



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال نهم / شماره سی‌وسوم / بهار ۱۳۹۹

## واکنش سرمایه‌گذاران به نحوه افشای پاداش مدیران عامل

فائزه غلامی مقدم

کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران.

جواد رجبعلی‌زاده

کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران.

رضا حصارزاده

استادیار، حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران (نویسنده مسئول)  
Hesarzadeh@um.ac.ir

تاریخ دریافت: ۹۶/۱۲/۰۳ تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۳/۲۹

### چکیده

در سال‌های اخیر، افزایش تضادهای نمایندگی سبب شده است قانون‌گذاران، الزامات سخت‌گیرانه‌تری پیرامون افشای پاداش مدیران عامل، وضع نمایندند. با این حال، به لحاظ نظری و تجربی، نحوه افشای پاداش، کماکان به عنوان موضوعی چالش برانگیز تلقی می‌شود. هدف این نوشتار، بررسی واکنش سرمایه‌گذاران به نحوه افشای پاداش مدیران عامل می‌باشد. بدین منظور، پژوهش حاضر با بهره‌گیری از چارچوب پژوهش کلی و سنو (۲۰۱۶) و با بکارگیری رویکردی شبه آزمایشی، واکنش سرمایه‌گذاران را به سناریوهای مختلف بررسی می‌نماید و واکنش‌ها را با استفاده از تحلیل مسیر، به صورت دو به دو تحلیل می‌کند. در این رابطه، سه نوع پرسشنامه با معیارهای افشای پاداش مدیران، افشای پاداش بالای مدیران و افشای نسبت پاداش بالای مدیران به دریافتی کارکنان تهیه شد و اقدام به پیمایش نظر ۲۲۵ نفر از دانشجویان رشته‌های مالی به عنوان شاخصی برای سرمایه‌گذار گردید. یافته‌ها حاکی از آن است که در مجموع، افشای نسبت پاداش مدیران عامل به دریافتی کارکنان، همراه با افشای پاداش مدیران عامل شرکت‌های مشابه، نسبت به سایر سناریوها بهتر است. زیرا این سناریو، اثر مثبتی بر تصور سرمایه‌گذار از "منصفانه بودن پاداش، توانایی شرکت در جذب و ابقای مدیر عامل و نیز وجود فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری" می‌گذارد.

**واژه‌های کلیدی:** پاداش مدیر عامل، نسبت پاداش، منصفانه بودن پاداش، توانایی جذب مدیران مستعد، تصور سرمایه‌گذاران.

## ۱- مقدمه

پاداش مدیران (به ویژه پاداش مدیر عامل) در زمره موضوعات با اهمیت و حساس برای سرمایه‌گذاران قرار دارد. زیرا پاداش منصفانه (غیر منصفانه)، می‌تواند از یک سو سبب بهبود (تضعیف) عملکرد مدیران و از سوی دیگر، موجب افزایش (کاهش) تمایل مدیران به همسو کردن اهداف فردی‌شان با سرمایه‌گذاران گردد (فاما، ۱۹۸۰). از این‌رو، در پاسخ به مطالبه عمومی سرمایه‌گذاران، شاهد هستیم قانون‌گذاران و نهادهای ناظر بر حوزه کسب و کار، در دو دهه اخیر، الزامات افشای پاداش پرداختی به مدیران (خصوصاً مدیرعامل) را افزایش داده‌اند. برای مثال، کمیسیون بورس اوراق بهادار ایالات متحده آمریکا<sup>۱</sup> (۲۰۱۵)، دامنه و جزئیات افشای پاداش بیش از اندازه مدیرعامل را تحت قانون دادفرانک<sup>۲</sup> افزایش داده است (باچلدر، ۲۰۰۷؛ لوبین و درم، ۲۰۰۶). در عمل، از یک سو شرکت‌ها ممکن است مطابق با تئوری علامت‌دهی، به منظور کمک به تصور سرمایه‌گذاران از منصفانه بودن پاداش پرداختی به مدیران، انگیزه کافی برای شفاف‌سازی پاداش مدیران را داشته باشند (گرین، ۲۰۱۴). از دیگر سو، شرکت‌ها ممکن است به دلیل افزایش احتمال حفظ و جذب مدیران مستعد، نسبت به شرکت‌های مشابه خود، پاداش‌های بیشتری را برای مدیران خود در نظر بگیرند و لذا مطابق با تئوری برابری، به منظور کاهش حساسیت‌ها نسبت به پرداخت پاداش‌های یادشده، انگیزه کافی برای شفاف‌سازی پاداش مدیران را نداشته باشند (لوبین و درم، ۲۰۰۶؛ باچلدر، ۲۰۰۷؛ بیژاک، لمون و ناوین، ۲۰۰۸؛ فائولکندر و یانگ، ۲۰۱۳).

به رغم پژوهش‌های متعدد خارجی، پژوهش‌های داخل کشور، کمتر معطوف بررسی واکنش سرمایه‌گذاران به افشای پاداش مدیران بوده‌اند. از این‌رو، پژوهش حاضر به بررسی واکنش سرمایه‌گذاران به افشای پاداش مدیران عامل می‌پردازد. با توجه به آنکه اولاً در حال حاضر، داده‌های تجربی آرشیوال (بایگانی شده) پیرامون پاداش مدیر عامل، در صورت‌های مالی به نحو کافی افشا نمی‌شود و ثانیاً بررسی واکنش سرمایه‌گذاران به پاداش مدیر عامل مستلزم کنترل عوامل بسیار زیادی می‌باشد، این پژوهش با استفاده از طرح سناریوی شبه‌آزمایشی اقدام به آزمون تأثیر افشای پاداش مدیر عامل بر تصور سرمایه‌گذاران می‌نماید. همچنین، در ادامه، در کنار آزمون افشای پاداش مدیرعامل، از تأثیر افشای نسبت پاداش مدیرعامل به دریافتی کارکنان نیز بهره برده شده است چرا که مطابق با قوانینی نظیر قوانین داد فرانک (۲۰۱۷) و نیز پژوهش‌هایی همچون کلی و سئو (۲۰۱۶)، افشای نسبت یادشده، سبب بهبود سودمندی افشا خواهد شد. به منظور نیل به اهداف فوق، پژوهش حاضر، با در نظر گرفتن سه سناریوی (۱) صرفاً افشای پاداش (۲) افشای پاداش بالا همراه با افشای پاداش مدیران عامل در شرکت‌های مشابه و (۳) افشای پاداش بالا همراه با افشای پاداش مدیران عامل در شرکت‌های مشابه و نیز نسبت پاداش به دریافتی کارکنان، اقدام به بررسی واکنش سرمایه‌گذاران می‌نماید. یافته‌ها حاکی از آن است که در مجموع، افشای نسبت پاداش بالای مدیرعامل به دریافتی کارکنان، همراه با افشای پاداش بالای مدیرعامل، نسبت به سایر سناریوها بهتر است. ساختار سایر قسمت‌های پژوهش پس از ارائه مقدمه به این شرح است. در بخش دوم، مبانی نظری، پیشینه پژوهش و بسط فرضیه‌های تحقیق، بحث می‌شود. همچنین، در بخش سوم، روش‌شناسی و در بخش چهارم یافته‌های پژوهش ارائه می‌گردد. در نهایت، در بخش پنجم نتیجه‌گیری، پیشنهادات و محدودیت‌ها بیان می‌شود.

## ۲- پیشینه نظری و تجربی پژوهش

تئوری اثباتی حسابداری با تمرکز بر روابط ذی‌نفعان مختلف گزارشگری مالی، به دنبال ارائه چارچوبی منسجم جهت پیش‌بینی رفتار مدیر در انتخاب سیاست‌های حسابداری می‌باشد. در این تئوری، مدیر به صورت پیش‌فرض به عنوان نماینده‌ای معرفی می‌شود که تنها به دنبال حداکثر کردن منافع اقتصادی و مطلوبیت خویش است. مادامی که منافع مدیر با منافع مالکان همسو نباشد، مالکان از این بابت متضرر خواهند شد. از این رو، مالکان همواره در پی تعریف مکانیزم‌هایی هستند که تضاد مزبور را کنترل نمایند. یکی از ساده‌ترین مکانیزم‌های کنترل تضاد، بهره‌گیری از گزارشگری مالی به عنوان انعکاسی از تلاش‌ها و عملکرد مدیر می‌باشد که در این میان سود حسابداری به عنوان یک شاخص خلاصه، امکان ارزیابی عملکرد مدیران را بهتر از سایر اندازه‌های حسابداری فراهم می‌آورد. از سویی، بر اساس تئوری قرارداد، شرکت به منظور تحقق اهداف خود قراردادهای متعددی منعقد می‌کند. از میان این قراردادها می‌توان به قراردادهای استخدامی میان شرکت و مدیران اشاره نمود که در آن، از سود حسابداری به عنوان یک معیار استفاده می‌نمایند چرا که اغلب پاداش مدیران بر اساس سود حسابداری تعیین می‌شود (مهرانی، کرمی، سید حسینی و جهرومی، ۱۳۹۴).

در حال حاضر، در کشورهایی همچون آمریکا، شرکت‌ها در گزارشات سالانه خود ملزم به افشای پاداش مدیرعامل هستند، زیرا این امر امکان ارزیابی پاداش مدیرعامل در شرکت‌های مشابه را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌نماید. همچنین، بر اساس قانون، از نسبت پاداش پرداختی به دریافتی کارکنان نیز بهره می‌برند. این در حالی است که در کشور ایران، اغلب هیچ‌گونه افشایی از پاداش مدیرعامل در صورت‌های مالی انجام نمی‌شود. از این رو سعی بر این شد تا با استفاده از سناریوی شبه‌آزمایشی، تأثیر افشای پاداش مدیران و در کنار آن، نسبت پاداش مدیران به دریافتی کارکنان، بر تصور سرمایه‌گذاران ارزیابی گردد. بر این اساس، در پژوهش حاضر، از سه معیار پاداش منصفانه، پاداش بالاتر از میانه صنعت و نسبت پاداش بالاتر از میانه صنعت به دریافتی کارکنان استفاده می‌گردد. در ادامه به تبیین ارتباط این سه عامل با معیارهایی همچون تصور سرمایه‌گذاران از منصفانه بودن پاداش، توانایی جذب مدیران مستعد و فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری پرداخته می‌شود.

### تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش مدیر عامل

در بخش تخصیص منابع، افراد نسبت به رعایت عدالت و انصاف (که بر اساس معیارهای اجتماعی تعیین می‌شود) حساسیت قابل توجهی از خود نشان می‌دهند (کاهنمن، نژ و تالر، ۱۹۸۶). بر اساس تئوری برابری، افراد منصفانه بودن را بر اساس نسبت منابع به مصارف می‌سنجند (آدامز، ۱۹۶۵). حتی واکنش منفی آنها نسبت به عدم رعایت انصاف و برابری، نه تنها در مورد خود، بلکه نسبت به سایرین نیز بروز می‌کند (کارپنتر و متشو، ۲۰۱۲؛ فر و فیکباچر، ۲۰۰۴). از طرفی، فالی، ریز و ونکاتسواران (۲۰۱۳)، معتقدند که تفاوت بین تخصیص منابع به کارکنان و مدیران به قدرت چانه‌زنی آنان بستگی دارد. در بخش‌های قبل در مورد پاداش مدیران و مبانی نظری مربوطه مباحثی عنوان شد. با فرض ثابت بودن عملکرد شرکت، سرمایه‌گذاران با مقایسه پاداش پرداختی بالا به مدیران نسبت به سایر شرکت‌های مشابه در صنعت متوجه عدم رعایت انصاف خواهند شد. از

سویی، انتظار می‌رود هنگامی که در کنار موارد مذکور، نسبت پاداش بالا به دریافتی کارکنان افشا گردد، تأثیر فزاینده‌تری روی تصور سرمایه‌گذاران از منصفانه بودن پاداش سرمایه‌گذاران به افشای پاداش مدیران می‌پردازد. با توجه به آنکه اولاً در حال حاضر، داده‌های تجربی آرشیوال (بایگانی شده) پیرامون پاداش مدیر عامل، در صورتهای مالی به نحو کافی افشا نمی‌شود و ثانیاً بررسی واکنش سرمایه‌گذاران به پاداش مدیر عامل مستلزم کنترل عوامل بسیار زیادی می‌باشد، این پژوهش با استفاده از طرح سناریوی شبه‌آزمایشی اقدام به آزمون تأثیر افشای پاداش مدیر عامل بر تصور سرمایه‌گذاران می‌نماید.

در ایران، سجادی و زارع‌زاده مهریزی (۱۳۹۰)، در مقاله‌ای تحت عنوان «بررسی رابطه بین طرح‌های پاداش مدیران و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» دریافتند که بین پاداش مدیران و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد (ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل‌شده) رابطه معنی‌داری وجود دارد. جهانشاد و علم اهرمی (۱۳۹۲) نیز، به این نتیجه رسیدند که بین پاداش مدیران و معیارهای جریان نقد آزاد و نسبت کیوتوبین رابطه مستقیم و معنی‌داری وجود دارد. به سخن دیگر، افزایش پاداش مدیران سبب عملکرد بهتر شرکت می‌گردد. لذا بر این اساس، فرضیه اول و دوم پژوهش به شرح زیر تبیین می‌گردد:

**فرضیه اول:** افشای پاداش بالای مدیرعامل، نسبت به افشای پاداش متناسب با پاداش مدیران عامل شرکت‌های مشابه، اثر منفی بر تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش می‌گذارد.

**فرضیه دوم:** افشای نسبت پاداش بالای مدیرعامل به دریافتی کارکنان، همراه با افشای پاداش بالای مدیرعامل، اثر منفی‌تری بر تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش می‌گذارد.

### تصور سرمایه‌گذار از توانایی شرکت برای جذب و ابقای مدیرعامل مستعد

قسمت قبل، بر تصور سرمایه‌گذار از رعایت انصاف در پاداش مدیران عامل متمرکز بود. به این مفهوم که به طور کلی انتظار می‌رفت بر اساس تئوری برابری، افشای پاداش بالا، به قضاوت منفی پیرامون منصفانه بودن پاداش مدیر عامل منتهی گردد. در مقابل این تحلیل، تحلیل دیگری نیز وجود دارد. به این مفهوم که سرمایه‌گذار ممکن است بالاتر بودن پاداش مدیر عامل را ناشی از تلاش شرکت برای جذب و ابقای مدیرعامل مستعد بداند (بیژاک، لمون و ناوین، ۲۰۰۸). همچنین شرکت‌ها اغلب، پاداش مدیران خود را بر اساس سطوح برابر یا بالاتر از میانه صنعت مشابه تعیین می‌نمایند (فائولکندر و یانگ، ۲۰۱۳؛ وریسکی، ۲۰۱۱)، پیرو این دیدگاه، تحقیقات گذشته نیز نشان دادند که با بهبود عملکرد شرکت، کناره‌گیری از کار توسط مدیرانی که پاداش کم-تری دریافت کرده‌اند، بالاتر بوده است (بیژاک، لمون و ناوین، ۲۰۰۸؛ فانگ، میسانگی و توسی، ۲۰۱۰).

با این حال، تحقیقاتی توسط نمازی و سیرانی (۱۳۸۳) در این خصوص صورت گرفته است. آنها با استفاده از تئوری نمایندگی به بررسی ارتباط پاداش مدیران شرکت‌های ایرانی با سود حسابداری، رشد سود و رشد ارزش افزوده بازار و همچنین بررسی سازه‌های مهم در تعیین پاداش مدیر عامل پرداختند. نتایج یافته‌ها بیانگر این

است که هر چه مدت قرارداد، طولانی‌تر و ثبات آن بالاتر باشد، مدیران تلاش خود را در راستای افزایش ارزش شرکت بیشتر می‌نمایند.

همچنین، انواری رستمی، تجویدی و جهانگرد (۱۳۹۴)، در پژوهش خود یافتند که بین پاداش هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌داری وجود دارد. همچنین، یافته‌های پژوهش آنها حاکی از آن است که ساختار سرمایه بر پاداش هیئت‌مدیره تأثیر معنادار و مثبت دارد. بر این اساس، فرضیه سوم پژوهش به شکل زیر تبیین می‌شود:

**فرضیه سوم:** افشای پاداش بالای مدیرعامل، نسبت به افشای پاداش متناسب با پاداش مدیران عامل شرکت-های مشابه، اثر مثبتی بر تصور سرمایه‌گذار از توانایی شرکت در جذب و ابقای مدیران مستعد می‌گذارد. اما در مورد افشای نسبت پاداش بالای مدیرعامل به دریافتی کارکنان، شاید استدلال فوق به صورت عکس عمل نماید و تصور سرمایه‌گذار را از توانایی شرکت برای جذب مدیران مستعد کاهش دهد. به عبارتی، برخی سرمایه‌گذاران احتمالاً معتقدند مدیران تمایل کم‌تری به جذب و ابقا در شرکت‌هایی دارند که بین پاداش‌های آنان و پاداش کارکنان تفاوت فاحشی وجود دارد. این امر ممکن است به سبب معیارهای شخصی مدیران از جمله پیشگیری از دید منفی عموم نسبت به آن‌ها نشأت گرفته باشد (آدامز، ۱۹۶۵). بر این اساس، فرضیه چهارم پژوهش به شرح زیر بیان می‌گردد:

**فرضیه چهارم:** افشای نسبت پاداش بالای مدیرعامل به دریافتی کارکنان، همراه با افشای پاداش بالای مدیرعامل، اثری بر تصور سرمایه‌گذار از توانایی شرکت در جذب و ابقای مدیران مستعد ندارد.

### تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری

تصور سرمایه‌گذاران از منصفانه بودن پاداش پرداختی و توانایی جذب و ابقای مدیران مستعد توسط شرکت-ها ممکن است با تصور سرمایه‌گذاران از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری مرتبط باشد. عدم رعایت انصاف و تخطی از معیارهای برابری، ارزیابی سرمایه‌گذاران را از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری در شرکت کاهش دهد. به عبارتی، مانع از سرمایه‌گذاری آن‌ها در شرکت‌های خاطی می‌شود (گوپالان، ۲۰۰۷). سرمایه‌گذاران ممکن است بر این عقیده باشند که توانایی شرکت‌ها برای جذب مدیران مستعد و ابقای آنان برای عملکرد شرکت حیاتی است و از این رو، فرصتی بالقوه برای سرمایه‌گذاری محسوب می‌گردد. پژوهش‌ها نیز نشان داده است که مدیران عامل تأثیر بسزایی روی عملکرد شرکت دارند (مک‌کی، ۲۰۰۸؛ کویگلی و همبریک، ۲۰۱۵). همچنین، پژوهش‌های تجربی نشان می‌دهند که که ارتباط مثبتی بین واکنش قیمت سهام به انتصاب مدیرعاملی که قادر به ارتقای عملکرد آتی شرکت است، وجود دارد (تیان، هلبلیان و راجاگوپالان، ۲۰۱۱).

بر این اساس، فرضیه‌های پنجم و ششم پژوهش به شرح زیر تبیین می‌گردد:

**فرضیه پنجم:** تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش مدیرعامل، ارتباط مثبتی با تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری دارد.

**فرضیه ششم:** تصور سرمایه‌گذار از توانایی شرکت برای جذب و ابقای مدیرعامل مستعد، ارتباط مثبتی با تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری دارد.

### اثرات غیرمستقیم افشای انواع پاداش بر تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری

افشای پاداش مدیرعامل ممکن است به تنهایی برای کنترل پاداش‌های بالا مؤثر نباشد. بلکه، اثرات غیرمستقیم تصور سرمایه‌گذاران از منصفانه بودن پاداش مدیرعامل و توانایی شرکت برای جذب و ابقای مدیرعامل مستعد روی فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری نیز ممکن است دلایل پاداش‌های بالای مدیران عامل را توضیح دهند. زیرا هر گونه ممانعت در پرداخت پاداش بالا به مدیرعامل می‌تواند منجر به تعدیل فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری گردد. چرا که شرکت با افشای این گونه پرداخت‌ها به دنبال جذب مدیران مستعد می‌باشد.

بنابراین، در فرضیه‌های اول الی ششم، اثرات مستقیم هر یک از متغیرها روی دیگری بحث شد. در این قسمت، با استفاده از الگوی تحلیل مسیر، اثرات غیرمستقیم متغیرها روی یکدیگر، مطابق فرضیه‌های هفتم الی دهم به شرح زیر بیان می‌گردند:

**فرضیه هفتم:** افشای پاداش بالای مدیرعامل، نسبت به افشای پاداش متناسب با پاداش مدیران عامل شرکت-های مشابه، به طور غیرمستقیم، از طریق اثرگذاری بر تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش، تأثیر منفی بر تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری می‌گذارد.

**فرضیه هشتم:** افشای پاداش بالای مدیرعامل، نسبت به افشای پاداش متناسب با پاداش مدیران عامل شرکت-های مشابه، به طور غیرمستقیم، از طریق اثرگذاری بر تصور سرمایه‌گذار از توانایی شرکت برای جذب و ابقای مدیران مستعد، تأثیر مثبتی بر تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری می‌گذارد.

در بخش‌های پیشین، به تأثیر فزاینده افشای نسبت پاداش بالای مدیرعامل به دریافتی کارکنان اشاره شد. از این رو، برای مقایسه این نسبت در مبحث فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری، فرضیه‌های زیر نیز مطرح می‌گردد.

**فرضیه نهم:** افشای نسبت پاداش بالای مدیرعامل به دریافتی کارکنان، همراه با افشای پاداش بالای مدیرعامل، به طور غیرمستقیم، از طریق اثرگذاری بر تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش، تأثیر مثبتی بر تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری می‌گذارد.

**فرضیه دهم:** افشای نسبت پاداش بالای مدیرعامل به دریافتی کارکنان، همراه با افشای پاداش بالای مدیرعامل، به طور غیرمستقیم، از طریق اثرگذاری بر تصور سرمایه‌گذار از توانایی شرکت برای جذب و ابقای مدیران مستعد تأثیر مثبتی بر تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری می‌گذارد.

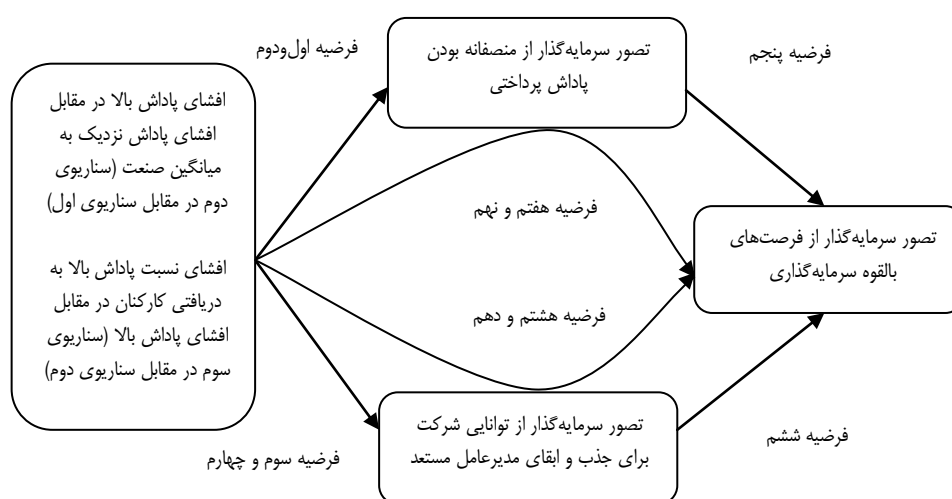
### ۳- روش‌شناسی پژوهش

به پیروی از پژوهش کلی و سئو (۲۰۱۶) مبنی بر اینکه دانشجویان رشته‌های مالی می‌توانند به عنوان سرمایه‌گذار مورد بررسی قرار گیرند، جامعه آماری پژوهش شامل دانشجویانی است که در رشته‌های حسابداری، مدیریت، اقتصاد و مالی تحصیل می‌نمایند و دارای حداقل دانش سرمایه‌گذاری می‌باشند. همچنین به پیروی از

تحقیق یادشده، نمونه به روش نمونه‌گیری در دسترس انجام می‌شود. پس از توزیع پرسشنامه‌هایی مبتنی بر سناریوهای (۱) صرفاً افشای پاداش منصفانه (۲) افشای پاداش بالا همراه با افشای پاداش مدیران عامل در شرکت-های مشابه (۳) افشای پاداش بالا همراه با افشای پاداش مدیران عامل در شرکتهای مشابه و نیز نسبت پاداش به دریافتی کارکنان و گردآوری داده‌ها و در نهایت حذف موارد نامناسب، تعداد ۲۲۵ پرسشنامه برای تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده می‌شود.

#### ۴- نحوه اندازه‌گیری متغیرها

در پژوهش حاضر، سه سناریو طراحی شده است. به غیر از متغیر مستقل مورد سنجش (نحوه افشای پاداش مدیرعامل)، سایر قسمت‌ها مشابه می‌باشند. در هر سه سناریو، اطلاعات مالی مربوط به شرکتی پیش‌تاز<sup>۳</sup> و یادداشت‌های توضیحی ارائه می‌شود. در یادداشت‌های توضیحی، میزان پاداش مدیرعامل افشا می‌شود که به سه حالت تفکیک می‌شود. برای درک بهتر، ابتدا مدل مفهومی پژوهش به شکل زیر ارائه می‌گردد.



شکل ۱- مدل مفهومی پژوهش

در سناریوی اول، پاداش مدیرعامل به همراه متوسط پاداش مدیران عامل شرکت‌های مشابه در صنعت افشا شده که تفاوت چندانی با هم ندارند (سناریوی اول: پاداش منصفانه مدیرعامل). در سناریوی دوم، به عنوان تنها تغییر، پاداش مدیرعامل بالاتر از متوسط پاداش مدیران عامل شرکت‌های مشابه در صنعت می‌باشد (سناریوی دوم: پاداش بالای مدیرعامل). در نهایت در سناریوی سوم، همراه با افشای پاداش بالای مدیرعامل، از نسبت پاداش بالای مدیرعامل به دریافتی کارکنان استفاده می‌شود (سناریوی سوم: نسبت پاداش بالای مدیرعامل به دریافتی

کارکنان). سه سناریوی مذکور، متغیرهای مستقل پژوهش را تشکیل می‌دهند که به صورت دو به دو (سناریوی دوم نسبت به اول؛ و سناریوی سوم نسبت به دوم) تحلیل می‌شوند. همچنین، به منظور سنجش متغیرهای وابسته، در ادامه، با طرح سوالاتی از پاسخ‌دهندگان درخواست می‌شود تا نظر خود را درباره منصفانه بودن پاداش پرداختی، توانایی جذب و ابقای مدیرعامل مستعد و همچنین، ظرفیت شرکت برای فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری اعلام نمایند.

#### • متغیرهای وابسته

متناسب با فرضیه‌های مختلف پژوهش، و مطابق با شکل ۱، تصور سرمایه‌گذاران از منصفانه بودن پاداش مدیرعامل و تصور سرمایه‌گذاران از توانایی شرکت برای جذب و ابقای مدیرعامل مستعد به عنوان متغیرهای وابسته و در مرحله‌ای به عنوان متغیرهای وابسته میانجی در نظر گرفته می‌شوند. همچنین تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری به عنوان متغیر وابسته نهایی در نظر گرفته می‌شود. متغیرهای زیر با استفاده از پرسشنامه پژوهش کلی و سئو (۲۰۱۶) و در سوال‌های جداگانه و در قالب طیف ۱۴ نقطه‌ای اندازه‌گیری می‌شوند.

#### • متغیرهای مستقل اصلی

با توجه به مطالب پیش گفته، سه سناریوی افشای پاداش مدیرعامل، متغیرهای مستقل اصلی این پژوهش را تشکیل می‌دهند که با اختصاص کد ۱ تا ۳ به صورت دو به دو تجزیه و تحلیل می‌شوند. در واقع، افشای پاداش بالا در مقابل افشای پاداش نزدیک به میانگین صنعت (کد ۲ در مقابل کد ۱) و افشای نسبت پاداش بالا به دریافتی کارکنان در مقابل افشای پاداش بالا (کد ۳ در مقابل کد ۲) می‌باشد.

#### ۵- یافته‌های پژوهش

##### ۵-۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

جدول ۱، آمار توصیفی مربوط به اطلاعات جمعیت‌شناسی نمونه را تحت سه نوع سناریوی "افشای پاداش مدیران، افشای پاداش بالای مدیران و افشای نسبت پاداش بالای مدیران به دریافتی کارکنان" نشان می‌دهد. با توجه به نتایج، حدود ۵۸ درصد پاسخ‌دهندگان را زنان و مابقی را مردان تشکیل می‌دهند. ضمن اینکه سن بیشتر پاسخ‌دهندگان در بازه ۲۰ الی ۲۸ سال و تحصیلات بیشتر آنان کارشناسی ارشد می‌باشد. مطابق انتظار، تجربه کاری بیشتر پاسخ‌دهندگان کمتر از یکسال می‌باشد. همچنین، دانشجویان رشته‌های حسابداری و مدیریت بیشتر نمونه را تشکیل می‌دهند.



واکنش سرمایه‌گذاران به نحوه افشای پاداش مدیران عامل / فائزه غلامی مقدم، جواد رجبعلی‌زاده و رضا حصارزاده

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای جمعیت‌شناسی

متغیر	نوع طبقه	نوع سناریو			
		افشای پاداش به پاداش بالا		افشای پاداش بالاتر از میانگین صنعت	
		تعداد	درصد	تعداد	درصد
جنسیت	زن	۴۶	۰/۶۱	۴۵	۰/۶۰
	مرد	۲۹	۰/۳۹	۳۰	۰/۴۰
سن	۲۴-۲۰	۳۴	۰/۴۶	۴۷	۰/۶۳
	۲۸-۲۴	۲۶	۰/۳۵	۱۸	۰/۲۴
	۳۲-۲۸	۶	۰/۰۸	۶	۰/۰۸
	۳۲ به بالا	۸	۰/۱۱	۴	۰/۰۵
تحصیلات	کارشناسی	۳۰	۰/۴۰	۳۷	۰/۴۹
	کارشناسی ارشد	۳۹	۰/۵۲	۲۷	۰/۳۶
	دکتری	۵	۰/۰۸	۱۱	۰/۱۵
تجربه (برحسب سال)	کمتر از ۱ سال	۳۹	۰/۵۲	۵۲	۰/۷۰
	۱ الی ۳ سال	۲۲	۰/۳۰	۹	۰/۱۲
	۳ الی ۵ سال	۵	۰/۰۸	۶	۰/۰۸
	بیشتر از ۵ سال	۷	۰/۱۰	۸	۰/۱۰
رشته تحصیلی	حسابداری و	۳۳	۰/۴۴	۲۹	۰/۳۹
	حسابرسی	۲۶	۰/۳۵	۲۲	۰/۲۹
	مدیریت اقتصاد	۱۶	۰/۲۱	۲۴	۰/۳۲

جدول ۲، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. بر اساس جدول مزبور، افشای پاداش بالای مدیران نسبت به افشای پاداش منصفانه، میانگین تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش را از ۱/۷۹ به ۰/۹۲ - رسانده است که نشان از واکنش منفی نسبت به این موضوع می‌باشد. از سویی، در مورد تصور سرمایه‌گذار از توانایی شرکت برای جذب و ابقای مدیرعامل مستعد و همچنین، تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری نیز به طور مشابه، به ترتیب، میانگین از ۲/۴۸ به ۲/۴ و از ۳/۰۷ به ۲/۱۸ رسیده است. به عبارتی، افشای پاداش بالای مدیرعامل، برای سرمایه‌گذاران محتوای اطلاعاتی داشته و روی تصمیمات و ادراک آن‌ها تأثیر می‌گذارد.

اما در مورد افشای نسبت پاداش بالای مدیر عامل به دریافتی کارکنان، بر خلاف انتظار، واکنش منفی پاسخ-دهندگان ادامه نداشته است. به عبارتی، برای متغیر تصور از منصفانه بودن پاداش مقدار ۰/۱۶- در برابر ۰/۹۲- بیش تر بوده و برای دو متغیر دیگر نیز به ترتیب با مقدار ۳/۳۳ و ۳/۲۵ ارقام بالاتری را مشاهده می‌شود. در توجیه این یافته می‌توان استدلال کرد که با افشای نسبت پاداش، سرمایه‌گذار به این امر پی برده است که مدیرعامل بسیار کارا و مستعد بوده و استحقاق چنین پاداشی را دارد و در ادامه، می‌تواند فرصت‌های مناسبی را برای شرکت به ارمغان آورد.

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نوع پرسشنامه						متغیر
افشای نسبت پاداش بالای مدیران به دریافتی کارکنان		افشای پاداش بالای مدیران (پاداش بالاتر از میانگین صنعت)		افشای پاداش مدیران (پاداش نزدیک به میانگین صنعت)		
میانگین	تعداد	میانگین	تعداد	میانگین	تعداد	
۰/۱۶-	۲۵	۰/۹۲-	۲۵	۱/۷۹	۲۵	تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش پرداختی به مدیر عامل
۳/۳۳	۲۵	۲/۴	۲۵	۲/۴۸	۲۵	تصور سرمایه‌گذار از توانایی شرکت برای جذب و ابقای مدیرعامل مستعد
۳/۲۵	۲۵	۲/۱۸	۲۵	۳/۰۷	۲۵	تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری

#### ۲-۵- بررسی روایی و پایایی ابزار آزمون

به منظور بررسی روایی این پژوهش، برغم آنکه سوال‌های پژوهش، به لحاظ تناسب با هدف سوال‌ها در پژوهش-های گذشته (برای مثال، کلی و سئو، ۲۰۱۶) مورد ارزیابی و تحلیل قرار گرفته است، در این پژوهش نیز از غربال ارزیابی افراد خبره حرفه‌ای و دانشگاهی نیز گذشته است. همچنین، برای بررسی پایایی سوال‌های آزمون، از روش آلفای کرونباخ و دو نیم کردن (تنها ضریب پایایی را برای نیمه‌های ابزار نشان می‌دهد) استفاده شده است. با توجه به جدول ۳، میزان پایایی پرسشنامه‌ها بین ۰/۷۲ و ۰/۸۱ نوسان دارد که، بیانگر پایایی بالای ابزار آزمون می‌باشد.

جدول ۳- نتایج بررسی پایایی ابزار آزمون

نوع پرسشنامه	آلفای کرونباخ	دو نیم کردن
افشای پاداش مدیران- پاداش نزدیک به میانگین صنعت	۰/۸۰	۰/۷۹
افشای پاداش بالای مدیران- پاداش بالاتر از میانگین صنعت	۰/۷۸	۰/۸۱
افشای نسبت پاداش بالای مدیران به دریافتی کارکنان	۰/۷۸	۰/۷۲
مجموع	۰/۷۹	۰/۷۷

### ۵-۳- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

مطابق فرضیه اول، افشای پاداش بالای مدیرعامل، نسبت به افشای پاداش متناسب با پاداش مدیران عامل شرکت‌های مشابه، تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش مدیر عامل کاهش می‌دهد. همانطور که در جدول ۴ مشاهده می‌گردد، آماره تی و سطح معناداری مربوط به تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش مدیرعامل، به ترتیب ۴/۰۸- و ۰/۰۰۰ می‌باشد. از این رو می‌توان استنباط کرد که رابطه منفی و معنی‌داری بین افشای پاداش بالای مدیرعامل و تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش مدیرعامل وجود دارد. بنابراین فرضیه اول پژوهش تایید می‌شود. همچنین مطابق فرضیه دوم، انتظار می‌رود افشای نسبت پاداش بالای مدیرعامل به دریافتی کارکنان، همراه با افشای پاداش بالای مدیرعامل، تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش را بیش‌تر کاهش دهد. خروجی نتایج رگرسیونی حاکی از آن است که فرضیه با سطح معناداری ۰/۰۹ در سطح خطای ۱۰ درصد معنادار می‌باشد و این مقدار نسبت به فرضیه قبل ضعیف‌تر است. همچنین، جهت فرضیه، بر خلاف انتظار، مثبت می‌باشد. در توجیه این یافته، می‌توان بیان نمود که افشای نسبت یادشده بر تصور سرمایه‌گذار تأثیر مثبتی گذاشته و وی را متقاعد نموده است که توانایی مدیرعامل بسیار بالا است و شایسته برخورداری از چنین پاداشی است. زیرا، همانطور که فالی، ریز و ونکاتسواران (۲۰۱۳) اشاره کردند، مدیران عامل نسبت به کارکنان از مسئولیت و قدرت چانه‌زنی بالاتری برخوردار هستند.

جدول ۴- نتایج برازش رگرسیونی فرضیه‌های اول و دوم

متغیرهای وابسته	فرضیه	ضریب برآوری	آماره تی	معناداری
تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش مدیر عامل (سناریوی دوم نسبت به اول)	فرضیه اول	-۰/۳۲	-۴/۰۸	۰/۰۰۰
تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش مدیر عامل (سناریوی سوم نسبت به دوم)	فرضیه دوم	۰/۱۰	۱/۱۷	۰/۰۹۱

بر اساس فرضیه سوم پژوهش، افشای پاداش بالای مدیرعامل، نسبت به افشای پاداش متناسب با پاداش مدیران عامل شرکت‌های مشابه، تصور سرمایه‌گذار از توانایی شرکت در جذب و ابقای مدیران مستعد را افزایش می‌دهد. با توجه به جدول ۵، مشاهده می‌شود که سطح معناداری ۰/۸۷ و بیشتر از ۵ درصد است و لذا فرضیه سوم تایید نمی‌گردد. علاوه بر این، مطابق فرضیه چهارم و بر اساس مبانی نظری انتظار می‌رود افشای نسبت پاداش بالا همراه با افشای پاداش بالا، تأثیری روی تصور سرمایه‌گذار از جذب و ابقای مدیرعامل مستعد نداشته باشد. همانطور که پیداست، سطح معناداری ۰/۰۶ بوده و با اغماض (و با در نظر گرفتن سطح معنی‌داری ۰/۱۰) فرضیه تایید می‌گردد. به عبارتی، می‌توان اینگونه تحلیل نمود که با نسبت پاداش بالا، سرمایه‌گذار شرایط را برای جذب و ابقای مدیران مستعد، بهتر برآورد می‌کند. در مجموع و با توجه به تایید فرضیه دوم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که سناریوی سوم افشا نسبت به سناریوی اول، از ناحیه سرمایه‌گذاران، واکنش مثبت‌تری را در پی خواهد داشت.

جدول ۵- نتایج برازش رگرسیونی فرضیه سوم و چهارم

متغیرهای وابسته	فرضیه	ضریب برآوردی	آماره تی	معناداری
تصور سرمایه‌گذاران از توانایی شرکت برای جذب و ابقای مدیرعامل مستعد (سناریوی دوم نسبت به اول)	فرضیه سوم	-۰/۰۲	-۰/۱۶	۰/۸۷
تصور سرمایه‌گذاران از توانایی شرکت برای جذب و ابقای مدیرعامل مستعد (سناریوی سوم نسبت به دوم)	فرضیه چهارم	۰/۱۵	۱/۹۰	۰/۰۶

بر اساس فرضیه پنجم پژوهش، تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش مدیرعامل، ارتباط مثبتی با تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری دارد. با توجه به جدول ۶، مشاهده می‌شود آماره تی و سطح معناداری به ترتیب، ۴/۳۷ و ۰/۰۰۰ می‌باشند؛ که بیانگر وجود رابطه مثبت و معنی‌داری بین متغیر تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش مدیرعامل و متغیر تصور فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری می‌باشد. همچنین، فرضیه ششم تحقیق، موید وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین تصور سرمایه‌گذار از توانایی شرکت برای جذب و ابقای مدیرعامل مستعد و تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری می‌باشد، چرا که آماره تی و سطح معناداری آن به ترتیب ۵/۳۹ و ۰/۰۰۰ می‌باشد.

جدول ۶- نتایج برازش رگرسیونی فرضیه پنجم و ششم

متغیرهای وابسته میانجی	فرضیه	ضریب برآوردی	آماره تی	معناداری
تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش مدیرعامل	فرضیه پنجم	۰/۳۱	۴/۳۷	۰/۰۰۰
تصور سرمایه‌گذاران از توانایی شرکت برای جذب و ابقای مدیرعامل مستعد	فرضیه ششم	۰/۳۹	۵/۳۹	۰/۰۰۰

پیش‌تر بیان شد فرضیه‌های هفتم الی دهم به بررسی اثرات غیرمستقیم تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری می‌پردازد. در ادامه به منظور تصور بهتر، فرضیه هفتم و نهم و نیز فرضیه هشتم و دهم در کنار هم تحلیل می‌شوند.

جدول ۷- نتایج برازش رگرسیونی فرضیه هفتم و نهم

میانچی‌ها	فرضیه	ضریب برآوردی	آماره تی	معناداری
تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش مدیر عامل (سناریوی دوم نسبت به اول)	فرضیه هفتم	$(0.31) \ast \ast 0.32 -$ $= 0.10 -$	۴-	-
تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش مدیر عامل (سناریوی سوم نسبت به دوم)	فرضیه نهم	$(0.31) \ast \ast 0.10 = 0.03 -$	-	-

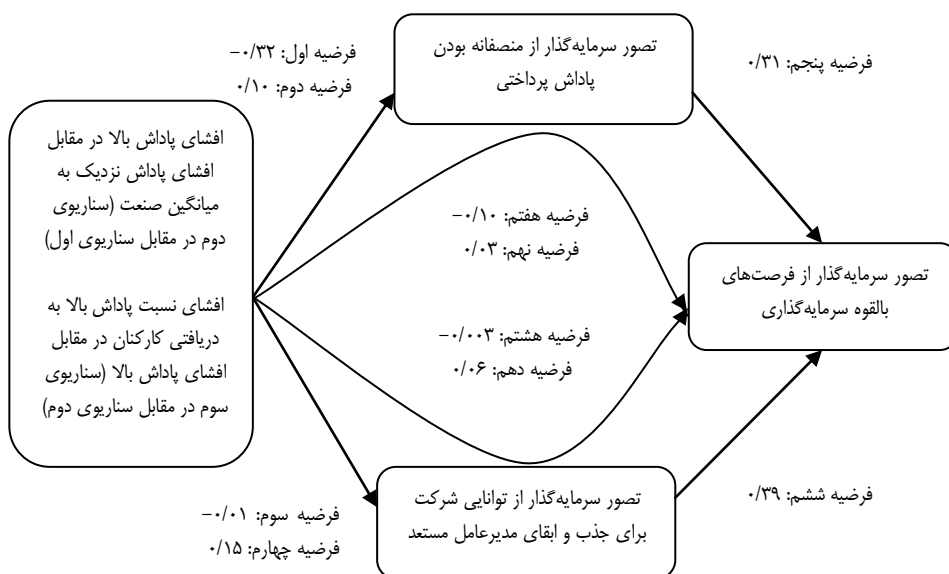
بر اساس فرضیه هفتم، افشای پاداش بالای مدیرعامل، نسبت به افشای پاداش متناسب با پاداش مدیران عامل شرکت‌های مشابه، به طور غیرمستقیم، از طریق اثرگذاری بر تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش، تأثیر منفی بر تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری می‌گذارد. همانطور که جدول ۷ نشان می‌دهد ضریب برآوردی  $0.10 -$  بوده و لذا فرضیه هفتم پژوهش تایید می‌شود. همچنین، بر اساس فرضیه نهم، افشای نسبت پاداش بالای مدیرعامل به دریافتی کارکنان، همراه با افشای پاداش بالای مدیرعامل، به طور غیرمستقیم، از طریق اثرگذاری بر تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش، تأثیر مثبتی بر تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری می‌گذارد. مشاهده می‌شود که ضریب برآوردی  $0.03 +$  بوده، در نتیجه جهت رابطه مثبت است. به عبارتی، افشای نسبت پاداش در کنار افشای پاداش، سبب تصور مثبت سرمایه‌گذار شده است و فرضیه نهم تایید می‌گردد. در توجیه این یافته (و با توجه به تایید فرضیه چهارم) می‌توان ابراز داشت که با نسبت پاداش بالا، سرمایه‌گذار شرایط را برای جذب و ابقای مدیران مستعد، و در نتیجه فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر برآورد می‌کند.

طبق فرضیه هشتم، افشای پاداش بالای مدیرعامل، نسبت به افشای پاداش متناسب با پاداش مدیران عامل شرکت‌های مشابه، به طور غیرمستقیم، از طریق اثرگذاری بر تصور سرمایه‌گذار از توانایی شرکت برای جذب و ابقای مدیران مستعد، تأثیر مثبتی بر تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری می‌گذارد. در این خصوص، جدول ۸ نشان می‌دهد که ضریب برآوردی  $0.03 -$  است، لذا فرضیه تایید نمی‌گردد. در نهایت طبق فرضیه دهم، افشای نسبت پاداش بالای مدیرعامل به دریافتی کارکنان، همراه با افشای پاداش بالای مدیرعامل، به طور غیرمستقیم، از طریق اثرگذاری بر تصور سرمایه‌گذار از توانایی شرکت برای جذب و ابقای مدیران مستعد تأثیر مثبتی بر تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری می‌گذارد. همانطور که مشاهده می‌شود مقدار ضریب برآوردی آن به ترتیب  $0.06 +$  بوده و جهت رابطه نیز مثبت است. بر این اساس، فرضیه دهم تایید می‌گردد و لذا جذب و ابقای مدیرعامل مستعد، می‌تواند تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های سرمایه‌گذاری را افزایش دهد.

جدول ۸. نتایج برازش رگرسیونی فرضیه هشتم و دهم

معناداری	آماره تی	ضریب برآوردی	فرضیه	میانجی‌ها
-	-	$-0/003 = (-0/01 * 0/39)$	فرضیه هشتم	تصور سرمایه‌گذاران از توانایی شرکت برای جذب و ابقای مدیرعامل مستعد (سناریوی دوم نسبت به اول)
-	-	$0/06 = (0/15 * 0/39)$	فرضیه دهم	تصور سرمایه‌گذاران از توانایی شرکت برای جذب و ابقای مدیرعامل مستعد (سناریوی سوم نسبت به دوم)

شکل ۲ خلاصه یافته‌های مرتبط با فرضیه‌های اول تا دهم پژوهش در قالب یک پیکره واحد نمایش می‌دهد.



شکل ۲- مدل نهایی روابط بین متغیرهای پژوهش

در نهایت، خلاصه تحلیل‌های مرتبط با تحلیل مسیرها و آزمون فرضیه‌ها، به شرح جدول زیر ارائه می‌گردد.

واکنش سرمایه‌گذاران به نحوه افشای پاداش مدیران عامل / فائزه غلامی مقدم، جواد رجبعلی‌زاده و رضا حصارزاده

جدول ۹. نتایج برازش رگرسیونی مسیر متغیرها و آزمون فرضیه‌ها

مقادیر تی (معناداری)	ضرایب بتا	مسیرها	آزمون فرضیه (نوع مسیر)
-۴/۰۸ (۰/۰۰۰)	-۰/۳۲	افشای پاداش بالا در مقابل افشای پاداش نزدیک به میانگین صنعت ← تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش پرداختی	فرضیه اول (مستقیم)
۱/۱۷ (۰/۰۹۱)	۰/۱۰	افشای نسبت پاداش بالا به دریافتی کارکنان در مقابل افشای پاداش بالا ← تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش پرداختی	فرضیه دوم (مستقیم)
-۰/۱۶ (۰/۰۸۷)	-۰/۰۱	افشای پاداش بالا در مقابل افشای پاداش نزدیک به میانگین صنعت ← تصور سرمایه‌گذار از توانایی شرکت برای جذب و ابقاء مدیرعامل مستعد	فرضیه سوم (مستقیم)
۱/۹۰ (۰/۰۰۶)	۰/۱۵	افشای نسبت پاداش بالا به دریافتی کارکنان در مقابل افشای پاداش بالا ← تصور سرمایه‌گذار از توانایی شرکت برای جذب و ابقاء مدیرعامل مستعد	فرضیه چهارم (مستقیم)
۴/۳۷ (۰/۰۰۰)	۰/۳۱	تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش پرداختی ← تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری	فرضیه پنجم (مستقیم)
۵/۳۹ (۰/۰۰۰)	۰/۳۹	تصور سرمایه‌گذار از توانایی شرکت برای جذب و ابقاء مدیرعامل مستعد ← تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری	فرضیه ششم (مستقیم)
-	-۰/۱۰ = (-۰/۳۲ * ۰/۳۱)	افشای پاداش بالا در مقابل افشای پاداش نزدیک به میانگین صنعت ← تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش پرداختی ← تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری	فرضیه هفتم (غیر مستقیم)
-	-۰/۰۰۳ = (-۰/۰۱ * ۰/۳۹)	افشای پاداش بالا در مقابل افشای پاداش نزدیک به میانگین صنعت ← تصور سرمایه‌گذار از توانایی شرکت برای جذب و ابقاء مدیرعامل مستعد ← تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری	فرضیه هشتم (غیر مستقیم)
-	۰/۰۳ = (۰/۱۰ * ۰/۳۱)	افشای نسبت پاداش بالا به دریافتی کارکنان در مقابل افشای پاداش بالا ← تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش پرداختی ← تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری	فرضیه نهم (غیر مستقیم)
-	۰/۰۶ = (۰/۱۵ * ۰/۳۹)	افشای نسبت پاداش بالا به دریافتی کارکنان در مقابل افشای پاداش بالا ← تصور سرمایه‌گذار از توانایی شرکت برای جذب و ابقاء مدیرعامل مستعد ← تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری	فرضیه دهم (غیر مستقیم)

## ۶- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف از اجرای این پژوهش، ارزیابی قضاوت و تصور سرمایه‌گذاران از افشای پاداش مدیران می‌باشد. یافته‌ها حاکی از آن است که افشای پاداش بالای مدیرعامل نسبت به پاداش شرکت‌های مشابه، اثرات منفی بر تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش مدیرعامل، توانایی شرکت در جذب و ابقای مدیران مستعد و تصور فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری می‌گذارد. همچنین، افشای نسبت پاداش در مقابل افشای پاداش مدیرعامل، تنها تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش پرداختی کاهش می‌دهد ولی تصور آنان را از توانایی شرکت در جذب و ابقای مدیران مستعد و تصور فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری، افزایش می‌دهد.

افزون بر این، افشای نسبت پاداش بالای مدیرعامل به دریافتی کارکنان، همراه با افشای پاداش بالای مدیرعامل، روی تصور سرمایه‌گذار از منصفانه بودن پاداش مدیرعامل، توانایی شرکت در جذب و ابقای مدیران مستعد و تصور فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری تأثیر فزاینده‌ای دارد. در نهایت، افشای نسبت پاداش در مقابل با افشای پاداش مدیرعامل، به طور غیر مستقیم تأثیر فزاینده‌ای روی تصور سرمایه‌گذار از فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری می‌گذارد. در مجموع، نتایج این پژوهش با یافته‌های فالی، ریز و ونکاتسواران (۲۰۱۳)، که به بررسی اثرات افشای پاداش مدیرعامل پرداختند، ناسازگار است. یافته‌های آنان حاکی از این است که پرداخت‌های کارکنان و مدیران، به میزان قدرت چانه زنی آنان بستگی دارد. هر چند این ناسازگاری، در شرایط ایران صحیح بنظر می‌رسد چرا که در ایران عموماً کارکنان چندان دارای قدرت چانه‌زنی نمی‌باشند و اصولاً کمتر قدرت چانه‌زنی آنان تأثیری در پرداخت‌های آنان دارد. علاوه بر این، فائولکندر و یانگ (۲۰۱۳)، به بررسی تأثیر افشای پاداش مدیرعامل بر واکنش سرمایه‌گذاران پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که سهامداران با پاداش بیشتر برای مدیرعامل، حتی به منظور جذب مدیران مستعد موافق نیستند. در نتیجه، یافته‌های آنها با نتایج پژوهش حاضر سازگار است. در واقع، در محیط سرمایه‌گذاری حساس امروزی، بسیاری از سرمایه‌گذاران بر اهمیت شفاف سازی اطلاعاتی در استراتژی‌های شرکت تأکید دارند. به طوریکه رفتار سرمایه‌گذاران و نحوه تصمیم‌گیری آنان را تحت تأثیر قرار می‌دهد. عدم افشا اطلاعات باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای خاصی هنگام سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی از خود برون‌دهند (ابزری و درخشیده، ۱۳۹۱).

## فهرست منابع

- \* ابزری، م.؛ درخشیده، ح. (۱۳۹۱). تأثیر شفاف سازی اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار اصفهان. فصلنامه برنامه ریزی و بودجه، ۱۸(۱)، ۷۵-۵۹.
- \* انواری رستمی، ع. ا.؛ تجویدی، ا.؛ جهانگرد، م. (۱۳۹۴). تأثیر ساختار سرمایه و پاداش هیأت مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۵(۲)، ۱۰۹-۱۳۰.
- \* جهانشاد، آ.؛ علم اهرمی، م. (۱۳۹۲). بررسی ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و نسبت Q توبین با طرح‌های پاداش مدیران. فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، ۲(۷)، ۱۶۷-۱۹۱.



- \* سجادی، س. ح.؛ زارع‌زاده مهریزی، م. ص. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین طرح‌های پاداش مدیران و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴(۳)، صص ۴۱-۵۴.
- \* مهرانی، س.؛ کرمی، غ.؛ سیدحسینی، س. م.؛ جهرومی، م. (۱۳۹۴). تئوری حسابداری ۲. تهران: انتشارات نگاه دانش.
- \* نمازی، م.؛ سیرانی، م. (۱۳۸۳). بررسی تجربی سازه‌های مهم در تعیین قراردادهای شاخص‌ها و پارامترهای پاداش مدیران عامل شرکت‌ها در ایران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۱(۲)، ۶۵-۹۴.
- \* Abzari, M. & Derakhshideh, H. (2013). The Effect of Transparency of Financial Information on Investors' Behavior in Isfahan Stock Exchange. The Journal of Planning and Budgeting, 18(1): 59-75. (in persian)
- \* Adams, J. S. (1965). Inequity in social exchange. Advances in experimental social psychology, 2: 267-299.
- \* Anvary Rostami, A. A., Tajvidi, E. & Jahangard, M. (2015). Empirical Investigation on the Effect of Capital Structure and Board Compensation on Investment Efficiency. Journal of Empirical Research in Accounting, 5(2): 109-130. (in persian)
- \* Bachelder, J. E. (2007). Executive Pay Continues to Rise Despite "Pay Reforms.". New York Law Journal.
- \* Bizjak, J. M., Lemmon, M. L. & Naveen, L. (2008). Does the use of peer groups contribute to higher pay and less efficient compensation? Journal of Financial Economics, 90(2): 152-168.
- \* Carpenter, J. P. & Matthews, P. H. (2012). Norm enforcement: anger, indignation, or reciprocity? Journal of the European Economic Association, 10(3): 555-572.
- \* Faleye, O., Reis, E. & Venkateswaran, A. (2013). The determinants and effects of CEO-employee pay ratios. Journal of Banking & Finance, 37(8): 3258-3272.
- \* Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. Journal of political economy, 88(2): 288-307.
- \* Faulkender, M. & Yang, J. (2013). Is disclosure an effective cleansing mechanism? The dynamics of compensation peer benchmarking. Review of Financial Studies, 26(3): 806-839.
- \* Fehr, E. & Fischbacher, U. (2004). Third-party punishment and social norms. Evolution and human behavior, 25(2): 63-87.
- \* Fong, E. A., Misangyi, V. F. & Tosi, H. L. (2010). The effect of CEO pay deviations on CEO withdrawal, firm size, and firm profits. Strategic Management Journal, 31(6): 629-651.
- \* Gopalan, S. (2007). Shame sanctions and excessive CEO pay. Del. J. Corp. L., 32, 757.
- \* Greene, M. (2014). Companies must 'tell a story' with pay ratio disclosures. <https://www.bna.com/companies-tell-story-n17179907068>.
- \* Jahanshad, A. & Alam Ahrami, M. (2013). Investigation the relation between Free cash flows and Tobin's Q ratio with Management compensation plans in companies listed in Tehran Stock Exchange. Journal of Investment Knowledge, 2(7): 167-191. (in persian)
- \* Kahneman, D., Knetsch, J. L. & Thaler, R. H. (1986). Fairness and the assumptions of economics. Journal of business, S285-S300.
- \* Kelly, K. & Seow, J. L. (2016). Investor Reactions to Company Disclosure of High CEO Pay and High CEO-to-Employee Pay Ratio: An Experimental Investigation. Journal of Management Accounting Research, 28(1): 107-125.
- \* Lublin, J. S. & Thurm, S. (2006). Behind soaring executive pay, decades of failed restraints. Wall Street Journal, 11.

- \* Mackey, A. (2008). The effect of CEOs on firm performance. *Strategic management journal*, 29(12): 1357-1367.
- \* Mehrani, S., Karami, GH., Seyed Hosseini, S. M. & Jahroomi, M. (2015). *Accounting Theory 2*, Tehran: Neghahe Danesh Publication. (in persian)
- \* Namazi, M. & Sayrani, M. (2004). Experimental investigation of important structures in the designated contracts, indicators and parameters of the Company's executive compensation. *Review of Accounting and Auditing*, 11(2): 65-94. (in persian)
- \* Quigley, T. J. & Hambrick, D. C. (2015). Has the "CEO effect" increased in recent decades? A new explanation for the great rise in America's attention to corporate leaders. *Strategic Management Journal*, 36(6): 821-830.
- o Sajadi, S. H. & ZarezadehMehtizy, M. S. (2011). Investigation of the Relationship between Management Compensation and Economics Measuresâ Performance Assessment of Companies listed in Tehran Security Exchange, *Financial Accounting Researches*, 3(4): 41-54. (in persian)
- \* Securities and Exchange Commission. (2015). Pay ratio disclosure. Available at <http://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9877.pdf>
- \* Tian, J. J., Haleblan, J. J. & Rajagopalan, N. (2011). The effects of board human and social capital on investor reactions to new CEO selection. *Strategic Management Journal*, 32(7): 731-747.
- \* Whoriskey, P. (2011). Cozy relationships and 'peer benchmarking' send CEO's pay soaring. *The Washington Post* (October 3). Available at: [http://www.washingtonpost.com/business/economy/cozy-relationships-and-peerbenchmarking-send-ceos-pay-soaring/2011/09/22/gIQAgq8NJL\\_story.html](http://www.washingtonpost.com/business/economy/cozy-relationships-and-peerbenchmarking-send-ceos-pay-soaring/2011/09/22/gIQAgq8NJL_story.html).

## یادداشت‌ها

<sup>1</sup>. U.S. Securities Exchange Commission (SEC)

<sup>2</sup>. Dodd-Frank Act

<sup>3</sup>. به منظور بومی‌سازی پرسشنامه، اطلاعات مالی شرکتی پیشنهاد در صنعت دارویی در طی سه سال متمادی ۹۲، ۹۳ و ۹۴ مورد استفاده قرار گرفت. اطلاعات مالی استفاده‌شده شامل درآمد خالص، سود خالص، بدهی بلندمدت، کل دارایی‌ها، قیمت هر سهم، پیش‌بینی قیمت هر سهم و سود پیش‌بینی‌شده هر سهم می‌باشد.

<sup>4</sup> دارای اثرات غیر مستقیم می‌باشند.