

## The Effect of Managers' Compensation on the Taking Risk of Companies Listed in Tehran Stock Exchange<sup>1</sup>

Mohammad Ghadamyari<sup>2</sup>, Hossein Eslami Mofid Abadi<sup>3</sup>

Received: 2021/04/14

Accepted: 2021/06/15

Research Paper

### Abstract

The present study was conducted to investigate the effect of managers' compensation on taking risk behavior of company in stock market. To achieve this purpose, the variable of taking risk behavior has been measured through fluctuations in stock returns. The research method is also descriptive-applied. The statistical population of this research includes companies listed on the Tehran Stock Exchange. For this purpose, financial information of 110 companies during the period of 2011 to 2017 has been prepared by the method of combined data analysis, and has been analyzed using econometrics software (Eviews8). In general, results of the present study showed that in the period after the imposition of US sanctions against the Islamic Republic of Iran, managers' compensation has a significant direct relationship with company taking risk behavior. In the other part, the results showed that there is an inverse significant relationship between size of company and taking risk behavior of companies, whereas there is a direct significant relationship between the share of major shareholders of the company and taking risk of companies.

**Keywords:** Chief Executive Officer (CEOs), Executive compensation, Taking risk.

**JEL classification:** M1, G32, M12.

---

1. DOI: 10.22051/jaasci.2021.31280.1590

2. Ph.D of Finance Management, Tehran, Iran. Corresponding Author (ghadamyarimohammad@yahoo.com)

3. Assistant Professor of Accounting, Islamic Azad University, Shahryar Branch, Shahryar, Iran (hosseineslami62@gmail.com)



## تأثیر پاداش مدیران بر ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران<sup>۱</sup>

محمد قدمیاری<sup>۲</sup>، حسین اسلامی مفیدآبادی<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۱/۲۵

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۳/۲۵

مقاله پژوهشی

### چکیده

پژوهش حاضر باهدف بررسی تأثیر پاداش مدیران بر رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌ها در بازار سهام انجام شده است. برای رسیدن به این هدف، متغیر رفتار ریسک‌پذیری از طریق نوسانات بازده سهام اندازه‌گیری شده است. روش پژوهش هم از نوع توصیفی-کاربردی است. جامعه آماری پژوهش نیز شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به همین منظور، اطلاعات مالی مربوط به ۱۱۰ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ به روش تحلیل داده‌های ترکیبی جمع‌آوری و با استفاده از نرم‌افزار اقتصادسنجی (Eviews8) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. بر اساس نتایج این پژوهش، در دوره پس از اعمال تحریم‌های ایالات متحده آمریکا علیه جمهوری اسلامی ایران، پاداش مدیران با رفتار ریسک‌پذیری شرکت رابطه مستقیم و معنی‌داری دارد، نتایج نشان داد که اندازه شرکت اثر معکوس بر رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌ها دارد و این درحالی است که سهم سهامداران عمده شرکت اثر مستقیم و معنی‌داری بر ریسک شرکت داشتند.

واژه‌های کلیدی: مدیران اجرایی، پاداش مدیران، ریسک‌پذیری

طبقه بندی موضوعی: M1، G32، M12

DOI: 10.22051/jaasci.2021.31280.1590

۲. استادیار دانشگاه دانش البرز، دانشکده مدیریت و حسابداری، گروه مدیریت، نویسنده مسئول، (ghadamyarimohammad@yahoo.com)

۳. استادیار گروه حسابداری و مدیریت، واحد شهریار، دانشگاه آزاد اسلامی، شهریار، ایران، (hosseineslami62@gmail.com)

hossein\_eslami@shriau.ac.ir

## مقدمه

در مبانی نظری حوزه مالی و حسابداری، ریسک‌پذیری شرکت معادل ابهامات در خصوص بازده و جریان نقدی مورد انتظار ناشی از سرمایه‌گذاری تعریف می‌شود (رایت<sup>۱</sup> و همکاران، ۱۹۹۹). بر این اساس، ریسک‌گریزی در تصمیمات مدیران باعث سرمایه‌گذاری‌هایی با ریسک پایین و بالتبع پذیرفتن سرمایه‌گذاری‌هایی با فرصت‌های دارای ریسک و ارزش بالا می‌شود (اسمیت<sup>۲</sup> و همکاران، ۱۹۸۵؛ گای<sup>۳</sup>، ۱۹۹۹). مبانی نظری و مطالعات تجربی صورت گرفته تاثیر مثبت ریسک‌پذیری شرکت بر افزایش ثروت سهامداران را نشان می‌دهند (لو<sup>۴</sup>، ۲۰۰۹). در مقابل برخی مطالعات نشان داده‌اند که ریسک‌پذیری مدیران به عملکرد نامناسب شرکت منتهی می‌شود (مینتون<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۱۴).

در این راستا، به خطر انداختن سرمایه شرکت توسط مدیران منجر به ایجاد هزینه برای سهامداران شده که می‌تواند عملکرد شرکت را نیز تضعیف کند. در هر صورت ریسک، بخشی جدایی‌ناپذیر تمامی فعالیت‌های تجاری است و مدیریت اثربخش علاوه بر بهبود و پیش‌گیری از مشکلات مالی و انجام بودجه‌بندی سرمایه‌ای، فرایند تصمیم‌گیری شرکت را نیز بهبود می‌بخشد. به عبارتی، یکی از اصلی‌ترین وظایف مدیریت، سروکار داشتن با ریسک خاص شرکت است. ریسک‌پذیری، نقش بسیار با اهمیتی در حفظ مزیت رقابتی شرکت‌ها دارد و مدیران با فعالیت‌های مناسب و جسورانه و پذیرش درست ریسک، می‌توانند عملکرد شرکت را به سمت رشد اقتصادی بالاتر رهنمون سازند (محمد و ناپکوا<sup>۶</sup>، ۲۰۱۶).

بدین ترتیب، شرکت‌ها در محیط رقابتی، راهبردهای مختلفی را دنبال می‌کنند تا از این طریق سهم خود را در بازار افزایش داده و موانعی را برای ورود دیگران ایجاد نمایند. انتخاب هر راهبرد توسط مدیران اجرایی، مستلزم پذیرش سطح متفاوتی از ریسک است که به تبع، به گونه‌ای متفاوت بر ریسک اختصاصی شرکت تاثیر می‌گذارد. درحالی‌که انتخاب برخی راهبردهای تجاری، به دلیل افزایش سهم شرکت در بازار، آسیب‌پذیری شرکت در مقابل نوسانات کلان اقتصادی را کاهش داده و می‌تواند منجر به کاهش ریسک سامانمند (ریسک بازار) شرکت گردند، از سوی دیگر قادر به افزایش ریسک اختصاصی شرکت نیز هستند (نگوین<sup>۷</sup>، ۲۰۱۱). مطالعات صورت پذیرفته در مبانی

نظری حوزه مالی نشان می‌دهد که بازده سهام شرکت‌ها، تحت تاثیر ریسک خاص شرکت قرار دارد. با این حال، ممکن است مدیران با پذیرش ریسک کمتر یا بیشتر باعث کاهش ارزش شرکت شوند. بر اساس نظریه نمایندگی، مدیران هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری ریسک شخصی خود را نیز در نظر می‌گیرند، زیرا آنها نمی‌توانند همانند سهام‌داران از طریق تنوع‌بخشی (تشکیل سبد سرمایه‌گذاری متنوع)، ریسک شخصی خود را کاهش دهند (هاسکیسون<sup>۸</sup>، ۲۰۱۷).

بنابراین، از آنجا که سرمایه‌گذاری‌های ریسکی، ممکن است منجر به بروز بحران مالی و در پی آن مخدوش شدن امنیت شغلی مدیران شود، شرکت‌ها ممکن است از پذیرش چنین فرصت‌های سرمایه‌گذاری خودداری نمایند. ضمن آنکه پذیرش طرح‌های سرمایه‌گذاری پر ریسک، هزینه‌های اضافی نظیر محدود شدن رفتار فرصت‌طلبانه مدیران در سوءاستفاده از منابع شرکت را به آنها تحمیل خواهد نمود (هاسپر<sup>۹</sup>، ۲۰۱۲). جنسن و مک‌لینگ<sup>۱۰</sup> (۱۹۷۶)، نشان دادند که وجود یک سازوکار نظارتی قوی باعث کاهش تضاد منافع میان مدیران و مالکان می‌شود و مدیران را ترغیب می‌نماید که در راستای تامین منافع مالکان عمل نمایند. بر این اساس، انتظار می‌رود که نظارت قوی و پاداش مدیران موجب افزایش ریسک‌پذیری شرکت گردد. در این خصوص، مبانی نظری پیشین مانند بارو و بارو<sup>۱۱</sup> (۱۹۹۰)، جان<sup>۱۲</sup> و همکاران (۱۹۹۳) و جان و کیان<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۳)، نیز دریافته‌اند که شاخص‌های مختلف ریسک شرکت، باعث تغییر در پاداش مدیران اجرایی می‌شود که این متاثر از تغییر در ارزش سهام سهامداران است.

پس از بحران مالی (۲۰۰۸) میلادی آمریکا، انتقاد از پاداش‌های تشویقی مدیران اجرایی موسسات مالی مطرح شد. منتقدان اظهار داشتند که پاداش‌های مدیریتی زیاد، مدیران را تشویق می‌کند تا به ریسک‌ها بیش از حد معمول روی آورند، که به نوبه خود همین موضوع موجب بحران مالی می‌شود. بر این اساس، پژوهش حاضر، درستی این ادعا را با بررسی تاثیر پاداش مدیران اجرایی بر ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مورد بررسی و تحلیل قرار داده است. همچنین، این رابطه در دو دوره زمانی قبل از تحریم و پس از تحریم، بررسی و نتایج آن در این پژوهش مستند شده است.

بنابراین، با توجه به مسائل و مشکلات مطرح شده، این پژوهش باهدف بررسی رابطه بین پاداش مدیران اجرایی و رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران و اثر تحریم بر این رابطه انجام گرفته است و سعی دارد تا مبانی نظری و موضوعی تأثیر پاداش اجرایی بر ریسک‌پذیری شرکت را غنی‌سازی و توسعه دهد.

### مبانی نظری پژوهش

یکی از راهکارهای تأثیرگذار 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 (سجادی و همکاران، ۱۳۹۰). برنامه‌های انگیزشی در قالب پاداش، برای ایجاد منافع مشترک و هم‌راستا کردن منافع مدیران با منافع سهامداران می‌باشد. طراحی و اجرای درست برنامه انگیزشی نیازمند کسب شناخت کافی از عوامل، نظریه‌ها و دیدگاه‌های نظری درحوزه برنامه‌های انگیزشی و پاداش‌دهی مدیران است، زیرا برنامه انگیزشی بدون پشتوانه نظری و یا بدون هم‌خوانی با مبانی نظری، به‌طور حتم سبب کاهش مشکلات نمایندگی، انگیزش برای پیشینه کردن ارزش شرکت و منافع همه گروه‌های ذی‌نفع نخواهد شد (بنابی قدیم و واعظ، ۱۳۹۸).

در این راستا، در اواخر دهه ۸۰ تا اوایل دهه ۹۰ میلادی، بیشتر شرکت‌های بزرگ بین‌المللی برای برقراری رابطه میان حقوق مدیران ارشد خود با عملکرد آنها، به مدیران اجازه می‌دادند تا از حق خرید سهام شرکت به بهای پایه استفاده نمایند و در صورتی که عملکرد آنها منجر به رشد شرکت می‌گردید، 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 (فاطمی و همکاران ۲۰۰۳، ۱۴). به عبارتی، طرح‌های پاداش مدیران و استفاده از ابزارهای مالی برای ایجاد انگیزه و پرداخت پاداش به مدیران، ابتدا از شرکت‌های اروپایی آغاز گردید. در این شرکت‌ها از اوایل قرن بیستم پرداخت پاداش بر مبنای درآمدها معمول بود. سپس، شرکت‌های آمریکایی نیز با شرکت‌های

اروپایی طرح‌های انگیزشی و پاداش را بر مبنای درآمد تنظیم نمودند. امروزه، استفاده از ابزارهای مالی برای ایجاد انگیزه در شرکت‌ها، امری رایج و معمول است و ۹۷٪ از شرکت‌های سهامی عام در آمریکا این طرح‌ها را اجرا می‌نمایند (نمازی و سیرانی، ۱۳۸۳). در ایران، معمولاً بعد از اینکه صورت‌های مالی تهیه گردید، هیئت‌مدیره پاداش پیشنهادی خود را به اطلاع صاحبان سهام می‌رساند و آنها نیز با توجه به نظر خود و با در نظر گرفتن عملکرد مدیران، پاداش پیشنهادی را تعدیل و تصویب می‌نمایند (نصیری و امیر حسینی، ۱۳۹۴).

در قانون تجارت نیز بعد از تعیین مسئولیت و وظیفه هیئت‌مدیره، پاداش و تنبیه برای اعضای هیئت‌مدیره در نظر گرفته شده است. در مورد پاداش در قسمتی از ماده ۱۳۴ قانون تجارت آمده است: «در صورتی که در اساسنامه پیش‌بینی شده باشد مجمع عمومی می‌تواند تصویب نماید که نسبت معینی از سود خالص شرکت، به‌عنوان پاداش به اعضای هیئت‌مدیره تخصیص داده شود». قانون تجارت استفاده از ابزارهای مالی را برای پاداش توصیه کرده و همچنین، تصریح نموده که پرداخت پاداش به مدیران فقط با تصویب صاحبان سهام امکان‌پذیر است. در قانون، علاوه بر پاداش، یک مجموعه اقدامات تنبیهی نیز برای هیئت‌مدیره در نظر گرفته شده که از جمله می‌توان به مواد ۱۴۲، ۱۴۳ و ۲۵۸ قانون تجارت جمهوری اسلامی ایران اشاره کرد (حساس یگانه و باغومیان، ۱۳۸۵). باگات و رومانو<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۹) اعتقاد دارند که با وجود عدم یکنواختی قابل توجه در رویه‌های پرداخت بین شرکت‌ها، اکثر بسته‌های پاداش مدیران عامل شامل پنج جزء اصلی می‌باشد: حقوق، پاداش سالیانه، پرداخت‌ها از طریق طرح‌های انگیزشی بلندمدت، اعطای اختیارات غیرقابل معامله و اعطای سهام غیرقابل معامله. علاوه بر این، مدیران عامل اغلب مجموعه‌ای از طرح‌های بازنشستگی با مزایای از پیش تعیین شده، مزایای جانبی مختلف و پرداخت‌های مربوط به قطع همکاری، دریافت می‌نمایند. اهمیت نسبی این اجزای پاداش به‌طور قابل ملاحظه‌ای در طول زمان تغییر نموده است (نصیری، ۱۳۹۴). پیری و زنر<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۰) نیز بیان می‌نمایند، پاداش مدیرعامل از سال ۱۹۳۶ تا ۱۹۵۰ صرفاً از حقوق و پاداش‌های سالیانه تشکیل شده بود. به‌طور کلی، طرح‌های پاداش مدیران یعنی مشخص نمودن مبنایی جهت عوض دادن به تلاش و کوشش‌های مدیران است. این طرح‌ها بر مبنای انگیزه‌های مالی و یا غیرمالی برنامه‌ریزی می‌گردند.

در حال حاضر، زندگی به گونه‌ای ادامه می‌یابد که شرایط عدم اطمینان، بر کلیه امور و به علل مختلف، سایه افکننده و فرآیند تصمیم‌گیری را به کلی متحول ساخته است. تغییرات قیمت کالاهای اساسی، تغییر نرخ ارز، تغییر نرخ سود و همچنین تغییر قیمت سهام، مواردی هستند که سازمان‌های امروزی دائماً با آن دست به‌گریبان هستند. این تغییرات در کنار سایر تغییرات محیطی سازمان‌ها، باعث ظهور نظریات جدید علمی در حوزه مدیریت شده است، تا آنجا که نظریه آشوب مطرح گردیده و سازمان‌ها را در محیطی مملو از پیچیدگی و درعین حال قابل مدیریت، تصویر کرده است (راعی و سعیدی، ۱۳۹۲). دلیل وجودی هر واحد اقتصادی ایجاد ارزش برای ذی‌نفعان خود می‌باشد و همه شرکت‌ها با عدم قطعیت روبه‌رو هستند و یکی از چالش‌های مدیریت این است که چه مقدار عدم قطعیت را بپذیرد، به طوری که ارزش ثروت ذی‌نفعان رشد یابد. عدم قطعیت هم در مورد خطر و هم فرصت، همراه با احتمال از دست دادن یا افزایش ارزش مطرح می‌شود. یک مدیر واحد اقتصادی باید علی‌رغم وجود عدم قطعیت‌ها و ریسک‌ها و فرصت‌های وابسته به آن، واحد اقتصادی را به صورت مؤثر اداره نموده و بدین ترتیب ظرفیت ایجاد ارزش شرکت را افزایش دهد (بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۹۲). در این راستا، مالکیت شرکتی نیز از طریق مالکیت سهام، تاثیر چشم‌گیری بر روش کنترل شرکت‌ها دارد. به این ترتیب، مالکان، اداره شرکت را به مدیران تفویض کردند و بازارهای بورس اوراق بهادار شکل گرفت. یکی از ابزارهای تخصیص بهینه منابع، بازارهای اوراق بهادار می‌باشد. بنابراین، هر مشکلی که در بازار مذکور به وجود آید، تنها مسئله اقتصادی نیست، بلکه به مسئله‌ای اجتماعی مبدل می‌شود که در آن منافع عمومی جامعه به خطر خواهد افتاد. برای حل و فصل مشکلات مذکور، یکی از مفاهیم بااهمیت مطرح شده در دو دهه اخیر، مفهوم حاکمیت شرکتی است. دو دیدگاه نظری عمده شامل نظریه نمایندگی و تئوری ذی‌نفعان، در این مورد مطرح است که هر یک از آنها به صورت متفاوت به موضوع حاکمیت شرکتی می‌نگرند. نظریه نمایندگی به مشکل کارگزار و کارگمار و نظریه ذی‌نفعان به مشکل کارگزار و ذی‌نفعان می‌نگرند (حساس یگانه و داداشی، ۱۳۸۹). حاکمیت شرکتی به معنای قوانین، مقررات، ساختارها، فرهنگ‌ها و نظام‌هایی است که موجب دست‌یابی به هدف‌های پاسخ‌گویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی‌نفعان می‌شود. حاکمیت شرکتی پیش از هر چیز، حیات بنگاه اقتصادی در درازمدت را هدف قرار داده و درصدد است تا از منافع سهامداران در مقابل مدیریت سازمان‌ها حفاظت کند (حساس یگانه، ۱۳۸۸).

مبانی نظری راهبری شرکتی مدت‌ها است که تأثیر بسیاری از مؤلفه‌های آن همچون ساختار و ترکیب هیئت‌مدیره، جلسات هیئت‌مدیره، پاداش، ارزیابی عملکرد، کنترل مدیرعامل و غیره را بر ریسک اختصاصی و درنهایت عملکرد شرکت‌ها شناسایی نموده است. پس از وقوع بحران‌های مالی در دو دهه اخیر، تأکید فراوانی بر نقش هیئت‌مدیره در مدیریت ریسک شرکت شده است. یکی از پیشنهاد‌های کلیدی بررسی واکر (مرجع راهبری شرکتی صنعت بانک‌داری انگلستان)، تعیین هیئت‌مدیره به‌عنوان مسئول تعیین سطح مناسب ریسک موردپذیرش است. موارد فوق نشان می‌دهند که هم‌سو نمودن منافع و افزایش کنترل، ضمن تأثیر بر سطح پذیرش ریسک، بر عملکرد عملیاتی و ارزش بازار شرکت نیز تأثیر می‌گذارند (اخییل<sup>۱۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۷). دو زمینه در مبانی نظری عمومی اقتصادی وجود دارد که رابطه بین رضایت مدیران شرکت و رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌ها را بررسی می‌کند. اولین زمینه تحقیقاتی، ریسک شرکت را به‌عنوان یک عامل برای تعیین تشدید پاداش مدیران معرفی می‌کند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶؛ اسمیت و وات، ۱۹۹۲؛ گاور و گاور، ۱۹۹۳؛ کور<sup>۱۸</sup> و همکاران، ۱۹۹۹؛ مورفی، ۱۹۹۹؛ لو، ۲۰۰۹). به‌عبارت‌دیگر در این تحقیقات، پاداش به‌عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته می‌شود، درحالی‌که ریسک یک متغیر مستقل قلمداد می‌شود. دومین زمینه پژوهش‌هایی هستند که دیدگاه مخالف را مطرح می‌کنند (پالیا و پورتر، ۲۰۰۴؛ چن و همکاران، ۲۰۰۶؛ کولز<sup>۱۳</sup> و همکاران، ۲۰۰۶؛ بلخیر و چازی، ۲۰۱۰؛ فورتنو و همکاران، ۲۰۱۰؛ بای و الیاسیانی، ۲۰۱۳؛ گوو و همکاران، ۲۰۱۴؛ و نشان می‌دهند که پاداش مدیران اجرایی، رفتارهای متفاوت ریسک‌پذیرانه در شرکت‌ها را تشدید می‌کند. تجزیه و تحلیل انجام‌شده در این پژوهش با نظریه دوم همراهی می‌کند. به‌عبارتی، در این پژوهش ریسک شرکت، به‌صورت تابعی از پاداش مدیران در نظر گرفته شده است.

### پیشینه پژوهش

#### - پیشینه خارجی

لو (۲۰۰۹)، بررسی کرد که چگونه پاداش‌های مبتنی بر سهام، رفتارهای ریسک‌پذیری مدیران را تحت تأثیر قرار می‌دهد و این به‌نوبه خود ثروت سهامداران را تحت تأثیر قرار می‌دهد. او با استفاده



از رگرسیون مقطعی برای دوره‌های ۱۳۸۲ تا ۱۹۸۴ و برای ۲۰۵ شرکت آمریکایی دریافت که در مورد شرکت‌هایی که پاداش‌های مبتنی بر سهام ندارند افزایش کنترل‌های بیرونی از طریق سهامداران شرکتی، باعث کاهش ریسک خواهد شد.

جیانگ و همکاران<sup>۲۸</sup> (۲۰۰۹)، تاثیر ساختار مالکیت بر رابطه پاداش مدیران و عملکرد شرکت را بررسی نمودند. این پژوهش بر روی شرکت‌های نیوزیلند طی دوره زمانی ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۵، انجام شد. یافته‌های پژوهش حاکی از آن بود، که در شرکت‌هایی که دارای ساختار مالکیت متمرکز هستند، رابطه بین پاداش مدیران و عملکرد شرکت منفی بوده و در شرکت‌هایی که دارای ساختار مالکیت متمرکز نیستند، رابطه بین پاداش مدیران و عملکرد شرکت مثبت است.

بلخیر و چازی (۲۰۱۰)، شاخصی برای اندازه‌گیری حساسیت پاداش مدیران به نوسانات بازار سهام ارائه نمودند و تاثیر آن را بر رفتار ریسک شرکت و برای ۱۵۶ بانک و ۵۴۴ شرکت فعال در صنایع غیر از صنایع مالی طی سال‌های ۱۹۹۳ تا ۲۰۰۶ میلادی بررسی کردند. آنها دریافتند که شرکت‌هایی با حساسیت بالا، رفتارهای ریسک‌پذیرانه بیشتری انجام می‌دهند. آنها، این پژوهش را با بررسی حساسیت جبران برای شرکت‌های هلدینگ بانک، نیز انجام دادند و مشاهده کردند که حساسیت بیشتر پاداش‌های مدیرعامل به ریسک سهام منجر به رفتار ریسک‌پذیرانه بیشتری می‌شود.

بای و الیاسانی<sup>۲۹</sup> (۲۰۱۳)، رابطه بین ریسک ورشکستگی و پاداش مدیران اجرایی در هولدینگ‌های بانکی، بررسی کردند. آنها از شاخص حساسیت مدیرعامل نسبت به ریسک و نابرابری سهم مشارکت مدیران اجرایی با سایر مدیران، به‌عنوان شاخصی برای پاداش مدیران استفاده کردند. نتایج این بررسی نشان داد که پاداش بالاتر به علت عدم رعایت مقررات صنعت مالی، منجر به بی‌ثباتی بیشتر بانک می‌شود و ارتباط بین ثبات بانکی و پاداش مدیران دوطرفه است. همچنین، پاداش پس از تاثیر عامل اندازه، ریسک را بیشتر می‌کند و موضوع دیگر اینکه افزایش نابرابر حقوق و مزایا، اثرات معکوسی بر ریسک دارد.

گو و همکاران (۲۰۱۵)، ارتباط بین ترکیب پاداش‌های مدیران اجرایی و ریسک‌پذیری شرکت‌های هلدینگ بانکی را مورد بررسی قرار دادند. آنها این موضوع که آیا پاداش مدیران اجرایی در بانک‌های بزرگ موجب به وجود آمدن مسئله خطر اخلاقی می‌شود و همچنین ارتباط بین پاداش مدیران اجرایی بانک‌ها و ریسک شرکت قبل و در طی بحران مالی ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۸، چگونه است، را بررسی کردند. آنها دریافتند که افزایش در پاداش کوتاه‌مدت و بلندمدت منجر به افزایش ریسک شرکت می‌شود.

باتالیا و گالو<sup>۳۰</sup> (۲۰۱۷)، برخلاف بای و الیاسیانی (۲۰۱۳)، پژوهشی تحت عنوان هیئت‌مدیره قوی، تمرکز مالکیت و ریسک‌پذیری سیستماتیک بانک‌های اتحادیه اروپا با استفاده از شواهدی از بحران مالی انجام دادند و دریافتند که رابطه منفی بین ریسک سیستماتیک و حساسیت به ریسک جبران خدمات مدیرعامل، وجود دارد. از سوی دیگر، آنها نشان دادند که هیچ‌گونه ارتباطی بین ریسک‌های خاص و انگیزه‌های ریسک‌مدیریتی، وجود ندارد. البته، هدف عمده آنها در خصوص بررسی تاثیر انگیزه‌های ریسک‌پذیری مدیریتی بر ریسک سیستمیک موسسات مالی، بیشتر توسعه مبانی نظری پیشین بود.

اقبال و وهاما<sup>۳۱</sup> (۲۰۱۹)، طی پژوهشی به موضوع ارتباط بین تمایلات ریسک‌پذیری مدیریتی و ریسک سیستمیک موسسه‌های مالی بانگیزه‌های ریسک‌پذیری و جبران خدمات مدیران ارشد پرداختند آنها نشان دادند که ارتباط منفی و معنی‌داری بین ریسک سیستمیک و حساسیت‌های مدیرعامل و جبران خدمات مالی مدیرعامل به نوسانات بازده سهام وجود دارد. همچنین، نتایج آنها نشان داد که موسسات مالی بانگیزه‌های بیشتری برای ریسک‌پذیری مدیریتی در اوج بحران مالی در سال ۲۰۰۸، با سطوح بالاتری از خطر سیستمیک در ارتباط بودند. به‌طور کلی، یافته‌های تجربی آنها نشان داد که ارتباط بین تمایلات ریسک‌پذیری مدیریتی و ریسک سیستمیک بانک‌ها، مبهم است و باگذشت زمان پایدار نیست.

چو و همکاران<sup>۳۲</sup> (۲۰۲۰)، طی پژوهشی به موضوع جبران خدمات مدیران اجرایی و ریسک‌پذیری شرکت‌ها با شواهدی از قراردادهای وام بخش خصوصی پرداختند. آنها، با استفاده از رویکردی

متفاوت دریافتند که شکاف قبل و بعد وام‌های ارائه شده به شرکت‌های تجاری با اعمال استاندارد حسابداری مالی (FAS.123R) به میزان قابل توجهی کاهش یافته است. همچنین، آنها دریافتند شرکت‌های دارای هزینه نمایندگی بیشتر با تغییر ریسک بیشتری مواجه هستند. علاوه بر این، وام‌های شرکت‌های تحت بررسی با اعمال استانداردهای حسابداری مالی (FAS.123R) که مصوب هیئت تدوین استانداردهای حسابداری مالی (FASB) بوده، دارای الزامات و وثیقه‌های کمتر و سرمایه‌گذاری محدودتری، بوده‌اند.

جاکو و پرسکات<sup>۳۳</sup> (۲۰۲۰)، طی پژوهشی به موضوع جبران خدمات بانکداران، عملکرد نسبی و ریسک بانکی پرداختند. آنها در این خصوص اظهار نمودند که قراردادهای بهینه عملکرد نسبی، به صورت کاربردی به عنوان معیاری برای تعیین دستمزد به همراه پاداش‌های مرتبط با عملکرد فردی و عملکرد کلی شرکت قابل اجرا و اعمال هستند. آنها معتقدند که ارتباط بین پرداخت مبتنی بر عملکرد و ریسک بانکی به همبستگی بازده بستگی دارد. اگر بازده کارکنان بی‌ارتباط باشد، شکل پرداخت برای ریسک بی‌ارتباط است و اگر بازده کاملاً وابسته باشد، دستمزد پایین امکان رفتار ریسک‌پذیری را نشان خواهد داد.

#### - پیشینه داخلی

سجادی و همکاران (۱۳۹۰)، طی پژوهشی به بررسی رابطه بین طرح‌های پاداش مدیران و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این بررسی نشان داد که رابطه معنی‌داری بین پاداش پرداختی به مدیران با معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد (نظیر ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل‌شده) وجود دارد. همچنین، یافته‌ها حاکی از رابطه معنی‌دار بین درصد مالکیت سهام مدیران با ارزش افزوده بازار و عدم رابطه معنی‌دار با دیگر معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد بود.

بنابی قدیم و واعظ (۱۳۹۸)، طی پژوهشی به بررسی رویکردهای نظری نسبت به شکل‌گیری پاداش پرداختند. آنها در پژوهش خود بیان کردند که برنامه‌های انگیزشی در قالب پاداش برای ایجاد منافع

مشترک وهم‌راستا کردن منافع مدیران با منافع سهامداران می‌باشد. آنها در نهایت در پژوهش خود، رویکردهای نظری در طراحی و شکل‌گیری پاداش مدیران در قالب سه رویکرد ارزشی، نمایندگی و نمادین را معرفی نمودند.

دریائی و همکاران (۱۳۹۸)، طی پژوهشی رابطه پاداش هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری را با نقش تعدیل‌گر دوگانگی مدیرعامل در صنعت بانک‌داری بررسی نمودند. نتایج پژوهش آنها نشان داد رابطه منفی و معنی‌داری بین پاداش نقدی هیئت‌مدیره و ریسک‌پذیری بانک وجود دارد. آنها بیان کردند که پاداش نقدی وابسته به پرداخت بدهی بانک است و می‌تواند رفتار ریسک‌پذیری هیئت‌مدیره را به دلیل از دست دادن درآمد آنها، کاهش دهد. از سوی دیگر، آنها نشان دادند که متغیر تعدیل‌گر دوگانگی مدیرعامل، رابطه مذکور در صنعت بانک‌داری را تحت تاثیر قرار نداد. به عبارت دیگر، وجود دوگانگی مدیرعامل نتوانست اثر افزایشی (کاهش) بر رابطه بین متغیرهای پژوهش داشته باشد.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به‌مرور مبانی نظری و پیشینه تجربی مرتبط با پژوهش حاضر دو فرضیه زیر مطرح می‌شود:

**فرضیه اول:** بین پاداش مدیران اجرایی و رفتار ریسک‌پذیری شرکت، رابطه وجود دارد.

**فرضیه دوم:** رابطه بین پاداش مدیران اجرایی با ریسک شرکت، قبل و بعد از اعمال تحریم مالی علیه ایران در سال ۱۳۹۱ یکسان است.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر باهدف بررسی تاثیر پاداش مدیران بر رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌ها در بازار سهام انجام شده است. بر این اساس، متغیر رفتار ریسک‌پذیری از طریق نوسانات بازده

سهام اندازه گیری شده است. روش پژوهش هم از نوع توصیفی- کاربردی است. جامعه آماری پژوهش نیز شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به همین منظور، اطلاعات مالی مربوط به ۱۱۰ شرکت طی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ به روش تحلیل داده های ترکیبی جمع آوری شده است و با استفاده از نرم افزار اقتصاد سنجی ایویوز (Eviews8) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است.

### مدل تجربی پژوهش

برای آزمون فرضیه های پژوهش و به تبعیت از پژوهش ابروکوا<sup>۳۴</sup> و همکاران (۲۰۱۸) از الگوهای زیر که به صورت پانل دیتا تخمین زده می شود، استفاده خواهد شد:

(۱)

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 Pct\_bonus_{i,t-3} + \beta_2 Pct\_LTIncent_{i,t-3} + \beta_3 X_{i,t-3}$$

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 Pct\_bonus_{i,t-3} + \beta_2 Pct\_LTIncent_{i,t-3} + \beta_3 D * Pct\_bonus_{i,t-3} + \beta_4 D * Pct\_LTIncent_{i,t-3} + \beta_3 X_{i,t-3}$$

### متغیرهای پژوهش

#### متغیر وابسته

ریسک شرکت ( $R_{i,t}$ ): لگاریتم انحراف معیار ۳۶ ماهه بازده شرکت (i) در سال (t) است.

#### متغیر مستقل

پاداش مدیران ( $Pct\_bonus$ ): بازده دارایی های شرکت (i) در سال (t) است.

پاداش مدیران ( $Pct\_LTIncent$ ): پاداش مدیران بر مبنای بازده حقوق صاحبان سهام و مبتنی بر شاخص پاداش مدیران است که در پژوهش آنگک<sup>۳۵</sup> و همکاران (۲۰۰۲) و بنستون و اوان<sup>۳۶</sup> (۲۰۰۶) بکار گرفته شده است.

$$Pct_{bonus} = ROA * Bonus \quad (2)$$

که در آن داریم؛ پاداش پرداختی (*Bonus*): نشان‌دهنده نسبت پاداش پرداختی سال جاری تقسیم بر مجموع پاداش‌های پرداخت‌شده در ۳ سال متوالی گذشته است. نرخ بازده دارایی‌ها (*ROA*): در این پژوهش بیانگر نرخ بازده دارایی‌های شرکت بوده که از تقسیم سود (زیان) خالص پس از کسر مالیات برکل دارایی‌های شرکت (*i*) در سال (*t*) حاصل شده است.

$$Pct_{LTIncent} = ROE * Bonus \quad (3)$$

که در آن داریم: پاداش پرداختی (*Bonus*) که نشان‌دهنده نسبت پاداش پرداختی سال جاری تقسیم بر مجموع پاداش‌های پرداخت‌شده در ۳ سال متوالی گذشته است. در این پژوهش متغیر (*ROE*) هم نرخ بازده حقوق صاحبان سهام شرکت بوده که از تقسیم سود (زیان) خالص پس از کسر مالیات بر حقوق (سهام) صاحبان سهام حاصل شده است.

### متغیرهای کنترلی

**اندازه شرکت (*Size*):** بیاتگر اندازه شرکت که از طریق لگاریتم گیری با پایه طبیعی از دارایی‌های کل شرکت (*i*) در سال (*t*) به دست می‌آید.

**نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (*ROE*):** نشان‌دهنده نرخ بازده حقوق صاحبان سهام بوده که از طریق تقسیم سود (درآمد) خالص بر میانگین حقوق صاحبان سهام شرکت (*i*) در سال (*t*) به دست می‌آید.

**نسبت مالکیت یا نسبت سهام‌داری (*Shhold*):** بیانگر نسبت سهم سهامداران عمده به کل سهام شرکت (*i*) در سال (*t*) است.

**متغیر دامی (*Di, t*):** بیانگر متغیر مجازی برای تفکیک سال‌های تحریم از سال‌های پیش از اعمال تحریم در شرکت (*i*) در سال (*t*) است.

## تجزیه و تحلیل داده‌ها و بیان یافته‌های پژوهش

## آمار توصیفی

آماره توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره ۱ ارائه شده است.

نگاره (۱): آمارهای توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرهای پژوهش	نماد متغیرهای پژوهش	میانگین	انحراف معیار	بیشترین	کمترین
ریسک	$R_{i,t}$	۰/۷۱۲	۰/۰۶۳	۲/۹۸۳	۰/۰۱۱
پاداش مدیران بر مبنای بازده دارایی	$Pct\_bonus_{i,t-3}$	۰/۹۲۴	۰/۲۸۶	۵/۶۹۱	۰/۰۰۷
پاداش مدیران بر مبنای بازده حقوق صاحبان سهام	$Pct_{LTIncent}$	۰/۰۸۸	۰/۸۱۱	۰/۴۸۳	-۰/۲۹۱
اندازه شرکت	$Size$	۰/۱۴۹	۰/۱۱۴	۰/۸۰۵	۰/۱۳۲
بازده دارایی‌ها	$ROE$	۵/۸۹۴	۰/۰۹۷	۸/۰۱۵	۰/۰۰۲
سهم سهامداران عمده	$Shhold$	۰/۰۰۴	۰/۶۹۳	۰/۲۰۱	-۰/۰۲۰

همان‌طور که نگاره ۱ نشان می‌دهد، در بین متغیرهای پژوهش، بیشتر میانگین مربوط به متغیر بازده دارایی‌ها (۸۹۳۸۵) و کمترین مقدار میانگین مربوط به متغیر سهم سهامداران عمده (۰/۰۰۳۷)، است. همچنین، میانگین عددی سایر متغیرهای پژوهش هم بین این دو عدد مذکور قرار گرفته‌اند. بیشترین نوسان مربوط به متغیر پاداش مدیران بر حسب بازده دارایی‌ها، است. بیشترین مقدار مربوط به بازده دارایی‌ها با عدد (۸/۰۱) و کمترین مقدار متغیر، مربوط به شاخص دوم پاداش با عدد (-۰/۲۹) است.

اینکه متغیرهای پژوهش در بازه ذکر شده هستند، نشان می‌دهد که مدل از لحاظ همگنی مشکلی ندارد.

نگاره (۲): نتایج آزمون  $F$  (لیمر) برای انتخاب روش تلفیقی (Pooling) یا ترکیبی (Panel)

مدل	آماره اف	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
مدل ۱	۳/۴۹۳	۰/۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود (روش داده‌های پانل انتخاب می‌شود)
مدل ۲	۵/۹۸۷	۰/۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود (روش داده‌های پانل انتخاب می‌شود)

همان‌گونه که در نگاره ۲ دیده می‌شود، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، در این مدل فرض صفر آزمون رد شده است. بنابراین، باید از روش داده‌های تابلویی استفاده نمود. برای انتخاب بین مدل اثرات تصادفی یا اثرات ثابت از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج آزمون هاسمن برای مدل‌های پژوهش به شرح نگاره ۳ می‌باشد:

نگاره (۳): نتایج آزمون هاسمن برای انتخاب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی

مدل	آماره خی‌دو	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
مدل ۱	۵/۵۳۸	۰/۱۳۶	$H_0$ پذیرفته می‌شود (روش اثرات تصادفی مناسب است)
مدل ۲	۵/۹۶۳	۰/۲۴۱	$H_0$ پذیرفته می‌شود (روش اثرات تصادفی مناسب است)

نتایج آزمون  $F$  (لیمر) که نتایج آن در نگاره ۲ ارائه شده است، برای انتخاب روش تلفیقی (Pooling) یا ترکیبی (Panel) بوده، اما در جدول ۳ نتایج آزمون هاسمن برای انتخاب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی ارائه شده است. نتایج بیانگر آن است که در برآورد مدل (۱)، مدل (۲) و آزمون فرضیه‌های پژوهش می‌بایست از روش اثرات تصادفی استفاده نمود که در ادامه ارائه شده است.

### تخمین مدل و آزمون فرضیه‌های پژوهش

در این بخش از پژوهش حاضر با توجه به مرور مبانی نظری و پیشینه تجربی مرتبط با پژوهش حاضر تخمین مدل‌های تجربی و آزمون فرضیه‌های پژوهش انجام شده است. به طوری که در ادامه نتایج مربوطه به فرضیه در جدول ۴ و جدول ۵ ارائه شده است.



## نگاره (۴): ضرایب مدل بدون در نظر گرفتن اثر تحریم‌ها

متغیرهای پژوهش	نماد متغیر در مدل	ضریب	انحراف معیار	آماره تی	احتمال
عرض از مبدا	<i>C</i>	۲/۵۵۱۳	۰/۴۳۸۳	۵/۸۲۰۸	۰/۰۰۰۰
شاخص پاداش مدیران بر مبنای بازده دارایی	$Pct\_bonus_{i,t-3}$	۰/۱۷۶۶	۰/۰۵۹۱	۲/۹۸۶۳	۰/۰۰۲۹
شاخص پاداش مدیران بر مبنای بازده حقوق صاحبان سهام	$Pct_{LTIncent}$	۰/۰۲۹۳	۰/۱۱۳۷	۰/۲۵۷۷	۰/۷۹۶۷
بازده دارایی	<i>ROA</i>	-۳/۱۴۲۴	۰/۹۱۹۴	-۳/۴۱۷۸	۰/۰۰۰۷
بازده حقوق صاحبان سهام	<i>ROE</i>	۰/۲۴۲۲	۰/۰۸۵۰	۲/۸۴۹۵	۰/۰۰۴۵
اندازه شرکت	<i>Size</i>	-۰/۲۶۵۳	۰/۰۵۹۲	-۴/۴۷۸۸	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	$R^2$	۰/۵۴۸۹		آماره دورین واتسون	۱/۸۵۶۷
ضریب تعیین تعدیل شده	$Adjust.R^2$	۰/۵۳۵۸		احتمال آماره اف	۰/۰۰۰۰
آماره اف	<i>F-statistic</i>	۹/۲۶۲۱			

نتایج مربوط به تخمین فرضیه اول پژوهش در نگاره ۴ ارائه شده است. همان‌طور که نشان می‌دهد، متغیر بازده دارایی‌های شرکت رابطه معکوس و معنی‌داری با نوسانات بازده شرکت دارد. بر این اساس، این نتایج نشان می‌دهد شرکت‌هایی که دارای وضعیت بنیادی و روند سودآوری آتی مطمئن و مناسبی بودند، روند بازده سهام آنها در بازار سهام نیز به صورت یک‌نواخت بوده است. همچنین، نتایج نشان داد که متغیر سهامداران عمده شرکت رابطه مستقیم و معنی‌داری با ریسک مالی (ریسک بازده سهام) شرکت، دارد. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که افزایش تعداد سهامداران عمده و انحصار سهام شرکت‌ها در اختیار سهامداران عمده، می‌تواند عامل بی‌ثباتی در وضعیت شرکت باشد. علاوه بر این، متغیر اندازه شرکت به‌عنوان متغیر کنترلی، رابطه معکوس و معنی‌داری با سهام شرکت دارد. این نتایج نشان می‌دهد که با فرض ثابت بودن سایر عوامل از جمله سهم سهامداران عمده، هر چه اندازه شرکت بزرگ‌تر باشد، امکان ایجاد نوسان سهام نیز در آن شرکت، کمتر است. در نهایت این‌که، اثر معنی‌دار شاخص پاداش مدیران اجرایی نشان می‌دهد که افزایش پاداش مدیران اجرایی شرکت، باعث افزایش در ریسک مالی (ریسک بازده سهام) شرکت می‌شود. به‌طور کلی، نتایج نشان می‌دهد که ملل برآورد شده از برآزش خوبی برخوردار بوده و دارای توان یا قدرت تبیین بالایی نسبت به پیش‌بینی متغیر وابسته ملل، یعنی ریسک بازده سهام است. به عبارتی، حدود ۵۴٪ از تغییرات ریسک بازده سهام شرکت توسط متغیرهای ملل تبیین می‌شود. همچنین، مقدار آماره اف، نیز نشان می‌دهد که ملل به‌طور کلی معنی‌دار است و مقدار آماره دورین واتسون نشان می‌دهد که ملل دارای شرایط خود همبستگی نمی‌باشد.

نگاره (۵): ضرایب مدل با در نظر گرفتن اثر تحریم‌ها

متغیرهای پژوهش	نماد متغیر در مدل	ضریب	انحراف معیار	آماره تی	احتمال
عرض از مبدا	C	۲/۵۲۷۶۱	۰/۴۳۴۹	۵/۸۱۳۳۴	۰/۰۰۰۰
شاخص پاداش مدیران بر مبنای بازده دارایی	$Pct\_bonus_{i,t-3}$	۰/۱۲۹۷	۰/۰۹۰۲	۱/۴۳۸۹	۰/۱۵۰۷
شاخص پاداش مدیران بر مبنای بازده حقوق صاحبان سهام ( $Pct_{LTIncent}$ )	$Pct_{LTIncent}$	۰/۰۸۴۶	۰/۱۵۵۲	۰/۵۴۴۹	۰/۵۸۶۰
شاخص پاداش مدیران بر مبنای بازده دارایی	$(Pct\_bonus_{i,t-3})-(۹۱)$	۰/۲۰۰۹	۰/۱۰۰۴	۲/۰۰۱۳	۰/۰۴۵۸
شاخص پاداش مدیران بر مبنای بازده حقوق صاحبان سهام	$(Pct_{LTIncent})-(۹۱)$	۰/۲۰۴۵۱	۰/۱۲۶۵	۱/۶۱۶۳	۰/۱۰۶۶
بازده دارایی	ROA	-۳/۳۸۱۱	۱/۰۱۰۹	-۳/۳۴۴۶	۰/۰۰۰۹
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰/۲۵۹۳	۰/۰۸۳۴	۳/۱۰۸۲	۰/۰۰۲۰
اندازه شرکت	Size	-۲/۲۷۷۶	۰/۵۷۷	-۴/۸۱۴۳	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	$R^2$	۰/۵۳۶۵	آماره دورین واتسون		۱/۹۵۷۹
ضریب تعیین تعدیل شده	$AdjustR^2$	۰/۵۲۱۵	احتمال آماره اف		۰/۰۰۰۰
آماره اف	F-statistic	۱۱/۲۵۸			

نتایج مربوط به تخمین فرضیه دوم پژوهش در نگاره ۵ ارائه شده است. همان‌طور که نشان می‌دهد، در تأیید نتایج مدل قلبی، نتایج مدل دوم نیز نشان‌دهنده آن است که متغیر بازده دارایی‌های شرکت رابطه معکوس و معنی‌داری با نوسانات بازده شرکت دارد. بر این اساس، شرکت‌هایی با وضعیت بنیادی و روند سودآوری مطمئن و مناسب، نسبتاً روند بازده سهام آنها در بازار سهام دارای نوسانات کمتر و بازده مطلوب‌تری هستند. همچنین، نتایج نشان داد که متغیر سهامداران عمده شرکت رابطه مستقیم و معنی‌داری با ریسک مالی (ریسک بازده سهام) شرکت دارد. همچنین، وجود سهامداران عمده زیاد و حجم بالای سهام در اختیار این دسته از سهامداران، می‌تواند عاملی برای ایجاد بی‌ثباتی در وضعیت کلی شرکت باشد. نتایج پژوهش نشان داد که متغیر اندازه شرکت رابطه معکوس و معنی‌داری با متغیر بازده سهام شرکت دارد. این نشان می‌دهد که با ثابت بودن سایر عوامل از جمله سهم سهامداران عمده، هرچه متغیر اندازه شرکت بزرگ‌تر باشد، امکان ایجاد نوسان در بازده سهام شرکت در بازار سهام، نسبتاً کمتر است. علاوه بر این، به‌طور کلی نتایج، نشان‌دهنده آن است که شاخص مربوط به پاداش مدیران در مدل معنی‌دار نیست و می‌تواند از مدل رگرسیونی برآورد شده حذف گردد، اما در بازه زمانی پس از دوران تحریم شاخص مربوط به پاداش مدیران اثر معنی‌داری بر ریسک مالی (ریسک بازده سهام) شرکت دارد. این نشان می‌دهد که تنها پس از دوره تحریم، افزایش پاداش مدیران اجرایی شرکت باعث افزایش در ریسک مالی (ریسک بازده سهام) شرکت، شده است. بنابراین در مقایسه با نتایج فرضیه اول پژوهش، نتایج نشان می‌دهد که وقوع تحریم باعث شده است که پرداخت پاداش به مدیران باعث افزایش ریسک مالی (ریسک بازده سهام) گردد.

به طور کلی، می توان بیان نمود که نتایج آماره های به دست آمده ناشی از آزمون فرضیه دوم پژوهش، نشان می دهد که مدل برآورد شده از برازش خوبی برخوردار بوده و دارای توان یا قدرت تبیین بالایی نسبت به پیش بینی متغیر وابسته مدل یعنی ریسک بازده سهام است. به عبارتی، حدود ۵۳٪، از تغییرات ریسک بازده سهام شرکت توسط متغیرهای مدل تبیین می شود. همچنین، مقدار آماره اف نیز نشان می دهد که مدل به طور کلی معنی دار است و مقدار آماره دورین واتسون نیز، نشان می دهد که مدل دارای شرایط خودهمبستگی نمی باشد.

### نتیجه گیری

پژوهش های پیشین نشان داده اند که پاداش مدیران اجرایی بر ریسک شرکت در صنعت خدمات مالی تاثیر می گذارد، اما برخی از پژوهشگران بیان نمودند که طرح های جبران خدمات مدیران مختلف در صنایع غیرمالی، متفاوت است. بر این اساس، در این پژوهش به بررسی و مطالعه تاثیر پاداش مدیران اجرایی به درک عمومی در خصوص ریسک مالی شرکت، پرداخته شد. به عبارتی، این پژوهش باهدف بررسی تاثیر پاداش مدیران بر رفتار ریسک پذیری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. در این پژوهش مطابق روش انگ و همکاران (۲۰۰۲) و بنستون و اوان (۲۰۰۶) پاداش مدیران اجرایی به عنوان متغیر مستقل بوده و نشان دهنده پاداش مدیران بر مبنای بازده دارایی و پاداش مدیران بر مبنای بازده حقوق صاحبان سهام است.

همچنین، ریسک شرکت هم به عنوان متغیر وابسته و از طریق انحراف معیار بازده سهام اندازه گیری شد. نتایج این پژوهش نشان داد که به طور کلی و به خصوص در دوره پس از تحریم ها، پاداش مدیران با ریسک شرکت رابطه مستقیم و معنی داری دارد و باعث افزایش آن می شود. بر این اساس، نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش های پیشین قابل مقایسه است.

همان طور که نتایج نشان داد در این پژوهش رابطه آماری بین پاداش مدیران با ریسک شرکت مثبت گزارش شده است، در حالی که برخی پژوهش های پیشین نظیر پالیا و پورتر (۲۰۰۴)، جان و همکارانش (۲۰۰۰)، لو (۲۰۰۹)، بای و الیاسانی (۲۰۱۳)، نشان می دهند که پاداش مدیران، رفتارهای ریسک پذیری توسط مدیران را کاهش می دهند. همچنین، در برخی از پژوهش های قبلی همچون بلخیر و چازی (۲۰۱۰)، جیانگ و همکاران (۲۰۰۹)، رابطه آماری بین پاداش مدیران با ریسک شرکت مثبت گزارش شده است.

البته، جیانگ و همکاران (۲۰۰۹)، نشان دادند شرکت‌هایی که دارای ساختار مالکیت متمرکز نیستند، رابطه بین پاداش مدیران و عملکرد شرکت آنها، مثبت است. علاوه بر این، یکی از نتایج ارزشمند این پژوهش شناخت رابطه آماری معنی‌دار بین تحریم‌های بانکی و رابطه بین جریان خسارات درازمدت مدیران و ریسک شرکت است. به عبارتی، تحریم‌های بانکی رابطه بین جریان خسارات درازمدت مدیران و ریسک شرکت را تشدید می‌کند.

نتایج این پژوهش حاکی از آن است که اندازه شرکت اثر معکوسی بر ریسک شرکت دارد، در حالی که سهم سهامداران عمده شرکت اثر مستقیم، بر ریسک شرکت دارد. در نهایت، به‌منظور تقویت مبانی نظری مربوط به حوزه مورد بررسی پژوهش حاضر، یعنی حوزه موضوعی تأثیرگذاری پاداش مدیران بر ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیشنهاد می‌شود که پژوهشگران در پژوهش‌های آتی به موضوعات زیر بپردازند و نتایج خود را با نتایج پژوهش حاضر مورد مقایسه قرار دهند:

- بررسی و تبیین رابطه بین منافع شخصی مدیران و سهامداران و ارتباط آن با میزان بازده و نوسان

سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران.

- طراحی و تبیین الگویی به‌منظور پیش‌بینی بازده و نوسانات سهام بر اساس عوامل اقتصادی، حسابداری، مالی

و مدیریتی، فناوری و سیاسی، و البته بر اساس رویکرد آینده‌پژوهی و رویکرد مدل‌های مهندسی مالی.

## پی‌نوشت

1. Wright et al.
2. Smith & Watts.
3. Guay.
4. Low.
5. Minton et al.
6. Mohammed & Knápková.
7. Nguyen.
8. Hoskisson et al.
9. Hoelscher, J. L.
10. Jensen & Meckling.
11. Barro and Brro.
12. John et al.
13. John & Qian.
14. Fatemi et al.
15. Bhagat & Romano
16. Perry & Zenner.
17. Akhigbe et al.
18. Gaver & Gaver.
19. Core et al.
20. Murphy.
21. Palia & Porter.
22. Chen et al.
23. Coles et al.
24. Belkhir and Chazi.
25. Fortin et al.
26. Bai and Elyasiani.
27. Guo et al.
28. Jiang et al.
29. Bai & Elyasiani.
30. Battaglia & Gallo.
31. Iqbal & Vähämaa.
32. Chu et al.
33. Jarque & Prescott.
34. Abrokwhah et al.
35. Ang et al.
36. Benston and Evan.

## منابع

- Abrokwah, S., Hanig, J., & Schaffer, M. (2018). Executive compensation and firm risk: an examination across industries. *Review of Accounting and Finance*, 17(3), pp.359-382.
- Akhigbe, A., McNulty, J. E., & Stevenson, B. A. (2017). Does the form of ownership affect firm performance? Evidence from US bank profit efficiency before and during the financial crisis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 64, pp.120-129.
- Bai, G., & Elyasiani, E. (2013). Bank stability and managerial compensation. *Journal of Banking & Finance*, 37(3), pp.799-813.
- Barro, J. R., & Barro, R. J. (1990). Pay, performance, and turnover of bank CEOs. *Journal of Labor Economics*, 8(4), 448-481.
- Battaglia, F., & Gallo, A. (2017). Strong boards, ownership concentration and EU banks' systemic risk-taking: Evidence from the financial crisis. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 46, pp.128-146.
- Belkhir, M., & Chazi, A. (2010). Compensation vega, deregulation, and risk-taking: Lessons from the US banking industry. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(9-10), pp.1218-1247.
- Bhagat, S., & Romano, R. (2009). Reforming executive compensation: Focusing and committing to the long-term. *Yale J. on Reg.*, 26, p.359.
- Bonabi Ghadim, R., & Vaez, S. A. (2019). Theoretical approaches to the formation of compensation. *Journal of accounting, accountability and society interests*, 9(1), pp.41-60. (In Persian).
- Chen, C. R., Steiner, T. L., & Whyte, A. M. (2006). Does stock option-based executive compensation induce risk-taking? An analysis of the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 30(3), pp.915-945.
- Chu, Y., Liu, M., Ma, T., & Li, X. (2020). Executive compensation and corporate risk-taking: Evidence from private loan contracts. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101683.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2006). Managerial incentives and risk-taking. *Journal of financial Economics*, 79(2), pp.431-468.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3), pp.371-406.
- Daryaei, A. A., Fattahi, Y., & Seyfi Laleh, S. (2019). Board Compensation and Risk-Taking: The Moderating Role of CEO Duality (Evidence from Banking Industry). *Journal of Monetary & Banking Research*, 12(39), pp.74-49. (In Persian).
- Fatemi, A., Desai, A. S., & Katz, J. P. (2003). Wealth creation and managerial pay: MVA and EVA as determinants of executive compensation. *Global Finance Journal*, 14(2), pp.159-179.
- Fortin, R., Goldberg, G. M., & Roth, G. (2010). Bank risk taking at the onset of the current banking crisis. *Financial Review*, 45(4), pp.891-913.

- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and economics*, 16(1-3), pp.125-160.
- Guay, W. R. (1999). The sensitivity of CEO wealth to equity risk: an analysis of the magnitude and determinants. *Journal of Financial Economics*, 53(1), pp.43-71.
- Guo, L., Jalal, A., & Khaksari, S. (2015). Bank executive compensation structure, risk taking and the financial crisis. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 45(3), pp.609-639.
- Haid, A., & Yurtoglu, B. B. (2006). Ownership structure and executive compensation in Germany. Working paper, pp.1-35. Available at SSRN 948926.
- Hasas Yeganeh, Y., & Baghomian R., (2006). The Role of the Board of Directors in Corporate Governance. *Journal of Accounting*, 2006, No. 173, pp.60-65. (In Persian).
- Hasas Yeganeh, Y., & Dadashi, I. (2010). The Impact of Corporate Governance on Auditors' Decisions on Risk and Planning, *Financial and Auditing Accounting Research*, 1(4), pp.105-124. (In Persian).
- Hoelscher, J. L. (2014). Digital currency risks: internal auditors need to advise management on the myriad risks posed by new forms of payments. *Internal Auditor*, 71(4), pp.24-26.
- Hoskisson, R. E., Chirico, F., Zyung, J., & Gambeta, E. (2017). Managerial risk taking: A multitheoretical review and future research agenda. *Journal of management*, 43(1), pp.137-169.
- Iqbal, J., & Vähämaa, S. (2019). Managerial risk-taking incentives and the systemic risk of financial institutions. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 53(4), pp.1229-1258.
- Jarque, A., & Prescott, E. S. (2020). Banker compensation, relative performance, and bank risk. *Journal of the Japanese and International Economies*, 56, 101077.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), pp.305-360.
- Jiang, H., Habib, A., & Smallman, C. (2009). The effect of ownership concentration on CEO compensation-firm performance relationship in New Zealand. *Pacific Accounting Review*, 21(2), pp.104-131.
- John, K., & Qian, Y. (2003). Incentive features in CEO compensation in the banking industry. *Economic Policy Review*, 9(1), pp.109-121.
- John, K., Saunders, A., & Senbet, L. W. (2000). A theory of bank regulation and management compensation. *The Review of Financial Studies*, 13(1), pp.95-125.
- Low, A. (2009). Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 92(3), pp.470-490.

- Minton, B. A., Taillard, J. P., & Williamson, R. (2014). Financial expertise of the board, risk taking, and performance: Evidence from bank holding companies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(2), pp.351-380.
- Mohammed, H. K., & Knapkova, A. (2016). The impact of total risk management on company's performance. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 220, 271-277.
- Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. *Handbook of labor economics*, 3, pp.2485-2563.
- Namazi, M., & Ebrahimimaimand M., (2016). Studying the effect of corporate governance on risks disclosure. *quarterly financial accounting journal*, 8 (30), pp.1-39. (In Persian).
- Namazi, M., & Sayrani, M. (2004). Experimental investigating of important structures in identifying contracts, indexes and parameters for bonus of CEO's and compensation plans. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 2(5), pp.25-60. (In Persian).
- Nasiri., Vezamalaei, S. & Amir Hosseini, Z. (2015). A Study of the Relationship between Company Performance, Reward of Executive Managers and Company Corporation, in Companies Accepted in Tehran Stock Exchange, M.Sc. Thesis, Islamic Azad University, Holy City Branch, Tehran, Iran. (In Persian).
- Nguyen, P. (2011). Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(3), pp.278-297.
- Palia, D., & Porter, R. (2004). The impact of capital requirements and managerial compensation on bank charter value. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 23(3), pp.191-206.
- Perry, T., & Zenner, M. (2000). CEO compensation in the 1990's: Shareholder alignment or shareholder expropriation. *Working Paper. Wake Forest L. Rev.*, pp.35, 123.
- Raei, R., & Saeedi, A. (2013). Fundamentals of financial engineering and risk management. *Volume I, Second Edition, Organization for the Study and Compilation of Human Sciences Books*, 8<sup>th</sup> Edition., (In Persian).
- Sajadi, S. H., & Zarezadehmehrziy, M. S. (2012). Investigation of the relationship between management compensation and economics measuresâ performance assessment of companies listed in Tehran Security Exchange. *Journal of Financial Accounting Research*, 3(4), pp.41-54. (In Persian).
- Smith Jr, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of financial Economics*, 32(3), pp.263-292.
- Tehran Stock Exchange. (2013). Integrated Risk Management Framework, Tehran: Tehran Stock Exchange Organization Publications. (In Persian).
- Wright, P., Ferris, S. P., Sarin, A., & Awasthi, V. (1996). Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk taking. *Academy of Management journal*, 39(2), pp.441-458.