463175>
1. Abdallah, A. A. N., & Ismail, A. K. (2017). Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 46, 98-115.
 2. Ali, R., Rehman, R.U., Suleman, S. and Ntim, C.G. (2022), "CEO attributes, investment decisions, and firm performance: new insights from upper echelons theory", *Managerial and Decision Economics*, Vol. 43 No. 2, pp. 398-417.
 3. Almeida, H., Campello, M. & Weisbach, M. S. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
 4. Aslam, E., Haron, R. and Tahir, M.N. (2019), "How director remuneration impacts firm performance: an empirical analysis of executive director remuneration in Pakistan", *Borsa Istanbul Review*, Vol. 19 No. 2, pp. 186-196.

5. Bebchuk, L.A., Fried, J. and Walker, D. (2002), "Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation", *University of Chicago Law Review*, Vol. 69 No. 3, pp. 751-846.
6. Bhuyan, R., Butchey, D., Haar, J. and Talukdar, B. (2022), "CEO compensation and firm performance in the insurance industry", *Managerial Finance*, Vol. 48 No. 7, pp. 1086-1115, doi: 10.1108/MF-04- 2019-0154.
7. Blackwell, D.W., Dudney, D.M. and Farrell, K.A. (2007), "Changes in CEO compensation structure and the impact on firm performance following CEO turnover", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 29, pp. 315-338.
8. Buck, T., Bruce, A., Main, B. G., & Udueni, H. (2003). Long term incentive plans, executive pay and UK company performance. *Journal of management Studies*, 40(7), 1709-1727.
9. Campello, M., & Chen, L. (2010). Are financial constraints priced? Evidence from firm fundamentals and stock returns. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(6), 1185-1198.
10. Carcello, J. V., Neal, T. L., Palmrose, Z. V., & Scholz, S. (2011). CEO involvement in selecting board members, audit committee effectiveness, and restatements. *Contemporary Accounting Research*, 28(2), 396-430.
11. Chaigneau, P. (2018). Managerial compensation and firm value in the presence of socially responsible investors. *Journal of business ethics*, 149(3), 747-768..
12. Chalevas, C.(2011). The effect of the mandatory adoption of corporate governance mechanisms on executive compensation. *Int. J. Acc.* 46, 138–174.
13. Cieslak, K. (2018), "Agency conflicts, executive compensation regulations and CEO pay-performance sensitivity: evidence from Sweden", *Journal of Management and Governance*, Vol. 22 No. 3, pp. 535-563.
14. Conyon, M.J. and He, L. (2012), "CEO compensation and corporate governance in China", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 20 No. 6, pp. 575-592.
15. Davila, A., & Penalva, F. (2006). Governance structure and the weighting of performance measures in CEO compensation. *Review of Accounting Studies*, 11, 463-493.
16. Denis, D.J. and Sibilkov, V. (2010), "Financial constraints, investment, and the value of cash holdings", *The Review of Financial Studies*, Vol. 23 No. 1, pp. 247-269.
17. Doucouliagos, H., Haman, J. and Askary, S. (2007), "Directors' remuneration and performance in Australian banking", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15 No. 6, pp. 1363-1383.
18. Duchin, R. (2010), "Cash holdings and corporate diversification", *Journal of Finance*, Vol. 65 No. 3, pp. 955-992.
19. Farooq, M., Humayon, A.A., Khan, M.I. and Ali, S. (2022), "Ownership structure and financial constraints—evidence from an emerging market", *Managerial Finance*, Vol. 48 No. 7, pp. 1007- 1028, doi: 10.1108/MF-12-2021-0620.
20. Farooq, M., Khan, M. I., & Noor, A. (2023). Do financial constraints moderate the relationship between CEO compensation and firm performance: an emerging market evidence. *Managerial Finance*.
21. Fazzari, S., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 19(1), 141- 206.
22. Fazzari, S., Hubbard, R.G. and Petersen, B.C. (1987), "Financing constraints and corporate investment", *Brookings Papers on Economic Activity* 19, pp. 141-206.
23. Feito-Ruiz, I., & Renneboog, L. (2017). Takeovers and (excess) CEO compensation. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 50, 156-181.

24. Fullana, O., Priego, A.M. and Toscano, D. (2022), "The role of financial performance of Eurostox listed hotel companies in determining CEO compensation", *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 104, 103242.
25. Garcia-Quevedo, J., Segarra-Blasco, A. and Teruel, M. (2018), "Financial constraints and the failure of innovation projects", *Technological Forecasting and Social Change*, Vol. 127, pp. 127-140.
26. Garvey, G.T. (1997), "Marketable incentive contracts and capital structure relevance", *The Journal of Finance*, Vol. 52 No. 1, pp. 353-378
27. Ghosh, S. (2006). Do board characteristics affect corporate performance? Firm-level evidence for India. *Applied Economics Letters*, 13(7), 435-443.
28. Jensen, M., Murphy, K. and Wruck, E. (2004), "Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them", Unpublished working paper, Harvard University, University of Southern California, Ohio State University
29. Jenson, M.C. and Meckling, W.H. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, pp. 305-360.
30. John, T.A. (1993), "Accounting measures of corporate liquidity, leverage, and costs of financial distress", *Financial Management*, Vol. 22 No. 3, pp. 91-100.
31. Kamran, K. and Shah, A. (2014), "The impact of corporate governance and ownership structure on earnings management practices: evidence from listed companies in Pakistan", *The Lahore Journal of Economics*, Vol. 19 No. 2, pp. 27-70.
32. Kaplan, S.N. (2013), "CEO pay and corporate governance in the U.S.: perceptions, facts, and challenges", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 25 No. 2, pp. 8-25.
33. Keynes, J.M. (1936), "The general theory of employment, investment, and money", London and New York, NY, available at: <https://sites.google.com/site/biblioeconomicus/KeynesJohnMaynardkeynesJohnMaynard-TheGeneralTheoryOfEmploymentInterestAndMoney.pdf> (accessed 7 January 2014).
34. Kweh, Q.L., Tebourbi, I., Lo, H.C. and Huang, C.T. (2022), "CEO compensation and firm performance: evidence from financially constrained firms", *Research in International Business and Finance*, Vol. 61, 101671.
35. Laux, C., & Laux, V. (2009). Board committees, CEO compensation, and earnings management. *The accounting review*, 84(3), 869-891.
36. Li, X. and Luo, D. (2019), "Financial constraints, stock liquidity, and stock returns", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 63, 101139.
37. Liu, Y. and Mauer, D.C. (2011), "Corporate cash holdings and CEO compensation incentives", *Journal of Financial Economics*, Vol. 102 No. 1, pp. 183-198.
38. Ozkan, N. (2011), "CEO compensation and firm performance: an empirical investigation of UK panel data", *European Financial Management*, Vol. 17 No. 2, pp. 260-285.
39. Raithatha, M. and Komera, S. (2016), "Executive compensation and firm performance: evidence from Indian firms", *IIMB Management Review*, Vol. 28 No. 3, pp. 160-169.
40. Shao, R., Chen, C. and Mao, X. (2012), "Profits and losses from changes in fair value, executive cash compensation and managerial power: evidence from A-share listed companies in China", *China Journal of Accounting Research*, Vol. 5 No. 4, pp. 269-292.
41. Sheikh, M.F., Shah, S.Z.A. and Akbar, S. (2018), "Firm performance, corporate governance and executive compensation in Pakistan", *Applied Economics*, Vol. 50 No. 18, pp. 2012-2027.

42. Van Essen, M., Heugens, P.P., Otten, J. and van Oosterhout, J.H. (2012), "An institution-based view of executive compensation: a multilevel meta-analytic test", *Journal of International Business Studies*, Vol. 43 No. 4, pp. 396-423.
43. Wua Huiying.(2018). Politically connected CEOs, firm performance, and CEO pay. *Journal of Business Research* 91,169–180.
44. Yamina, A. and Mohamed, B. (2017), "The impact of firm performance on executive compensation in France", *Mediterranean Journal of Social Sciences*, Vol. 8 No. 2, p. 63.

Investigating the Effect of Financial Restrictions on the Relationship Between Managers' Compensation and the Performance of Listed Firms the Tehran Stock Exchange

**Hassan Ahmadi
Sedigheh Nikraves
Erfan Parniyan
Hossein Hasseni**

Abstract

The purpose of this study is the effect of financial restrictions on the relationship between managers' compensation and the performance of companies listed on the Tehran Stock Exchange. The data needed to calculate the research variables were extracted from the "New Approach" database. In order to test the above hypotheses, a sample consisting of 130 companies was selected from among the companies accepted in the Tehran Stock Exchange in the period from 2016 to 2022. In order to test the research hypotheses, regression models were used. Using composite data, regression models can be estimated in two ways (composite and panel). In order to determine the estimation method, Limer's F test was used, and if the panel method is used, it can be done in one of two ways: fixed effects and random effects models, and the fixed test was used to determine the type of model. The results show that the CEO's bonus has a positive and significant effect on the performance, but the financial restrictions have a negative and significant effect on the relationship between the managers' bonus and the performance of the companies admitted to the Tehran Stock Exchange.

Keywords

Financial constraint - managers' compensation - company performance
