



مسئولیت اجتماعی شرکتی و ساختار پاداش مدیر ارشد اجرایی

فریدون رهنمای رودپشتی^۱
آناهیتا زندی^۲

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۷/۰۱

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۴/۰۹

چکیده

در این پژوهش نحوه تأثیر عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی (CSR) بر ساختار پاداش مدیر ارشد اجرایی (CEO) مورد بررسی قرار گرفت. نظریه سنتی نمایندگی پیشنهاد می‌دهد که مدیران ارشد اجرایی به دلیل سود (منافع) خودشان در هزینه‌های سهامداران در مسئولیت اجتماعی شرکتی مشارکت می‌کنند. یکی از مباحث رقابتی در این زمینه این است که این مدیران، عملکرد اجتماعی شرکت‌ها را به عنوان یکی از استراتژی‌های کسب و کار جهت افزایش ارزش شرکت و هم تراز کردن سود خودشان با سود سهامداران در نظر می‌گیرند. نتایج این پژوهش، پیش‌بینی دوم را مورد حمایت و تأیید قرار می‌دهد. نتایج نشان داد که عملکرد اجتماعی شرکت با نسبت پاداش مبتنی بر پول نقد ارتباط منفی دارد در حالی که با نسبت پاداش مبتنی بر سهام ارتباط مثبت دارد. در مجموع، یافته‌های این پژوهش، بر تأثیر مثبت عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی در بسته‌های پاداشی مدیران ارشد اجرایی تأکید داشته و این امر نشان می‌دهد که رفتار اطمینان بخش مدیران ارشد اجرایی در خصوص مشارکت در مسئولیت اجتماعی شرکتی، منجر به کم شدن مشکلات نمایندگی و به حداکثر رساندن ارزش شرکت می‌شود.

واژه‌های کلیدی: مسئولیت اجتماعی شرکتی، پاداش مدیر ارشد اجرایی، ساختار پاداش مدیر ارشد اجرایی، پاداش مبتنی بر سهام، پاداش مبتنی بر پول نقد (پاداش نقدی).

۱- استاد و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران

۲- دانشجوی دکترای گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد سمنان، دانشگاه آزاد اسلامی، سمنان، ایران

۱- مقدمه

پاداش مدیران ارشد اجرایی همراه خواهد شد (بارنی آ و روبین، ۲۰۱۰؛ بورگسی، هوستون و نارانجو، ۲۰۱۴؛ براون، هلند و اسمیت، ۲۰۰۶؛ همینگوی و مک لاگان، ۲۰۰۴؛ کوروگر، ۲۰۱۵؛ ماسولین و رضا، ۲۰۱۵؛ میلیبورن، ۲۰۰۳).

در مقابل، پاداش مدیر ارشد اجرایی ممکن است با عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی کاهش یابد، چون عملکرد اجتماعی بالا باعث می‌شود که مدیران ارشد اجرایی از اینکه "یک مدیر ارشد اجرایی نمونه" شوند و ذاتاً با انجام کارهای صحیح پاداش بگیرند، احساس غرور کنند (پاتز، ۲۰۰۶؛ رکر، بنسون و فاف، ۲۰۱۴) یا بهبود روابط بین مدیران ارشد اجرایی و کارمندان دیگر، اختلاف پاداش بین مدیران ارشد اجرایی و افرادی که مدیر ارشد اجرایی نیستند را کاهش دهد (کای، جو و پان، ۲۰۱۱).

اگرچه سطح کلی پاداش مدیران ارشد اجرایی نشانگر سود مالی آن‌هاست اما ارتباط آن با عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی، نتایج دو بخشی (دو مقوله‌ای) در خصوص قصد مدیران ارشد اجرایی برای مشارکت در مسئولیت اجتماعی شرکتی و تأثیر آن بر ارزش شرکت را ارائه نمی‌دهد. با انگیزه گرفتن از این موضوع، این پژوهش با تجزیه ساختار پاداش مدیر ارشد اجرایی که با نسبت‌های پاداش مبتنی بر پول نقد (کوتاه‌مدت) یا پاداش مبتنی بر سهام (بلندمدت) اندازه‌گیری می‌شود، بسط و گسترش می‌یابد. بخش دوم این مقاله به تبیین مبانی نظری و پیشینه پژوهش های صورت گرفته اختصاص دارد. بخش سوم شامل ارائه فرضیه‌های باشد. در بخش چهارم، روش پژوهش و در بخش پنجم تحلیل آماری و نتایج آزمون فرضیه‌ها بیان می‌شود و در نهایت، نتیجه‌گیری و بحث ارائه می‌گردد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

ادبیات (تحقیقات) پیشین نشان می‌دهد که مسئولیت اجتماعی شرکتی (CSR) تأثیر بسزایی در جنبه‌های مختلف حسابداری و امور مالی دارد. این تحقیقات نشان می‌دهند که فعالیت مسئولیت

نظریه کلاسیک نمایندگی که توسط جنسن و میکلینگ (۱۹۷۶) مطرح شد، استدلال می‌کند که مدیران ارشد اجرایی بیشتر در پی سود و منافع خودشان هستند تا به حداکثر رساندن ارزش سهامداران. برای مثال، این مدیران مایل به سرمایه‌گذاری در مسئولیت اجتماعی شرکتی می‌باشند تا خطا و اشتباهات خودشان از قبیل سوء رفتار شرکتی را پنهان کنند (همینگوی و مکلاگان، ۲۰۰۴) یا سود و منافع خودشان از قبیل اعتبار تقویت شده و قدرت چانه زنی را افزایش دهند (بارنی و روبین، ۲۰۱۰؛ میلیبورن، ۲۰۰۳). از سوی دیگر، یک استدلال رقابتی اثبات می‌کند که مدیران ارشد اجرایی، فعالیت مسئولیت اجتماعی شرکتی را به عنوان یک استراتژی کسب و کار تلقی می‌کنند که عملکرد شرکت را بهبود بخشیده و سود و منافع آن‌ها را با سود و منافع سهامداران هم تراز می‌کند. این استدلال توسط دنگ، کانگ و لو (۲۰۱۳) مورد تأیید واقع شد، این افراد استدلال می‌کنند که بهبود روابط با ذینفعان یک شرکت منجر می‌شود که این ذینفعان تمایل بیشتری به حمایت از عملکرد شرکت داشته و در افزایش دادن ارزش شرکت سهیم باشند. با این استدلال، مشارکت مدیران ارشد اجرایی در مسئولیت اجتماعی شرکتی، بیشتر به کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران کمک می‌کند تا به تشدید و تقویت آن. گرچه بر اساس تجربه، بررسی این دو استدلال چالش برانگیز است زیرا پیامدهای فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکتی مدیران ارشد اجرایی از قبیل تغییر میزان اعتبار (شهرت) آن‌ها یا افزایش ارزش شرکت که مربوط به عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی می‌باشد، از طریق داده‌های مالی به وضوح قابل مشاهده نیست. شاخص این پژوهش که میزان انگیزه مدیران ارشد اجرایی برای مشارکت در مسئولیت اجتماعی شرکتی را نشان می‌دهد، پاداش مدیر ارشد اجرایی است. برای مثال، اگر این مدیران برای منافع خودشان در مسئولیت اجتماعی شرکتی مشارکت کنند، عملکرد اجتماعی بالای شرکت با سطوح بالای

روابط آن‌ها با ذینفعان دیگر از جمله کارمندان و سهامداران را بهبود بخشد، نسبت پاداش مبتنی بر سهام، همراه با عملکرد اجتماعی شان افزایش می‌یابد. ارتباط بین مسئولیت اجتماعی شرکتی و پاداش مدیر ارشد اجرایی به دو روش پیش بینی می‌شود. اول اینکه، اگر مدیران ارشد اجرایی از فرصت مشارکت در عملکرد اجتماعی شرکت‌ها برای منافع خودشان را استفاده کنند، چنین رفتار فرصت طلبانه آن‌ها منجر به ایجاد تغییراتی در پاداش مدیر ارشد اجرایی به نفع مدیران ارشد اجرایی می‌شود. میلبرن (۲۰۰۳) از این حدس و گمان حمایت می‌کند، او ارتباط مثبتی بین اعتبار مدیر ارشد اجرایی و حساسیت پرداخت مبتنی بر سهام که به مدیران ارشد اجرایی پاداش داده می‌شود، پیدا میکند. پویایی شناسی این رابطه مثبت بین اعتبار مدیران ارشد اجرایی و پاداش آن‌ها باعث می‌شود که این مدیران قدرت چانه زنی بیشتر و فرصت‌های شغلی بهتری کسب کنند. بنابراین، مدیران ارشد اجرایی انگیزه پیدا میکنند تا به طور فعال در فعالیت‌های مربوط به مسئولیت اجتماعی شرکتی سهیم شده و اعتبار خود را از طریق عملکرد اجتماعی خود افزایش دهند.

بارنی آ و روبین (۲۰۱۰)، نیز مدارکی به حمایت از این دیدگاه استخراجی کرایه‌ای ارائه می‌دهند. آن‌ها دریافتند که مدیران ارشد اجرایی زمانی که مالکیت داخلی (خودی) و قدرت نفوذ در سطح پایین قرار دارند، تمایل بیشتری به مشارکت در مسئولیت اجتماعی شرکتی دارند. این امر نشان می‌دهد که این مدیران زمانی که هزینه‌های کمی در قبال آن کاری که انجام می‌دهند دریافت می‌کنند به دلیل سطوح پایین مالکیت و قدرت نفوذ، تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری بیش از حد در مسئولیت اجتماعی شرکتی دارند. با توجه به این موضوع، می‌توانی برد که مشارکت فرصت طلبانه مدیران ارشد اجرایی در مسئولیت اجتماعی شرکتی در نهایت منجر به دریافت سطوح بالای پاداش می‌شود. با توجه به هر مؤلفه پاداش مدیر ارشد اجرایی، می‌توان پی برد که مدیران ارشد اجرایی بیشتر ساختار پاداش با خطر کمتر همراه

اجتماعی یک شرکت، پردازش و عملکرد مالی را بهبود بخشیده، (هیلمن و کیم، ۲۰۰۱؛ جی آیو، ۲۰۱۰؛ کارپف، لات و وِری، ۲۰۰۵. مک گوآیر، ساندگرن و اِشنیویز، ۱۹۸۸؛ واڈک و گریوز، ۱۹۹۷)، هزینه سرمایه را کاهش داده (ال گول، گوئدومی، وک و میشر، ۲۰۱۱؛ شارفمن و فراندو، ۲۰۰۸) و رفتار مدیریتی درآمدها را محدود می‌سازد (کیم، پارک و وی پر، ۲۰۱۲). برخی در این راستا، معرفی استانداردهای جدید برای گزارش محیطی و خدمات اطمینان محیطی را پیشنهاد می‌دهند (بیتز و سوتر، ۱۹۹۹). با این وجود، برخی از تحقیقات، هیچ تأثیر قابل توجهی از مسئولیت اجتماعی شرکتی به دست نمی‌آورند (نلینگ و وب، ۲۰۰۹) یا به تأثیر منفی آن بر عملکرد مالی شرکت‌ها می‌رسند (برامر، بوروکز و پاولین، ۲۰۰۶).

ساختار پاداش مدیر ارشد اجرایی، عاملی حیاتی و مهم در ایجاد انگیزه مدیران برای سرمایه‌گذاری‌های خطرناکتر و دنبال کردن سود بلندمدت که هم تراز با سود سهامداران است، می‌باشد (ایندججیکیان، ۱۹۹۹). به ویژه، با توجه به اینکه ترجیح مدیران ارشد اجرایی برای پاداش کوتاه‌مدت کم خطرتر ارتباط بسیار نزدیکی با سنگربندی آن‌ها دارد، تجزیه و تحلیلی در خصوص اینکه چگونه عملکرد اجتماعی یک شرکت با نسبت‌های پاداش مبتنی بر پول نقد و پاداش مبتنی بر سهام مرتبط است، شواهد مستقیمی در خصوص انگیزه مدیران ارشد اجرایی برای مسئولیت اجتماعی شرکت و همچنین پیامدهای فعالیت آن‌ها در سرمایه‌سهمداران ارائه می‌دهد. برای مثال، اگر مدیران ارشد اجرایی برای سود خودشان و به هزینه سهامداران در مسئولیت اجتماعی شرکت سرمایه‌گذاری کنند، عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت می‌تواند ارتباط مثبتی با نسبت پاداش مبتنی بر پول نقد از قبیل حقوق و مساعده (انعام، پرداخت اضافی) داشته باشد. از سوی دیگر، اگر مدیران ارشد اجرایی به منظور افزایش ارزش شرکت در هم تراز با سود و منافع سهامداران در مسئولیت اجتماعی شرکت مشارکت کنند یا اگر عملکرد موفق آن‌ها در این راستا،

و ذینفعان دیگر از جمله کارمندان و سهامداران، اختلاف پاداش بین مدیران ارشد اجرایی و آن‌ها که مدیر ارشد اجرایی نیستند را کاهش دهد (کای و همکاران، ۲۰۱۱).

در ادامه به تعدادی از پژوهش‌های صورت گرفته در این حوزه اشاره می‌گردد.

آرشاد و رازاک (۲۰۱۱)، در مطالعه‌ای با عنوان افشای مسئولیت اجتماعی شرکتی و عملکرد شرکت‌های مالزی پرداختند. نتایج این مطالعه نشان داد که افشای فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها اثر قابل توجهی بر روی موفقیت شرکت‌ها دارد. همچنین ساختار مالکیت غالب باعث بهبود فعالیت‌های افشای مسئولیت اجتماعی می‌گردد.

اویونو و همکاران (۲۰۱۱)، در مطالعه‌ای با عنوان مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و عملکرد مالی به بررسی مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و عملکرد مالی ۵۰ شرکت مالزیایی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که رابطه مثبت و تقریباً ضعیفی بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و عملکرد مالی وجود دارد. بنابراین آن‌ها ادعا کردند که گزارش فعالیت‌های اجتماعی شرکت‌ها باعث بهبود عملکرد مالی می‌گردد.

رکر (۲۰۱۴) به بررسی مسئولیت اجتماعی شرکت و بازپرداخت جبران خسارت توسط مدیرعامل پرداخته است. در این مقاله رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و بازپرداخت مدیرعامل شرکت طی بازه ۲۰۰۵-۲۰۱۲ در شرکت‌های استرالیایی بررسی شده است. مسئولیت اجتماعی شرکت و بازپرداخت جبران خسارت توسط مدیرعامل به زیرمجموعه‌های مختلفی تقسیم می‌شوند. نتایج نشان داده است که بین بازپرداخت جبران خسارت توسط مدیرعامل و شرکت‌های دارای مسئولیت اجتماعی رابطه منفی وجود دارد. سالوسکی و زولچ (۲۰۱۴) در پژوهش خویش به بررسی ارتباط بین میزان افشای مسئولیت اجتماعی شرکتی و کیفیت سود پرداختند. نتیجه این پژوهش حاکی از آن است که روند رو به رشد شرکت‌ها در خصوص افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها لزوماً منجر به افزایش کیفیت سود نمیشود و یک

با پاداش مبتنی بر پول نقد را به دلیل تسهیل پرداخت اجاره‌ها ترجیح می‌دهند تا پاداش سهامی مبتنی بر عملکرد بلندمدت (هریس و راویو، ۱۹۷۹؛ وستفال، ۱۹۹۸). پژوهش اخیر که توسط دای، راثو، استورایتس و تان (۲۰۱۷) انجام شد نیز از این فرضیه حمایت می‌کند. آن‌ها پی بردند که مدیران ارشد اجرایی زمانی که یک پاداش ۸/۸ درصدی تروریستی را به عنوان حق‌العمل برای کار در کارخانه‌هایی که نزدیک به حملات تروریستی قرار دارند، دریافت می‌کنند، پاداش مبتنی بر پول نقد را برای کم کردن میزان بلاتکلیفی در آینده ترجیح می‌دهند. اعتبار افزایش یافته و قدرت مدیریتی مربوط به عملکرد عالی در زمینه مسئولیت اجتماعی شرکتی نیز چنین تغییراتی را در ساختار پرداختی مدیر ارشد اجرایی توضیح می‌دهد (بیچوک، فرآید و والکر، ۲۰۰۲).

از سوی دیگر، اگر مدیران ارشد اجرایی در مسئولیت اجتماعی شرکتی به عنوان یک فعالیت تجاری سرمایه‌گذاری کنند که ارزش ذینفعان را بهبود بخشد و مشارکت آن‌ها در این مسئولیت به عنوان وظیفه‌شان در نظر گرفته شود، مدیران ارشد اجرایی به خاطر تلاششان برای اصلاح و بهبود عملکرد اجتماعی شرکت‌ها پاداش می‌گیرند. در این حالت، می‌توان انتظار ارتباط مثبت بین نسبت پاداش مبتنی بر سهام و مسئولیت اجتماعی شرکتی و ارتباط منفی بین نسبت پاداش مبتنی بر پول نقد و مسئولیت اجتماعی شرکتی را داشت. این استدلال تا حدی با نظریه گان و پارک (۲۰۱۶) سازگار خواهد بود. گان و پارک، ارتباط مثبتی بین توانایی مدیریتی مدیران ارشد اجرایی و پرداخت برای حساسیت عملکرد پاداش مبتنی بر سهام پیدا کردند. توضیح بعدی این است که چنین عملکرد عالی در زمینه مسئولیت اجتماعی شرکتی باعث می‌شود که مدیران ارشد اجرایی برای انجام کارهای صحیح اعتماد به نفس پیدا کرده و از اینرو به خاطر عملکرد اجتماعی شرکت‌ها به آن‌ها پاداش داده شود (پاتز، ۲۰۰۶؛ رکر و همکاران، ۲۰۱۴) یا پیامدهای دنبال کردن مسئولیت اجتماعی شرکت از قبیل بهبود روابط بین مدیران ارشد اجرایی

بدرتر)، و مسئولیت اجتماعی، راهنما و سرنخی برای سرمایه گذاران سازمانی است.

بنلملیه و همکاران (۲۰۱۶)، به بررسی رابطه بین افشاگری‌های اجتماعی و زیست‌محیطی و ریسک شرکتی پرداختند. در این پژوهش آنها رابطه بین افشاگری‌های زیست‌محیطی (E) و اجتماعی (S) را بررسی کردند و ریسک آن را از جمله ریسک کلی، سیستماتیک و غیرمتمعارف را اندازه‌گیری نمودند. در این پژوهش با به کار گرفتن یک مجموعه داده از شرکت‌های لیست شده بریتانیا که سال‌های ۲۰۰۵-۲۰۱۳ را پوشش می‌دهد، یک رابطه منفی و چشمگیر بین افشاگری‌های E و S شرکت و ریسک غیرمتمعارف آن و نه ریسک سیستماتیک، پیدا شد.

حسن و همکاران (۲۰۱۷) رابطه بین چرخه عمر شرکت و مسئولیت اجتماعی شرکت (CSR) را مورد بررسی قرار داد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که مزیت‌های رقابتی و منابع سازمان امکان سرمایه گذاری در فعالیتهای مربوط به CSR را برای شرکت‌های کامل و در مرحله بلوغ نسبت به شرکت‌ها در سایر مراحل از چرخه عمر شرکت را بیشتر فراهم می‌سازد. همچنین به بررسی نقش منابع مالی در توضیح رابطه بین چرخه عمر شرکت و CSR پرداختند. نتایج نشان می‌دهند که اندازه، سوددهی، رابطه بین چرخه عمر شرکت و CSR را تعدیل می‌کنند.

کریم (۲۰۱۸)، به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی و ساختار غرامت مدیر عامل شرکت پرداخته است. نتایج نشان داد که عملکرد اجتماعی شرکت به طور منفی با نسبت غرامت مبتنی بر پول همراه است، در حالی که رابطه مثبتی با نسبت غرامت مبتنی بر دارایی دارد. این نتایج به شدت به میزان حاکمیت شرکتی استوار است، و برای شرکت‌هایی که دارای سطوح بالای مالکیت اجرایی و مدیریت بلند مدت هستند، بیشتر مورد توجه قرار می‌گیرند. به طور کلی، یافته‌های پژوهش تاثیر مثبت عملکرد CSR را بر روی بسته‌های غرامت مدیر عامل را نشان می‌دهد، که حاکی از آن است که رفتار مدیران عامل در CSR

ارتباط منفی بین میزان افشاء مسئولیت اجتماعی شرکت و کیفیت سود وجود دارد. همچنین نتایج پژوهش آنها نشان داد که بین مسئولیت اجتماعی شرکت با درجه محافظه کاری شرکت و کیفیت اقدام تعهدی رابطه‌ی منفی و با مدیریت سود رابطه‌ی مثبت وجود دارد.

بوایلین (۲۰۱۵) به بررسی رابطه اهرم، ریسک پذیری و مشوق‌های مدیر عامل شرکت در طول بحران مالی پرداخته است. نتایج نشان داد معیارهای معمول انگیزه‌های ریسک‌پذیری مدیران بانک، انگیزه‌های تغییر ریسک را نشان نمی‌دهند هم چنین نتایج نشان داد، پس از بحران مالی مشوق‌های مدیر عامل بر ریسک‌پذیری آن‌ها در شرکت‌هایی با اهرم مالی کم تاثیر بیشتری دارد.

چن و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهش خود به بررسی رابطه انگیزه‌های ریسک‌پذیری مدیر عامل و هزینه سرمایه پرداختند. یافته‌ها نشان دادند که حساسیت‌های ثروت مدیر عامل نسبت به تغییرات قیمت‌های سهام، هزینه سرمایه را می‌کاهد، در حالیکه حساسیت‌های ثروت مدیرعامل به تغییرات نوسان‌پذیری سهام، هزینه سرمایه را افزایش می‌دهد. هم چنین یافته‌ها نشان می‌دهد که سهامداران، ریسک‌های ناشی از پروژه‌های آتی شرکت را در پاداش و مزایای مدیر عامل مستتر می‌بینند و این ریسک‌ها را بر همان اساس در هزینه سرمایه منظور می‌کنند. یافته‌های بدست آمده نتایج ضمنی نیرومندی بر نوع قرارداد پرداخت بهینه پاداش مدیر عامل، ارزیابی پروژه و برآورد هزینه سرمایه، خواهد داشت.

واهب (۲۰۱۵) در مطالعه‌ای با عنوان اثر واسطه عملکرد مالی در رابطه بین مسئولیت‌های اجتماعی و ساختار مالکیت به بررسی متغیرهای ضمنی موثر بر عملکرد مالی پرداخته است. رگرسیون داده‌های پنل بر روی یک نمونه انجام شد که شامل تمام شرکت‌هایی است که در شاخص مسئولیت اجتماعی مصر طی دوره‌ای از سال ۲۰۰۷ تا سال ۲۰۱۰ ثبت شده‌اند. نتایج نشان می‌دهند که عملکرد مالی بهتر (یا

منجر به کاهش مشکلات نمایندگی و به حداکثر رساندن ارزش شرکت می‌شود.

مظلومی و همکاران در پژوهشی به بررسی رابطه ریسک پذیری مدیران با عملکرد سازمان ها در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیقی نشان می دهد که تنها بین میزان ریسک پذیری مدیران عامل بازده مجموع دارایی ها در موقعیت های ریسکی همراه با سود رابطه معنادار و مستقیم وجود دارد. همچنین نتایج حاصل از بررسی وجود رابطه بین مشخصات فردی و میزان ریسک پذیری به عنوان دستاوردهای جانبی تحقیقی حاکی از وجود رابطه معنادار و مستقیم بین سن و تجربه مدیریتی با میزان ریسک پذیری مدیران عامل در موقعیت های پر ریسک همراه با زیان است. (مظلومی و همکاران، ۱۳۸۶).

خلیلی و همکاران در مطالعه‌ای با عنوان رابطه بین مسوولیت پذیری اجتماعی با عملکرد مالی شرکت ها به بررسی رابطه بین مسوولیت پذیری اجتماعی و ابعاد آن شامل شرایط محیط کار، محیط زیست، رفتار کسب و کار، جامعه و اجتماع محلی و راهبری شرکت با عملکرد مالی شرکت ها در صنعت مواد و محصولات دارویی پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که بین متغیر مسوولیت پذیری اجتماعی و هر یک از ابعاد پنج گانه آن با متغیر عملکرد مالی، رابطه ای وجود ندارد. همچنین، بین اندازه و ریسک سازمان با عملکرد مالی رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. (خلیلی و همکاران، ۱۳۸۹).

عبدلی و همکاران به بررسی تاثیر ترکیب هیات مدیره و ساختار مالکیت بر میزان مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت ها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. در این پژوهش به بررسی تاثیر ساختار و ترکیب هیات مدیره بر مسوولیت اجتماعی شرکت ها پرداخته شده است و هدف از این تحقیق شناسایی عوامل موثر بر میزان رعایت مسوولیت پذیری اجتماعی به عنوان یک فاکتور موثر بر تصمیمات سرمایه گذاران می باشد در این راستا تعداد ۱۰۹ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۷ تا

۱۳۹۰ مورد مطالعه قرار گرفتند. نتایج حاکی از آن است که بین مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت ها با نسبت اعضای موظف هیات مدیره و تمرکز مالکیت رابطه معنی داری وجود دارد و متغییر تمرکز مالکیت بیشترین تاثیر را نسبت به سایر متغیرها بر روی مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت ها می گذارد همچنین مطابق با نتایج بدست آمده مشخص گردید بین نقش دوگانه رئیس هیئت مدیره نسبت تغییرات هیئت مدیره و نوع مالکیت با مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت ها رابطه معناداری وجود ندارد. (عبدلی و همکاران، ۱۳۹۲).

راجی زاده و همکاران به بررسی افشای اطلاعات حسابداری پیرامون مسوولیت اجتماعی شرکت ها بر اساس تئوری ذینفعان پرداخته اند. ذات و جوهره مسوولیت اجتماعی شرکت ها تمرکز بر ذینفعان تجاری در ارتباط با مسوولیت اقتصادی، اخلاقی، قانونی و زیست محیطی می باشد و افشای اطلاعات حسابداری با مسوولیت اجتماعی شرکت ها بازتاب واقعی از مسوولیت های سهامداران شرکت ها می باشد. در نهایت، جایگاه و وضعیت مسوولیت اجتماعی شرکت ها در محیط کسب و کار ایران مورد توجه قرار می گیرد و به لزوم تدوین استانداردها، آیین نامه ها و انجام اقدامات لازم نهادهای قانونگذار در الزام شرکت ها برای توجه ویژه به مسوولیت اجتماعی در راستای پاسخگویی و شفافیت با نگرش ذینفعان تاکید شده است. (راجی زاده و همکاران، ۱۳۹۴).

وحیدی و همکاران در مطالعه‌ای با عنوان عنوان تاثیر مسوولیت پذیری اجتماعی شرکتی بر عملکرد مالی شرکت به بررسی عملکرد اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. به این ترتیب این مطالعه برگزارشهای مالی شرکت های ذکرشده در بورس اوراق بهادار تهران، برای سال های ۱۳۹۳-۱۳۸۳ و ادبیات و مطالعات تجربی انجام شده برای بدست آوردن نتایج، متکی است. در طول این پژوهش به این نتیجه رسیدیم که یک ارتباط مثبت و معنی داری بین مسوولیت پذیری

۴- روش شناسی پژوهش

این پژوهش در حوزه تحقیقات توصیفی و استقرایی است و از نظر هدف کاربردی می باشد. پژوهش حاضر از نظر تقسیم بندی بر حسب روش اجرا، روش همبستگی و بر پایه داده های پس رویدادی انجام خواهد شد. با توجه به اهداف پژوهش، روش آماری از نوع پنل یعنی بررسی وجود رابطه بین متغیرها از طریق رگرسیون می باشد. اطلاعات مربوط به مبانی نظری و تئوریک پژوهش، به صورت کتابخانه ای و با استفاده از کتب و مقالات فارسی و انگلیسی جمع آوری شده است. همچنین جهت آزمون فرضیه ها و در نهایت تحلیل داده ها از نرم افزار Excel2010 و Eviews9 استفاده شده است.

قلمرو مکانی پژوهش حاضر بورس اوراق بهادار تهران بوده و قلمرو زمانی پژوهش سال ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۵ می باشد. در پژوهش حاضر برای انجام نمونه گیری از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. بدین ترتیب با در نظر گرفتن جامعه آماری (تمام شرکتهای پذیرفته شده در بورس تا سال ۱۳۹۵) و معیارهای به شرح زیر اقدام به انتخاب نمونه گیری شده است که از میان جامعه آماری تنها ۱۵۲ شرکت تمام معیارهای مذکور را احراز کرده اند و لذا از آنها به عنوان نمونه در پژوهش حاضر استفاده شده است. مشروح نمونه گیری از جامعه آماری به روش حذف سیستماتیک به شرح جدول ۱ می باشد.

اجتماعی شرکتی و عملکرد مالی شرکت وجود دارد. (وحیدی و همکاران، ۱۳۹۴).

محمدی و همکاران به بررسی تاثیر تغییر مدیرعامل بر سرمایه گذاری در مسئولیت اجتماعی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق تغییر مدیرعامل متغیر مستقل و مسئولیت اجتماعی شرکت ها متغیر وابسته در نظر گرفته شد. نتایج نشان داد تغییر مدیرعامل بر سرمایه گذاری در مسئولیت اجتماعی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بطور معنادار تاثیرگذار نیست. (محمدی و همکاران، ۱۳۹۵).

زندى و فغانى در پژوهشى به بررسى تأثير عملکرد اجتماعى، زیست محیطی (محیطی)

و اخلاقی بر عملکرد مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در پژوهش آنها عملکرد مالی متغیر وابسته و عملکرد اجتماعی، زیست محیطی و اخلاقی متغیر مستقل بود. داده های حاصل از تحلیل محتوا با استفاده از آزمون های مقایسه ای مورد بررسی قرار گرفت و نتایج نشان داد بین عملکرد اجتماعی، زیست محیطی و اخلاقی و عملکرد مالی شرکت ها تاثیر مستقیم معنادار وجود دارد. (زندى و فغانى، ۱۳۹۷).

۳- فرضیه های پژوهش

فرضیه ۱: عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی بر نسبت پاداش مبتنی بر پول نقد مدیران ارشد اجرایی، تاثیر معناداری دارد.

فرضیه ۲: عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی بر نسبت پاداش مبتنی بر سهام مدیران ارشد اجرایی تاثیر معناداری دارد.

فرضیه ۳: عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی بر رابطه بین مؤلفه های پاداش مبتنی بر پول نقد مدیران ارشد اجرایی و ارزش شرکت تاثیر معناداری دارد.

فرضیه ۴: عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی بر رابطه بین مؤلفه های پاداش مبتنی بر سهام مدیران ارشد اجرایی و ارزش شرکت تاثیر معناداری دارد.

جدول ۱- غربالگری جامعه آماری (نمونه گیری در تحقیق حاضر)

شرایط انتخاب نمونه	محصولات دارویی	قطعات خودرو	سیمان و گچ	محصولات شیمیایی	غذایی، قند و شکر	فلزات و کانی	سایر صنایع	کل صنایع
تعداد شرکت ها در پایان سال ۱۳۹۵	۶۳	۶۴	۵۴	۷۸	۶۹	۹۹	۱۱۱	۵۳۸
عدم حضور در طی دوره پژوهش	(۱۱)	(۴)	(۸)	(۲۰)	(۱۲)	(۲۲)	(۴)	(۸۱)
پایان سال مالی ۱۲/۲۹ یا تغییر سال مالی	(۱۴)	(۱۴)	(۱۷)	(۱۶)	(۲۵)	(۳۵)	(۷)	(۱۲۸)
بانک ها، واسطه گری های مالی، سرمایه گذاری							(۶۳)	(۶۳)
شرکت های با تعداد روز های معاملاتی کمتر از ۱۰۰ روز	(۷)	(۵)	(۱۴)	(۲۵)	(۱۱)	(۳۰)	(۲۲)	(۱۱۴)
تعداد شرکت های انتخابی	۳۱	۲۲	۱۵	۱۷	۲۱	۱۲	۳۴	۱۵۲
درصد نمونه انتخاب شده از هر صنعت	٪۲۰,۴	٪۱۴,۵	٪۱۰	٪۱۱,۲	٪۱۳,۸	٪۷,۸	٪۲۲,۳	٪۱۰۰

۴-۲- مدل های تجربی پژوهش

مدل های عملیاتی پژوهش مبتنی بر (کریم، ۲۰۱۸) است.

مدل فرضیه دوم:

$$PEQUITY_{it} = \alpha + \beta TCSR_{it} + \theta \gamma + \varepsilon_{it}$$

در ادامه، تاثر عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی بر رابطه بین مؤلفه های پاداش مبتنی بر پول نقد و مبتنی بر سهام مدیران ارشد اجرایی و ارزش شرکت مورد بررسی قرار می گیرد.

مدل فرضیه سوم:

$$TOBINQ_{it} = \alpha + \beta_1 TCSR_{it} + \beta_2 PCASH_{it} + \beta_3 TCSR_{it} * \beta_2 PCASH_{it} + \theta \gamma + \varepsilon_{it}$$

مدل فرضیه چهارم:

$$TOBINQ_{it} = \alpha + \beta_1 TCSR_{it} + \beta_2 PEQUITY_{it} + \beta_3 TCSR_{it} * PEQUITY_{it} + \theta \gamma + \varepsilon_{it}$$

مدل فرضیه اول:

$$PCASH_{it} = \alpha + \beta TCSR_{it} + \theta \gamma + \varepsilon_{it}$$

۴-۳- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آنها

متغیرهای مسئولیت اجتماعی شرکتی (CSR)

جدول (۲)

ابعاد	نگرانی ها (نقاط ضعف)	نقاط قوت
جامعه	- اختلافات سرمایه گذاری - روابط مردمی بومیان - اختلافات مالیاتی	- مسائل خیرخواهانه - نوآوری - پشتیبانی از مسکن - پشتیبانی از آموزش - رضایت مشتری - برنامه های داوطلبانه

ابعاد	نگرانی‌ها (نقاط ضعف)	نقاط قوت
تنوع	- شرکت دارای نمایندگی نمی باشد	- ارتقاء هویت مدیر عامل - مزایای کار در هیئت مدیره - حمایت از فعالیت خانم ها - اشتغال معلولان - خط مشی سهامداران
روابط کارمندان	- سلامت و ایمنی - کاهش نیروی کار	- افشا سود نقدی - مشارکت کارکنان - مزایای بازنشستگی - سلامت و ایمنی
محیط زیست	- انتشار زباله های خطرناک - مشکلات قانونی - تخلیه مواد شیمیایی - انفجار عظیم - مواد شیمیایی کشاورزی	- سودمند محصولات و خدمات - پیشگیری از آلودگی - بازیافت - انرژی پاک - ارتباطات - اموال، ماشین آلات و تجهیزات - سیستم های مدیریت
محصول	- عدم افشا ایمنی محصول	- کیفیت - تحقیق و توسعه / نوآوری - مزایای اقتصادی محروم
حاکمیت شرکتی	- نبود مدیران غیر موظف - عدم پاداش اعضای هیئت مدیره - نبود مدیر مستقل - نبود مدیران مالی در هیئت مدیره - نگرانی در مورد شفافیت اطلاعات	- اطلاعات مربوط به معاملات سهام متعلق به اعضای هیئت مدیره - جزئیات معاملات با اشخاص وابسته همراه با گزارشات سالانه شرکت - اطلاعات مربوط به رعایت اصول حاکمیت شرکتی از جمله عملکرد کمیته حسابرسی - کنترل داخلی شرکت - ترکیب هیئت مدیره - جزئیات معاملات با اشخاص وابسته همراه با گزارشات سالانه

جدول (۳)

متغیرها	تعاریف
	متغیرهای CSR (مسئولیت اجتماعی شرکتی)
TCSR	مجموع امتیازات خالص CSR در شش دسته‌ی مشخص شده (جامعه، محیط، تنوع، روابط کارکنان، حاکمیت شرکتی، محصول). امتیازات خالص CSR به صورت تعداد کل نقاط قوت منهای تعداد کل دغدغه‌های موجود در هر گروه محاسبه می‌شود.
	متغیرهای مختص ساختار پاداش و مدیرعامل
CASH	مجموع حقوق و پاداش
EQUITY	مجموع ارزش سهام بلوکه شده در سال مالی یا ارزش سهام وثیقه شده متعلق به مدیر عامل شرکت
PCASH	نسبت پاداش نقدی به کل پاداش
PEQUITY	نسبت پاداش مبتنی بر سهام به کل پاداش
BSIZE	لگاریتم تعداد کل مدیران در هیئت مدیره
CEO_AGE	سن مدیرعامل

متغیرها	تعاریف
CEO_DUL	دوگانگی مدیرعامل (داشتن دو پست)، که اگر مدیرعامل رئیس هیئت مدیره هم باشد برابر با ۱ و در غیر اینصورت صفر خواهد بود
CEO_OWN	تعداد سهام تحت مالکیت مدیران عامل
CEO_TEN	تصدی مدیرعامل که با تعداد سال‌هایی ارزیابی می‌شود که مدیرعامل در پست فعلی خود مشغول به کار است
PIND	نسبت و تعداد مدیران مستقل در هیئت مدیره
متغیرهای خاص شرکت	
BM	نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری؛ نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری یک حقوق صاحبان سهام.
CAPEX	نسبت هزینه‌ی سرمایه به کل دارایی‌ها
LEV	کل بدهی تقسیم بر کل دارایی
LIQ	نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری
ROA	درآمد عملیاتی قبل از استهلاک تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها
SALE	لگاریتم فروش شرکت
TOBINQ	نحوه محاسبه متغیر Q توبین به شرح زیر می‌باشد: $Q - Tobin = \frac{\text{بدهی ها} + (\text{قیمت بازار هر سهم} * \text{تعداد سهام منتشر شده})}{\text{جمع دارایی ها}}$ $Q - Tobin = \frac{\text{بدهی ها} + \text{ارزش بازار سهام}}{\text{جمع دارایی ها}}$

۵- یافته‌های پژوهش
 ۵-۱- مانایی متغیرهای تحقیق
 چگونگی مانایی با استفاده از آزمون لوین لین و چو بررسی شده است. براساس نتایج آزمون مانایی مطابق جدول (۴) همه متغیرهای حاضر در سطح صفر مانا می‌باشند.

قبل از برآورد مدل، برای اطمینان از ساختگی نبودن و در پی آن نتایج نامطمئن مدل رگرسیونی،

جدول ۴- مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	متغیر	ضریب	احتمال	سطح پذیرش
TCSR	مسئولیت اجتماعی	-۱۰۷,۳۹	۰,۰۰۰۰	I(0)
PCASH	پاداش نقدی	-۱۷,۳۶	۰,۰۰۰۰	I(0)
PEQUITY	پاداش مبتنی بر سهام	-۲۷,۰۲	۰,۰۰۰۰	I(0)
BSIZE	لگاریتم تعداد کل مدیران در هیئت مدیره	-۱۸,۶۱	۰,۰۰۰۰	I(0)
CEO_AGE	سن مدیرعامل	-۱۱,۷۲	۰,۰۰۰۰	I(0)
CEO_DUL	دوگانگی مدیرعامل	-۵۵,۷۹	۰,۰۰۰۰	I(0)
CEO_OWN	تعداد سهام تحت مالکیت مدیران عامل	-۱۰,۶۵	۰,۰۰۰۰	I(0)
CEO_TEN	تصدی مدیرعامل	-۸,۹۵	۰,۰۰۰۰	I(0)
PIND	نسبت و تعداد مدیران مستقل در هیئت مدیره	-۱۴,۹	۰,۰۰۰۰	I(0)
BM	ارزش بازار سهام به ارزش دفتری	-۱۷,۰۲	۰,۰۰۰۰	I(0)
CAPEX	هزینه‌ی سرمایه	-۵,۸۲	۰,۰۰۰۰	I(0)
LEV	اهرم مالی	-۲,۱۳	۰,۰۱	I(0)
LIQ	نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری	-۵,۳۹	۰,۰۰۰۰	I(0)
ROA	بازده داراییها	-۱۳,۶۹	۰,۰۰۰۰	I(0)
SALE	فروش	-۲۶,۱۳	۰,۰۰۰۰	I(0)
TOBINQ	کیوتوبین	-۱۶,۳۵	۰,۰۰۰۰	I(0)

کنترلی پژوهش حدود ۶۶ و ۷۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

با تجزیه و تحلیل رابطه بین عملکرد مسئولیت اجتماعی بر نسبت های پاداش مبتنی بر پرداخت نقدی و مبتنی بر سهام مدیران ارشد اجرایی، معادله (۱) را برآورد میشود. جدول ۶ نتایج برآورد را گزارش می‌کند. وقتی از نسبت پاداش مبتنی بر پرداخت نقدی به عنوان یک متغیر وابسته در ستون اول استفاده میشود، ضریب در امتیاز کل CSR منفی (۰,۳۷۵۵۶۱-) است، اگر چه معناداری باشد. در مقابل، وقتی از نسبت پاداش مبتنی بر سهام در ستون دوم استفاده میشود، ضریب در امتیاز کل CSR به طور معنی داری مثبت است (۰,۵۶۱).

این نتایج نشان می‌دهد که مدیران اجرایی شرکت عملکرد اجتماعی شرکت ها را به عنوان یک فعالیت تجاری در نظر می‌گیرند که ارزش شرکت و رابطه شان با سهامداران را افزایش داده و بهبود می‌بخشد و از این رو برای مشارکت در CSR به آنها پاداش داده می‌شود. همچنین، این شواهد در راستای مطالعات قبلی اند که تأثیر مثبت عملکرد CSR شرکت بر عملکرد مالی و عملیاتی آن را یافتند.

علائم ضرایب متغیرهای خاص CEO به طور کلی هماهنگ با مطالعات قبلی است. ضریب در اندازه هیئت مدیره (BSIZE) برای نسبت پاداش مبتنی بر پرداخت نقدی منفی و برای نسبت پاداش سهام مثبت است، اما به لحاظ آماری معنادار نیست. در ضمن، ضریب در نسبت مدیران مستقل در هیئت مدیره (PIND) به طور معناداری برای نسبت پاداش مبتنی بر پرداخت نقدی (سهام) منفی (مثبت) است، و نشان می‌دهد که شرکت ها با استقلال بیشتر هیئت مدیره سطح نسبتاً بالایی از پاداش مبتنی بر سهام را در مقایسه با پاداش مبتنی بر پرداخت نقدی پرداخت می‌کنند. ضریب در حق مالکیت CEO (CEO_OWN) به طور معناداری با نسبت پاداش مبتنی بر پرداخت نقدی (مبتنی بر سهام) منفی (مثبت) است، و نشان می‌دهد که مدیران اجرایی شرکت که مالکیت سهام بیشتری دارند، مایلند تا نسبت پاداش مبتنی بر

۵-۲- گزینش مدل مناسب داده های ترکیبی

برای تعیین مدل مناسب تخمین داده های ترکیبی از آزمون F لیمر استفاده شده است. نتایج این آزمون در جدول (۳) ارائه شده است. همانگونه که مشاهده می‌شود نتایج آزمون F لیمر فرض صفر مبنی بر یکسان بودن عرض از مبدأ در تمام دوره ها را به طور قطع تأیید نموده است، بنابراین روش تخمین داده های تلفیقی با یکدیگر ترکیب شده و به وسیله رگرسیون حداقل مربعات معمولی تخمین زده می‌شود، زیرا عدم تفاوت در عرض از مبدأهای مدل طی دوره های مختلف منجر به کاذب بودن مدل نمی‌شود. این روش دارای ویژگی های مطلوب آماری مانند بهترین برآوردکننده خطی بدون تورش بودن را داراست.

جدول ۵- آزمون اف لیمر و هاسمن

مدل های پژوهش	نوع آماره	مقدار آماره	احتمال
مدل فرضیه اول	اف لیمر	۳,۷۶	۰,۰۰۰
	هاسمن	۱۵,۸۴	۰,۰۲۶
مدل فرضیه دوم	اف لیمر	۷,۳۱	۰,۰۰۰
	هاسمن	۴۷,۱۵	۰,۰۰۰
مدل فرضیه سوم	اف لیمر	۲,۰۵	۰,۰۰۰
	هاسمن	۵۱,۴۹	۰,۰۰۰
مدل فرضیه چهارم	اف لیمر	۲,۰۵	۰,۰۰۰
	هاسمن	۵۱,۱۲	۰,۰۰۰

۵-۳- آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش:

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۶ و با توجه به آماره F بدست آمده (۱۵۰,۲۸) و (۱۷۳,۷۲) که سطح خطای آن ها (۰/۰۰۰) می‌باشد، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگو که به ترتیب برابر ۰,۶۶۷ و ۰,۷۲۶ است، می‌توان ادعا کرد که مجموع متغیرهای مستقل و

که شرکتها بزرگترند و به خاطر نسبت های ارزش دفتری به ارزش بازاری پایین فرصت های سرمایه گذاری بالاتری دارند پاداش بیشتری را به دست آورند. به طور کلی، نتایج این پژوهش نشان داد که شرکت های با عملکرد CSR بالا نسبت به شرکت هایی با عملکرد CSR پایین مایلند تا نسبت بالاتری از پاداش مبتنی بر سهام و نسبت کمتری از پاداش مبتنی بر پرداخت نقدی داشته باشند. این نتایج نشان می دهد که عملکرد CSR یک شرکت به طور قابل توجهی مربوط به ساختار پاداش CEO است که احتمالاً مشکلات نمایندگی (کارگزاری) را کاهش می دهد و موجب می شود تا مدیران اجرایی شرکت منافع شان را با منافع سهامداران همسو کنند.

پرداخت نقدی نسبتاً بیشتری را به دست آورند. این مطابق با مورک، اشلايفر و ويشنی^۱ (۱۹۸۸) و مک کونل و سرویز (۱۹۹۰) است، که نشان دادند که نتیجه هم ترازى مربوط به سطوح پایین مالکیت مدیریتی تحت تسلط نتیجه مستحکم مدیر اجرایی شرکت است، وقتی که مالکیت مدیریتی بالا باشد. در ضمن، ضرائب در دوگانگی CEO (CEO_DUL) (۰/۴۰۱ و ۰/۱۹۲) همواره مثبت است، اما به لحاظ آماری معنادار نیست.

ضرائب در متغیرهای خاص شرکت مانند نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری کل حقوق صاحبان سهام مطابق با کور و همکاران (۱۹۹۹) است، که نشان داد که مدیران اجرایی شرکت مایلند تا زمانی

جدول ۶- نتایج آزمون رابطه عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی بر نسبت پاداش مبتنی بر پول نقد و نسبت پاداش مبتنی بر سهام مدیران ارشد اجرایی

PCASH _{it} (or PEQUITY _{it}) = α + βTCSR _{it} + θ'γ + ε _{it}							
پاداش مبتنی بر سهام		پاداش نقدی			علامت اختصاری	متغیرها	
سطح معناداری	آماره t	ضریب	سطح معناداری	آماره t			
۰/۰۰۰	۳/۴۸۴	۰/۷۷۸	۰/۰۰۰۱	۳/۸۲۶	۰/۸۵۹	β ₀	مقدار ثابت
۰/۰۰۰	۱۰/۵۶۱	۲/۱۳۶	۰/۰۰۰	-۴/۶۷۴	-۰/۳۷۵	TCSR	مسئولیت اجتماعی شرکت
۰/۵۰۹	۰/۶۵۹	۰/۰۱۶	۰/۲۶۶	-۱/۱۱۲	-۰/۱۸۹	BSIZE	اندازه هیات مدیره
۰/۲۷۹	-۱/۰۸۱	-۰/۱۸۴	۰/۱۷۸	-۱/۳۴۷	-۰/۱۴۰	CEO_AGE	سن مدیرعامل
۰/۶۹۳	۰/۳۹۴	۰/۰۱۹۲	۰/۰۷۴	۱/۸۵۳	۰/۴۰۱	CEO_DUL	دوگانگی مدیرعامل (داشتن دو پست)
۰/۰۱۸	۲/۳۷۳	۰/۰۲۶	۰/۰۲۰	-۲/۳۲۴	-۰/۰۳۴	CEO_OWN	تعداد سهام تحت مالکیت مدیران عامل
۰/۰۰۲	-۳/۰۸۷	-۰/۰۳۲	۰/۰۰۷۲	-۲/۷۷۲	-۰/۲۳۹	CEO_TEN	تصدی مدیرعامل
۰/۰۰۰	۱۷/۲۵۲	۰/۹۵۴	۰/۰۱۹	-۲/۳۳۵	-۰/۲۴۸	PIND	نسبت و تعداد مدیران مستقل در هیئت مدیره
۰/۰۱۸	۲/۳۶۱	۰/۱۰۸	۰/۰۰۰	۳/۸۱۶	۰/۲۷۳	BM	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۰/۰۰۰	۱۱/۵۱۸	۰/۴۷۹	۰/۰۰۶	۲/۷۶۱	۰/۱۶۰	CAPEX	هزینه سرمایه
۰/۰۳۴	۲/۱۲۱	-۰/۳۱۶	۰/۰۰۰	۳/۹۱۵	۰/۲۶۱	LEV	اهرم مالی
۰/۰۰۰	۳/۹۴۸	۰/۱۱۹۷	۰/۰۲۰	-۲/۳۳۴	-۰/۳۹۵	LIQ	نسبت دارایی های جاری به بدهی های جاری
۰/۱۴۲	۱/۴۶۸	۰/۰۷۱۳	۰/۰۶۱	۱/۸۷۷	۰/۰۷۲	ROA	بازده دارایی
۰/۷۳۰		۰/۶۷۱					ضریب تعیین
۰/۷۲۶		۰/۶۶۷					ضریب تعیین تعدیل شده
۲/۰۲۳		۱/۹۸۹					دوربین واتسون
۱۷۳/۷۲		۱۵۰/۲۸					آماره F
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰					سطح معنی داری

۵-۴- آزمون فرضیه سوم و چهارم پژوهش

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۷ و با توجه به آماره F بدست آمده (۲۲۴,۴۴) و (۴۹۸,۱۴) که سطح خطای آن‌ها (۰/۰۰۰) می باشد، می توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالابیرخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگو که به ترتیب برابر ۰,۵۶۷ و ۰,۶۷۳ است، می توان ادعا کرد که مجموع متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش حدود ۵۶ و ۶۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می دهند.

در این پژوهش به پیروی از فالای^۲ (۲۰۰۷) از کیو توبین (TOBINQ) برای ارزش شرکت استفاده شد. برای متغیرهای توضیحی، نسبتهای پاداش مبتنی بر پرداخت نقدی و مبتنی بر سهام و دوره های تعاملی آنها با امتیاز کل مسئولیت اجتماعی (CSR) منظور می شود. همچنین سایر متغیرهای کنترل را که احتمالا می توانند ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهند، مثل اندازه هیئت مدیره (BSIZE)، نسبت مدیران خارجی در هیئت مدیره (PIND)، هزینه سرمایه (CAPEX)، نسبت بدهی به دارایی (LEV)، فروش (SALE) و بازده دارایی ها (ROA) به این معادله اضافه شد.

با توجه به یافته های این پژوهش، پیش بینی می شود رابطه مثبتی بین امتیاز کل CSR و نسبت کیو توبین یافت شود. همچنین، رابطه مثبت (منفی) بین نسبت پاداش مبتنی بر سهام (مبتنی بر پرداخت نقدی) و کیو توبین وجود خواهد داشت. اگر عملکرد CSR شرکت تأثیر مثبت پاداش مبتنی بر سهام ارزش شرکت را افزایش دهد، ضریب دوره تعاملی بین

امتیاز CSR و نسبت پاداش مبتنی بر سهام به طور معناداری مثبت خواهد بود. به همین ترتیب، اگر عملکرد CSR یک شرکت تأثیر منفی پاداش مبتنی بر پرداخت نقدی بر ارزش شرکت را کاهش دهد، ضریب دوره تعاملی بین CSR و نسبت پاداش مبتنی بر پرداخت نقدی به طور معناداری منفی خواهد بود.

در ستون (۱)، ضریب دوره تعاملی بین CSR و نسبت پاداش مبتنی بر پرداخت نقدی (۰,۰۵۱-) منفی است، اما به لحاظ آماری معنادار نیست. در ضمن، ضریب در دوره تعاملی بین CSR و نسبت پاداش مبتنی بر سهام (۰,۰۹) در ستون (۲) به طور معناداری مثبت است. این نشان می دهد که عملکرد CSR یک شرکت اثر مثبت پاداش مبتنی بر سهام بر ارزش شرکت را افزایش می دهد. به عبارت دیگر، این نتیجه جنبه های مثبت CSR در رابطه بین ساختار پاداش مدیر ارشد اجرایی و ارزش شرکت را مورد تأیید قرار می دهد. این مشارکت مدیران اجرایی شرکت در CSR را به عنوان یک استراتژی تجاری مورد تأیید قرار می دهد که ارزش شرکت را افزایش می دهد. همچنین نشان می دهد که پویایی های بین عملکرد CSR و مؤلفه های پاداش مدیران ارشد اجرایی می تواند ارزش شرکت را افزایش دهد، که مشارکت شرکت در فعالیت های CSR را بسیار ارزشمند می سازد.

به طور کلی، نتایج نشان می دهد که عملکرد CSR یک شرکت رابطه مثبتی با نسبت پاداش مبتنی بر سهام دارد این نتایج بار دیگر اثرات مثبت مشارکت مدیران اجرایی شرکت در فعالیتهای CSR و تأثیر بیشتر آن بر دارایی سهامداران را مورد تأیید قرار می دهد.

جدول ۷- تاثیر عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی بر رابطه بین مؤلفه های پاداش مبتنی بر پول نقد و مبتنی بر سهام مدیران ارشد اجرایی و ارزش شرکت.

TOBINQ _{it} = α + β ₁ TCSR _{it} + β ₂ PCASH _{it} (or PEQUITY _{it}) + β ₃ TCSR _{it} * β ₂ PCASH _{it} (or PEQUITY _{it}) + θ*γ + ε _{it}							
(۲)		(۱)			علامت اختصاری	متغیرها	
سطح معناداری	آماره t	ضریب	سطح معناداری	آماره t			ضریب
۰/۰۰۰	۳/۴۸۴	۰/۷۷۸	۰/۰۰۰۱	۳/۸۲۶	۰/۸۵۹	β ₀	مقدار ثابت
۰,۰۰۰	۳,۴۲	۰,۷۳۸	۰,۰۴۱۳	-۲,۰۶۳	-۰,۷۲۴	TCSR	مسئولیت اجتماعی شرکت

TOBINQ _{it} = $\alpha + \beta_1 TCSR_{it} + \beta_2 PCASH_{it}$ (or PEQUITY _{it}) + $\beta_3 TCSR_{it} * \beta_2 PCASH_{it}$ (or PEQUITY _{it}) + $\theta' \gamma + \varepsilon_{it}$							
(۲)			(۱)			علامت اختصاری	متغیرها
سطح معناداری	آماره t	ضریب	سطح معناداری	آماره t	ضریب		
			۰,۰۳۸	-۰,۰۸	-۰,۰۳	PCASH	نسبت پاداش نقدی
			۰,۸۴۶	۰,۱۹۳-	۰,۰۵۱-	TCSR*PCASH	اثر تعاملی مسئولیت اجتماعی شرکت
۰,۰۰	۱۱,۳۷	۰,۸۷				PEQUITY	نسبت پاداش مبتنی بر سهام
۰,۰۱	۲,۶۱	۰,۰۹				TCSR*PEQUITY	اثر تعاملی مسئولیت اجتماعی شرکت
۰,۰۰۰۳	۳,۶۷	۰,۱۴۰	۰,۰۰۰	۵,۵۶۹	۲,۲۷۲	PIND	نسبت و تعداد مدیران مستقل در هیئت مدیره
۰,۰۰۰۲	۱۵,۰۰۱	۰,۴۹۴	۰,۰۴۸	۱,۸۵۰	۰,۲۳	BSIZE	اندازه هیات مدیره
۰,۰۰۸	۱۱,۰۸	۰,۲۲۱	۰,۰۰۰	۱۲,۵	۱,۱۸	BM	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۰,۰۲۴	۲,۲۵۲	۰,۰۶۶	۰,۰۴	۲,۱۱-	۰,۲۹-	CAPEX	هزینه سرمایه
۰,۰۰۱۲	-۳,۲۵۷	-۰,۷۳۷۳	۰,۱۹۷	۱,۳۰۲-	۰,۸۴-	LEV	اهرم مالی
۰,۰۹۱	۱,۶۸۹	۱,۱۷۹	۰,۸۰۶	۰,۲۴	۰,۰۱۸	SALE	فروش
۰,۱۷۹	-۱,۳۴۶	-۰,۰۷۹	۰,۶۳۳	۰,۴۷۹	۰,۰۹۵۷	ROA	بازده دارایی
	۰,۶۷۴			۰,۵۷۳			ضریب تعیین
	۰,۶۷۳			۰,۵۶۷			ضریب تعیین تعدیل شده
	۱,۶۴			۱,۵۵			دوربین واتسون
	۴۹۸,۱۴			۲۲۴,۴۴			F آماره
	۰,۰۰			۰,۰۰			سطح معنی داری

۶- نتیجه گیری و بحث

کاهش دهد، برای سهامداران مفید و سودمند خواهد بود.

در این پژوهش همچنین مشخص گردید که عملکرد اجتماعی شرکت‌ها، رابطه بین ساختار پاداش مدیر ارشد اجرایی و ارزش شرکت را تقویت می‌کند. در این پژوهش مشخص گردید که ارزش شرکت، بیان شده توسط نسبت کیو توبین، همراه با نسبت پاداش مبتنی بر سهام افزایش می‌یابد و این رابطه از طریق عملکرد بالای مسئولیت اجتماعی شرکتی تقویت می‌شود. این نتایج بر نقش مثبت عملکرد اجتماعی شرکت‌ها تأکید دارند.

به طور کلی، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که عملکرد بهبود یافته مسئولیت اجتماعی شرکتی با ساختار پاداش مدیر ارشد اجرایی ارتباط دارد که برای سهامداران مفید و سودمند می‌باشد. این موضوع مورد حمایت هوگن و سنیت (۱۹۸۱) و آگراوال و مندلیکر (۱۹۸۷) قرار گرفت، این افراد استدلال می‌کنند که پاداش مبتنی بر سهام، نقش مهمی در مشارکت

هدف اصلی این پژوهش، بررسی چگونگی ارتباط عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی با ساختار پاداش مدیر ارشد اجرایی می‌باشد. برای این منظور، پاداش مدیر ارشد اجرایی به دو مؤلفه تقسیم گردید: (۱) نسبت پاداش مبتنی بر پول نقد و (۲) نسبت پاداش مبتنی بر سهام. بر اساس نتایج فرضیه های این پژوهش مشخص شد که نسبت پاداش مبتنی بر پول نقد همراه با عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی کاهش می‌یابد در حالی که نسبت پاداش مبتنی بر سهام همراه با این عملکرد افزایش می‌یابد. این نتیجه، مشارکت فرصت طلبانه مدیران ارشد اجرایی در مسئولیت اجتماعی شرکتی به منظور سود و منافع خودشان را تکذیب می‌کند. افزون بر آن، این امر نشان می‌دهد که فعالیت‌های مدیران ارشد اجرایی در زمینه مسئولیت اجتماعی شرکتی با تغییر دادن ساختار پاداش آن‌ها به گونه‌ای که مشکلات نمایندگی را

در بورس اوراق بهادار. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۷(۲۶)، ۱۴۵-۱۵۸.

* صنوبرناصر، خلیلی مجید، ثقفیان حامد. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین مسوولیت پذیری اجتماعی با عملکرد مالی شرکتها. کاوشهای مدیریت بازرگانی، دوره ۲ (۴)، ۲۸-۵۲

* عبدلی، محمدرضا؛ حمید پناهی و فاطمه رحیمیان، (۱۳۹۲)، بررسی تاثیر ترکیب هیات مدیره و ساختار مالکیت بر میزان مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت ها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دهمین کنفرانس بین المللی مدیریت استراتژیک.

* وحیدی الیزایی، ابراهیم و ماندانا فخاری، (۱۳۹۴) . تاثیر مسوولیت پذیری اجتماعی شرکتی بر عملکرد مالی شرکت، دومین کنفرانس بین المللی پژوهش های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، کوالالامپور-مالزی، موسسه سرآمد کارین.

* محمدی، محسن؛ فاطمه صمدی و معصومه جعفری، ۱۳۹۵، بررسی تاثیر تغییر مدیرعامل بر سرمایه گذاری در مسوولیت اجتماعی شرکتها، پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، همایش بین المللی افق های نوین در علوم مدیریت و حسابداری، اقتصاد و کارآفرینی، تهران، انجمن افق نوین علم و فناوری،

* مظلومی، نادر، لطیفی، فریبا، آسایی، هیوا. (۱۳۸۶). بررسی رابطه ریسک پذیری مدیران با عملکرد سازمانها در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ". مطالعات مدیریت (بهبود و تحول)، ۱۴(۵۶)، ۷۱-۹۲.

* معین الدین، محمود، صادقی، غزل، عرب صالحی، مهدی. (۱۳۹۲). رابطه مسوولیت اجتماعی با عملکرد مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های تجربی حسابداری، ۳(۱)، ۱-۲۰.

* Arshad, R. and Razak, S.N.A.A. (2011). Corporate Social Responsibility Disclosure and Interaction Effects of Ownership Structure on firm Performance.

مدیران جهت افزایش ارزش سهامداران و کاهش مشکلات نمایندگی بازی می کند.

این پژوهش اولین پژوهش جهت بررسی ارتباط بین عملکرد مسوولیت اجتماعی شرکتی و ساختار پاداش مدیر ارشد اجرایی با استفاده از شدت (کثرت) هر مؤلفه پاداش می باشد. در حالی که تحقیقات پیشین، پاداش کل مدیر ارشد اجرایی یا سطوح مؤلفه های پاداش را مورد بررسی قرار دادند، این پژوهش، نسبت های پاداش مبتنی بر پول نقد و پاداش مبتنی بر سهام را بررسی کرده و مفاهیم واضح تری در خصوص چگونگی ارتباط مسوولیت اجتماعی شرکتی با ساختار پاداش مدیر ارشد اجرایی را استخراج می کند. علاوه بر این، نتایج این پژوهش، کاربرد وسیع اطلاعات مسوولیت اجتماعی شرکتی در میان ذینفعان و سرمایه گذاران در آینده را نشان میدهد، چون اطلاعات مسوولیت اجتماعی شرکتی، بینش هایی نه تنها در خصوص تلاش شرکت برای بهبود روابط با ذینفعان دیگر بلکه در مورد قصد مدیران ارشد اجرایی برای مشارکت در مسوولیت اجتماعی شرکتی و تأثیر احتمالی آن بر دارایی سهامداران ارائه می دهد. همچنین با توجه به نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه های تحقیق به پژوهشگران پیشنهاد می شود ارتباط بین مسوولیت اجتماعی شرکتی و ساختار پاداش مدیران ارشد اجرایی بسته به حاکمیت شرکتی یک شرکت مورد بررسی قرار گیرد.

فهرست منابع

* راجی زاده، سپیده؛ سیمین راجی زاده و حجت اله زنگی آبادی، ۱۳۹۴، افشای اطلاعات حسابداری پیرامون مسوولیت اجتماعی شرکت هابر اساس تئوری ذینفعان، چهارمین کنفرانس ملی و دومین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت، تهران، شرکت خدمات برتر

* زندگی، اناهیتا، فغانی ماگرانی، خسرو. (۱۳۹۷). بررسی تاثیر عملکرد اجتماعی، زیست محیطی و اخلاقی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده

- * El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C., & Mishra, D. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35, 2388–2406.
- * Harris, M., & Raviv, A. (1979). Optimal incentive contracts with imperfect information. *Journal of Economic Theory*, 20, 231–259.
- * Gan, H., & Park, M. (2016). Are more able CEOs getting more compensated? Evidence from the pay-for-performance sensitivity of equity-based incentives. *Advances in*
- * Hasan, M. M., & Habib, A. (2017). Corporate life cycle, organizational financial resources and corporate social responsibility. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(1), 20-36.
- * Hemingway, C., & Maclagan, P. (2004). Managers' personal values as drivers of corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 50, 33–44.
- * Hillman, A., & Keim, G. (2001). Shareholder value, stakeholder management and social issues: What's the bottom line? *Strategic Management Journal*, 22, 125–139.
- * Haugen, R., & Senbet, L. (1981). Resolving the agency problems of external capital through options. *Journal of Finance*, 36, 629–648.
- * Indjejikian, R. J. (1999). Performance evaluation and compensation research: An agency perspective. *Accounting Horizons*, 13, 147–157.
- * Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–350.
- * Jiao, Y. (2010). Stakeholder welfare and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 34, 2549–2561.
- * Karim, K., Lee, E., & Suh, S. (2018). Corporate social responsibility and CEO compensation structure. *Advances in Accounting*. Karpoff, J., Lott, J., & Wehrly, E. (2005). The reputational penalties for environmental violations: Empirical evidence. *Journal of Law and Economics*, 48, 653–675.
- * Kim, Y., Park, M., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *The Accounting Review*, 87, 761–796.
- * Krüger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 115, 304–329.
- Business, Engineering and Industrial Applications (ISBEIA), 111, 25-28.
- * Avyvnv et al (2011). Study of corporate social responsibility and financial performance. *Journal of Economic*. 38, 77–114.
- * Agrawal, A., & Mandelker, G. (1987). Managerial incentives and corporate investment and financing decisions. *Journal of Finance*, 42, 823–837.
- * Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97, 71–86.
- * Beets, S. D., & Souther, C. C. (1999). Corporate environmental reports: The need for standards and an environmental assurance service. *Accounting Horizons*, 13, 129–145.
- * Benlemlih, M., Shaukat, A., Qiu, Y., & Trojanowski, G. (2016). Environmental and social disclosures and firm risk. *Journal of Business Ethics*, 1-14
- * Boyallian, P., & Ruiz-Verdú, P. (2015). CEO risk-taking incentives and bank failure during the 2007-2010 financial crisis.
- * Borghesi, R., Houston, J. F., & Naranjo, A. (2014). Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests. *Journal of Corporate Finance*, 26, 164–181.
- * Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures. *Financial Management*, 35, 97–116.
- * Brown, W. O., Helland, E., & Smith, J. K. (2006). Corporate philanthropic practices. *Journal of Corporate Finance*, 12, 855–877.
- * Cai, Y., Jo, H., & Pan, C. (2011). Vice or virtue? The impact of corporate social responsibility on executive compensation. *Journal of Business Ethics*, 104, 159–173.
- * Cheng, H., Hong, H., Scheinkman, J. (2015). Yesterday's heroes: Compensation and creative risk-taking. *Journal of Finance*, 70, 839–879.
- * Dai, Y., Rau, P. R., Stouraitis, A., & Tan, W. (2017). An ill wind? Terrorist attacks and CEO compensation. Working paper. University of Cambridge.
- * Deng, X., Kang, J., & Low, B. S. (2013). Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 110, 87–109.

- * Masulis, R. W., & Reza, S. W. (2015). Agency problems of corporate philanthropy. *Review of Financial Studies*, 28, 592–636.
- * Milbourn, T. (2003). CEO reputation and stock-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 68, 233–262.
- * Ozkan, N. (2011). CEO compensation and firm performance: An empirical investigation of UK panel data. *European Financial Management*, 17, 260–285.
- * Nelling, E., & Webb, E. (2009). Corporate social responsibility and financial performance: The 'virtuous circle' revisited. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32, 197–209.
- * Potts, M. (2006). CEO compensation and virtue ethics. In R. W. Kolb (Ed.). *The ethics of executive compensation* (pp. 101–115). Wiley Blackwell Publishing Ltd.
- * Rekker, S., Benson, K., & Faff, R. (2014). Corporate social responsibility and CEO compensation revisited: Do disaggregation, market stress, gender matter? *Journal of Economics and Business*, 72, 84–103.
- * Salvsky and Zvlch (2014). The relationship between the disclosure of corporate social responsibility and quality of earnings. *Scand. J. Econ.* 95, ۶۲۵-۶۰۷.
- * Sharfman, M., & Fernando, C. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 29, 569–592.
- * Waddock, S., & Graves, S. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18, 303–319.
- * Wahba, H., & Elsayed, K. (2015). The mediating effect of financial performance on the relationship between social responsibility and ownership structure. *Future Business Journal*, 1(1), 1-12.

یادداشت‌ها

- ¹. Morck,
- ². Shleifer, and Vishny
- ³. Faley