

## بررسی تأثیر درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره بر رابطه‌ی بین انعطاف پذیری مالی و پاداش مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

روح الله اسماعیلی<sup>۱</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۰/۰۴ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۱۱/۰۴

### چکیده

مدیریت مالی با تصمیم گیری درباره بدهی ها و حقوق صاحبان سهام، منابع مالی را تامین می کند و با تصمیم گیری درباره دارایی های جاری، دارایی های بلندمدت و سرمایه گذاری ها، آنها را به کار می برد. لذا بدهی یکی از اجزای اصلی ساختار سرمایه اکثر شرکت هاست که نقش مهمی در مدیریت تامین مالی شرکت ها ایفا می کند. از طرفی هدف اساسی مدیریت شرکت حداکثر نمودن ثروت سهامداران شرکت ها است. لذا هدف از پژوهش حاضر بررسی تأثیر درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره بر رابطه‌ی بین انعطاف پذیری مالی و پاداش مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. این تحقیق به روش توصیفی-همبستگی انجام شده و از نوع تحقیقات کاربردی است. جامعه آماری تحقیق را کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ تشکیل می دهند که تعداد ۱۰۳ شرکت در تمام طول دوره تحقیق در بازار بورس فعال بوده و مورد مطالعه قرار گرفته اند. داده های تحقیق از صورت های مالی شرکت ها استخراج گردیده و با استفاده از مدل های رگرسیونی به روش داده های ترکیبی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته های پژوهش حاکی از ارتباط معنادار بین انعطاف پذیری مالی و پاداش هیات مدیره می باشد. همچنین نتایج نشان داد که درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره بر رابطه‌ی بین انعطاف پذیری مالی و پاداش هیات مدیره تأثیر دارد.

### واژگان کلیدی

انعطاف پذیری مالی، پاداش هیات مدیره، درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره

۱. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد آیت الله آملی.

## بیان مساله

بر اساس لایحه اصلاح قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷، شرکت سهامی توسط هیئت مدیره منتخب مجمع عمومی اداره می شود. هیئت مدیره شرکت به عنوان نهاد هدایت کننده است که نقش مراقبت و نظارت بر کار مدیران اجرایی را، به منظور حفظ منافع مالکیتی سهامداران بر عهده دارد. هیئت مدیره قلب شرکت محسوب می شود. پس باید همواره سالم و شاداب باشد و خوب تغذیه شود و از محرک های انگیزشی مناسب به منظور ایفای صحیح وظایف محوله برخوردار باشد.

یکی از محرک های انگیزشی برای افزایش بهره وری، بهبود عملکرد شرکت و حفظ منافع سهامداران، طرح پرداخت پاداش به هیئت مدیره است. عموماً پاداش مدیریت، یک راه مهم حل مساله نمایندگی<sup>۱</sup> تصور می شود. بر اساس این اعتقاد در صورت استقرار الگوی مناسب برای پرداخت پاداش، مدیران در جهت منافع سهامداران و وام دهندگان فعالیت می نمایند. دلیل اصلی طرح پرداخت پاداش، آن است که باید به مدیران به خاطر مسئولیت های سازمانی، که به عهده دارند پاداش داد و انگیزه لازم را برای عملکرد بهتر در آنها ایجاد نمود.

برنامه پاداش مدیران، شامل سه عنصر اصلی یعنی معیارهای سنجش عملکرد، اهداف عملکرد و روابط پرداخت پاداش و عملکرد است. اکثر مطالعات پاداش مدیران متمرکز بر موضوعات معیارهای متفاوت سنجش عملکرد و همچنین روابط بین پرداخت پاداش و عملکرد است و توجه کمتری به بعد دیگر قضیه یعنی اهداف عملکرد شده است که غالباً علت آن کمبود اطلاعات بوده است (کیم و شنینگ، ۲۰۱۷).

انعطاف پذیری مالی درجه ای از ظرفیت شرکت است که می تواند منابع مالی را در جهت فعالیت های واکنشی تجهیز کند تا ارزش شرکت را به حداکثر برساند (بایون، ۲۰۰۷). انگیزه های دستیابی به انعطاف پذیری مالی به توانایی برآورد نیاز آتی شرکت ها به منظور کسب درآمد از منابع خارج از شرکت و تامین مالی با صرف هزینه کم بستگی دارد (دی آنجلو و دی آنجلو، ۲۰۰۷؛ گامبا و تریانتیس، ۲۰۰۸؛ بایون، ۲۰۰۸). برنستاین (۱۹۹۳)، انعطاف پذیری را به این شرح تعریف می کند: "توانایی شرکت به منظور رویارویی با وقایع غیرمنتظره در جریان وجوه نقد"؛ به عبارت دیگر، انعطاف پذیری مالی توانایی وام گیری از منابع مختلف، افزایش سرمایه، فروش دارایی ها و هدایت عملیات شرکت در هنگام مواجه شدن با شرایط متغیر، می باشد.

انجمن حسابداران رسمی آمریکا (۱۹۹۳) انعطاف پذیری مالی را به شرح ذیل تعریف نموده است:

"توانایی اتخاذ اقداماتی که مازاد وجه نقد مورد نیاز و پرداخت های نقدی مورد انتظار در منابع مورد انتظار را حذف نماید".

<sup>1</sup> Agency theory

همچنین، انعطاف‌پذیری مالی را به صورت توانایی واحد تجاری در انجام اقدام موثر جهت تغییر زمان‌بندی جریان‌های نقدی به گونه‌ای که در قبال رویدادها و فرصت‌های غیرمنتظره، واکنش مناسب نشان دهد، تعریف می‌کنند؛ بنابراین، اطلاعات صحیح و کافی از جریان نقدی حال و آینده، عامل کلیدی در تعیین انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها است.

از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف (غیر اجرایی) مستقل در هیئت مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آنها به عنوان افرادی مستقل، به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت، کمک شایان توجهی می‌کند. مدیران غیرموظف (غیر اجرایی) با دیدگاهی حرفه‌ای و بیطرفانه، در مورد تصمیم‌گیریهای مدیران مذکور به قضاوت می‌نشینند. بدین ترتیب، هیئت مدیره شرکت با دارا بودن تخصص، استقلال و قدرت قانونی لازم، یک سازوکار بالقوه توانمند شرکت به حساب می‌آید (چارو و همکاران، ۲۰۰۱).

طبق تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف مستقل یعنی مدیرانی که سمت اجرایی در شرکت ندارند و عملکرد نظارتی آنها به عنوان افرادی مستقل، موجب کاهش تضاد منافع میان سهامداران و مدیران شرکت‌ها می‌شود (عربی و حسن پور، ۱۳۹۴).

در مورد نقش مدیران غیرموظف و مشارکت آنها در یک نظام حاکمیت شرکتی پژوهش‌های متعددی انجام شده است. برای مثال، مرکب و همکاران (۱۹۸۸)، در پژوهش خود بیان کردند که وجود مدیران غیرموظف از سوء استفاده مدیران موظف از موقعیت خود جلوگیری می‌کند. همچنین، آگرا والی و نویر (۱۹۹۶)، بیان کردند که وجود مدیران غیرموظف، تأثیر مثبتی بر ساز و کارهای نظارتی دارد. تحقیقات بسیاری بر روی اثر ترکیب هیأت مدیره از لحاظ مؤلف و غیرمؤلف بودن، بر روی عملکرد مالی شرکت‌ها انجام شده است (یکتاس و کایمک، ۲۰۰۹؛ کلنن، ۲۰۰۷؛ کومار، ۲۰۰۷). اعضای غیرموظف هیأت مدیره از طریق نظارت بر مدیران مؤلف، بر روی تصمیمات آنان نظارت دارند. در نتیجه ترکیب هیأت مدیره می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت‌ها اثر بگذارد. در صورتی که اکثریت اعضای هیأت مدیره را مدیران مستقل غیرموظف تشکیل دهد، هیأت مدیره از کارایی بیشتری برخوردار خواهد بود.

با توجه به مطالب بالا و اهمیت موضوع مسئله اصلی پژوهش این است که آیا درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره بر رابطه‌ی بین پاداش مدیران و انعطاف‌پذیری مالی ارتباط معناداری وجود دارد؟

### اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

اکثر مدیران مالی بر این قول توافق دارند که مفهوم انعطاف‌پذیری مالی از مهمترین مفاهیم مالی می‌باشد. این مفهوم دارای استفاده و جایگاه ویژه‌ای در ساختار سرمایه می‌باشد. شرکتی که هیچ‌گونه بدهی نداشته باشد یک شرکت با ساختار کاملاً سرمایه‌ای است؛ اما در عالم واقعیت ما چنین شرکتی سراغ نداریم و تمام شرکت‌ها نسبت‌های مختلفی از اهرم مالی را مورد استفاده قرار می‌دهند. پیشرفت سریع و شگرف فناوری همراه با افزایش روزافزون رقابت در بازارهای جهانی، مدیران واحدهای اقتصادی را به تولید محصولات با کیفیت با حداقل بهای تمام شده و استفاده بهینه از منابع ترغیب کرده است.

هیات مدیره یکی از سازوکارهای مهم حاکمیت شرکتی تلقی می‌شود و نقش مهمی در بهبود کیفیت گزارشگری مالی و افزایش پاسخگویی ایفا می‌کند. مدیران مستقل می‌توانند با درک درست نقش نظارتی و راهبری خود، سلامت مالی بنگاه را به ارمغان آورده و مانع تضاد منافع بین نظام حاکمیت شرکتی شوند. بر همین اساس در بیشتر تحقیقات انجام شده در حوزه حاکمیت شرکتی بر اهمیت نقش مدیران غیر اجرایی در بهبود فرایند گزارشگری تاکید شده و جایگاه هیات مدیره شرکت بعنوان نهاد هدایت کننده ای که نقش مراقبت و نظارت بر کار مدیران را بر عهده دارد، بیش از پیش اهمیت می‌یابد. از دیدگاه نظریه نمایندگی می‌توان چنین فرض کرد که مدیران غیر موظف (غیر اجرایی) وظیفه نظارت بر سایر اعضای هیات مدیره را بر عهده دارند. برخی پژوهش‌های علمی نشان داده است که وظیفه نظارت بر مدیران غیر موظف (غیر اجرایی) بر مدیریت به نحو مؤثر اعمال شده است. (اسماعیل زاده مقری و همکاران، ۱۳۸۹). حضور مدیران غیرموظف در هیات مدیره شرکت سنگ بنای حاکمیت شرکتی مدرن است و به بازار این علامت رامی دهد که شرکت و مدیران اجرایی و موظف به طور مؤثر کنترل و نظارت می‌شوند که این امر مسأله نمایندگی راحل می‌کند. (حاجیها و اخلاقی، ۱۳۹۲). شاید پیش بینی این امر که تصمیمات و سیاست های مالی اتخاذ شده توسط شرکت ها تحت تاثیر انعطاف پذیری مالی آن ها باشد کار چندان سختی به نظر نرسد، اما برای اینکه بتوانیم با اطمینان بیشتری در مورد آن صحبت کنیم و بیشتر بر آن استناد کنیم این ضرورت احساس میشود که یک پژوهش تجربی راجع به آن صورت بگیرد و گزاره های آن به دقت مورد آزمون قرار گیرد.

### پیشینه تحقیق

خالقی مقدم و همکاران (۱۳۹۶) مدلی برای انعطاف پذیری مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارائه دادند. در این پژوهش، مدل پیشنهادی انعطاف پذیری مالی با اجماع نظر خبرگان و استفاده از آزمون های آماری میانگین، تحلیل عاملی تاییدی (CFA) و ضریب هماهنگی کندال ارائه گردیده است. این مدل دارای دو بعد «انعطاف پذیری مالی درونی» و «انعطاف پذیری مالی بیرونی» و سه مؤلفه اساسی «ظرفیت بدهی»، «نگهداشت وجه نقد» و «اندازه بازار سرمایه» است. هریک از مؤلفه ها نیز از طریق شاخص ها و عوامل تعیین کننده متعددی قابل محاسبه و اندازه گیری است. به گونه ای که از دیدگاه خبرگان، مجموعاً از ۱۶ شاخص و ۱۵ عامل تعیین کننده کلیدی برای اندازه گیری مؤلفه ها می‌توان استفاده نمود. دولو و همکاران (۱۳۹۶) اثر چرخه تجاری بر رابطه سودآوری و اهرم مالی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از بررسی رابطه ساختار سرمایه و سودآوری در دوران رکود نشان دهنده اثر متقابل معکوس و معنادار سودآوری بر ساختار سرمایه است. بررسی رابطه ساختار سرمایه و سودآوری در دوران رونق نیز، دلالت بر اثر منفی و معنادار ساختار سرمایه بر سودآوری دارد. سال های رونق مقارن با دوران ساماندهی وضع اطلاع رسانی بورس و آغاز روند رشد قابل توجه انتشار گزارش های ادواری، توسعه فیزیکی بازار سرمایه، افتتاح بازارهای خارج از بورس و در نتیجه کاهش عدم تقارنی اطلاعاتی همراه بوده است که خود سبب افزایش تمایل شرکت به انتشار سهام و کاهش استقراض و در نتیجه، کاهش نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام می‌شود. رضایی و صابرفرد (۱۳۹۵) به

بررسی تأثیر سطوح مختلف انعطاف‌پذیری بر مدیریت سود واقعی پرداختند. آن‌ها تعداد ۱۲۵ شرکت در قالب دو گروه (شرکت‌های دارای اهرم مالی بالا و پایین) تفکیک و در بازه زمانی ۱۳۸۳-۱۳۹۲ مورد بررسی قرار دادند. معیارهای مدیریت سود واقعی شامل: جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی، هزینه‌های تولید غیرعادی و هزینه‌های اختیاری غیرعادی می‌باشد. برای بررسی تأثیر اهرم مالی بر معیارهای مدیریت سود واقعی از تحلیل رگرسیون چند متغیره به روش داده‌های ترکیبی استفاده کردند، نتایج آن‌ها نشان داد در شرایطی که شرکت‌ها دارای سطح انعطاف‌پذیری بالا باشند، تأثیر انعطاف‌پذیری بر هر یک از معیارهای مدیریت سود واقعی و همچنین بر برآیند معیارهای آن معکوس و معنادار بوده. از طرفی در شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری پایین، تأثیر انعطاف‌پذیری هم بر برآیند معیارهای مدیریت سود واقعی و هم بر هر یک از معیارهای جداگانه آن به استثنای زمانی که معیار مدیریت سود واقعی جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی بود، نشان از اثری معکوس و معنادار داشت. فرمان آرا و همکاران (۱۳۹۵) به تأثیر مدیریت سرمایه در گردش و اهرم مالی بر سودآوری برخی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. فرضیات تحقیق با استفاده از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی مورد بررسی قرار گرفت و نتایج رگرسیون در میان نمونه مورد مطالعه نشان داد، بین ترکیب سرمایه در گردش و ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و این رابطه با تأثیر میانجی اهرم مالی معکوس می‌شود، اما این رابطه در میان شرکت‌های فعال در فرابورس ایران مشاهده نشد. همچنین نتایج نشان داد ترکیب سرمایه در گردش تأثیر معناداری بر متغیرهای اهرم مالی و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های فعال در سازمان بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران در دوره مورد بررسی نداشته است. فخاری و رمضان‌نایی (۱۳۹۵)، با مطالعه ارتباط رفتار هزینه‌ها و تغییرات پاداش هیئت مدیره به این نتیجه رسیدند که رفتار هزینه‌ها می‌تواند بر میزان پاداش مدیران تأثیر بگذارد و همچنین مبانی پاداش‌های وضع شده در شرکت‌های مورد بررسی از تقارن برخوردار است؛ لذا، می‌توان گفت که در شرکت‌های ایرانی بدون توجه به دقت سود از مدیران به طور کورکورانه از طریق پاداش حمایت می‌شود. شعری آناقیز و قربانی (۱۳۹۴). رابطه انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران از منظر بازار را بررسی کردند. آن‌ها به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها، از روش رگرسیون چندمتغیره (با در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی) با رویکرد پانل دیتا استفاده کردند. قلمرو زمانی تحقیق طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ می‌باشد. در این تحقیق ۱۵۰ شرکت - سال از شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب و مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج بدست آمده از تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار بین انعطاف‌پذیری مالی (بازده جریان نقدی آزاد) و عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری (محاسبه شده از طریق شاخص شارب) و عدم وجود رابطه معنادار بین انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری (محاسبه شده از طریق شاخص ترینر) می‌باشد. انواری رستمی و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر پاداش هیئت مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای اندازه‌گیری ساختار سرمایه از نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام و برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری از مدل بیدل و همکاران استفاده

کردند. به منظور بررسی این فرضیه‌ها داده‌های ۱۱۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۲ و با به‌کارگیری مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش آنها حاکی از آن بود که ساختار سرمایه بر پاداش هیئت‌مدیره تأثیر معنادار و مثبت دارد. علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان داد که بین پاداش هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد. احمدپور و جوان (۱۳۹۴) به تاثیر تمرکز مالکیت بر ارتباط میان پاداش مدیران و عملکرد شرکت در انواع مالکیت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که تمرکز مالکیت رابطه مثبت و معنی‌داری با ارتباط میان پاداش هیأت مدیره و عملکرد شرکت‌ها دارد؛ یعنی هرچه تمرکز مالکیت بالاتر رود، برای پرداخت پاداش به مدیریت، به عملکرد شرکت اهمیت بیشتری داده می‌شود. علاوه بر این، تمرکز مالکیت در شرکت‌های نهادی رابطه منفی و معنی‌داری با ارتباط میان پاداش هیأت مدیره و عملکرد حسابداری (بازده دارایی و بازده فروش) دارد. در حالی که در مالکیت شرکتی تمرکز مالکیت رابطه مثبت و معنی‌داری با ارتباط میان پاداش هیأت مدیره و بازده سالیانه سهام دارد، اما در مالکیت مدیریتی هیچ‌گونه ارتباطی دیده نشد. حیدری و رنجبری (۱۳۹۴) تاثیر پاداش هیئت مدیره بر پیش‌بینی سود مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان داد که رابطه معنی‌داری و منفی بین پاداش هیأت مدیره و سود سال بعد، نشان داد که سود سال جاری و پاداش پرداخت شده به هیأت مدیره در پیش‌بینی سود آتی نقش مهمی دارند. باقریگی و دیگران در سال ۱۳۹۱ ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی با فرصت‌های رشد و ارزش آتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق ۵۶۷ شرکت از صنایع مختلف انتخاب شدند. نتایج بدست آمده نشان داد که بین انعطاف‌پذیری مالی، سودآوری و اندازه شرکت‌ها با فرصت‌های رشد آن‌ها ارتباط معناداری وجود ندارد. سجادی و زارع زاده (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین طرح‌های پاداش مدیران و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد را با استفاده از داده‌های ترکیبی پرداختند. بر اساس یافته‌های آنها یکی از راهکارهای تاثیرگذار که باعث کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران و بهبود عملکرد مدیران میشود ایجاد انگیزه در مدیران با استفاده از طرح‌های مبتنی بر پاداش است. یافته‌های تحقیق نشان داد که بین پاداش پرداختی به مدیران و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد رابطه معنی‌داری وجود دارد. رحمانی و دیگران در سال ۱۳۹۰ به بررسی تاثیر انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری و ارزش آفرینی پرداختند. در این تحقیق برای شناسایی انعطاف‌پذیری مالی، از ظرفیت مازاد بدهی مورد استفاده در مدل فرانک و گویال (۲۰۰۹) و مدل مارچیکا و مورا (۲۰۱۰) استفاده شده است. سرمایه‌گذاری و ارزش آفرینی با استفاده از مخارج سرمایه‌های و بازده سهام، تعریف عملیاتی شده‌اند. نمونه تحقیق شامل ۷۷ شرکت و دوره تحقیق سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۸ است. نتایج بدست آمده حاکی از آن است که انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری، تاثیر منفی و بر ارزش آفرینی تاثیر مثبت با اهمیتی داشته و شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی، از دید بازار حائز ارزش بوده‌اند. رحمانی و دیگران در سال ۱۳۹۰ به بررسی تاثیر انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری و ارزش آفرینی پرداختند. در این تحقیق برای شناسایی انعطاف‌پذیری مالی، از ظرفیت مازاد بدهی مورد استفاده در مدل

فرانک و گویال (۲۰۰۹) و مدل مارچیکا ومورا (۲۰۱۰) استفاده شده است. سرمایه‌گذاری و ارزش‌آفرینی با استفاده از مخارج سرمایه‌های و بازده سهام، تعریف عملیاتی شده‌اند. نمونه تحقیق شامل ۷۷ شرکت و دوره تحقیق سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۸ است. نتایج بدست آمده حاکی از آن است که انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری، تاثیر منفی و بر ارزش‌آفرینی تاثیر مثبت با اهمیتی داشته و شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی، از دید بازار حائز ارزش بوده‌اند. خدایی و له‌زاد و زارع تیموری در سال ۱۳۸۹ تاثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری را بررسی نمودند. در این تحقیق از اقلام تعهدی اختیاری با استفاده از مدل مارچیکا ومورا به عنوان شاخصی برای تعیین انعطاف‌پذیری در شرکت‌ها استفاده شده است. انعطاف‌پذیری مالی به عنوان متغیر مستقل و نسبت بدهی، هزینه‌های سرمایه‌های و گردش وجه نقد به عنوان متغیرهای وابسته در نظر گرفته شدند. بدین منظور اطلاعات ۱۷۱ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۶ به کار گرفته شد. نتایج نشان‌دهنده عدم تاثیر انعطاف‌پذیری مالی بر هزینه‌های سرمایه‌گذاری و همچنین عدم وجود رابطه بین گردش وجه نقد و هزینه‌های سرمایه‌های می‌باشد.

فیلیپ (۲۰۱۹) ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی و هموارسازی سود تقسیمی را در طول دوره از ۱۹۸۶ تا ۲۰۱۳ بررسی کرد، نتایج فیلیپ نشان داد بین انعطاف‌پذیری مالی و هموارسازی سود تقسیمی رابطه‌ی مثبت وجود دارد. شیان گو و همکاران<sup>۲</sup> در سال ۲۰۱۹ به تاثیر نفوذ سیاسی بر انعطاف‌پذیری مالی پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که نفوذ سیاسی تاثیر معناداری بر انعطاف‌پذیری مالی دارد. سانشاین و همکاران (۲۰۱۶) با بررسی عوامل مؤثر بر پاداش مدیران، قبل و بعد از درماندگی مالی نشان دادند که یی دوره‌های بحران مالی، معمولاً برنامه‌های پاداش، مبتنی بر جریان نقدی بوده است تا موجب انگیزش مدیریت برای مدیریت نقدینگی شود، بنابراین، در این وضعیت، دقت سود و تغییرات آن کمترین سهم را در برنامه‌های انگیزشی مدیران خواهند داشت. ریتانا و کومرا (۲۰۱۶) با بررسی رابطه‌ی بین پاداش و عملکرد شرکت‌ها نشان دادند که معیارهای سنجش عملکرد در برنامه‌های پاداش مدیران، بیشتر مبتنی بر اقلام تعهدی است تا اقلام نقدی. این نتایج بیانگر نقش مفید سود تعهدی در کارایی قراردادهای و کاهش مشکلات نمایندگی بین مالک و مدیر است. بیجانچی و چن (۲۰۱۶)، با بررسی رابطه‌ی بین پاداش و عملکرد، نشان دادند که بر اثر مدیریت افزایشی سود، میزان محافظه‌کاری مشروط در شرکت‌ها کاهش می‌یابد که به معنای این است که سودهای شرکت‌های پی‌گفته دارای دقت سود پایینی هستند.

مارچیکا ومورا در سال ۲۰۱۰ با بررسی انعطاف‌پذیری مالی، توانایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت نشان دادند که سیاست اهرم محافظه‌کارانه‌ی اجرا شده برای حفظ انعطاف‌پذیری مالی می‌تواند توانایی سرمایه‌گذاری را افزایش دهد. تجزیه و تحلیل آن‌ها نشان می‌دهد که بدنبال یک دوره اهرم کوتاه‌مدت، شرکت‌ها هزینه‌های سرمایه‌های بزرگ‌تری ایجاد می‌کنند و سرمایه‌گذاری غیرعادی را افزایش می‌دهند. مارک و فردیناند (۲۰۱۲) به بررسی ارتباطات سیاسی و اهرم مالی پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، سطح بالایی از اهرم مالی و سطح پایینی از بازده

<sup>2</sup> Xian Gu & et

دارایی ها را دارند و به صورت معناداری اکثرا دارای حقوق صاحبان سهام منفی می باشند و بیشتر دوست دارند که زیان گزارش کنند. مارچیکا ومورا در سال ۲۰۱۰ با بررسی انعطاف پذیری مالی، توانایی سرمایه گذاری و ارزش شرکت نشان دادند که سیاست اهرم محافظه کارانه ای اجرا شده برای حفظ انعطاف پذیری مالی می تواند توانایی سرمایه گذاری را افزایش دهد. تجزیه و تحلیل آن ها نشان می دهد که بدنبال یک دوره اهرم کوتاه مدت، شرکت ها هزینه های سرمایه ای بزرگ تری ایجاد می کنند و سرمایه گذاری غیرعادی را افزایش می دهند.

### هدف تحقیق

تبیین ارتباط بین پاداش مدیران و انعطاف پذیری مالی

تبیین اثر گذاری معنادار بر رابطه ی بین پاداش مدیران و انعطاف پذیری مالی

### فرضیه تحقیق

فرضیه اول: بین پاداش مدیران و انعطاف پذیری مالی ارتباطی وجود دارد.

فرضیه دوم: درصد اعضای غیر موظف بر رابطه ی بین پاداش مدیران و انعطاف پذیری مالی ارتباطی تاثیر دارد.

### قلمرو تحقیق

قلمرو موضوعی: تحقیق حاضر از نظر موضوعی در چارچوب مباحث حسابداری مالی قرار دارد که در آن به بررسی تاثیر درصد اعضای غیرموظف بر رابطه ی بین انعطاف پذیری مالی و پاداش مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد.

قلمرو مکانی: این پژوهش بر روی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد که تعدادی از آن ها به صورت نمونه های مورد بررسی قرار خواهند گرفت. بدین ترتیب داده های مالی مورد نیاز از صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس و در صورت لزوم از نرم افزارها و سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران استخراج می گردد.

قلمرو زمانی: در این پژوهش نمونه مورد نظر از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۵ ساله (۹۳ تا ۹۷) می باشد.

### مدل و متغیرهای پژوهش و نحوه آزمون فرضیه ها

برای آزمون فرضیه از مدل رگرسیونی چند متغیره زیر استفاده می شود.

$$\text{Compensation}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{FF}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{loss}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \epsilon_{it}$$

$$\text{Compensation}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{FF}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 (\text{No\_Bound} \times \text{FF}) + \beta_4$$

$$\text{FirmSize}_{it} + \beta_5 \text{loss}_{it} + \beta_6 \text{ROA}_{it} + \epsilon_{it}$$

### متغیر وابسته: پاداش هیات مدیره

برای اندازه گیری این متغیر از میزان پاداش هیات مدیره شرکت  $t$  در سال  $t$  استفاده خواهیم کرد. (پانتزالیس و پارک،



**متغیر مستقل: انعطاف پذیری مالی**

در این پژوهش برای اندازه گیری انعطاف پذیری مالی از تقسیم بدهی ها به دارایی های شرکت استفاده می کنیم. (شیان گو و همکاران، ۲۰۱۹).

متغیر تعدیل کننده: در صد اعضای غیر موظف هیات مدیره

No\_Bound: درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره. اگر از ۵۰ درصد بالاتر باشد عدد ۱ در غیر اینصورت صفر

**متغیرهای کنترلی**

اندازه شرکت (FirmSize): این متغیر با لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت در پایان سال نشان داده می شود.

زیان ده بودن (LOSS): اگر شرکت زیان داشته باشد عدد ۱ در غیر اینصورت ۰

بازده دارایی (Roa): معرف بازده دارایی که از تقسیم سودخالص بر مجموع دارایی بدست می آید.

**بررسی مانایی متغیرها**

مطابق ادبیات اقتصاد سنجی لازم است قبل از برآورد مدل، مانایی متغیرها بررسی گردد. نتایج آزمون لوین، لین و چو در قالب نگاره (۱) نشان داده شده است:

**نگاره ۱: بررسی مانایی متغیرهای تحقیق**

متغیر	آماره LLC	سطح معناداری
Compensation	-7122.87	0.0000
NO-BOUND	-1.32117	0.0332
SIZE	-26.0541	0.0000
FF	-6.48954	0.0000
LOSS	-4.29860	0.0000
ROA	-3.83061	0.0001

اگر متغیرهای مورد استفاده در برآورد ضرایب مدل نامانا باشند، در عین حال که ممکن است، هیچ رابطه مفهومی بین متغیرهای مدل وجود نداشته باشد، تعیین به دست آمده آن می تواند بسیار بالا باشد و موجب شود تا محقق استنباطهای نادرستی در مورد ارتباط بین متغیرها انجام دهد. همچنین وجود متغیرهای نامانا در مدل سبب می شود تا آزمونهای  $F$  و  $t$  معمول نیز از اعتبار لازم برخوردار نباشد. نتایج آزمون مانایی نشان می دهد که تمام متغیرهای پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مانا هستند.

**آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن<sup>۳</sup>**

به منظور تخمین مدل های پژوهش از تکنیک داده های ترکیبی استفاده شده است. ضرورت استفاده از این تکنیک که داده های سری زمانی و مقطعی را با هم ترکیب می کند، بیشتر به خاطر افزایش تعداد مشاهدات، بالا بردن درجه آزادی، کاهش ناهمسانی واریانس و کاهش هم خطی بین متغیرها است.

<sup>3</sup> Limmer & Hausman

اگر مشخص شد که مقاطع مورد بررسی ناهمگن و دارای تفاوت‌های فردی بوده، روش هایتابلویی (پانل دیتا) مناسب‌تر هستند، به منظور انتخاب بین اثرات ثابت و تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است. در صورتی که داده‌های آماری به گونه‌ای بود که مقاطع دارای عکس‌العمل‌های متفاوتی باشند و برای هر مقطع عرض از مبدأ جداگانهای در نظر گرفته شود، باید منشأ خطاهای ناشی از تخمین نیز مشخص شود. به بیان دیگر، باید مشخص شود که خطای ناشی از تخمین در طی زمان اتفاق افتاده است یا اینکه خطای نام برده شده علاوه بر اینکه در طی زمان اتفاق افتاده به دلیل تغییر در مقاطع نیز بوده است. در نحوه در نظر گرفتن چنین خطاهای بادو اثر، اثرات ثابت و اثرات تصادفی مواجه می‌شود. در اثرات ثابت، خطای تخمین ناشی از تغییر مقاطع در عرض از مبدأ منطوری گردد ولی در مدل اثر تصادفی چنین خطاهایی به طور تصادفی در نظر گرفته می‌شود. هاسمن (۱۹۷۸)، آزمونی را برای تشخیص روش برآورد ارائه نموده است؛ براساس این آزمون، فرضیه صفر دال بر این است که روش اثرات تصادفی کاراوسازگار است و فرضیه مقابل مبتنی بر این است که روش اثرات ثابت کاراوسازگار است.

### جدول ۲- نتایج آزمون‌های تشخیصی چاو

مدل	آزمون	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری
مدل آزمون فرضیه اول	چاو	7.619416	(102,407)	0.0000
	هاسمن	36.658078	5	0.0000
مدل آزمون فرضیه دوم	چاو	7.585489	(102,405)	0.0000
	هاسمن	36.010362	7	0.0000

با توجه به سطح معناداری آزمون چاو در جهت تعیین معناداری اثرات مقطعی در مدل‌های تحقیق مشاهده می‌شود که سطح معناداری این آزمون برای هر دو مدل تحقیق کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده و نشان از معناداری اثرات مقطعی در این مدل‌ها دارد. به منظور تشخیص نوع اثرات مقطعی در مدل تحقیق از آزمون هاسمن استفاده شده و نتایج این آزمون نشان می‌دهد که اثرات مقطعی در هر دو مدل تحقیق، ثابت بوده‌اند و از این رو مدل‌های تحقیق به روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برازش داده شده‌اند.

## نتایج برازش مدل اول پژوهش

## جدول ۳- نتایج برآورد مدل فرضیه اول

متغیر توضیحی	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	VIF
FF	-0.137937	0.023398	-5.895320	0.0000	1.012703
SIZE	0.793781	0.052733	15.05286	0.0000	1.009875
LOSS	0.042161	0.046065	0.915251	0.3606	1.645953
ROA	-0.292556	0.127498	-2.294585	0.0223	2.137706
C	-4.299302	0.683290	-6.292061	0.0000	-
مشخصات مدل رگرسیونی					
ضریب تعیین تعدیل شده	0.413788	آماره تحلیل واریانس		51.91631	
آماره دوربین واتسون	1.867904	معناداری مدل		0.000000	

## ➤ نیکویی برازش مدل:

با توجه به سطح معناداری آزمون تحلیل واریانس مدل که کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده، معناداری کلی مدل مورد تایید است و می‌توان ادعا نمود که مجموعه متغیرهای توضیحی مدل به طور معناداری قابلیت تبیین و کنترل تغییرات متغیر وابسته را دارند. ضریب تعیین تعدیل شده مدل گویای آن است که ۴۱/۳۷ درصد از تغییرات موجود در پاداش هیات مدیره شرکت‌ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد. به منظور بررسی تصریح‌الگوی رگرسیونی از آماره دوربین واتسون استفاده شد. آماره این آزمون که در بازه مقادیر تجربی ۱/۵ تا ۲/۵ بدست آمده (Durbin Watson = ۱/۸۶۷)، نشان از تصریح مناسب‌الگوی رگرسیونی دارد. همچنین مقادیر شاخص VIF که در جهت سنجش عدم همخطی میان متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه می‌شود، کوچکتر از مقدار بحرانی ۱۰ بدست آمده‌اند که نشان از عدم وجود همخطی شدید میان متغیرهای مستقل تحقیق دارد و از این رو می‌توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است.

## نتایج آزمون مدل دوم پژوهش

جدول (۴) جزئیات نتایج برازش مدل را نشان می‌دهد.

## جدول ۴- نتایج برآورد مدل فرضیه دوم

متغیر توضیحی	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	VIF
FF	-0.085873	0.053677	1.599797	0.0104	2.068691
No_Bound	0.145416	0.100511	1.446756	0.1487	3.882711
FF * No_Bound	-0.276533	0.050764	-5.447444	0.0000	5.584420
SIZE	0.781992	0.044027	17.76147	0.0000	1.041893
LOSS	0.043329	0.047739	0.907635	0.3646	1.649311
ROA	-0.229953	0.127562	-1.802668	0.0722	2.146504
C	-4.258515	0.554769	-7.676201	0.0000	-
مشخصات مدل رگرسیونی					
ضریب تعیین تعدیل شده	0.421685	آماره تحلیل واریانس		56.49774	
آماره دوربین واتسون	1.878750	معناداری مدل		0.000000	

فرضیه اول: بین انعطاف پذیری مالی و پاداش هیات مدیره رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

به منظور آزمون تاثیر انعطاف پذیری مالی بر پاداش هیات مدیره، معناداری ضریب تاثیر رگرسیونی انعطاف پذیری مالی بر روی پاداش هیات مدیره شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد که سطح معناداری اثر انعطاف پذیری مالی در مدل تحقیق کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده ( $p\text{-value} = ۰/۰۰۰$ ) و نشان دهنده معناداری اثر انعطاف پذیری مالی بر روی پاداش هیات مدیره بوده است. همچنین ضریب منفی ( $\beta = -۰/۱۳۷۹$ ) رگرسیونی این متغیر در مدل تحقیق نشان دهنده تاثیرگذاری معکوس انعطاف پذیری مالی بر روی پاداش شرکت‌ها بوده و انتظار می‌رود که با افزایش سطح انعطاف پذیری مالی، از میزان پاداش شرکت‌ها آنها کاسته شود. از این رو فرضیه اول تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تایید قرار گرفته است.

نتایج به دست آمده در مقایسه با نتایج به دست آمده از پژوهش چمانور و همکاران (۲۰۱۳) و ژانگ و هوآنگک همسو می‌باشد.

فرضیه دوم: متغیر درصداعضای غیرموظف هیات مدیره بر رابطه بین انعطاف پذیری مالی و پاداش هیات مدیره اثر گذار است.

به منظور آزمون تاثیر درصد غیرموظف هیات مدیره بر رابطه بین انعطاف پذیری مالی بر پاداش هیات مدیره، معناداری ضریب تاثیر متقابل انعطاف پذیری مالی و درصد غیرموظف هیات مدیره بر روی پاداش هیات مدیره شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد که سطح معناداری اثر متقابل انعطاف پذیری مالی و درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره در مدل تحقیق کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده ( $p\text{-value} = ۰/۰۰۰$ ) و نشان دهنده معناداری اثر درصداعضای غیرموظف هیات مدیره بر رابطه بین پاداش هیات مدیره و انعطاف پذیری مالی بوده است. همچنین ضریب

منفی ( $\beta = -0.2765$ ) رگرسیونی این متغیر در مدل تحقیق نشان دهنده تأثیرگذاری معکوس درصد غیرموظف هیات مدیره بر رابطه بین پاداش هیات مدیره و انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها بوده است. از این رو فرضیه دوم تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تأیید قرار گرفته است.

با توجه به این که این فرضیه برای اولین بار در تحقیقات لاتین و داخلی مورد آزمون قرار می‌گیرد، در نتیجه قابلیت مقایسه برای پژوهشگر امکان‌پذیر نبوده است؛ و نتیجه این فرضیه برای تحقیقات بعدی پیش‌گام و مورد توجه خواهد بود.

### پیشنهاد‌های برآمده از پژوهش

#### پیشنهاد‌های کاربردی

با توجه به تأیید فرضیه اول مبنی بر ارتباط معنادار بین انعطاف‌پذیری مالی و پاداش هیات مدیره، به اعضای هیات مدیره پیشنهاد می‌شود که در اخذ تصمیمات تأمین مالی دقت بالایی داشته باشند و سعی نمایند که سطح بهینه‌ای از اهرم مالی ایجاد نموده که بتوانند از آن به خوبی در راستای اهداف شرکت که ایجاد ارزش و سودآوری است استفاده نمایند و در نهایت این موضوع برای آن‌ها می‌تواند پاداش متناسب داشته باشد.

با توجه به تأیید فرضیه دوم مبنی بر تأثیر معنادار درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره، به نهادهای قانون‌گذار از جمله سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سازمان حسابرسی، جامعه حسابداران رسمی ایران پیشنهاد می‌شود در ضوابط اعضای غیرموظف هیات مدیره را به عنوان یک فاکتور کلیدی در نظر داشته باشند.

#### پیشنهاد‌هایی برای پژوهش آتی

در حوزه پژوهشی به محققان آتی پیشنهاد می‌شود که در موضوعات زیر به پژوهش بپردازند.

- ✓ بررسی نقش تعدیل‌کننده ارتباطات سیاسی بر رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و پاداش هیات مدیره.
- ✓ بررسی تأثیر شرایط اقتصادی از قبیل وجود تورم، رکود و نوسانات نرخ ارز بر روی روابط بین انعطاف‌پذیری و کیفیت سود شرکتها
- ✓ مطالعات آتی می‌توانند شرکت‌ها را بر اساس صنعت، طبقه‌بندی نموده و نتایج بدست آمده با نتایج این پژوهش مقایسه گردد.

#### منابع

احمدپور، ا.؛ شهسواری، م. (۱۳۹۳). بررسی نحوه اعمال اختیارات مدیران در مراحل مختلف درماندگی مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش حسابداری، ۵ (۱۹)، ۲۷-۵۰.

اسکندرثرزاد، سمیه، برادران حسن زاده، رسول، طاهری، حسن. (۱۳۹۶). تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر قابلیت سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در چرخه‌های تجاری مبتنی بر شکاف تولید. مدیریت دارایی و تأمین مالی.

- انواری رستمی، علی اصغر، تجویدی، الناز، جهانگرد، میثم. (۱۳۹۴). تاثیر ساختار سرمایه و پاداش هیئت مدیره بر کارایی سرمایه گذاری. *پژوهش های تجربی حسابداری*، ۵(۲)، ۱۰۹-۱۳۰. doi: 10.22051/jera.2015.2111
- ایمانی، پدرام، حاجیها، زهره، امیرحسینی، زهرا. (۱۳۹۶). آزمون تاثیر پایداری سود و سودآوری بر سطح افشاء مسئولیت اجتماعی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری مدیریت*، ۱۰(۳۳)، ۷۳-۸۸
- پورحیدری، امید و عباس غفارلو (۱۳۹۱) بررسی ارتباط بین ساختارهای رقابتی محصولات و محافظهکاری مشروط حسابداری، *مجله پژوهشهای حسابداری مالی*، سال چهارم، شماره ۲، شماره پیاپی ۱۲، ۴۱-۶۲.
- پورحیدری، امید و غفارلو، عباس. (۱۳۹۱). "بررسی ارتباط بین ساختارهای رقابتی محصولات و محافظه کاری مشروط حسابداری". *پژوهش های حسابداری مالی*، سال چهارم، شماره ۲، صص. ۴۱-۶۲.
- تقفی، دکتر علی، آقایی، دکتر محمد علی. (۱۳۷۳). رفتار سود حسابداری. فصلنامه علمی-پژوهشی بررسیهای حسابداری و حسابرسی، ۳(۲).
- تقفی، علی و ابراهیم ابراهیمی (۱۳۸۸)، رابطه تدوین استانداردهای حسابداری با کیفیت اطلاعات حسابداری بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۷، ۳۳-۵۰.
- حاجیپور، بهرام و محسن مؤمنی (۱۳۸۸) بازشناسی رویکرد منبع محور نسبت به منابع سازمان و مزیت رقابتی پایدار، *اندیشه مدیریت*، دوره سوم، شماره ۱، ۷۷-۱۰۳.
- حافظ نیا، محمد رضا؛ مقدمه ای بر روش تحقیق در علوم انسانی، چاپ اول تهران: سمت، تابستان (۱۳۸۶).
- حیدری پور، مهسا (۱۳۹۴). رقابت در بازار، مدیریت سود و تداوم سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، - موسسه آموزش عالی کوشیار، دانشکده حسابداری و مدیریت.
- حیدری، مهدی؛ رنجبری، علی. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر پاداش هیئت مدیره بر پیش بینی سود. *دانش حسابرسی*، ۱۴(۵۸)، ۱۸۹-۲۰۴.
- خاکی، غلامرضا ۱۳۸۶. روش تحقیق با رویکردی به پایان نامه نویسی. تهران: بازتاب. چاپ چهارم
- خدای پور، احمد و یزرای، یونس (۱۳۹۲)، بررسی رابطه رقابت بازار محصول با ساختار هیئت مدیره و کیفیت افشاء. *مجله دانش حسابداری*، سال چهارم، شماره ۱۴، ۵۱-۶۶.
- خواجوی، شکرالله و ابراهیمی، مهرداد (۱۳۹۱)، بررسی تاثیر قدرت بازار محصول بر نقدشوندگی سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *چشمانداز مدیریت مالی*، شماره ۱۴، ۵۱-۶۶.
- رحیمیان، نظام الدین و مهدی ابراهیمی میمند (۱۳۹۲)، رابطه بین کیفیت افشا و محافظه کاری در بورس اوراق بهادار تهران، *پژوهشهای تجربی حسابداری*، سال دوم، شماره ۸، ۱-۱۹.

سپاسی، سحر، کاظمپور، مرتضی، شعبانی مازوئی، منور. (۱۳۹۶). رقابت در بازار محصول و تاثیر آن بر سه معیار مهم در تصمیم‌گیری؛ هزینه نمایندگی، ساختار سرمایه و هزینه سرمایه، پژوهش حسابداری، ۶(۴)، pp. 67-84. doi: 10.22051/ijar.2017.7722.1028

سجادی، سید حسین، زارعی، رضا. (۱۳۸۶). 'تأثیر ویژگی‌های موسسه‌ی حسابداری و صاحب‌کار بر حق‌الزحمه‌ی حسابداری'؛ فصلنامه علمی-پژوهشی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۴(۳).

شمس، شهاب‌الدین، یحیی زاده فر، محمود، شعبانی، منور. (۱۳۹۶). 'بررسی رابطه شدت رقابت در بازار محصول و مومنتوم قیمتی بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران'؛ پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۶(۴)، pp. 237-264. doi: 10.22051/jera.2017.8142.1122

شوال پور، سعید، اشعری، الهام. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر ریسک اعتباری بر سودآوری بانکها در ایران. فصلنامه علمی-پژوهشی تحقیقات مالی، ۱۵(۲)، ۲۲۹-۲۴۶.

غیوری مقدم، علی، حاجب، حمیدرضا، پارسا، حجت. (۱۳۹۳). 'بررسی تاثیر رقابت در بازار محصول بر کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران'؛ پژوهش حسابداری، ۴(۳)، pp. 19-34. doi: 10.22051/ijar.2015.2008

فتحی، غلامرضا (۱۳۹۴). بررسی توان بازار محصول، ساختار صنعت و مدیریت سود شرکت در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد گرمی، دانشکده حسابداری و مدیریت.

فخاری، حسین؛ رضانی، معصومه. (۱۳۹۵). مطالعه ارتباط رفتار هزینه‌ها و تغییرات پاداش هیئت‌مدیره. دانش حسابداری، ۷(۲۴)، ۴۱-۶۵.

فرمان آرا، امید، عارف نژاد، میثم، جعفری، محبوبه. (۱۳۹۵). تاثیر مدیریت سرمایه در گردش و اهرم مالی بر سودآوری برخی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. اقتصاد مالی، ۱۰(۳۴)، ۱۶۷-۱۸۷.

کرمی، غلامرضا؛ ابراهیمی کردلر، علی؛ غزنوی، محمدصادق. (۱۳۹۳). بررسی محتوای اطلاعاتی افزایش سود و جریان نقد عملیاتی آستانه‌ای: شواهدی از بازار بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱(۴۲)، ۵۹-۸۷.

مازی، محمد و ابراهیمی، شهلا (۱۳۹۱) بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی بازار محصول و بازده سهام، پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی (علمی تخصصی)، سال - دوم، شماره ۱، شماره پیاپی ۳، ۹-۲۷.

مرادزاده فرد، مهدی؛ ابراهیمی میمند، مهدی؛ مرادی، ملیحه. (۱۳۹۳). رابطه بین ویژگی‌های شرکت و اولویت مدیران برای گزینش آستانه سود. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۶(۱)، ۷۵-۸۸.

ملکی دلارستاقی، علی اصغر (۱۳۹۴). بررسی رابطه رقابت بازار محصول با مدیریت سود اقلام تعهدی و واقعی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی غیر انتفاعی و غیر دولتی سمنگان آمل، پژوهشکده علوم انسانی و اجتماعی.

مهرانی، ساسان؛ کرمی، غلامرضا؛ سیدحسینی، سیدمصطفی؛ جهرومی، مهتاب. (۱۳۹۴). *تئوری حسابداری*، جلد دوم، انتشارات نگاه دانش.

میره کی، محسن (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین قدرت قیمت گذاری بازار محصولات و میزان تمرکز درآمد در صنعت با مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اقتصادی، دانشکده حسابداری و مدیریت.

نمازی، محمد و ابراهیمی، شهلا. (۱۳۹۱). "بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی بازار محصول و بازده سهام". پژوهشهای تجربی حسابداری مالی، شماره ۱، ۲۷-۹.

نو، پی. ریموند. (۱۳۸۶). مدیریت مالی، ترجمه، علی جهانخانی و علی پارسائیان، جلد ۱ و ۲ تهران: انتشارات سمت  
واعظ، دکتر سیدعلی، منتظر حجت، دکتر امیرحسین، بنابی قدیم، رحیم. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر ابعاد دقت سود بر پاداش هیئت مدیره در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. *مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری*، ۹(۲)، ۱۳۱-۱۶۱. doi: 10.22103/jak.2018.10108.2366

هاشمی، سیدعباس؛ مرادی کویایی، مهدی. (۱۳۹۳). بررسی اهمیت تحقق آستانه سود سال قبل از دیدگاه سرمایه گذاران. *پیشرفت های حسابداری*، ۶(۱)، ۱۹۴-۱۷۵.

یکه فلاح، مریم (۱۳۹۲). تاثیر رقابت بازار محصول بر کیفیت سود (با تاکید بر پایداری سود شرکت)، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی و غیردولتی رجاء قزوین، دانشکده حسابداری و مدیریت.

Abr, B., Bhojraj, S. and Sengupta, P. (2005). The association between outsider directors and institutional investors and the properties of management earnings forecast, *Journal of Accounting Research*, Vol.43, pp. 343-376.

Allen, F. and Gale, D., (2000), "Corporate Governance and Competition", In X. Vives (ed). *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives* Cambridge: Cambridge University.

An, H., Zhang, T. (2013). Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors, *Journal of Corporate Financial*, Vol. 21, pp. 1-15.

Bae, K., Lim, C., and Wei, K.C. (2006). Corporate governance and conditional skewness in the world's stock markets, *Journal of Business*, Vol. 79, pp. 2999-3028.

Berger, A., and Hannan, T., (1998), "The Efficiency Cost of Market Power in the Banking Industry: A Test of the 'economics of scale' hypothesis", *The Review of Economics and Statistics* 80, PP. 454-465.

Bertrand, M and Mullainathan, S., (2003), "Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences", *Journal of Political Economy*, 111(5), PP. 1043-1075.

Bolton, P., and Scharfstein, D., (1990), "A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting", *American Economic Review* 80, PP 93-106.

Caves, R., (1980), "Industrial Organization, Corporate Strategy, and Structure", *Journal of Economic Literature* 18, PP. 64-92.

Chen, J., Hong, H., Stein, J. (2001). Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices, *Journal of Financial Economics*, Vol. 61, pp. 345-381.



- Cheng, P., Man P., and Yi, C. H. (2013). "The impact of product market competition on earnings quality". *Accounting and Finance*, 53, 137-162.
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 2-19.
- Cremers, M., Nair, V. B., and Peyer, V., (2008). "Takeover Defenses and Competition: The role of stakeholders", *Journal of Empirical Legal Studies*, 5, PP. 791-818.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M., & Singh, V. (2013). Product market power, industry structure, and corporate earnings management. *Journal of Banking and Finance*, 37, 3273-3285
- Datta, S., M, Iskandar-Datta., and V. Singh. (2012). "Product Market Power, Industry Structure, and Corporate Earnings Management." *Journal of Banking and Finance*, Vol. 37, No. 8, pp. 3273-3285.
- Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. E. (2013). Managerial ability and earnings quality. *The Accounting Review*, 88(2), 463–498.
- Ebrahim, A.M. (2004). The effectiveness of corporate governance, institutional ownership, and audit quality as monitoring devices o-f earnings management, Ph.D dissertation, the state university of new jersey.
- Fakhari, H., Ramezani, M. (2016). Study of relationship between costs behavior and changes in bonus for directors. *Journal of Accounting Knowledge*, 7(24), 41-65 [In Persian].
- Fosu, S. 33333333Catt a ccccøccc uuuuuu rrr ee ctttttt tttt a fi eeffoaaa cce Evidence from South Africa". *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 53. 140–151.
- Gamble, A. and Kelly, G. (2001). Shareholder value and the stockholder debate in the UK, corporate governance, *An International Review*, Vol. 2, pp. 110-117.
- Giroud, X., & Mueller, H. M. (2011). Corporate governance, product market competition, and equity prices. *Journal of Finance*, 67, 563-600.
- Giroud, X., and Mueller, H. M., (2011), "Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices", *Journal of Finance* 66, PP.563-600.
- Griffith, R., (2001), "Product Market Competition, Efficiency and Agency Cost: An Empirical Analysis" Working Paper, Institute for Fiscal Studies.
- Grullon, G., and Michaely, R., (2002), "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis", *Journal of Finance* 57,PP. 1649-1684.
- Guney, Y., Li, L. and Fairchild, R. (2011), "The Relationship between Product Market Competition and Capital Structure in Chinese Listed Firms". *International Review of Financial Analysis*. 20. 41-51.
- Gustavo, G., and Roni, M., (2012)," The Impact of Product Market Competition on Firms Payout Policy", [www.nhh.no/Files/Filer/institutter/for/seminars/finance/.../310812.pdf](http://www.nhh.no/Files/Filer/institutter/for/seminars/finance/.../310812.pdf).
- Hart, Oliver D., (1983), "The Market Mechanism as An Incentive Scheme", *Bell Journal of Economics* 14,PP. 366–382.
- Hashi, I. (2003). The legal framework for effective corporate governance: comparative analysis of provisions on selected transition economics, *Center For Social and Economic Research*, Vol. 268, pp. 1-24.
- Hoberg, G., Phillips, G., and Prabhala, N., (2012), " Product Market Threats, Payouts, and Financial Flexibility", *Forthcoming Journal of Finance*.
- Hutton, A.P., Marcus, A.J., Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R<sup>2</sup>, and crash risk, *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, pp. 67-86.

- Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review* 76, PP.323-329.
- Jensen, M., Meckling, W. (1973). Theory of the firms: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economic*, Vol. 4, pp. 305-360.
- Karuna, c and Tial, F., (2011), "Industry Product Market Competition and Earnings Management", the AAA Annual Conference.
- Karuna, C., and Subramanyam, K.R., and F. Tian. (2012). "Industry Product Market Competition and Earnings Management." Available at SSRN:[http://ssrn.com / abstract =1466319](http://ssrn.com/abstract=1466319)
- Kazan, E. (2016). The impact of CEO compensation on firm performance in Scandinavia. University of twente. the faculty of behavioural. *Management and Social sciences*, 10(9),1-10.
- Ke, B., Ramalingegowa, S. (2004). Do institutional investor exploit the post-earnings announcement drift?, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, pp. 25-53.
- Kedia, S., Philippon, T., (2009), "The Economics of Fraudulent Accounting", *The Review of Financial Studies*, Vol. 22 (6),PP. 2169-2199.
- Kim, J.B., Liandong Zhang. (2010). Does accounting conservatism reduce stoke price crash risk?, Available at URL: <Http://www.ssrn.com>
- Kim, O. (1993). Disagreements among shareholders over a firms disclosure policy, *Journal of Accounting Research*, Vol. 47, pp. 241-276.
- Kim, S., Shin, J.Y. (2013). Executive bonus target ratcheting: Evidence from the new executive compensation disclosure rules. School of accountancy.the Chinese University of Hong Kong. *Contemporary Accounting Research*, Forthcoming, 34(4), 1843-1879.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. and Vishny, R., (2000), "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance* 55,PP. 1-33.
- Laksmana, I & Yang, Y., (2011), "Product Market Competition and Earnings Management to Meet Earnings Targets", AAA Annual Conference.
- Laksmana, I., and Y.W. Yang. (2010). "Product Market Competition and Earnings Management to Meet Earnings Targets." American Accounting Association.
- Letza, S., and Kirkbride, J. (2008). Corporate governance theorixing: limits, critics and alternatives, *International Journal of Lev and Management*, Vol. 1, pp. 17-23.
- Mahlendorf, M., Matejka, M., Schaffer, U. (2014). Target ratcheting, incentives, and achievability of earnings targets. American accounting association, management accounting section meeting, Newport Beach, ca (lecture). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2654475>
- Pandher, G., Pathak, J. (2014). The essential role of accounting earnings in return-maximizing CEO compensation contracts. *Working Paper*, Odette School of Business University of Windsor.
- Raffi, J., Indjejikian, M.M., Kenneth, A.M., Wim, A. (2014) Earnings targets and annual bonus incentives. *Accounting Review*, 89(4), 1227-1258.
- Raithatha, M., Komera, S. (2016). Executive compensation and firm performance: Evidence from Indian firms. *IIMB Management Review*, 28(3), 160-169.
- Sonenshine, R., Larson, N., Cauvel, M. (2016). Determinants of CEO Compensation before and after the financial crisis. *Modern Economy*, 7(12), 1455-1477.

# Investigating the effect of the percentage of non-executive board members on the relationship between financial flexibility and managers' remuneration in companies listed on the Tehran Stock Exchange

Rouhollah Esmaeili<sup>1</sup>

Date of Receipt: 2021/12/23 Date of Issue: 2022/01/24

## Abstract

Financial management provides financial resources by making decisions about debts and equity, and uses them to make decisions about current assets, long-term assets, and investments. Therefore, debt is one of the main components of the capital structure of most companies that plays an important role in managing corporate financing. On the other hand, the main goal of company management is to maximize the wealth of company shareholders. Therefore, the purpose of this study is to investigate the effect of the percentage of non-executive board members on the relationship between financial flexibility and managers' remuneration in companies listed on the Tehran Stock Exchange. This research has been done by descriptive-correlation method and is an applied research. The statistical population of the research consists of all companies listed on the Tehran Stock Exchange during the years 1393 to 1397, of which 103 companies have been active in the stock market during the entire research period and have been studied. The research data were extracted from the financial statements of companies and analyzed using regression models using the combined data method. The research findings indicate a significant relationship between financial flexibility and board remuneration. The results also showed that the number of non-executive board members has an effect on the relationship between financial flexibility and board remuneration.

## Keywords

Financial flexibility, board remuneration, in the case of non-executive board members

1. Master of Accounting, Islamic Azad University, Ayatollah Amoli Branch.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی