



Role of Contractual Obligations Violations on Risk Appetite and CEO Compensation Based on Credit Status

Research Paper

Mohsen Rashidi¹

Received: 2019/11/07

Accepted: 2020/06/06

Abstract

Contractual conditions violations leads to the transmission of bad news due to weaknesses in performance of obligations and credit status of creditors can be a factor in modifying it. The main objective of this paper is to investigate contractual obligations violations, risk aversion of managers, and remuneration based on credit status. The data of the companies listed in the Tehran Stock Exchange for the period of 2007 to 2018 have been extracted and the combined data regression model has been used to test the research hypothesis. The results of the first and second hypotheses of the research indicate that CEO compensation and the riskiness of the managers have been materially affected by contractual obligations violations. The third hypothesis of the research suggests that credit status has a significant effect on the relationship between contractual obligations violations and CEO compensation. Finally, the results indicate that credit status has a significant effect on the relationship between contractual obligations and manager risk appetite. It should be noted that the third and fourth hypotheses are only confirmed by the credit relations and rejected by the credit rating.

Keywords: Contractual Obligations Violations, CEO Compensation, Risk Appetite and Credit Status

JEL Classification: K42, G32, L14

1. Assistant Professor in Accounting, Faculty of Economics and Administrative Sciences Lorestan University, Iran Email: rashidi.m@lu.ac.ir



نقش نقض قراردادهای بدهی بر ریسک‌پذیری و پاداش پرداختی به مدیران بر مبنای وضعیت اعتباری

محسن رشیدی باغی^۱

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۳/۱۷

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۴/۲۰

چکیده

اعتباردهندگان برای جلوگیری از توسعه رفتارهای نامناسب سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها و حفظ منافع خود به کنترل پاداش‌های پرداختی به مدیران جهت کاهش مخا‌بره اطلاعات منفی و هزینه‌های نمایندگی مبادرت می‌کنند. بنابراین، مطالعه حاضر با استفاده از الگوی رگرسیونی داده‌های ترکیبی به بررسی اثر نقض تعهدات قراردادی بر ریسک‌پذیری مدیران و پاداش پرداختی به آنها بر مبنای وضعیت اعتباری در نمونه‌ای آماری شامل ۱۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷ پرداخته است. نتایج برآوردی نشان داد نقض قراردادهای بدهی بر ریسک‌پذیری مدیران و پاداش پرداختی به آنها اثر معناداری دارد. به این صورت که مدیران به منظور کنترل و حفاظت از قیمت‌ها و کاهش ریسک عدم تقارن اطلاعاتی برای اعتباردهندگان، ریسک‌پذیری خود را کاهش و برای حفظ جایگاه شغلی خود رویکردهایی را اجراء می‌کنند که منافع اعتباردهندگان را در بر داشته باشد. همچنین، وضعیت اعتباری بر ارتباط بین نقض تعهدات قراردادی و پاداش پرداختی به مدیران و ارتباط بین نقض تعهدات قراردادی و ریسک‌پذیری مدیران از بعد روابط اعتباری اثر معناداری دارد. اما، از بعد رتبه اعتباری اثر معناداری ندارد.

واژگان کلیدی: نقض تعهدات قراردادی، پاداش پرداختی، ریسک‌پذیری و وضعیت اعتباری.
طبقه‌بندی موضوعی: L14، G32، K42

۱. استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری دانشگاه لرستان، خرم‌آباد، ایران.

مقدمه

مدیران رده بالا در عملیات تجاری و ایجاد ارزش برای شرکت‌ها نقش اساسی دارند. اما، مدیران با عملکرد ضعیف توسط سهامداران و هیأت مدیره شناسایی و در صورت لزوم جایگزین می‌شوند تا از شدت زیان‌های احتمالی و تحمیل هزینه‌های نمایندگی جلوگیری به‌عمل آید (باشمن و همکاران^۱، ۲۰۱۰). اما، مسئله اصلی این است که هیأت مدیره یا سهامداران چگونه می‌توانند عملکرد مدیران ارشد را ارزیابی کنند، به‌ویژه زمانی که هیأت مدیره درباره اتمام کار مدیران تصمیم‌گیری می‌کند. لذا، عدم امکان مشاهده عینی فعالیت‌ها و توانایی مدیران باعث می‌شود از معیارهای قراردادی مبتنی بر عملکرد از جمله پرداخت پاداش (اسمیت و واتز^۲، ۱۹۹۲) برای کنترل عملکرد مدیران و تشریح رویدادهای منجر به تغییر آنها استفاده شود (بریکلی^۳، ۲۰۰۳). اما، پاداش پرداختی به مدیران عمدتاً با توجه به کارایی تصمیمات مدیریتی آنها صورت می‌پذیرد و از اثرات مبتنی بر ریسک نقض شرایط قراردادهای بدهی چشم‌پوشی می‌شود. این در صورتی است که توانایی مدیران بر عملکرد و ناطمینانی شرکت در قالب جریان نقد جاری و آتی تأثیر دارد و لحاظ نشدن ریسک در مدل‌های ارزیابی عملکرد مدیران می‌تواند به انحراف در اثرات سود برآوردی منجر شود (استون و موناهان^۴، ۲۰۰۵).

از سویی، تئوری نمایندگی بیان می‌دارد تضاد منافع بین مدیران و تأمین‌کنندگان سرمایه (سهامداران و اعتباردهندگان) بر شرکت‌ها هزینه‌هایی تحمیل می‌کند (جنسن و مک‌کلینگ^۵، ۱۹۷۶). در این بین، قراردادهای مالی و ساختارهای راهبری شرکتی با هدف کاهش تضادهای نمایندگی طراحی شده تا سهامداران با کنترل هیأت مدیره بر فعالیت‌ها و اقدامات شرکت تأثیر بیشتری داشته باشند. اعتباردهندگان نیز با اقداماتی نظیر اعمال محدودیت‌های قراردادی بااهمیت در تصمیم‌گیری‌های مالی و سرمایه‌گذاری شرکت، تقاضا برای مدیریت گزارش‌های مالی باکیفیت و شناور و فشار برای جایگزینی مدیران ارشد بر رفتار شرکت‌ها هنگام نقض قراردادهای بدهی نظارت بیشتری داشته باشند (ازلگ و ساندرز^۶، ۲۰۱۲). اما، در مورد پاداش مدیرعامل دو نوع تضاد منافع وجود دارد که با اعتباردهندگان در ارتباط است. نخست، مدیران به دنبال حداکثرسازی منافع و پاداش شخصی خویش هستند که به انتقال ثروت از سهامداران و اعتباردهندگان منجر می‌شود (به‌عبارتی، باعث کاهش منابع موجود برای پرداخت ادعاهای ثابت می‌گردد). از طرفی، استخدام مدیران، پرداخت پاداش و یا اخراج آنها توسط هیأت مدیره‌ای صورت می‌گیرد که وظیفه حفاظت از منافع سهامداران را برعهده دارند. در نتیجه، مدیران انگیزه بالایی برای انجام پروژه‌های با ریسک بالا از جمله برخی از پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی به‌منظور انتقال ثروت از اعتباردهندگان به

¹. Bushman et al

². Smith & Watts

³. Brickley

⁴. Easton & Monahan

⁵. Jensen & Meckling

⁶. Ozelge & Saunders

سهامداران دارند (جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶). بنابراین، اعتباردهندگان نسبت به این دسته از تضاد منافع نگران هستند و با مشاهده نقض شرایط قراردادهای اعتباری توسط شرکت‌ها می‌توانند از طریق تهدید حال کردن وام‌ها یا عدم تمدید اعتبار، شرکت‌ها را به کاهش پاداش‌های پرداختی به مدیران ملزم نمایند. از طرفی، نقض تعهدات قراردادی در شرکت‌های سهامی عام رایج است (دیچو و اسکینر^۱، ۲۰۰۲) و در صورت وقوع آن، اعتباردهندگان دارای حقوقی مشابه با قصور در پرداخت توسط شرکت‌ها بوده و می‌توانند درخواست بازپرداخت فوری اعتبارات اعطایی را داشته باشند. با این حال، معمولاً مسئله نقض تعهدات قراردادی، بین شرکت و اعتباردهندگان برطرف می‌شود (بنیش و پرس^۲، ۱۹۹۳). زیرا شرکت‌ها دارای محدودیت‌هایی در دستیابی به شرایط تأمین مالی بهتر هستند (رابرتس و سوفی^۳، ۲۰۰۹). در این راستا، بالسام و همکاران^۴ (۲۰۱۸) نشان دادند در شرکت‌هایی با نقض تعهدات قراردادی، پاداش پرداختی به مدیران ۸/۵ درصد نسبت به دیگر شرکت‌ها کمتر است. به عبارتی، کاهش پاداش پرداختی به مدیران تحت تأثیر اعتباردهندگان قرار می‌گیرد. همچنین، در شرایطی که قرض‌گیرندگان از لحاظ مالی ضعیف‌تر باشند، احتمال اثرگذاری اعتباردهندگان بر کاهش پاداش پرداختی به مدیران بالاتر است (بالسام و همکاران، ۲۰۱۸).

بنابراین، پژوهش حاضر با تأکید بر نقش نقض قراردادهای بدهی در تغییر رفتار شرکت، معتقد است تغییر مدیرعامل تابعی از نقض قراردادهای بدهی است. با این حال، نینی و همکاران^۵ (۲۰۱۲) نشان دادند درصد بالایی از مدیران (۸۰ درصد) علی‌رغم آن‌که شرایط قراردادهای بدهی را نقض کرده‌اند، ولی در شغل خود باقی ماندند. لذا، این پژوهش بر جنبه انگیزشی و پاداش مدیران تأکید دارد که تحت تأثیر نقض شرایط قراردادهای بدهی قرار می‌گیرد. همچنین، تغییر در پاداش پرداختی به مدیران با توجه به درماندگی مالی و سلامت مالی آنها مورد بررسی قرار می‌گیرد که اثرات و شدت آن بر نقض قراردادهای بدهی مشخص گردد. ادعای دیگری که در این پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد، پاداش مدیران برگرفته از وضعیت قراردادهای بدهی شرکت است. به عبارت دیگر، فرصت‌های تأمین مالی و تصمیم‌گیری‌های مدیران در قبال آنها بر ملاحظات پاداش موثر است. از این رو سوالات اصلی پژوهش به شرح زیر است:

۱. متغیرهای موثر بر تغییر پاداش مدیران چیست؟
۲. آیا نقض شرایط قراردادهای بدهی بر تغییر پاداش پرداختی به مدیران موثر است؟
۳. آیا می‌توان رابطه قراردادهای بدهی و پاداش پرداختی به مدیران را با در نظر گرفتن اعتبار تأمین‌کنندگان منابع مالی شرکت بررسی کرد؟
۴. آیا می‌توان رابطه قراردادهای بدهی و پاداش پرداختی به مدیران را با در نظر گرفتن روابط شرکت با اعتباردهندگان بررسی کرد؟

¹. Dichev & Skinner

². Beneish & Press

³. Roberts & Sufi

⁴. Balsam et al

⁵. Nini et al

برای پاسخگویی به پرسش‌های بالا، این پژوهش در ادامه چنین ساماندهی شده که ابتدا، مبانی نظری پژوهش بیان و پیشینه تجربی مرتبط با آن مرور شده است. سپس، فرضیه‌های پژوهش مطرح و الگوهای رگرسیونی جهت آزمون فرضیه‌ها ارائه شده است. پس از آن، توضیحات لازم درباره روش برآورد الگوها بیان و نتایج برآوردی ارائه شده است. در نهایت، یافته‌ها مورد بحث و بررسی قرار گرفته و طبق نتیجه‌گیری به عمل آمده چند پیشنهاد ارائه شده است.

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

نقض تعهدات قراردادی و پاداش پرداختی به مدیران

تصور بر این است که سهامداران در مدیریت شرکت نقش اصلی دارند. اما اعتباردهندگان تا زمانی که شرکت درمانده مالی شود، نقش منفعلانه‌ای ایفا می‌کنند (هارت و مور، ۱۹۹۸). این در حالی است که منافع مالی اعتباردهندگان به جریان‌های نقدی شرکت بستگی دارد و از انگیزه لازم برای اثرگذاری بر عملیات شرکت برخوردارند. به‌نحوی که پژوهش‌های صورت گرفته از جمله گیلسون و وتسویپنز^۱ (۱۹۹۳) نشان اعتباردهندگان نقش مهمی در راهبری شرکت زمان وقوع بحران‌های مالی یا ورشکستگی ایفا می‌کنند. همچنین، نتایج این پژوهش‌ها حاکی از آن است که اعتباردهندگان از طریق ایجاد محدودیت در تصمیمات سرمایه‌گذاری و مالی قرض‌گیرندگان، الزام به ارائه گزارش‌های مالی شفاف، مدیریت نقدینگی و فشار برای جایگزینی مدیران ارشد بر شرایط نقض بدهی توسط شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند (ازلگ و ساندرز، ۲۰۱۲).

در زمان انعقاد قراردادهای بدهی و در شرایطی که احتمال نقض تعهدات قرارداد پایین باشد، اعتباردهندگان تأثیر محدودی بر اقدامات شرکت از جمله پاداش پرداختی به مدیران دارند. در نتیجه، انگیزه‌های پاداش مدیریت با انگیزه‌های سهامداران هم‌راستا می‌باشد. نقض شرایط قرارداد منجر به تأثیرگذاری بر اعتباردهندگان از طریق فرآیند مذاکره مجدد و در جهت حفظ منافع آنها (رابرتز و سوفی، ۲۰۰۹) می‌گردد که شامل درخواست تغییر در پاداش مدیران می‌شود. واحدهای تجاری با دریافت وام دارای انگیزه پاسخگویی به درخواست‌های اعتباردهندگان می‌شوند. در همین راستا، بنیش و پرس (۱۹۹۳) نشان دادند شرکت‌هایی که تأمین‌کنندگان منابع مالی خود را به علت نقض شرایط قراردادی تغییر داده‌اند، متحمل هزینه بهره بالاتری شده و شرایط قراردادی دشوارتری نسبت به قبل پذیرفته‌اند و قیمت سهام نیز در نتیجه افزایش هزینه‌ها کاهش یافته است.

از سویی، انتظار می‌رود پاداش مدیران مبتنی بر شرایط تعیین شده توسط اعتباردهندگان باشد. به‌عبارتی، قرض‌گیرندگان به‌منظور جلوگیری از افزایش هزینه بهره و کنترل جایگاه اعتباری خود، اثرپذیری بالایی نسبت به تصمیم‌گیری‌های اعتباردهندگان دارند. گیلسون و وتسویپنز (۱۹۹۳) دریافتند که حساسیت ثروت مدیران نسبت به قیمت سهام شرکت بعد از بحران‌های مالی افزایش می‌یابد و ایوانز و همکاران^۲

¹. Hart & Moore

². Gilson & Vetsuypens

³. Evans et al

(۲۰۱۴) نشان دادند اعتباردهندگان از افزایش قدرت چانه‌زنی بعد از بحران مالی به علت امکان کنترل انگیزه‌های قراردادی مدیران رضایت دارند. کاهش در پاداش‌های پرداختی به مدیران منجر به افزایش منابع نقدی موجود برای پرداخت به اعتباردهندگان می‌گردد.

نقض تعهدات قراردادی و ریسک‌پذیری مدیران

جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) بیان می‌کنند که سهامداران در شرکت‌های اهرمی نسبت به اعتباردهندگان تمایل به اجرای پروژه‌های با ریسک بالا دارند. چرا که سهامداران دارای نوعی اختیار فروش نسبت به دارایی‌های شرکت هستند. به عبارتی، بعد از انعقاد قراردادهای بدهی، مدیران دارای انگیزه اجرای پروژه‌های ریسکی تأمین‌کننده منافع سهامداران به هزینه اعتباردهندگان هستند (لیلاند^۱، ۱۹۹۸). اعتباردهندگان نسبت به این رویکردها و انگیزه‌ها آگاه بوده و سعی بر محدودسازی انگیزه‌های سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک بالا از طریق شرایط بدهی محدودکننده دارند. در همین راستا، چاوا و همکاران^۲ (۲۰۱۰) به این نتیجه رسیدند که شرایط مربوط به اوراق به منظور محدودسازی رفتارهای تغییر دهنده جهت ریسک، طراحی شده‌اند. گیلج^۳ (۲۰۱۶) نیز نشان داد شرایط قراردادهای بدهی انگیزه‌های تغییر جهت ریسک را محدود می‌سازد.

موفقیت در محیط تجاری مستلزم تمایل به پیگیری فرصت‌های شناسایی نشده است (مارک^۴، ۱۹۹۱). اما، مدیران اغلب تمایلی به پیگیری و شناسایی این فرصت‌ها ندارند. با این حال، طرح‌های انگیزشی را می‌توان جهت تشویق مدیران به ریسک‌پذیری به‌کار گرفت (آرمسترانگ و واشیشثا^۵، ۲۰۱۳). با این وجود، در حالی که سهامداران پروژه‌های با ریسک بالا را ترجیح می‌دهند، تمایل و انگیزه مدیران مبهم است. مدیران ممکن است که از افزایش نوسان در تغییر جهت ریسک منتفع شوند. ولی نسبت به سهامداران از حساسیت بالاتری برخوردار بوده و قدرت انتخاب محدودتری داشته باشند که به اجتناب از ریسک بالاتری منجر می‌گردد. به عبارتی، مدیران با توجه به مسئولیتی که در شرکت برعهده دارند، تمایل به کنترل و اجتناب از ریسک دارند تا جایگاه شغلی خود را در بلندمدت حفظ کنند. برای نمونه، در صورت ورشکستگی شرکت، هزینه بالاتری به مدیران تحمیل می‌شود (برک و همکاران^۶، ۲۰۱۰). میلیدونیس و استاتوپولوس^۷ (۲۰۱۴) بیان می‌کنند که در شرکت‌های با اهرم یا ریسک ورشکستگی بالا، رویکرد ریسک‌گریزی مدیران

^۱. Leland

^۲. Chava et al

^۳. Gilje

^۴. March

^۵. Armstrong & Vashishtha

^۶. Berk et al

^۷. Milidonis & Stathopoulos

منجر به کاهش ریسک شرکت می‌گردد. گویا^۱ (۱۹۹۹) در همین راستا ابراز می‌دارد که تمایل کلی مدیران نسبت به ریسک شرکت بستگی به شدت اثر ریسک‌گریزی و نیز اثر نهایی آن بر ثروت مدیر دارد. سهامدارانی که در قالب هیأت مدیره، قراردادهای پاداش منعقد می‌کنند توان ایجاد انگیزه در مدیران به منظور تحمل ریسک را از طریق اعطای اختیار خرید سهام دارند. راجگوپال و شولین^۲ (۲۰۰۲) نشان دادند که انگیزه بالاتر ریسک‌پذیری، مدیران را ترغیب به پذیرش ریسک مالی و عملیاتی بیشتر (برای مثال، سرمایه‌گذاری بیشتر در پژوهش و توسعه، سرمایه‌گذاری محدودتر در دارایی‌های ثابت و اهرم بالاتر) می‌کند. در مقابل، اعتباردهندگان که نگرانی بیشتری نسبت به تغییر ریسک دارند، قراردادهای پاداش با انگیزه ریسک‌پذیری پایین‌تر را ترجیح می‌دهند. همان‌طور که سهامداران متحمل هزینه‌های نمایندگی می‌شوند، شرکت‌ها دارای انگیزه‌هایی برای طراحی قراردادهای پاداشی هستند که نگرانی اعتباردهندگان را مدنظر قرار می‌دهد. به عبارتی، پاداش مدیریتی در شرکت‌های اهرمی به عنوان ابزاری برای حداقل‌سازی هزینه‌های نمایندگی بدهی به‌شمار می‌آید. شرکت‌ها تمایل به کاهش انگیزه‌های مبتنی بر ریسک در فرآیند مذاکره در شرایط نقض تعهدات قراردادی دارند تا از این طریق هزینه‌های نمایندگی بدهی را محدود سازند. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش پیش‌بینی می‌کند در شرایط نقض تعهدات قرارداد، انگیزه‌های ریسک‌پذیری مدیران کاهش یابد.

نقض تعهدات قراردادی و روابط بین شرکت و اعتباردهندگان

علی‌رغم موارد مطرح شده، تأثیر اعتباردهندگان ممکن است به اندازه‌ای بالا نباشد که هیأت مدیره را به تعدیل قراردادهای پاداش مدیران متقاعد نماید. حتی در نبود چنین قراردادهایی، مدیران یا هیأت مدیره ممکن است در مقابل تقاضای اعتباردهنده برای کاهش پاداش مدیران یا کاهش انگیزه‌های مبتنی بر ریسک، مقاومت کنند. نظریه‌های مطرح در این زمینه، شواهدی مبنی بر رویه‌های پرداخت نامتقارن ارائه می‌کند. به عبارتی، مزایای پرداختی به مدیران می‌تواند در نتیجه عملکرد نامساعد آنها کاهش یابد (بالسام^۳، ۲۰۰۷). در همین راستا، شو و تونسنند^۴ (۲۰۱۷) نشان دادند پاداش نقدی تابعی از عملکرد یا رویدادهای مساعد است. افزون بر این، ممکن است اعتباردهندگان اولویت‌های بااهمیت دیگری از جمله اعمال محدودیت‌های قراردادی بر تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری و یا فشار برای جایگزینی مدیران ارشد داشته باشند (نیبی و همکاران، ۲۰۱۲) و ایجاد محدودیت در پاداش پرداختی به مدیران اولویت اصلی آنها نباشد. بنابراین، سؤال اصلی اثر اعتباردهندگان بعد از نقض شرایط قراردادهای بدهی بر پاداش مدیران است. در فرضیات قبل به بیان تأثیر اعتباردهندگان بر پاداش پرداختی به مدیران پرداخته شد. در این بخش به بررسی ارتباطات قبلی

¹. Guay

². Rajgopal & Shevlin

³. Balsam

⁴. Shue & Townsend

بین شرکت و اعتباردهندگان و نیز رتبه اعتباری اعتباردهندگان و تأثیر آنها بر پاداش پرداختی به مدیران پرداخته می‌شود.

فرناندو و ثوارانجان^۱ (۲۰۱۷) با بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر پاداش پرداختی به مدیران به این نتیجه رسیدند که طبق نظریه نمایندگی افزایش کیفیت حسابرسی، توانایی مدیران برای دستکاری معیارهای عملکرد از قبیل سود و درآمد را پرهزینه‌تر می‌سازد. به عبارتی، محتوای اطلاعاتی سود و درآمد با توجه به اقدامات سودآور مدیران افزایش می‌یابد. بنابراین، شرکت با قرار دادن وزن بیشتر روی معیارهای حسابداری عملکرد اقدام به تعیین پاداش‌های انگیزشی مدیران می‌کند. در نهایت، با افزایش کیفیت حسابرسی، سطح پاداش نقدی پرداختی به مدیران اجرایی کاهش خواهد یافت که نشان‌دهنده تغییر از پرداخت پایه به پرداخت انگیزشی است.

چن و ژانگ^۲ (۲۰۱۴) نشان دادند افزایش توان مدیریتی، افزایش وابستگی به شرکت و کاهش نگرانی‌های شغلی بر ریسک‌پذیری مدیران تأثیر دارند. در این میان، نقش وابستگی مدیرعامل بر رابطه معکوس بین مدت تصدی و ریسک‌پذیری واضح است. اما تأثیر سایر عوامل چندان روشن نیست.

باشمن و مویرمن^۳ (۲۰۱۲) ابراز داشته‌اند اعتباردهندگان با رتبه اعتباری بالا توان بیشتری در ارزیابی شرکت‌ها داشته و نظارت سخت‌گیرانه‌تری در طول مدت وام اعمال می‌کنند. همچنین، شرکت‌های دریافت‌کننده وام از اعتباردهندگان با رتبه اعتباری بالا، کیفیت حسابداری بالاتری دارند. به علاوه، اعتباردهندگان با رتبه اعتباری بالا نرخ‌های استقراض پایین‌تری پیشنهاد می‌دهند که به ایجاد انگیزه در شرکت‌ها برای ادامه روابط اعتباری منجر می‌گردد (روس^۴، ۲۰۱۰). ترکیب تخصص اعتباردهندگان با رتبه اعتباری بالا با عدم تمایل شرکت‌ها به تغییر اعتباردهنده منجر به افزایش اثرگذاری آنها بر قرض‌گیرندگان شده و به آنها اجازه می‌دهد اثربخشی بالایی بر تغییر پاداش پرداختی به مدیران در شرایط نقض تعهدات قراردادهای بدهی داشته باشند (بالسام و همکاران، ۲۰۱۸).

رابرتز و سوفی (۲۰۰۹) با بررسی ساختار سرمایه شرکت‌ها بر مبنای تغییرات در شرایط بدهی نشان دادند در شرایط نقض قراردادهای بدهی، قرض‌گیرندگان به ندرت تأمین‌کنندگان منابع مالی خود را تغییر می‌دهند. زیرا دستیابی به شرایط تأمین مالی مناسب‌تر از دیگر منابع دشوار است.

دایمند^۵ (۱۹۹۱) و پترسون و راجان^۶ (۱۹۹۴) بیان نمودند با توجه به تعاملات مکرر و نزدیک، ارتباط استقراضی به اعتباردهندگان اجازه دستیابی به اطلاعات دقیق درباره شرکت با هزینه پایین را می‌دهد. انتظار بر این است که اعتباردهندگان منافع خود را با قرض‌گیرندگان تقسیم نمایند و این منافع می‌تواند

^۱. Fernando & Thevaranjan

^۲. Chen & Zheng

^۳. Bushman & Wittenberg-Moerman

^۴. Ross

^۵. Diamond

^۶. Petersen & Rajan

در قالب نرخ‌های بهره پایین‌تر، مقادیر بالاتر وام و یا وثایق کمتر باشد. باراث و همکاران^۱ (۲۰۱۱) نشان دادند که استقراض مداوم از یک اعتباردهنده منجر به کاهش پراکندگی و هزینه وام می‌گردد. همچنین، روابط بلندمدت به ایجاد مزیت برای اعتباردهندگان منجر می‌شود که افزایش احتمال دستیابی به کسب و کارهای آتی مرتبط با شرکت از جمله این مزیت‌ها است. کیسوکی و نوردن^۲ (۲۰۱۵) تأیید کردند که ارتباط استقراضی برای اعتباردهندگان دارای منفعت می‌باشد. با توجه به این‌که قرض‌گیرندگان تمایل به نگهداشت این منافع دارند، ارتباط با اعتباردهندگان منجر به افزایش قدرت چانه‌زنی آنها در فرآیندهای مذاکره مجدد در شرایط نقض تعهدات قراردادی می‌گردد.

حاجی‌ابراهیمی و اسکندر (۱۳۹۸) با بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیرعامل بر ریسک‌پذیری نشان دادند مدیرانی که توانایی خود را بیشتر از واقعیت تخمین می‌زنند ریسک‌پذیری بیشتری دارند.

کریمی و جباری (۱۳۹۷) نشان دادند برای تعیین پاداش هیأت مدیره، باید میزان و شرایط دستیابی به اهداف سالانه شرکت و عوامل تعدیل‌کننده مدنظر قرار گیرد. میزان دستیابی به اهداف سالانه شرکت تحت تأثیر اهداف سالانه شرکت پس از تعدیل بابت تغییرات پیش‌بینی نشده در شرایط اقتصاد کلان، صنعت و شرکت؛ میزان اهمیت هر یک از اهداف؛ و عملکرد سالانه شرکت پس از تعدیل بابت اثر تصمیم‌های سهامدار عمده و گزارش‌گری متقلبانه و اقدامات غیرقانونی قرار می‌گیرد. شرایط دستیابی به اهداف سالانه شرکت شامل اندازه شرکت، شدت رقابت در صنعت، سختی کار در صنعت، وضعیت نقدینگی شرکت، تغییرات ریسک شرکت و احتمال محرومیت هیأت مدیره از حقوق اجتماعی است.

واعظ و همکاران (۱۳۹۷) با بررسی تأثیر مدیریت سود بر پاداش پرداختی به مدیران به این نتیجه رسیدند که اگر پاداش با عملکرد واقعی مدیران تناسبی نداشته باشد نه تنها سبب افزایش ارزش شرکت نمی‌شود. بلکه ابزاری برای انتقال ثروت خواهد بود. همچنین، آنها دریافتند دستیابی به آستانه‌های سود، نقش فعالی در پاداش‌دهی مدیران ایفا می‌کند و سبب کاهش پاداش می‌شود. مضافاً تعدیل نامتقارن سود هدف تأثیر مثبتی بر پاداش دارد. اما در شرکت‌های با عملکرد خوب و عملکرد ضعیف در صنعت، این تأثیرگذاری منفی و معنادار است.

احمدپور و همکاران (۱۳۹۶) با بررسی رابطه کیفیت افشا و پاداش مدیران به این نتیجه رسیدند که بین کیفیت افشا و پاداش نقدی و غیرنقدی پرداختی ارتباط معکوس و معنی‌داری وجود دارد. همچنین، یافته‌های آنان خطر اخلاقی مبنی بر احتمال سوءمدیریت برای دریافت پاداش بیشتر را تأیید می‌کند.

فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه اول: نقض تعهدات قراردادهای بدهی منجر به کاهش پاداش پرداختی به مدیران می‌شود.
فرضیه دوم: نقض تعهدات قراردادهای بدهی منجر به کاهش انگیزه ریسک‌پذیری مدیران می‌شود.

¹. Bharath et al

². Kysucky & Norden

فرضیه سوم: وضعیت اعتباری اعتباردهندگان بر ارتباط بین نقض تعهدات قراردادهای بدهی و پاداش پرداختی به مدیران تأثیر دارد.

فرضیه چهارم: وضعیت اعتباری اعتباردهندگان بر ارتباط بین نقض تعهدات قراردادهای بدهی و انگیزه ریسک‌پذیری مدیران تأثیر دارد.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نوع کمی است. به سبب آن که مفاهیم مورد پژوهش به صورت عینی در دنیای خارجی وجود دارد، در گروه پژوهش‌های اثبات‌گرایی قرار می‌گیرد و واقعیت موضوع و محقق کاملاً مستقل از یکدیگر هستند. روش‌شناسی غالب این‌گونه پژوهش‌ها استفاده از روش‌های آماری متعدد است. از آنجا که روش این پژوهش مبتنی بر توصیف روابط واقعی میان داده‌های موجود است (توصیف آنچه هست) که در قالب مدل بیان می‌گردد، پژوهش در زمره پژوهش‌های توصیفی به‌شمار می‌رود. در این پژوهش، نخست جنبه‌های واقعی روابط شناخته شده و سپس مدل بر مبنای فرضیات و روابط مربوطه طراحی شده است. در این پژوهش، داده‌ها و اطلاعات لازم برای پی‌ریزی مبنای نظری با استفاده از روش کتابخانه‌ای و مراجعه به کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری شده است. سپس، داده‌های مربوط به متغیرهای پژوهش نیز از آرشیو و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های اینترنتی مرتبط گردآوری شده است. در نهایت، به‌منظور بررسی فرضیه‌های تحقیق از رویکرد رگرسیونی با استفاده از نرم افزار ایویوز استفاده شده است.

جامعه‌ی آماری مورد مطالعه این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷ است که از این بین، شرکت‌هایی که واجد یکی از شرایط زیر نبوده‌اند، حذف و مابقی به‌عنوان نمونه مورد مطالعه انتخاب شده است.

۱. به منظور همگن شدن نمونه‌ی آماری در سال‌های مورد بررسی، شرکت‌ها پیش از سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 ۲. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره‌ی مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 ۳. نمونه آماری شامل شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری، لیزینگ، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه نمی‌شود.
 ۴. شرکت‌ها طی قلمرو زمانی این پژوهش تغییر فعالیت یا تغییر دوره‌ی مالی نداده باشند.
 ۵. داده‌های مورد نظر شرکت‌ها در دسترس باشد.
- با توجه به شرایط بالا، ۱۵۹ شرکت به علت عدم تطابق پایان سال مالی، ۶۳ شرکت به علت فعالیت در صنعت واسطه‌گری و سرمایه‌گذاری و ۱۴۴ شرکت به علت عدم دسترسی به اطلاعات کامل طی دوره زمانی پژوهش حذف و در نهایت ۱۲۰ شرکت به‌عنوان نمونه آماری مورد مطالعه انتخاب شده است.

الگوی و متغیرهای پژوهش

این پژوهش به دنبال بررسی پاداش پرداختی به مدیران با توجه به اثر نقض شرایط قراردادهای بدهی و وضعیت اعتباری با توجه به الگوهای ارایه شده توسط بالسام و همکاران (۲۰۱۸) است. بدین منظور از الگوهای زیر برای بررسی فرضیه‌ها استفاده شده است.

الگوی فرضیه اول:

$$Comp_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Violation_{it} + \alpha_2 VIX_{it} + \alpha_3 KZ_{it} + \alpha_4 LTA_{it} + \alpha_5 CATA_{it} + \alpha_6 ROA_{it} + \alpha_7 MGO_{it} + \alpha_8 LOSS_{it} + \alpha_9 MTB_{it} + \alpha_{10} LEV_{it} + \alpha_{11} RETVOL_{it} + \alpha_{12} INST_{it} + \varepsilon$$

رابطه (۱)

الگوی فرضیه دوم:

$$Vega_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Violation_{it} + \alpha_2 VIX_{it} + \alpha_3 KZ_{it} + \alpha_4 LTA_{it} + \alpha_5 CATA_{it} + \alpha_6 ROA_{it} + \alpha_7 MGO_{it} + \alpha_8 LOSS_{it} + \alpha_9 MTB_{it} + \alpha_{10} LEV_{it} + \alpha_{11} RETVOL_{it} + \alpha_{12} INST_{it} + \varepsilon$$

رابطه (۲)

الگوی فرضیه سوم:

$$Comp_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Violation_{it} + \alpha_2 Relationship_{it} + \alpha_3 Reputation_{it} + \alpha_4 Violation * Relationship_{it} + \alpha_5 Violation * Reputation_{it} + \alpha_6 VIX_{it} + \alpha_7 KZ_{it} + \alpha_8 LTA_{it} + \alpha_9 INST_{it} + \alpha_{10} ROA_{it} + \alpha_{11} MGO_{it} + \alpha_{12} LOSS_{it} + \alpha_{13} MTB_{it} + \alpha_{14} LEV_{it} + \alpha_{15} RETVOL_{it} + \varepsilon$$

رابطه (۳)

الگوی فرضیه چهارم:

$$Vega_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Violation_{it} + \alpha_2 Relationship_{it} + \alpha_3 Reputation_{it} + \alpha_4 Violation * Relationship_{it} + \alpha_5 Violation * Reputation_{it} + \alpha_6 VIX_{it} + \alpha_7 KZ_{it} + \alpha_8 LTA_{it} + \alpha_9 INST_{it} + \alpha_{10} ROA_{it} + \alpha_{11} MGO_{it} + \alpha_{12} LOSS_{it} + \alpha_{13} MTB_{it} + \alpha_{14} LEV_{it} + \alpha_{15} RETVOL_{it} + \varepsilon$$

رابطه (۴)

در الگوهای مذکور:

Comp پاداش نقدی؛ Violation نقض تعهدات قراردادی؛ Relationship روابط اعتباری؛ Reputation رتبه اعتباری؛ Vega ریسک‌پذیری مدیران؛ VIX عدم اطمینان محیطی؛ KZ محدودیت تامین مالی؛ LTA اندازه شرکت؛ CATA نسبت دارایی‌های جاری؛ LEV اهرم مالی؛ ROA بازده دارایی‌ها؛ MTB نسبت ارزش بازار به دفتری؛ RETVOL نوسان بازده؛ INST مالکیت نهادی؛ MGO مالکیت مدیریت و LOSS زیان شرکت را نشان می‌دهد.

متغیرهای این پژوهش شامل دو دسته متغیرهای وابسته و مستقل به شرح زیر می‌باشد:

متغیر وابسته

پاداش نقدی (Comp): در پژوهش حاضر، پاداش نقدی برابر با نسبت پاداش پرداختی به مدیران در طی سال به مجموع دارایی‌های ابتدای دوره است (سجادی و همکاران، ۱۳۹۴).

متغیرهای مستقل

نقض تعهدات قراردادهای بدهی (Violation): در پژوهش حاضر، نقض تعهدات قراردادی متغیری مجازی است که اگر بعد از تسویه وام ارتباط شرکت با وام‌دهنده قطع شود و یا نرخ تسهیلات جدید افزایش یابد (افزایش‌هایی که ناشی از تغییر قوانین نباشد) عدد ۱ و در غیر این صورت ۰ می‌پذیرد (نینی و همکاران، ۲۰۱۲).

ریسک‌پذیری مدیران (Vega): در پژوهش حاضر، به پیروی از بالسام و همکاران (۲۰۱۸) از حساسیت منافع مدیر برای اندازه‌گیری ریسک‌پذیری مدیران استفاده شده که برابر با لگاریتم یک به علاوه نسبت درصدی تغییرات پاداش مدیران به قیمت سهام شرکت است.

وضعیت اعتباری اعتباردهندگان: به منظور اندازه‌گیری وضعیت اعتباری اعتباردهندگان مطابق با پژوهش بالسام و همکاران (۲۰۱۸) از دو متغیر زیر استفاده می‌شود:

۱. روابط اعتباری (Relationship): متغیر مجازی است که اگر شرکت در طول هر یک از سه سال قبل با اعتباردهنده ارتباط مالی داشته باشد عدد ۱ و در غیر این صورت ۰ می‌پذیرد.
۲. رتبه اعتباری (Reputation): متغیر مجازی است که اگر نسبت وام‌های دریافتی شرکت به کل وام‌های اعطایی از یک اعتباردهنده در هر صنعت بیشتر از میانه باشد عدد ۱ و در غیر این صورت ۰ می‌پذیرد.

متغیرهای کنترلی

در این پژوهش متغیرهای کنترلی بر اساس پژوهش‌های پیشین از جمله کور و گای^۱ (۲۰۰۲)، آرمسترانگ و همکاران^۲ (۲۰۱۳) و سجادی و همکاران (۱۳۹۴) در الگوهای پژوهش لحاظ شده است. اندازه شرکت (LTA): برابر با لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت است. نسبت جاری (CATA): برابر با نسبت دارایی‌های جاری به مجموع دارایی‌ها است. بازده دارایی‌ها (ROA): برابر با نسبت سود قبل از بهره و مالیات به مجموع دارایی‌ها است. زیان (LOSS): متغیر مجازی است که اگر شرکت در سال جاری، سال قبل و یا در دو سال قبل زیان داشته باشد عدد ۱ و در غیر این صورت ۰ می‌پذیرد. ارزش بازار به ارزش دفتری (MTB): برابر با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است. اهرم مالی (LEV): برابر با نسبت مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌های شرکت است. انحراف معیار بازده (RETVOL): برابر با انحراف معیار ۳ ساله بازده سالانه شرکت است. مالکیت نهادی (INST): از مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، شرکت‌های مادر (هلدینگ‌ها)، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، نهادهای دولتی و شرکت‌های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت به دست می‌آید.

¹. Core & Guay

². Armstrong et al

مالکیت مدیریتی (MGO): از تقسیم سهام نگهداری شده توسط هیأت مدیره بر کل سهام شرکت در هر دوره به دست می آید.

محدودیت تأمین مالی (KZ): برای محاسبه این متغیر از الگوی تعدیل شده معیار کاپلان و زینگالس^۱ (۱۹۹۷) به شرح زیر استفاده شده است. شرکت‌هایی که در پنجم و چهارم و پنجم قرار می‌گیرند جز شرکت‌های دارای محدودیت مالی محسوب می‌شوند.

$$KZ = 17.330 - 37.486 * C - 15.216 * DIV + 3.394 * LEV - 1.402 * MTB$$

رابطه (۵)

در الگوی مذکور C بیانگر نسبت موجودی نقد، DIV سود تقسیمی، LEV اهرم مالی و MTB نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری است.

عدم اطمینان محیطی (VIX): برای سنجش عدم اطمینان محیطی از انحراف معیار تغییرات درآمد فروش طی یک دوره ۳ ساله استفاده شده است. استفاده از انحراف استاندارد برای اندازه‌گیری عدم اطمینان محیطی توسط محققانی مانند کوتاری و همکاران^۲ (۲۰۰۲)، دیچو و تانگ^۳ (۲۰۰۹) و انواری رستمی و کیانی (۱۳۹۴) سابقه دارد.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

برای ارائه‌ی نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده، برخی از آمارهای توصیفی آنها شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، کمینه، بیشینه، چولگی و کشیدگی در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشینه	کمینه	چولگی	کشیدگی
نقض تعهدات قراردادی	۰/۲۵۲	۰/۰۰۰	۰/۴۳۴	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۰/۷۲۴	۲/۶۴۹
پاداش نقدی	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۶	۰/۰۹۰	۰/۰۰۰	۱/۷۲۰	۵/۳۱۳
ریسک‌پذیری مدیران	۰/۲۹۹	۰/۰۰۰	۰/۴۵۸	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۱/۳۳۹	۳/۷۴۳
روابط اعتباری	۰/۴۰۲	۱/۰۰۰	۰/۳۰۳	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۲/۰۳۵	۵/۱۴۳
رتبه اعتباری	۰/۵۴۷	۰/۰۰۰	۰/۴۳۱	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۱۲۲	۴/۲۲۰
محدودیت تأمین مالی	۰/۱۴۳	۰/۰۰۰	۰/۳۵۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۵۸۸	۳/۶۹۸
عدم اطمینان محیطی	۰/۱۸۳	۰/۱۳۰	۰/۱۷۶	۰/۹۹۸	۰/۰۰۰	۰/۶۱۵	۴/۲۲۶
اندازه شرکت	۱۲/۸۵۸	۱۲/۷۹۴	۰/۶۲۱	۱۴/۵۲۰	۸/۲۴۶	-۰/۸۸۵	۳/۴۹۷
نسبت جاری	۰/۶۲۹	۰/۶۸۱	۰/۲۱۴	۰/۹۷۷	۰/۰۶۷	۰/۴۱۵	۲/۹۸۰
بازده دارایی‌ها	۰/۱۳۱	۰/۰۵۳	۰/۲۱۷	۱/۲۰۴	-۰/۴۳۲	۰/۹۹۳	۲/۸۷۳
زیان شرکت	۰/۱۰۴	۰/۰۰۰	۰/۳۰۵	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۱۶۸	۲/۳۶۶
ارزش بازار به دفتری	۱/۱۶۲	۱/۱۱۹	۰/۱۵۶	۱/۹۲۷	-۰/۱۴۳	۱/۰۹۸	۴/۸۲۹

¹. Kaplan & Zingales

². Kothari et al

³. Dichev & Tang

۲/۴۸۲	۰/۶۶۲	۰/۰۹۶	۰/۸۲۴	۰/۲۲۱	۰/۶۶۵	۰/۶۶۴	اهرم مالی
۱/۷۶۸	۰/۸۷۶	۰/۰۱۲	۰/۹۸۰	۰/۲۴۹	۰/۳۲۹	۰/۳۸۷	نوسان بازده
۲/۳۰۱	۱/۱۴۰	۰/۰۱۰	۰/۹۹۰	۰/۲۶۱	۰/۸۱۶	۰/۷۲۲	مالکیت نهادی
۴/۴۴۵	۱/۰۲۴	۰/۰۱۰	۰/۹۹۰	۰/۲۰۳	۰/۶۹۶	۰/۶۷۰	مالکیت مدیریت

منبع: محاسبات پژوهش

همان گونه که در جدول بالا مشاهده می شود میانگین نقض تعهدات قراردادی و پاداش نقدی به ترتیب برابر با ۰/۲۵۲۲ و ۰/۰۰۱۳ است که بیانگر محدود بودن نقض شرایط قراردادهای بدهی توسط شرکت های مورد مطالعه است. میانگین متغیرهای ریسک پذیری مدیران برابر با ۰/۲۹۹۳ است که نشان دهنده اعمال رویکرد محدود محافظه کارانه در بین شرکت ها و نیز به کارگیری مدیران با اعتماد به نفس بیش از اندازه است. میانگین متغیرهای روابط و رتبه اعتباری به ترتیب برابر با ۰/۴۰ و ۰/۵۴ بوده که بیانگر ارتباط بلندمدت شرکت ها و اعتباردهندگان است و از طرفی، این روابط بیشتر با اعتباردهندگان بزرگ برقرار است. ساختار مالکیتی شرکت شامل ۰/۷۲ سهامداران مطلع است که بخش عمده ای از اعضای هیأت مدیره (۰/۶۷) را تشکیل می دهند. میانگین ۱۸ درصدی عدم اطمینان محیطی بیانگر ثبات در روند فروش شرکت های بورس اوراق بهادار است. ارزش میانگین اندازه شرکت ۱۲/۸۵۸ و نسبت جاری ۰/۶۲۹ می باشد. به عبارتی، بخش عمده ای از دارایی های شرکت ها جاری می باشد که بالاتر بودن سرمایه گذاری کوتاه مدت آنها را نشان می دهد. میانگین اهرم مالی و نوسان بازده به ترتیب برابر با ۰/۶۶۴۰ و ۰/۳۸۷۸ است که نشان می دهد بخش عمده ای از مصارف شرکت ها از محل بدهی ها تأمین مالی شده است. ارزش میانگین بازده دارایی و زیان شرکت به ترتیب برابر با ۰/۱۳۱۸ و ۰/۱۰۴۳ است که بیانگر ایجاد ۰/۱۳ بازدهی به ازای هر ریال سرمایه گذاری در دارایی ها است. ارزش میانگین ۱/۱۶۲۶ برای نسبت ارزش بازار به دفتری نشان دهنده فرصت های رشد برای شرکت ها مورد مطالعه است. با بررسی ضریب تغییرات داده ها می توان اظهار داشت که داده های مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته از توزیع نرمال برخوردار هستند (ژو و همکاران^۱، ۲۰۱۳).

آمار استنباطی

آزمون فرضیه اول و دوم

در پژوهش حاضر از آزمون فیشر^۲ جهت بررسی معناداری کل الگوها استفاده شده که جدول (۲) نتایج برآوردی الگوهای اول و دوم پژوهش مبنی بر بررسی فرضیه های اول و دوم را نشان می دهد. مطابق با مندرجات جدول زیر، ضریب تعدیل شده الگوهای اول و دوم به ترتیب برابر با ۰/۰۱۵ و ۰/۰۳۸ است.

جدول ۲. نتایج برآوردی الگوهای اول و دوم پژوهش

متغیر	پاداش نقدی (فرضیه اول)	ریسک‌گریزی (فرضیه دوم)
-------	------------------------	------------------------

^۱. Xu et al

^۲. Fisher Exact Test

احتمال	آماره t	ضریب	احتمال	آماره t	ضریب	
۰/۰۰۰	-۵/۵۵۵	-۰/۰۸۷	۰/۰۹۷	-۱/۶۵۹	-۰/۰۰۰۴	نقض تعهدات قراردادی
۰/۴۶۹	۰/۷۲۳	۰/۰۴۸	۰/۰۱۷	-۲/۳۷۴	-۰/۰۰۰۲	عدم اطمینان محیطی
۰/۲۳۵	-۱/۱۸۷	-۰/۰۸۲	۰/۰۵۴	-۱/۹۲۶	-۰/۰۰۰۷	محدودیت تأمین مالی
۰/۰۰۰	۴/۰۲۵	۰/۱۱۵	۰/۱۶۹	۱/۳۷۵	۰/۰۰۰۱	اندازه شرکت
۰/۹۰۳	-۰/۱۲۱	-۰/۰۱۱	۰/۲۵۰	۱/۱۴۹	۰/۰۰۰۱	نسبت جاری
۰/۳۳۳	۰/۹۶۶	۰/۰۴۱	۰/۳۲۷	-۰/۹۷۹	-۰/۰۰۰۵	بازده دارایی‌ها
۰/۰۰۲	۲/۹۸۵	۰/۱۳۶	۰/۰۷۹	-۱/۷۵۹	-۰/۰۰۰۴	زیان شرکت
۰/۰۱۴	-۲/۴۴۲	-۰/۱۷۱	۰/۱۷۵	۱/۳۵۵	۰/۰۰۰۱	ارزش بازار به دفتری
۰/۰۷۱	۱/۸۰۳	۰/۱۳۴	۰/۴۸۷	۰/۶۹۴	۰/۰۰۰۵	اهرم مالی
۰/۰۷۴	-۱/۷۸۳	-۰/۰۵۳	۰/۹۳۴	-۰/۰۸۲	-۰/۰۰۰۵	نوسان بازده
۰/۵۷۵	-۰/۵۶۰	-۰/۰۴۱	۰/۳۵۲	-۰/۹۳۰	-۰/۰۰۰۱	مالکیت نهادی
۰/۱۶۲	۱/۳۹۸	۰/۱۱۱	۰/۱۳۹	۱/۴۷۷	۰/۰۰۰۳	مالکیت مدیریت
۰/۰۲۱۶	-۲/۳۰۱	-۰/۲۷۶	۰/۱۵۹	-۱/۴۰۶	-۰/۰۰۰۸	جز ثابت
	۰/۰۵۲			۰/۰۳۰		ضریب تعیین
	۰/۰۳۸			۰/۰۱۵		ضریب تعیین تعدیل شده
	۳/۶۹۰			۲/۰۹۳		F آماره
	۰/۰۰۰			۰/۰۱۵		F احتمال آماره

منبع: محاسبات پژوهش

بر اساس نتایج الگوی اول، نقض تعهدات قراردادی به کاهش پاداش پرداختی به مدیران منجر می‌گردد. بنابراین، فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود. سطح خطای این فرضیه ۰/۰۹۷ بود که کوچکتر از ۱۰ درصد است. اما، انتظار بر این بود که B_1 منفی باشد.

نتایج الگوی دوم به شرح جدول بالا نشان داد سطح خطای فرضیه دوم ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۵ درصد است. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش تأیید گردید. به عبارتی، نقض تعهدات قراردادی به افزایش ریسک‌گریزی مدیران در واحدهای تجاری منجر می‌شود.

آزمون فرضیه سوم و چهارم

بررسی فرضیه‌های سوم و چهارم مطابق با مندرجات جدول زیر نشان داد ضریب تعدیل شده الگوهای سوم و چهارم به ترتیب برابر با ۰/۰۱۴ و ۰/۰۳۲ است.

جدول ۳. نتایج حاصل از برآورد الگوهای سوم و چهارم پژوهش

متغیر	پاداش نقدی (فرضیه سوم)			ریسک‌گریزی (فرضیه چهارم)		
	ضریب	آماره t	احتمال	ضریب	آماره t	احتمال
نقض تعهدات قراردادی (A)	-۰/۰۰۱	-۲/۲۵۹	۰/۰۲۴	-۰/۱۱۶	-۴/۳۳۵	۰/۰۰۰
روابط اعتباری (B)	-۰/۰۰۰۵	-۰/۴۲۲	۰/۶۷۲	-۰/۰۰۵	-۰/۶۶۰	۰/۵۰۹
A*B	۰/۰۰۰۲	۱/۳۷۲	۰/۱۷۰	۰/۰۱۴	۱/۷۷۰	۰/۰۷۷
رتبه اعتباری (C)	-۰/۰۰۰۵	-۲/۱۶۴	۰/۰۳۰	-۰/۰۰۲	-۰/۰۷۰	۰/۹۴۳
A*C	۰/۰۰۰۷	۱/۱۴۹	۰/۲۵۰	۰/۰۰۵	۰/۱۰۰	۰/۹۲۰

محدودیت تامین مالی	-۰/۰۰۰۷	-۱/۹۴۲	۰/۰۵۲	-۰/۰۷۲	-۱/۰۵۶	۰/۲۹۱
اندازه شرکت	۰/۰۰۱	۱/۳۴۲	۰/۱۷۹	۰/۱۱۰	۳/۳۹۴	-۰/۰۰۰
نسبت جاری	۰/۰۰۱	۱/۲۶۱	۰/۳۰۷	-۰/۰۳۴	-۰/۳۶۵	-۰/۷۱۵
بازده دارایی‌ها	-۰/۰۰۰۵	-۰/۹۶۹	۰/۳۳۲	۰/۰۴۲	۰/۹۵۱	۰/۳۴۱
زبان شرکت	-۰/۰۰۰۴	-۱/۵۸۷	۰/۱۱۲	۰/۱۳۴	۳/۱۱۹	-۰/۰۰۱
ارزش بازار به دفتری	۰/۰۰۱	۱/۳۹۰	۰/۱۶۴	-۰/۱۷۱	-۲/۳۴۴	-۰/۰۱۹
اهرم مالی	۰/۰۰۰۷	۰/۹۰۳	۰/۳۶۶	۰/۱۲۷	۱/۶۶۷	-۰/۰۹۵
نوسان بازده	-۰/۰۰۰۵	-۰/۰۸۳	۰/۹۳۳	-۰/۰۴۲	-۱/۴۸۴	-۰/۱۳۸
مالکیت نهادی	-۰/۰۰۰۲	-۱/۰۲۲	۰/۳۰۷	-۰/۰۴۵	-۰/۶۵۲	-۰/۵۱۴
مالکیت مدیریت	۰/۰۰۳	۱/۴۸۴	۰/۱۳۸	۰/۱۰۵	۱/۳۳۸	-۰/۱۸۱
عدم اطمینان محیطی	-۰/۰۰۲	-۲/۱۸۰	۰/۰۲۹	۰/۰۵۴	۰/۷۵۱	-۰/۴۵۲
جز ثابت	-۰/۰۰۸	-۱/۴۲۵	۰/۱۵۴	-۰/۲۱۵	-۱/۳۳۰	-۰/۱۸۳
ضریب تعیین	۰/۰۳۴			۰/۰۵۱		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۱۴			۰/۰۳۲		
F آماره‌ی	۱/۷۲۷			۲/۶۷۰		
F احتمال آماره‌ی	۰/۰۲۷۲			۰/۰۰۰		

منبع: محاسبات پژوهش

فرضیه سوم پژوهش بیان می‌کند وضعیت اعتباری اعتباردهندگان بر ارتباط بین نقض تعهدات قراردادهای بدهی و پاداش پرداختی به مدیران تأثیر معناداری دارد. با استفاده از الگوی سوم پیش‌بینی می‌شود که ضریب B_3 و B_5 مثبت باشد. همان‌طور که در جدول بالا مشاهده می‌شود سطح خطای وضعیت اعتباری اعتباردهندگان از بعد روابط اعتباری و رتبه اعتباری به ترتیب برابر با $۰/۱۷$ و $۰/۲۵$ است. بنابراین، فرضیه سوم از بعد روابط و رتبه اعتباری (بزرگتر از ۵ درصد است) تأثیر معناداری بر ارتباط بین نقض تعهدات قراردادهای بدهی و پاداش پرداختی به مدیران ندارد. بنابراین، فرضیه سوم پژوهش از هر دو بعد روابط و رتبه اعتباری رد شده است.

فرضیه چهارم پژوهش بیان می‌کند که وضعیت اعتباری اعتباردهندگان بر ارتباط بین نقض تعهدات قراردادهای بدهی و ریسک‌گریزی مدیران تأثیر معناداری دارد. با استفاده از الگوی چهارم پیش‌بینی می‌شود که ضریب B_3 و B_5 مثبت باشد. همان‌طور که در جدول بالا مشاهده می‌شود وضعیت اعتباری اعتباردهندگان از بعد روابط اعتباری $۰/۰۷۷$ بوده و کوچکتر از ۱۰ درصد است. از بعد رتبه اعتباری $۰/۹۲$ بوده که بزرگتر از ۵ درصد است. بنابراین، فقط از بعد روابط اعتباری بر ارتباط بین نقض تعهدات قراردادهای بدهی و ریسک‌گریزی مدیران تأثیر معناداری دارد. لذا، فرضیه چهارم پژوهش تأیید شده است.

نتیجه‌گیری و بحث

در این پژوهش، نقش نقض تعهدات قراردادی بر ریسک‌گریزی و پاداش پرداختی به مدیران بر مبنای وضعیت اعتباری مورد مطالعه قرار گرفته است.

فرضیه اول پژوهش مبنی بر این که نقض تعهدات قراردادی به کاهش پاداش پرداختی به مدیران منجر می‌شود، تأیید شده که این نتیجه مشابه نتایج پژوهش آرمسترانگ و همکاران (۲۰۱۳) است. بر این اساس، اعتماد به نفس بیش از اندازه منجر به سرمایه‌گذاری غیرکارآمد می‌شود. این مشکل ناشی از سوءاستفاده مدیران از منابع و سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های با ارزش فعلی منفی برای کسب منافع شخصی، است (جنسن، ۱۹۸۶). اعتباردهندگان برای جلوگیری از توسعه رفتارهای نامناسب سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها و حفظ منافع خود اقدام به کنترل پاداش‌های پرداختی به مدیران جهت کاهش مخابره اطلاعات منفی و هزینه‌های نمایندگی می‌نمایند. به‌کارگیری درست رویکرد پرداخت پاداش، کیفیت اطلاعات حسابداری و تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری را بهبود بخشیده و از منافع اعتباردهندگان محافظت می‌کند. فرضیه دوم پژوهش مبنی بر این که نقض تعهدات قراردادی به کاهش انگیزه ریسک‌پذیری مدیران منجر می‌شود، تأیید شده است. نتایج نشان می‌دهد که ریسک‌پذیری بالای مدیران منجر به تغییرات منفی در عملکرد شده، به‌نحوی که در شرایط فرصت‌طلبی مدیر، امکان تعدیل عملکرد در نتیجه رفتار مدیریت وجود ندارد. نتایج حاصل از این فرضیه با پژوهش‌های بالسام و همکاران (۲۰۱۸) تطابق دارد. محیطی که مدیران در آن فعالیت می‌کنند، پیوسته با نوسان منافع تغییر می‌یابد. این تغییر در منافع، منجر به تجدید ارزیابی ریسک توسط مدیران می‌گردد. نقض تعهدات قراردادی منجر به انعکاس اخبار منفی در قیمت‌ها می‌شود. به‌عبارتی، شرکت‌ها به‌منظور کنترل و حفاظت از قیمت‌ها و نیز کاهش ریسک عدم تقارن اطلاعاتی برای اعتباردهندگان، ریسک‌پذیری خود را کاهش داده و به‌منظور حفظ جایگاه شغلی خود رویکردهایی را اجرایی می‌کنند که منافع اعتباردهندگان را در بر داشته باشد.

فرضیه سوم و چهارم پژوهش مبنی بر این که وضعیت اعتباری اعتباردهندگان بر ارتباط بین نقض تعهدات قراردادهای بدهی و پاداش و ریسک‌پذیری مدیران تأثیر معناداری دارد از هر دو بعد تأثیر روابط و رتبه اعتباری بر نقض تعهدات قراردادهای بدهی رد شده، ولی از بعد تأثیر روابط اعتباری بر ریسک‌پذیری مدیران تأیید شده است. نتایج حاصل از این فرضیه با پژوهش‌های اورتیز مولینا^۱ (۲۰۰۷) و باشمن و مویرمن (۲۰۱۲) تطابق دارد. در حالی که مشکلات نمایندگی معمولاً ناشی از سرمایه‌گذاری بیش از حد مدیران با توجه به منافع شخصی است، در شرکت‌هایی که تعهدات قراردادی بدهی دارند، رویکرد فرصت‌طلبی مدیر منجر به تغییر وضعیت نقدینگی می‌شود. بالسام و همکاران (۲۰۱۸) دریافتند که ترکیب تخصص اعتباردهندگان با رتبه اعتباری بالا با عدم تمایل شرکت‌ها به تغییر اعتباردهنده منجر به افزایش اثرگذاری آنها بر فرض‌گیرندگان شده و به آنها اجازه می‌دهد اثربخشی بالایی بر تغییر پاداش پرداختی به مدیران در شرایط نقض تعهدات قراردادهای بدهی داشته باشند.

با توجه به یافته‌های پژوهش، هیأت مدیره‌ها باید نسبت به رویکرد ریسک‌پذیری مدیران توجه بیشتری داشته باشند. زیرا، در صورت عدم اجرای رویه‌های مناسب سرمایه‌گذاری در نتیجه ریسک‌پذیری مدیران، مدت زمان زیادی لازم است که پیامدهای عملکردی مشخص گردد و در صورت نامساعد بودن پیامدها، هزینه‌های بالایی به شرکت و اعتباردهندگان تحمیل می‌گردد. همچنین، هیأت مدیره بایستی نسبت به

^۱. Ortiz-Molina

ریسک و فرصت‌های مرتبط با تغییرات در عوامل رفتاری مدیرعامل آگاهی داشته باشند. زیرا، ممکن است فرصتی برای بهبود عملکرد، کاهش ریسک و یا تأخیر انداختن پیامدهای منفی سرمایه‌گذاری فراهم شود. به عبارتی، در نظر گرفتن اثر نوسانات رفتاری در قراردادهای بدهی، باعث کنترل روابط بلندمدت با اعتباردهندگان و کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. الگوهای کنونی پاداش پرداختی مبتنی بر این فرض هستند که پاداش بر اساس عوامل شرکتی در یک نقطه از زمان تعیین می‌شود و چسبندگی و مقاومت‌های موثر بر آن در نظر گرفته نمی‌شوند. بنابراین، با لحاظ کردن روابط اعتباری و تعهدات قراردادی می‌توان الگوهای پرداخت پاداش را تکمیل نمود. در نهایت، نقض تعهدات قراردادی توسط مدیر می‌تواند به افزایش ریسک اعتباری شرکت و تحمیل نرخ بهره بالاتر به شرکت منجر شود که در این شرایط کنترل رفتارهای مدیریت می‌تواند مانع از تحمیل این قبیل هزینه‌ها به شرکت شود.

به منظور تکمیل نتایج این پژوهش پیشنهاد می‌شود در آینده به بررسی اثر تعاملی ساختار مالکیت و اعتماد به نفس بیش از اندازه بر پاداش مدیران پرداخته شود و به منظور شناخت رفتارهای عملکردی مدیران در بلندمدت به بررسی تفاوت‌های ناشی از نقض تعهدات قراردادی مبادرت شود.

ملاحظات اخلاقی:

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنابر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچگونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی رایت رعایت شده است.

منابع

- احمدپور، احمد، حاجیها، زهره و چناری بوکت، حسن. (۱۳۹۶). کیفیت افشا و پاداش مدیریت. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۶(۳)، ۴۳-۶۱.
- انواری رستمی، علی‌اصغر و کیانی، آیدین. (۱۳۹۴). بررسی نقش عدم اطمینان محیطی در رفتار هزینه‌ها؛ شواهدی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های حسابداری، ۷(۲)، ۳۳-۵۷.
- حاجی ابراهیمی، مریم و اسکندر، هدی. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۸(۳)، ۳۴۰-۳۶۵.
- سجادی، سید حسین، رشیدی باغی، محسن، ابوبکری، عبدالرحمن و شیرعلی زاده، محسن. (۱۳۹۴). رابطه بین حق‌الزحمه حسابرسی و پاداش هیأت مدیره. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۵(۱)، ۳۹-۵۸.
- کرمی، غلامرضا و جباری، حسن. (۱۳۹۷). تدوین مدلی برای تعیین پاداش هیأت مدیره شرکت‌های ایرانی. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۸(۲)، ۱۲۷-۱۵۴.
- Ahmadpour, A., Hajiha, Z. & Chenari, H. (2017). Disclosure quality and management bonus. *Empirical Research in Accounting*, 6(3), 43-61. (In Persian)
- Anvari Rostami, A. & Kiani, A. (2016). Investigating the role of demand uncertainty in cost behavior; Evidences from Tehran stock exchange firms. 7(2), 33-57. (In Persian)
- Armstrong, C. S. & Vashishtha, R. (2012). Executive stock options, differential risk-taking incentives, and firm value. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 70-88.
- Armstrong, C. S., Larcker, D., Ormazabal, G. & Taylor, D. (2013). The relation between equity incentives and misreporting: The role of risk-taking incentives. *Journal of Financial Economics*, 109(2), 327-350.
- Balsam, S., Gu, Y. & Mao, C. X. (2018). Creditor influence and CEO compensation: Evidence from debt covenant violations. *The Accounting Review*, 93(5), 23-50.
- Balsam, S. (2007). Executive compensation: An introduction to practice & theory. Scottsdale, AZ: WorldatWork.
- Beneish, M. D. & Press, E. (1993). Costs of technical violation of accounting-based debt covenants. *The Accounting Review*, 68(2), 233-257.

- Berk, J. B., Stanton, R. & Zechner, J. (2010). Human capital, bankruptcy and capital structure. *Journal of Finance*, 65(3), 891–926.
- Bharath, S. T., Dahiya, S. Saunders, A. & Srinivasan, A. (2011). Lending relationships and loan contract terms. *Review of Financial Studies*, 24(4), 1141–1203.
- Brickley, J. A. (2003). Empirical research on CEO turnover and firm-performance: A discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 227–233.
- Bushman, R. M. & Wittenberg-Moerman, R. (2012). The role of bank reputation in “certifying” future performance: Implications of borrowers’ accounting numbers. *Journal of Accounting Research*, 50(4), 883–930.
- Bushman, R., Dai, Z. & Wang, X. (2010). Risk and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 96(3), 381–398.
- Chava, S., Kumar, P. & Warga, A. (2010). Managerial agency and bond covenants. *The Review of Financial Studies*, 23(3), 1120–1148.
- Chen, D. & Zheng, Y. (2014). CEO tenure and risk-taking. *Global Business and Finance Review*, 19(1), 1-27.
- Core, J. E. & Guay, W. R. (2002). Estimating the value of employee stock option portfolios and their sensitivities to price and volatility. *Journal of Accounting Research*, 40(3), 613–630.
- Diamond, D. W. (1991). Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy*, 99(4), 689–721.
- Dichev, I. D. & Tang, V. W. (2009). Earnings volatility and earnings predictability. *Journal of Accounting and Economics*, 47(1), 160-181.
- Dichev, I. D. & Skinner, D. J. (2002). Large sample evidence on the debt covenant hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 1091–1123.
- Easton, P. D. & Monahan, S. J. (2005). An evaluation of accounting-based measures of expected returns. *The Accounting Review*, 80(2), 501–538.
- Evans, J. H. III., Luo, S. & Nagarajan, N. J. (2014). CEO turnover, financial distress and contractual innovations. *American Accounting Association*, 89(3), 959–990.
- Gilje, E. P. (2016). Do firms engage in risk-shifting? Empirical evidence. *Review of Financial Studies*, 29(11), 2925–2954.
- Gilson, S. C. & Vetsuypens, M. R. (1993). CEO compensation in financially distressed firms: An empirical analysis. *Journal of Finance*, 48(2), 425–458.

- 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), 43–71.
- Fernando, G. D. & Thevaranjan, A. (2017). Impact of audit quality on the components of executive cash compensation. *Journal of Centrum Cathedra*, 10(1), 49-62.
- Hajiebrahimi, M. & Eskandar, H. (2019). Managerial overconfidence effects on risk-taking and performance. *Empirical Research in Accounting*, 8(3), 340-365. (In Persian)
- Hart, O. & Moore, J. (1998). Default and renegotiation: A dynamic model of debt. *Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 1–41.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Kaplan, S. N. & Zingales, L. (1997). Do investment–cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?. *Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169–215.
- Karami, G. & Jabari, H. (2018). A board of directors compensation model for Iranian firms. *Empirical Research in Accounting*, 8(2), 127-154. (In Persian)
- Kothari, S. P., Laguerre, T. E. & Leone, A. J. (2002). Capitalization versus expensing: Evidence on the uncertainty of future earnings from capital expenditures versus R&D outlays. *Review of Accounting Studies*, 7 (4), 355-382.
- Kysucky, V. & Norden, L. (2015). The benefits of relationship lending in a cross-country context: A meta-analysis. *Management Science*, 62(1), 90–110.
- Leland, H. E. (1998). Agency costs, risk management, and capital structure. *The Journal of Finance*, 53(4), 1213–1243.
- March, J. G. (1991). Exploration and exploitation in organizational learning. *Organization Science*, 2(1), 71–87.
- Milidonis, A. & Stathopoulos, K. (2014). Managerial incentives, risk aversion, and debt. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(2), 453–481.
- Nini, G., Smith, D. C. & Sufi, A. (2012). Creditor control rights, corporate governance, and firm value. *Review of Financial Studies*, 25(6), 1713–1761.

- Ortiz-Molina, H. (2007). Executive compensation and capital structure: The effects of convertible debt and straight debt on CEO pay. *Journal of Accounting and Economics*, 43(1), 69–93.
- Ozelge, S. & Saunders, A. (2012). The role of lending banks in forced CEO turnovers. *Journal of Money Credit and Banking*, 44(4), 631–659.
- Petersen, M. A. & Rajan, R. G. (1994). The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *Journal of Finance*, 49(1), 3–37.
- Rajgopal, S., & Shevlin, T. (2002). Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 145–171.
- Roberts, M. R. & Sufi, A. (2009). Control rights and capital structure: An empirical investigation. *Journal of Finance*, 64(4), 1657–1695.
- Ross, D. G. (2010). The dominant bank effect: How high lender reputation affects the information content and terms of bank loans. *Review of Financial Studies*, 23(7), 2730–2756.
- Sajadi, S., Rashidi Baghi, M., Abobakri, A. & Shiralizade, M. (2015). The relationship between auditing fees and board compensation. *Empirical Research in Accounting*, 5(1), 39-58. (In Persian)
- Shue, K. & Townsend, R. (2017). Growth through rigidity: An explanation for the rise in CEO pay. *Journal of Financial Economics*, 123(1), 1–21.
- Smith, C. W. & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263–292.
- Xu, X., Wang, X. & Han, N. (2013). Accounting conservatism, ultimate ownership and investment efficiency. *China Finance Review International*, 2 (1), 53-77.