



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال دوم / شماره پنجم / بهار ۱۳۹۲

## مطالعه تاثیر انگیزه مدیران ارشد بر خلق ثروت (ارزش آفرینی) برای سهامداران

زهره حاجیها

استادیار گروه حسابداری دانشکده‌ی علوم انسانی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شرق  
Z\_hajiha@yahoo.com

حسن چناری بوکت

دانش‌آموخته کارشناسی ارشد گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب (مسئول مکاتبات)  
ha\_chenari@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۱/۶/۲۰ تاریخ پذیرش: ۹۱/۱۰/۲۰

### چکیده

سهامداران مالک اصلی واحد تجاری می‌باشند و پیوسته به دنبال حداکثر کردن ثروت خویش هستند و این ثروت برای آن‌ها در نتیجه‌ی عملکرد مطلوب واحد تجاری حاصل خواهد شد. ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلندمدت از مهم‌ترین اهداف شرکت‌ها محسوب می‌شود و سیستم‌های ارزیابی عملکرد ابزارهایی مفید برای ارزیابی عملکرد مدیران به‌شمار می‌رود. هدف اصلی این پژوهش مطالعه‌ی ارتباط بین میزان حساسیت پرداخت به مدیران بابت عملکرد به‌عنوان متغیر مستقل و ارزش‌افزوده‌ی سهامدار و کارایی پرداخت به مدیران به‌عنوان متغیرهای وابسته در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای این هدف، اطلاعات ۵ ساله‌ی (۱۳۸۹-۱۳۸۵) هشتاد و یک شرکت مورد مطالعه قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندمتغیره با داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش بیان‌گر آن است که بین میزان حساسیت پرداخت بابت عملکرد و ارزش‌افزوده‌ی سهامدار ارتباط معنی‌داری وجود دارد ولی بین میزان حساسیت پرداخت بابت عملکرد و کارایی پرداخت به مدیران ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. نتیجه‌ی کلی این است گرچه پرداخت پاداش مدیران شرکت‌های ایرانی منجر به خلق ارزش افزوده برای سهامداران شده است اما پرداخت‌ها از کارایی لازم برخوردار نبوده است.

**واژه‌های کلیدی:** ارزش‌افزوده‌ی سهامدار، ثروت سهامداران، کارایی پرداخت به مدیران.

## ۱- مقدمه

سهامداران مالک اصلی واحدهای تجاری هستند و هدف اصلی واحدهای تجاری به حداکثر رسانیدن ثروت سهامداران است و این ثروت برای آن‌ها تنها در نتیجه‌ی عملکرد مطلوب واحد تجاری حاصل خواهد شد. ثروت سهامداران در دنیای واقعی مالی حایز اهمیت بسیار می‌باشد و طی سالیان اخیر افزایش قابل ملاحظه‌ای در مورد شرکت‌هایی رخ داده است که اصلی‌ترین هدف خود یا یکی از اصولی‌ترین اهداف خود را در حداکثرسازی ثروت سهامداران پایه‌گذاری کرده‌اند. مدیریت موفقیت‌آمیز با رویکرد ارزش‌آفرینی برای سهامداران مستلزم آگاهی از متغیرهای حیاتی درباره‌ی ثروت سهامداران می‌باشد و این‌که چگونه می‌توان آن‌ها را به‌کار گرفت. سهامداران خواستار حداقل نرخ بازده مناسب روی سرمایه‌گذاری‌های خود می‌باشند و در واقع می‌خواهند بازده خود را به حداکثر برسانند. طبق نظریه‌ی نمایندگی، زمانی بین مدیر و مالک رابطه ایجاد می‌شود که قسمتی از اختیارات مالک به مدیر تفویض شود تا مدیر بتواند جهت انجام امور شرکت به نمایندگی از مالک تصمیم‌های لازم را اتخاذ کند. با توجه به وجود تضاد منافع بین مدیران و مالکان، اگرچه صاحبکار از طریق ایجاد سیستم‌های کنترلی مانند انتخاب هیات‌مدیره به‌عنوان قایم مقام خود و یا انجام حسابرسی توسط یک شخص مستقل از منافع خود محافظت می‌کند ولی پژوهش‌های تجربی صورت پذیرفته نشان می‌دهد که همسو کردن دیدگاه و عملکرد مدیران با منافع سهامداران مقرون به صرفه‌تر و دارای ارزش بیشتری نسبت به سیستم‌های کنترلی است (جهانخانی و ظریف‌فرد، ۱۳۷۵). به‌منظور کاهش مشکلات نمایندگی ناشی از احتمال عدم همسویی منافع بین مدیران و سهامداران، بایستی بر تابع مطلوبیت هر یک از دو طرف و نحوه‌ی تسهیم منافع و مخاطره، بین آنان تمرکز نمود. بدین طریق، می‌توان مدیران را در به‌کارگیری توانایی‌ها و مهارت‌هایشان در راستای منافع مالکان ترغیب نمود و در آن‌ها ایجاد انگیزه کرد. پاداش به مدیران به‌عنوان جزئی از حق‌الزحمه‌ی آن‌ها، یکی از روش‌های مطرح جهت انگیزش مدیران و یکی از ابزارهای رایج به‌منظور همسو نمودن دیدگاه‌ها و عملکرد مدیران در راستای افزایش ثروت سهامداران است. حقوق و مزایای مدیران شرکت‌ها شامل حقوق ثابت، پاداش نقدی عملکرد و مزایای غیرنقدی است. از دید نظری انتظار می‌رود پاداش نقدی پرداختی به مدیران، مبتنی بر عملکرد آن‌ها باشد؛ بدین معنی که همسویی عملکرد مدیران با منافع حاصله برای سهامداران، منجر به تشویق آن‌ها و بهره‌مندی از پاداش گردد (نمازی و مرادی، ۱۳۸۴). در صورتی‌که نگرش کاربردی ارزش‌آفرینی برای سهامداران، عاملی برای ایجاد ارزش می‌باشد نتایج این پژوهش دارای اهمیت نظری و عملی خواهد بود. دانشگاهیان پایه و مبنایی برای سایر پژوهش‌ها، مدیران اجرایی و سرمایه‌گذاران توجیه و دلیلی برای تمرکز خود روی موضوع و سرمایه‌گذاری در اختیار خواهند داشت. لازم به ذکر است که نظریه‌های

مالی، مدیران را در اتخاذ تصمیم‌های کارا در راستای حداکثرسازی ارزش ثروت سهامداران یاری می‌رساند و به سرمایه‌گذاران در انتخاب سهامی که بازده مناسبی نصیبشان می‌سازد یا می‌تواند مدیریت را کنترل نماید، یاری می‌رساند. هدف اصلی این پژوهش بررسی این موضوع است که آیا بین انگیزه‌ی مدیران در تولید ثروت (در قالب پاداش) و ثروت سهامداران ارتباطی وجود دارد؟ و آیا این پاداش تخصیصی به مدیران کارا بوده است یا خیر؟

## ۲- مبانی نظری پژوهش و مروری بر پیشینه

بی‌شک یکی از اهداف اصلی تشکیل شرکت‌ها، افزایش ثروت مالکان می‌باشد و بدیهی است این مهم، در گرو عملکرد آن‌ها در بازار است. بنابراین مالکان شرکت‌ها درصدد دستیابی به راه‌کارهایی جهت بهبود عملکرد شرکت خود می‌باشند. با تفکیک مالکیت شرکت‌ها از مدیریت آن‌ها، سهامداران که معمولاً اطلاعات آن‌ها در زمینه‌ی عملیات شرکت نیز محدود است توان مشاهده و دخالت مستقیم در عملیات شرکت را ندارند و صرفاً نتایج حاصله را دریافت خواهند کرد. بنابراین در مورد نحوه‌ی تصمیم‌گیری مدیران در شرکت و اقدامات آن‌ها اطلاعات مبهمی دارند و با عدم اطمینان مواجه هستند. بر طبق نظریه‌ی نمایندگی، برای کاهش مشکلات و تضادهای نمایندگی بایستی سازوکارهای کنترلی مناسبی در شرکت ایجاد شود. بنابراین حاکمیت شرکتی در قالب راه‌حلی برای تقلیل تعارض‌ها و هزینه‌های ناشی از شکل‌گیری روابط نمایندگی مورد توجه قرار می‌گیرد (اندرسون و موسلو، ۲۰۱۰). طبق نظر بروکمن و تیستل<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) حاکمیت شرکتی شامل فرآیندهایی برای هدایت فعالیت‌های شرکت به منظور ارزش‌آفرینی برای سهامداران است و به‌عنوان فلسفه‌ی سازوکاری در راستای پشتیبانی از ذی‌نفعان درون‌سازمانی و برون‌سازمانی شرکت محسوب مس‌شود. آنچه که در شیوه‌های ایجاد انگیزه اهمیت دارد این است که از طریق به‌وجود آوردن احساس مالکیت در مدیران و پرداخت پاداش طبق رویه‌ی مناسب، انگیزه‌ی لازم و کافی را در مدیران به‌منظور تلاش بیشتر و کسب عملکرد مثبت به‌وجود آورند. ابزارهای مالی که از طریق کاهش و توسعه‌ی اندازه‌ی شرکت باعث سهیم شدن مدیران در مالکیت شرکت و ایجاد انگیزه برای کسب بازدهی بالاتر در راستای منافع سهامداران می‌شوند عبارتند از: طرح خرید سهام به‌صورت اهرمی، طرح پرداخت وجوه نقد اضافی به سهامداران برون‌سازمانی، بازخرید سهام، عرضه‌ی عمومی بخشی از سهام، واگذاری سهام شرکت به کارکنان از طریق طرح بازنشستگی و ... با نگاهی دقیق‌تر می‌توان دریافت که خط‌مشی‌های متنوعی ایجاد انگیزه در مدیران وجود دارد. بنابراین همیشه این سوال مطرح است که چه اصول و روشی در راستای ایجاد انگیزش در مدیران مناسب است که منتهی به تلاش بیشتر آن‌ها به‌منظور دستیابی به بازدهی بیشتر

شود. رویکرد سرمایه‌داری تاکید بر افزایش ثروت سهامداران دارد؛ فلذا همواره بایستی به این موضوع شود که کارایی و اثربخشی مدیران بنگاه‌های اقتصادی حایز اهمیت است و با دلگرم کردن مدیران می‌توان به این افزایش ثروت سرعت بیشتری بخشید. یک پژوهش پایه‌ای که توسط جنسن و مورفی<sup>۳</sup> (۱۹۹۰) صورت گرفت نشان داد که تغییرات صورت پذیرفته در ثروت مدیران با نسبت ۳/۲۵ دلار به ۱۰۰۰ دلار به واسطه‌ی تغییر در ثروت سهامدار می‌باشد. در مطالعه‌ی دیگری که توسط آگاروال و سامویک<sup>۴</sup> (۱۹۹۹) صورت پذیرفت یافته‌ها حکایت از این دارد که متوسط حساسیت ثروت مدیران با نسبت ۱۴/۵۲ دلار به ۱۰۰۰ دلار در نتیجه‌ی تغییر در ثروت سهامدار می‌باشد. با این حال یافته‌های سایر مطالعات نیز بعضاً بیان‌گر تاثیر و ارتباط منفی و بی‌معنی پاداش بر عملکرد مدیران می‌باشد. لارکر<sup>۵</sup> (۲۰۰۳) در پژوهشی، مجدداً یافته‌های هانلون و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۳) را مورد مطالعه قرار داد و به این نتیجه رسید که ارتباط منفی یا مثبت پاداش با عملکرد مدیران مرتبط با مدل‌های اقتصادی استفاده شده می‌باشد. یافته‌های کوپر و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۱) بیان‌گر این است که نوع صنعت و میزان تعدیلات صورت پذیرفته در رابطه با پاداش مدیران در طول دوره‌ی تصدی مدیریت ارتباط منفی با بازده‌های سهام غیرعادی آتی دارد. به‌طور خلاصه می‌توان گفت که تعریف واضح و مشخصی در مورد ارتباط مثبت و منفی پاداش مدیران در طول دوره‌ی تصدی مدیریت و افزایش ثروت سهامداران وجود ندارد. یکی از مزایای بررسی پاداش مدیران ارشد و ثروت سهامداران در درازمدت، کاهش مشکلات مربوط به تصفیه حساب مدیران می‌باشد. طبق مطالعات پیشین، این مشکل زمانی که به مدیران از جریان‌های نقدی مورد انتظار تحقق نیافته پاداشی پرداخت شود، افزایش می‌یابد. به‌عنوان مثال اگر به مدیران شرکت بابت یک قرارداد منعقد شده پاداشی پرداخت شود ولی بعداً به هر علتی قرارداد لغو شود، سهامداران نمی‌توانند پاداش پرداختی را از محل جریان‌های نقدی تحقق نیافته از مدیران باز پس گیرند ولی ثروت مدیران دریافت‌کننده‌ی پاداش به‌رغم عدم بازگرداندن پاداش بعد از لغو قرارداد در منابع حقوق صاحبان سهام کاهشی به میزان پاداش را نشان خواهد داد. زمانی که به مدیران پاداشی در قالب سهام پرداخت شود، مشکلات به وجود آمده برای سهامداران به میزان قابل توجهی کاهش خواهد یافت (لئون و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۰۶).

اغلب متخصصین مالی و اقتصادی بر این باورند که طرح‌های پاداش و سهام کردن مدیران در مالکیت شرکت دارای منافع اقتصادی است و باعث افزایش ثروت سهامداران می‌شود ولی نظریه‌های متناقضی هم توسط پژوهش‌گران ارایه شده و باورشان بر این است که چنین طرح‌هایی باعث منتفع شدن مدیران با هزینه‌کرد سهامداران می‌شود (بروکمن و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۰). پژوهش‌های مرتبط متفاوتی در این زمینه صورت پذیرفته است که اهم آنها در نگاره‌ی شماره ۱ ارائه شده است.

جدول (نگاره) ۱- پیشینه‌ی پژوهش

ردیف	پژوهش‌گران(ان)	سال	موضوع	یافته
۱	ایتنر و پیژینی <sup>۱۰</sup>	۲۰۰۳	پاداش بر مبنای عملکرد در شرکت‌های خدمات تخصصی	حساسیت پرداخت مدیران نسبت به عملکرد، متناسب با افزایش تنوع وظایف، اندازه‌ی شرکت و میزان تخصص حرفه‌ای به میزان با اهمیتی افزایش می‌یابد. به علاوه هر چه شرکت بزرگ‌تر باشد، احتمال اختلاف در حق الزحمه‌ی مدیران آن با سایر شرکت‌ها بیشتر خواهد بود؛ چرا که اندازه‌ی شرکت بر دقت نظارت و آگاهی دهی معیارهای سنجش عملکرد (نسبت پیام‌دهی به عدم دقت <sup>۱۱</sup> ) تاثیر می‌گذارد.
۲	هارفورد و لی <sup>۱۲</sup>	۲۰۰۵	مطالعه‌ی پرداخت‌های انجام شده به مدیر عامل، در زمان انجام سرمایه‌گذاری‌های عمده توسط شرکت‌ها	یافته‌های پژوهش مزبور بیان‌گر دریافت پاداش توسط مدیر عامل بابت توسعه‌ی شرکت به‌ویژه از طریق تحصیل سایر شرکت‌ها می‌باشد. آن‌ها نشان دادند حتی در مواردی که ثروت سهامداران کاهش یافته، وضعیت مدیر عامل تا سه برابر بهتر شده است.
۳	آلفرد و بورسین <sup>۱۳</sup>	۲۰۰۶	مطالعه‌ی بین ساختار مالکیت و پاداش مدیران	پاداش مدیران به دلیل مسأله‌ی نظریه‌ی نمایندگی، باعث کاهش قابل توجه سود شرکت و به تبع آن باعث کاهش ثروت سهامداران می‌شود. از سوی دیگر کنترل کمتر مالکان، مدیران را قادر به افزایش میزان پاداش می‌کند. در شرکت‌هایی مدیران سعی در افزایش حق رای خود نسبت به میزان پاداش نقدی دریافتی هستند، بین عملکرد شرکت و پاداش مدیران ارتباط ضعیف‌تری برقرار است.
۴	رایسه‌من و همکاران <sup>۱۴</sup>	۲۰۰۸	آیا ثروت سهامداران در صورت پرداخت پاداش به مدیران بر مبنای ارزش افزوده‌ی اقتصادی افزایش می‌یابد؟	عملکرد مدیران دریافت‌کننده‌ی پاداش بر مبنای ارزش افزوده‌ی اقتصادی به مراتب بهتر از عملکرد مدیران دریافت‌کننده‌ی پاداش به صورت سنتی است و همین امر باعث افزایش ثروت سهامداران می‌شود.
۵	گویاکس <sup>۱۵</sup>	۲۰۰۹	اعضای هیات‌مدیره، پاداش مدیران ارشد و مدیریت سود	در این مطالعه پژوهش‌گران به تجزیه و تحلیل راهبردهای هیات‌مدیره برای پرداخت پاداش پرداختند. یافته‌های پژوهش بیان‌گر آن است که حساسیت در پاداش مدیران ضرورتاً با افزایش مدیریت سودها مرتبط نیست.
۶	مورفی <sup>۱۶</sup>	۲۰۱۰	محدودیت‌های پرداخت پاداش	پرداخت پاداش به مدیران اجرایی با عملکرد دارای همبستگی مثبت و معنی‌دار است و حتی اگر بین پرداخت پاداش و عملکرد رابطه‌ای نباشد باز هم منابع مدیران اجرایی از طریق ابزارهایی مانند حق اختیار سهام، طرح‌های عملکردی بلندمدت و مهم‌تر از همه، مالکیت سهام به عملکرد شرکت وابسته است. هم‌چنین یافته‌های پژوهش نشان داد که طرح‌های انگیزشی حق‌الزحمه اعم از کوتاه‌مدت و بلندمدت، نه تنها به ضرر سهامداران نبوده بلکه آن‌ها را نیز منتفع کرده یا به عبارت بهتر باعث افزایش ثروت سهامداران شده است.
۷	جونگ <sup>۱۷</sup>	۲۰۱۱	بررسی افزایش ثروت سهامداران در طول دوره تصدی مدیران	پاداش بیشتر برای مدیران با ارزش افزوده‌ی بیشتر برای سهامداران مرتبط است و با متوسط حساسیت پرداخت بابت عملکرد در طول

ردیف	پژوهش‌گر(ان)	سال	موضوع	یافته
			ارشد شرکت	دوره‌ی تصدی مدیران با تغییرات ارزش بازار و بازده غیرعادی انباشته‌ی سهام همراه است. در نهایت با افزایش حساسیت پرداخت بابت عملکرد، بهره‌وری شرکت بابت ارزش افزوده‌ی سهامدار افزایش می‌یابد.
۸	جهانخانی و ظریف‌فرد	۱۳۷۵	شیوه‌های مالی هدایت دیدگاه‌ها و عملکرد مدیران در جهت افزایش ثروت سهامداران	مهم‌ترین راه‌حل برای سهام‌گیران مدیران در مالکیت شرکت، به‌وجود آوردن تساوی حقوق در واحدهایی است که آن‌ها اداره می‌کنند. بدین معنی که بر اساس ارزشی که مدیران به‌وجود می‌آورند در چارچوب فرمول مناسبی حق (پاداش) آن‌ها داده شود.
۹	نمازی و سیرانی	۱۳۸۳	بررسی تجربی سازه‌های مهم در تعیین قراردادهای شاخص‌ها و پارامترهای پاداش مدیران عامل شرکت‌ها در ایران	با طولانی‌تر شدن مدت قرارداد و افزایش ثبات آن، ارزش شرکت و به‌تبع آن ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت و عملاً اغلب طرح‌ها و قراردادهای پاداش مبتنی بر سود حسابداری هستند.
۱۰	رهنمای رودپشتی و محمودی	۱۳۸۸	بررسی و ارزیابی ارزش افزوده‌ی اقتصادی و ارزش افزوده‌ی بازار در مدیریت ارزش افزوده‌ی سهامداران	یافته‌های حاصل از پژوهش حاکی از وجود ارتباط معنی‌دار معیارهای سنجش عملکرد مبتنی بر ارزش آفرینی با ارزش افزوده‌ی سهامداران بوده و در نتیجه مناسب بودن استفاده از ارزش افزوده‌ی اقتصادی و ارزش افزوده‌ی بازار را به‌عنوان متغیرهای پیش‌بینی کننده و جایگزین در راستای شناسایی و اندازه‌گیری ارزش افزوده‌ی سهامداران پیشنهاد می‌شود.
۱۱	سجادی و زارع زاده‌ی مهریزی	۱۳۹۰	رابطه بین طرح‌های پاداش مدیران و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	یافته‌های پژوهش حاکی از رابطه‌ی معنی‌دار بین پاداش پرداختی به مدیران با معیارهای اقتصادی (ارزش افزوده‌ی اقتصادی، ارزش افزوده‌ی بازار و ارزش افزوده‌ی اقتصادی تعدیل شده) ارزیابی عملکرد است. همچنین یافته‌ها بیان‌گر رابطه‌ی معنی‌دار بین درصد مالکیت سهام مدیران با ارزش افزوده‌ی بازار و عدم وجود رابطه‌ی معنی‌داری با سایر معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد مورد مطالعه است.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

در راستای دستیابی به اهداف پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر هستند:

ارتباط بین انگیزه‌ی مدیران و ثروت سهامداران یکی از ملموس‌ترین و بنیادی‌ترین مباحث در پژوهش‌های مرتبط با پاداش مدیران بابت ارایه‌ی خدماتشان می‌باشد. اکثر مطالعه‌های صورت‌پذیرفته از معیار کیوتوبین در رابطه با تاثیر انگیزه‌ی مدیران بر ارزش شرکت استفاده کرده‌اند (جونگ، ۲۰۱۱). به‌عنوان مثال می‌توان به ارتباط مثبت بین سهامدار بودن مدیران و ارزش شرکت، حاصل از پژوهش مهران<sup>۱۸</sup> (۱۹۹۵) اشاره کرد. حبیب و لجونگ‌کوئیست<sup>۱۹</sup> (۲۰۰۵) به اثبات ارتباط مثبت بین داشتن سهام و ارزش شرکت و ارتباط منفی بین داشتن اختیارها و ارزش شرکت پرداختند. ادمانز و همکاران<sup>۲۰</sup>

(۲۰۰۹) به ارایه‌ی پشتوانه‌ی نظری برای انگیزه و خلق ارزش در شرکت پرداختند و یافته‌های آن‌ها حاکی از این است که حساسیت پرداخت به مدیران می‌تواند مشکلات مرتبط با نمایندگی را کاهش دهد و اثرات مثبت بر ارزش شرکت داشته باشد. بر این اساس، فرضیه‌ی اول به شرح زیر مطرح می‌گردد:

**فرضیه‌ی ۱)** بین متوسط انگیزه‌ی پرداخت پاداش بابت عملکرد با ارزش افزوده‌ی سهامداران در طول دوره‌ی تصدی مدیران، ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

کارایی پرداخت به مدیران ارشد که در این پژوهش با نسبت تغییرات انباشته ارزش بازار به پرداخت‌های تحقق یافته واقعی به مدیران اندازه‌گیری می‌شود، نشان می‌دهد که چگونه ارزش خلق شده بین مدیران ارشد و سهامداران در یک شرکت تقسیم می‌شود. این معیار کیفیت رابطه بین پرداخت به مدیران و عملکرد شرکت را می‌سنجد. تحقیقات نشان می‌دهد به‌طور میانگین علایق مدیران و سهامداران با هم هم‌راستاست (جونگ، ۲۰۱۱). مفهوم کارایی پرداخت به مدیران ارشد از دیدگاه سهامداران سنجیده می‌شود چرا که مجموع ارزش افزوده‌ی سهامدار را طی دوره‌ی تصدی مدیر در نظر می‌گیرد و نشان می‌دهد که چه میزان پرداخت به مدیران در دوره‌ی عمل آنها توانسته است ارزش افزوده برای سهامدار ایجاد نماید. به عبارت دیگر به ازای هر ریال که مدیران دریافت نموده‌اند، چند ریال ارزش آفرینی برای سهامداران کرده‌اند و در نتیجه پرداخت به آن‌ها چقدر کارا بوده است (همان منبع). این معیار بر این اساس، فرضیه‌ی دوم به شرح زیر مطرح می‌گردد:

**فرضیه‌ی ۲)** بین افزایش انگیزه‌ی پرداخت بابت عملکرد با افزایش کارایی پرداخت به مدیران ارشد ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

#### ۴- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از لحاظ روش پژوهش به صورت توصیفی از نوع همبستگی خواهد بود. از آنجا که انجام پژوهش با داده‌های واقعی شرکت‌ها سر و کار دارد، برای فراهم آوردن اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که با توجه متغیرهای پژوهش مربوط به صورت‌های مالی شرکت‌ها می‌شود از منابع مختلفی مانند لوح‌های فشرده‌ی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار ره آورد نوین و سایت اطلاع رسانی سازمان بورس اوراق بهادار به نشانی [www.rdis.ir](http://www.rdis.ir) استفاده شده است. جامعه‌ی آماری این پژوهش در برگیرنده‌ی کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره‌ی زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۵ تا سال ۱۳۸۹ در نظر گرفته شده

است. هم‌چنین در این پژوهش نمونه‌ای به حجم ۸۱ شرکت براساس معیارهای زیر از جامعه‌ی آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده است:

الف) با توجه به دوره‌ی زمانی دسترسی به اطلاعات (۱۳۸۹-۱۳۸۵)، شرکت قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشد و نام آن تا پایان سال ۱۳۸۹ از فهرست شرکت‌های یاد شده حذف نشده باشد؛

ب) به‌منظور افزایش توان هم‌سنجی و همسان‌سازی شرایط شرکت‌های انتخابی، سال مالی شرکت‌ها باید به پایان اسفند ماه هر سال منتهی شود؛

پ) به‌دلیل شفاف نبودن مرزبندی بین فعالیت‌های عملیاتی و تامین مالی شرکت‌های مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و ...)، این شرکت‌ها از نمونه حذف شده‌اند؛

ت) شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها برای محاسبه‌ی متغیرهای اولیه‌ی صورت‌های مالی ناقص بوده‌اند از نمونه حذف شده‌اند؛

ث) شرکت‌ها نباید توقف فعالیت و زیان عملیاتی داشته و دوره‌ی فعالیت خود را تغییر داده باشند. در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌های پژوهش و داده‌های مربوط برای رسیدن به اهداف مورد نظر از تکنیک رگرسیون چند متغیره در سطح اطمینان ۹۵٪ استفاده شده است و محاسبات آن با استفاده از نرم‌افزار SPSS 18 انجام گرفته است.

## ۵- متغیرها و مدل‌های پژوهش

### متغیرهای وابسته

الف) ارزش افزوده‌ی سهامدار: مجموع تغییرات ارزش بازار سرمایه شرکت و سود نقدی پرداخت شده در طی دوره تصدی مدیر به سهامداران. برای اینکه ارقام برای مدیران با دوره‌های متفاوت تصدی قابل مقایسه گردد از رابطه‌ی زیر محاسبه می‌شود (جونگ، ۲۰۱۱):

سود نقدی پرداخت شده + (ارزش بازار سهام در ابتدای دوره - ارزش بازار سهام در انتهای دوره)

ب) کارایی پرداخت به مدیران<sup>۲۱</sup> با نسبت مجموع ارزش افزوده سهامدار به مجموع پرداخت به مدیران در طی دوره تصدی بدست می‌آید که با ارزش اسمی اندازه‌گیری شده است و از رابطه‌ی زیر محاسبه می‌شود (جونگ، ۲۰۱۱):

دوره‌ی تصدی مدیرعامل / {سود نقدی پرداخت شده + (ارزش بازار سهام در ابتدای دوره - ارزش بازار سهام در انتهای دوره)}



## متغیر مستقل

حساسیت پرداخت بابت عملکرد، حساسیت تغییر در سهام مدیران به یک درصد تغییر در ارزش شرکت که در این پژوهش منطبق با پژوهش جایارایان و میلیبورن (۲۰۱۲) و جونگ (۲۰۱۱) از معیار کیوتوبین استفاده شده است و از رابطه‌ی نسبت ارزش بازار به دفتری شرکت در انتهای دوره محاسبه می‌شود.

## متغیرهای کنترل

الف) اندازه‌ی شرکت : مطالعات پیشین همبستگی مثبت را بین پاداش مدیران و اندازه‌ی شرکت تایید کرده‌اند (به‌یکر و هال<sup>۲۲</sup>، ۲۰۰۴). شرکت‌های بزرگ‌تر نیازمند مدیرانی مستعد و با تجربه هستند و به‌تبع آن بایستی میزان پاداش این مدیران بیشتر باشد. مطابق پژوهش‌های صورت‌پذیرفته از جمله پژوهش جونگ (۲۰۱۱) و جایارامان و میلیبورن<sup>۲۳</sup> (۲۰۱۲) اندازه‌ی شرکت از طریق لگاریتم میزان فروش کل شرکت اندازه‌گیری می‌شود.

ب) فرصت‌های رشد : یافته‌های پژوهش اسمیت و واتس<sup>۲۴</sup> (۱۹۹۲) و گاور<sup>۲۵</sup> (۱۹۹۳) و جونگ (۲۰۱۱) بیان‌گر این است که میزان پاداش مدیران مرتبط با عملکرد آن‌ها می‌باشد و طوری که حتی ارتباط مستقیم بین عملکرد و پاداش وجود دارد و مدیر زمانی عملکرد خوبی دارد که میزان سرمایه‌گذاری و فرصت‌های رشد شرکت بیشتر باشد. فرصت‌های رشد از طریق نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام محاسبه می‌شود. ما نیز از نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام برای اندازه‌گیری فرصت‌های پژوهش مطابق پژوهش‌های صورت‌پذیرفته استفاده می‌کنیم.

پ) ریسک شرکت : با افزایش ریسک، بازده بیشتر به‌دست می‌آید یا به عبارتی ریسک و بازده با هم ارتباط مستقیمی دارند. در حالت کلی ریسک بیشتر مستلزم فرصت‌های بیشتر برای اختیارات مدیریت است و به‌تبع آن سطوح مورد نیاز انگیزه‌های مدیریتی را افزایش می‌دهد. مطابق پژوهش‌های صورت‌پذیرفته از جمله کوره و گوای<sup>۲۶</sup> (۱۹۹۹) و جونگ (۲۰۱۱)، ما ریسک شرکت را از طریق انحراف معیار قیمت‌های روزانه‌ی سهام محاسبه و اندازه‌گیری می‌کنیم.

ث) دوره‌ی تصدی مدیرعامل : دو دلیل عمده و بنیادی را می‌توان در توضیح علت وجود همبستگی بین دوره‌ی تصدی مدیرعامل با پاداش وی و ارزش افزوده‌ی سهامداران بیان کرد. نخست این‌که هر دوی پاداش مدیران و ارزش افزوده‌ی سهامداران در مجموع چیزی بیش از دوره‌ی تصدی مدیرعامل است. دوم این‌که طولانی‌مدت بودن دوره‌ی تصدی مدیرعامل و حضور فعال وی در اکثر پروژه‌ها باعث

افزایش ارزش شرکت و به تبع آن افزایش ثروت سهامداران می‌شود البته در صورتی که نظارت کامل و دقیق بر فعالیت‌های وی صورت گیرد (بچوک و همکاران<sup>۲۷</sup>، ۲۰۰۹؛ جونگ، ۲۰۱۱).

ج) حاکمیت شرکتی : حاکمیت شرکتی با پاداش مدیران شرکت (کوره و همکاران<sup>۲۸</sup>، ۱۹۹۹) و بازده سهام (گومپرس و همکاران<sup>۲۹</sup>، ۲۰۰۳) همبستگی دارد. برای حاکمیت شرکتی از ۴ معیار استفاده شده که به شرح زیر می‌باشد

Control : متغیر مصنوعی که اگر شخص یا شرکتی مالکیت بیش از ۵۰ درصد سهام دارای حق رای شرکت را داشته باشد ۱ در غیر این صورت صفر قرار می‌دهیم؛

Res Brd Size : تعدا اعضای هیات‌مدیره می‌باشد؛

Dual : اگر مدیر عامل، رئیس و نایب رئیس هیات‌مدیره نیز باشد به این وضعیت دوگانگی وظیفه‌ی مدیر عامل گفته می‌شود و در این حالت مدیر عامل اختیارات بیشتری دارد. عدم تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس هیات‌مدیره می‌تواند منجر به کاهش اثربخشی نقش نظارتی هیات‌مدیره شده و زمینه‌سازی تضییع حقوق ذی‌نفعان را در پی داشته باشد. بر اساس پژوهش‌های صورت‌پذیرفته، تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس هیات‌مدیره موجب استقلال بیشتر هیات‌مدیره و در نتیجه کاهش مشکلات نمایندگی و افزایش کیفیت گزارش‌گری مالی می‌شود (بچوک و همکاران، ۲۰۰۹). مطابق پژوهش‌های صورت‌پذیرفته از جمله پژوهش جونگ (۲۰۱۱)، در این پژوهش اگر در شرکتی مدیر عامل، رئیس یا نایب رئیس هیات‌مدیره باشد، از عدد یک و اگر مدیر عامل، رئیس یا نایب رئیس هیات‌مدیره نباشد، از عدد صفر استفاده می‌کنیم؛

Inst Block : متغیر مصنوعی که اگر سهامدار نهادی بیش از ۵ درصد سهام عادی شرکت را دارا باشد ۱ و در غیر این صورت صفر لحاظ شده است.

### مدل‌های پژوهش

با توجه به متغیرهای پژوهش، مدل‌های این پژوهش برای آزمون فرضیه‌های اول تا دوم به صورت روابط ۱ تا ۲ می‌باشد :

$$\text{Shareholder value added} = \beta_0 + \beta_1 \text{ CEO Pay-for-performance sensitivity} + \beta_2 \text{ Size} + \beta_3 \text{ Growth opportunity} + \beta_4 \text{ Risk} + \beta_5 \text{ Tenure} + \beta_6 \text{ Corporate governance} + \varepsilon_{i,t}$$

(۱)

$$\text{CEO pay efficiency} = \beta_0 + \beta_1 \text{ CEO Pay-for-performance sensitivity} + \beta_2 \text{ Size} + \beta_3 \text{ Growth opportunity} + \beta_4 \text{ Risk} + \beta_5 \text{ Tenure} + \beta_6 \text{ Corporate governance} + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل‌های بالا :

Shareholder value added : ارزش افزوده‌ی سهامدار؛

CEO pay efficiency : کارایی پرداخت به مدیران؛  
 CEO Pay-for-performance sensitivity : حساسیت پرداخت بابت عملکرد؛  
 Size : اندازه‌ی شرکت؛  
 Growth opportunity : فرصت رشد؛  
 Risk : مخاطره؛  
 Tenure : دوره‌ی تصدی مدیرعامل؛  
 Corporate governance : حاکمیت شرکتی است.

#### ۶- نتایج پژوهش

در نگاره‌ی ۲ میانگین، انحراف معیار، واریانس، چولگی و کشیدگی از جمله شاخص‌های مرکزی و پراکندگی به صورت کلی محاسبه شده است.

نگاره‌ی ۲. آمار توصیفی داده‌های پژوهش

نوع متغیر	نام متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	واریانس	چولگی	کشیدگی
متغیرهای وابسته	ارزش افزوده‌ی سهامدار	۴۰۵	۲۷۰۹/۹۵۵	۴۸۵۶/۳۶۷	۲/۳۵۸E۷	۲/۶۶۱	۱۲/۴۸۴
	کارایی پرداخت به مدیران	۴۰۵	۱۵۶۴/۴۱۲	۳۱۷۲/۹۸۵	۱/۰۰۷E۷	۲/۱۹۶	۸/۵۲۳
متغیر مستقل	حساسیت پرداخت بابت عملکرد	۴۰۵	۰/۴۵۷۰	۰/۴۱۵۴	۰/۱۷۳	۲/۴۹۴	۱۰/۰۹۵
متغیرهای کنترلی	اندازه‌ی شرکت	۴۰۵	۵/۵۷۹	۰/۵۷۳	۰/۳۲۸	۰/۴۶۰	۰/۶۲۸
	فرصت رشد	۴۰۵	۴/۱۹۴	۴/۱۰۷	۱۶/۸۶۸	۳/۹۶۶	۲۳/۶۰۵
	مخاطره	۴۰۵	۸۶۴/۶۸۱	۱۳۴۴/۵۷۸	۱۸۰۷۸۸۹/۳۳۳	۶/۲۵۲	۶۱/۹۳۰
	دوره‌ی تصدی مدیرعامل	۴۰۵	۲/۱۰۴	۱/۲۲۰	۱/۴۸۹	۰/۹۱۸	-۰/۱۹۴
	اندازه‌ی هیات‌مدیره	۴۰۵	۵/۱۳۸	۰/۴۱۷	۰/۱۷۴	۲/۷۳۷	۱۰/۰۷۵

انحراف معیار محاسبه شده در اکثر متغیرها نشان از پراکندگی مناسب و منطقی داده‌ها دارد. بررسی میزان چولگی و کشیدگی هر یک از متغیرها و مقایسه‌ی آن با توزیع نرمال نشان می‌دهد که کلیه‌ی متغیرهای پژوهش به صورت نرمال توزیع شده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که به طور متوسط شرکت‌های نمونه ۲۷۰۹/۹۵۵ میلیون ریال ارزش افزوده برای سهامداران ایجاد نموده‌اند. معیار کارایی پاداش به مدیران هم به طور متوسط برابر ۱۵۶۴/۴۱۲ میلیون ریال است. در ادامه نتایج حاصل از مدل‌های رگرسیونی پژوهش ارائه می‌شود.

## آزمون فرضیه‌ی اول

برای آزمون این فرضیه از مدل اول استفاده شده است. نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی اول در نگاره‌ی ۳ ارایه گردیده است.

## نگاره‌ی ۳. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی اول

متغیر	ضریب متغیر	آماره‌ی t	سطح معنی‌داری
مقدار ثابت		۱/۹۸۷	۰/۰۴۸
کیو توبین	۰/۱۲۵	۱/۵۵۱	۰/۰۲۲
اندازه‌ی شرکت	۰/۰۳۰	۰/۴۳۱	۰/۶۶۷
فرصت‌های رشد	-۰/۰۳۹	-۰/۴۹۹	۰/۶۱۹
ریسک شرکت	۰/۱۱۵	۱/۷۰۳	۰/۰۹۰
دوره‌ی تصدی مدیرعامل	۰/۰۰۲	۰/۰۲۲	۰/۹۸۲
دوگانگی مدیرعامل	-۰/۰۵۶	-۰/۸۴۰	۰/۴۰۲
مالکیت نهادی	۰/۰۹۶	۱/۴۰۷	۰/۱۶۱
اندازه‌ی هیات‌مدیره	-۰/۰۹۵	-۱/۳۶۰	۰/۱۷۵
مالکیت عمده	۰/۰۲۳	۰/۳۲۸	۰/۷۴۳

آماره‌ی دوربین - واتسون : ۱/۸۹۴  
 آماره‌ی F : ۱/۵۶۸  
 ضریب همبستگی : ۰/۲۴۹

سطح معنی‌داری کلی : ۰/۱۲۶  
 ضریب تبیین تعدیل شده : ۰/۰۲۳

سطح معنی‌داری برای تک تک متغیرها و همچنین برای کل مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. با توجه به ضریب تبیین تعدیل شده‌ی مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد که حدود ۲/۳ درصد از تغییرات ارزش افزوده‌ی سهامدار توسط متغیرهای مستقل و کنترل توضیح داده می‌شود. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره‌ی دوربین-واتسون می‌توان جهت تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. با توجه به آماره‌ی دوربین - واتسون محاسبه شده (۱/۸۹۴) که بین ۲/۵-۱/۵ می‌باشد بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقی مانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. همان‌طور که در نگاره‌ی ۳ مشاهده می‌شود سطح معنی‌داری آماره‌ی t برای متغیر کیوتوبین از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است، فلذا وجود رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری بین کیوتوبین و ارزش‌افزوده‌ی سهامدار در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد تایید است و فرضیه‌ی اول پژوهش پذیرفته می‌شود. از

بین متغیرهای کنترل، هیچیک با ارزش افزوده‌ی سهامدار ارتباط معنی‌داری ندارند به عبارتی اگر انگیزه پرداخت پاداش بابت عملکرد بر اساس ارزش افزوده ایجاد شده برای سهامداران، مد نظر قرار گیرد، با ارزش افزوده سهامدار ارتباط ندارد و مالکان بر این اساس برای مدیرانپاداش تأیید نمی‌کنند.

#### آزمون فرضیه‌ی دوم

برای آزمون این فرضیه از مدل دوم به شرح بالا استفاده شده است. نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی دوم در نگاره‌ی ۴ ارایه گردیده است.

فرضیه‌ی (۲) بین افزایش انگیزه‌ی پرداخت بابت عملکرد با افزایش کارایی پرداخت به مدیران ارشد ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

نگاره‌ی ۴. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی دوم

متغیر	ضریب متغیر	آماره‌ی t	سطح معنی‌داری
مقدار ثابت		۶/۲۱۴	۰/۰۰۰
کیو توبین	۰/۰۲۴	۰/۳۷۶	۰/۷۰۷
اندازه‌ی شرکت	۰/۰۵۸	۱/۱۲۲	۰/۲۶۳
فرصت‌های رشد	-۰/۰۷۲	-۱/۱۶۲	۰/۲۴۶
ریسک شرکت	۰/۲۱۸	۴/۲۲۸	۰/۰۰۰
دوره‌ی تصدی مدیرعامل	-۰/۳۳۴	-۶/۵۲۴	۰/۰۰۰
دوگانگی مدیرعامل	-۰/۰۴۲	-۰/۸۳۴	۰/۴۰۵
مالکیت نهادی	۰/۰۲۳	۰/۴۳۸	۰/۶۶۲
اندازه‌ی هیات‌مدیره	-۰/۰۳۴	-۰/۶۳۹	۰/۵۲۳
مالکیت عمده	۰/۱۱۹	۲/۲۰۲	۰/۰۲۸
آماره‌ی دوربین-واتسون : ۱/۶۳۴		سطح معنی‌داری : ۰/۰۰۰	
آماره‌ی F : ۹/۳۱۸		ضریب تبیین تعدیل شده : ۰/۱۹۱	
ضریب همبستگی : ۰/۴۶۳			

سطح معنی‌داری برای تک تک متغیرها و هم‌چنین برای کل مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. با توجه به ضریب تبیین تعدیل شده‌ی مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد که حدود ۱۹/۱ درصد از تغییرات کارایی پرداخت به مدیران ارشد توسط متغیرهای مستقل و کنترل توضیح داده می‌شود. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره‌ی دوربین-

واتسون می‌توان جهت تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. با توجه به آماره‌ی دوربین - واتسون محاسبه شده (۱/۶۳۴) که بین ۲/۵-۱/۵ می‌باشد بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقی مانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. همان‌طور که در نگاره‌ی ۴ مشاهده می‌شود سطح معنی‌داری آماره‌ی  $t$  برای متغیر کیوتوبین از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد بیشتر است، فلذا وجود رابطه‌ی معنی‌داری بین کیوتوبین و کارایی پرداخت به مدیران ارشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد تایید نیست و فرضیه‌ی دوم پژوهش رد می‌شود. از بین متغیرهای کنترل، ریسک شرکت، مالکیت عمده و دوره‌ی تصدی مدیرعامل به ترتیب ارتباط مثبت و منفی معنی‌داری با تغییرات کارایی پرداخت به مدیران ارشد دارند و سایر متغیرهای کنترل ارتباط معنی‌داری با تغییرات کارایی پرداخت به مدیران ارشد ندارند و مدیران ارشد، انگیزه ارتقاء عملکرد خود را در چارچوب افزایش کارایی تعریف نمی‌کنند.

#### ۷- نتیجه‌گیری و بحث

نظریه‌های مالی، مدیران را در اتخاذ تصمیم‌های موثر و کارا در راستای حداکثرسازی ارزش ثروت سهامداران یاری می‌رساند و به سرمایه‌گذاران در انتخاب سهامی که بازده مناسبی نصیبشان می‌سازد یا بتواند مدیریت را کنترل نمایند یاری می‌رساند. حال با در نظر گرفتن این‌که ثروت سهامداران در دنیای مالی بسیار مهم می‌باشد، در چند سال اخیر افزایش قابل توجهی در مورد شرکت‌هایی رخ داده است که مهم‌ترین هدف خود را ایجاد یا حداکثرسازی ثروت سهامداران اعلام نموده‌اند. مدیریت موفقیت‌آمیز با رویکرد ارزش‌آفرینی برای سهامداران مستلزم آگاهی از متغیرهای حیاتی درباره‌ی ثروت سهامداران می‌باشد و این‌که چگونه می‌توان آن‌ها را به کار گرفت. در این پژوهش، بررسی ارتباط معنی‌داری بین ارزش افزوده‌ی سهامدار و کارایی پرداخت به مدیران به‌عنوان متغیرهای وابسته و حساسیت پرداخت بابت عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه‌ی زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ صورت پذیرفت. برای ارزش افزوده‌ی سهامدار از معیار مجموع تغییرات ارزش بازار سرمایه شرکت و سود نقدی پرداخت شده در طی دوره تصدی مدیر و برای کارایی پرداخت به مدیران از متغیر ارزش افزوده‌ی سهامدار تقسیم بر دوره‌ی تصدی مدیرعامل و برای حساسیت پرداخت بابت عملکرد از معیار کیوتوبین استفاده شده است. یافته‌های پژوهش بیان‌گر آن است که بین ارزش افزوده‌ی سهامدار و حساسیت پرداخت بابت عملکرد ارتباط مثبت معنی‌داری وجود دارد و تفسیر آن این است که با افزایش (کاهش) حساسیت پرداخت بابت عملکرد، ارزش افزوده‌ی سهامدار افزایش (کاهش) می‌یابد. به عبارت بهتر میزان نوسانات ثروت سهامدار از پرداختی به مدیران بابت عملکرد (پاداش) متاثر می‌شود ولی

ارتباط بین کارایی پرداخت به مدیران با حساسیت پرداخت بابت عملکرد معنی دار نمی باشد. به عبارتی، انگیزه‌ی مدیران در طول دوران تصدی آنها منتهی به افزایش ثروت سهامداران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران شده است. اما عدم تایید فرضیه‌ی دوم این پژوهش نشان می‌دهد پرداخت به مدیران کارایی لازم را نداشته است. ارزش خلق شده بین مدیران ارشد و سهامداران در یک شرکت تقسیم می‌شود. این معیار کیفیت رابطه بین پرداخت به مدیران و عملکرد شرکت را می‌سنجد. به عبارت دیگر گرچه افزایش انگیزه‌ی پاداش مدیران در دوران تصدی آنها منجر به خلق ثروت برای سهامداران شده؛ اما این خلق ثروت به اندازه کافی کارا نبوده است و ارتباط مزایای مدیران و ارزش افزوده‌ی سهامدار در طول دوره‌ی تصدی مدیر عامل شرکت منتهی به ایجاد تناظر یک به یک بین پاداش و عملکرد مدیران نشده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی اول با نتایج پژوهش‌های جونگ (۲۰۱۱)، مورفی (۲۰۱۰)، رایسه‌من و همکاران (۲۰۰۸)، هارفورد و لی (۲۰۰۵)، رهنمای رودپشتی و محمودی (۱۳۸۸)، نمازی و سیرانی (۱۳۸۳) مطابق و نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی اول با نتایج پژوهش‌های فوق مغایر می‌باشد. پیشنهاد پژوهش این است که در بازار اوراق بهادار به معیارهای ارزیابی عملکرد بر مبنای ارقام حسابداری توجه نمی‌شود و چون با انتخاب روش حسابداری می‌توان این معیارها را تحت تاثیر قرار داد، ممکن است منجر به افزایش انگیزه‌ی حساب‌آرایی و دستکاری سود در مدیران این شرکت‌ها گردد. به نظر می‌رسد با توجه به معیارهای پرداخت حق‌الزحمه و همچنین از طریق تمرکز بر نحوه‌ی اعطای پاداش بتوان به بهبود عملکرد شرکت‌های بورسی امیدوار بود. همچنین در مورد شرکت‌های سهامی همواره این فرض وجود دارد که در این شرکت‌ها مدیریت از مالکیت جداست که این امر می‌تواند منتهی به تضاد منافع بین مدیران و سایر گروه‌های درگیر با شرکت شود. بنابراین در راستای کاهش این مشکلات پیشنهاد می‌شود که انگیزه‌های غیرمادی را می‌توان برای مدیران در نظر گرفت. در این مورد می‌توان از اهدافی مانند افتخار مشارکت در عملکرد، اهداف ملی و مذهبی را نام برد. ولی با توجه به این که ممکن است انگیزه‌های غیرمادی توان لازم را در مدیران برای عملکرد بهتر ایجاد نکنند بهتر است در کنار این موارد غیرمادی انگیزه‌های مادی نیز به مدیران در نظر گرفته شود. همچنین پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آتی از سایر معیارهای خلق ارزش مانند ارزش افزوده‌ی اقتصادی، ارزش افزوده‌ی بازار ارزش افزوده‌ی نقدی و سایر متغیرهای موثر استفاده شود. به علاوه می‌توان در پژوهش‌های آتی ارتباط پاداش مدیران در طول دوره‌ی تصدی آنها را با سایر متغیرهای بازار نظیر سطح نقدشوندگی سهام شرکت مورد بررسی قرار داد.

### سپاس‌گزاری:

از استاد ارجمند و گرامی جناب آقای دکتر فریدون رهنمای رودپشتی (استاد حسابداری و مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی علوم و تحقیقات تهران) به خاطر بازبینی و رایحه‌ی پیشنهادات ارزشمند و سازنده تشکر و قدردانی می‌گردد.

### فهرست منابع

- ۱) جهانخانی، علی و احمد ظریف‌فرد (۱۳۷۵). شیوه‌های مالی هدایت دیدگاه‌ها و عملکرد مدیران در جهت افزایش ثروت سهامداران، دوفصلنامه‌ی تحقیقات مالی، سال سوم، شماره‌ی ۱۲ و ۱۱، صص ۳۶-۵.
- ۲) رهنمای رودپشتی، فریدون و محمودی، محمد، (۱۳۸۸). بررسی و ارزیابی ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار در مدیریت ارزش افزوده سهامداران، مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، تابستان
- ۳) سجادی، سید حسین و محمدصادق زارع زاده‌ی مهریزی (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین طرح‌های پاداش مدیران و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله‌ی پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره‌ی چهارم، صص ۴۱-۵۴.
- ۴) سینایی، حسنعلی و عبدالله داودی (۱۳۸۸). بررسی رابطه‌ی شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، دوفصلنامه‌ی تحقیقات مالی، دوره‌ی ۱۱، شماره‌ی ۲۷، صص ۴۳-۶۰.
- ۵) نمازی، محمد و محمد سیرانی (۱۳۸۳). بررسی تجربی سازه‌های مهم در تعیین قراردادهای شاخص‌ها و پارامترهای پاداش مدیران عامل شرکت‌ها در ایران، فصلنامه‌ی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۱، شماره‌ی ۳۶، صص ۶۵-۹۴.
- 6) Agarwal P. Institutional Ownership and Stock Liquidity (2008); Working paper. <http://ssrn.com>
- 7) Alfred. H and B. Y. Burcin. (2006). "Ownership Structure and Executive Compensation in Germany", available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- 8) Anderson, M., and V. Muslu. (2010). What Do CEOs Realize from Option Pay? Working paper, The University of Texas at Dallas.
- 9) Baker, G., and B. Hall. (2004). CEO incentives and firm size. Journal of Labor Economics 22 (4): 767-798.
- 10) Bebchuk, L. A., A. Cohen, and A. Ferrell. (2009). What matters in corporate governance? Review of Financial Studies 22 (2): 783-827.
- 11) Brockman, P., X. Martin, and E. Unlu. (2010). Executive compensation and the maturity structure of corporate debt. Journal of Finance 65 (3): 1123-1161.



- 12) Brookman, J., and P. D. Thistle. (2009). CEO tenure, the risk of termination and firm value. *Journal of Corporate Finance* 15 (3): 315–330.
- 13) Chiang H. (2005). An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance. *Journal of American Academy of Business* 6(1): 95-101.
- 14) Cooper, M. J., H. Gulen, and P. R. Rau. (2011). The Cross Section of Stock Returns and Incentive Pay. Working paper, Purdue University.
- 15) Core, J. E., and W. Guay. (1999). The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels. *Journal of Accounting and Economics* 28 (2): 151–184.
- 16) Edmans, A., X. Gabaix, and A. Landier. (2009). A multiplicative model of optimal CEO incentives in market equilibrium. *Review of Financial Studies* 22 (12): 4881–4917.
- 17) Gaver, J. J., and M. C. Gaver. (1993). Additional evidence on the association between investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics* 16 (1/3): 127–260.
- 18) Gompers, P. A., J. L. Ishii, and A. Metrick. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118 (1): 107–155.
- 19) Gong, J. J. (2011). Examining Shareholder Value Creation over CEO Tenure: A New Approach to Testing Effectiveness of Executive Compensation. *JOURNAL OF MANAGEMENT ACCOUNTING RESEARCH* 23(1): 1–28.
- 20) Habib, M., and A. Ljungqvist. (2005). Firm value and managerial incentives: A stochastic frontier approach. *Journal of Business* 78 (6): 2053–2094.
- 21) Hanlon, M., S. Rajgopal, and T. Shevlin. (2003). Are executive stock options associated with future earnings? *Journal of Accounting and Economics* 36 (1/3): 3–43.
- 22) Harford, J and K, Li. (2005). Decoupling CEO Wealth and Firm Performance : Evidence from Acquisitions and Capital Expenditures, working Paper University of Washington Business School.
- 23) Ittner, C. D. and M. Pizzini. (2003). “Performance Based Compensation In Professional Service Firms”, Working Paper, The University of Pennsylvania.
- 24) Jayaraman, S., and T. T. Milbourn. (2012). The Role of Stock Liquidity in Executive Compensation. *The Accounting Review*. Vol. 87, No.2, PP. 537-563.
- 25) Jensen, M. C., and K. J. Murphy. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy* 98 (2): 225–264.
- 26) Larcker, D. F. (2003). Discussion of: Are executive stock options associated with future earnings. *Journal of Accounting and Economics* 36 (1/3): 91–103.
- 27) Leone, A., J. Wu, and J. Zimmerman. (2006). Asymmetric sensitivity of CEO cash compensation to stock returns. *Journal of Accounting and Economics* 42 (1/2): 167–192.
- 28) Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 38 (2): 163–184.
- 29) Murphy, K. J. (2010). Executive Pay Restrictions for TARP Recipients: An Assessment. Working paper University of Southern California.
- 30) Riceman , Stephen S., Cahan Steven F., Lal , Mohan , (2008), " Do Managers Perform Better Under EVA Bonus Schemes ?" *Social Science Research Network Electronic*

- Paper Collection , University of Auckland Business School , and Faculty of business Economics.
- 31) Sheikholeslami, M. (2001). “EVA, MVA, and CEO Compensation”, American Business Review 19(1): 13-17.
- 32) Smith, C. W., and R. L. Watts. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. Journal of Financial Economics 32 (3): 263–292.

## یادداشت‌ها

1. Anderson and Muslu
2. Brookman and Thistle
3. Jensen and Murphy
4. Aggarwal and Samwick
5. Larcker
6. Hanlon et al
7. Cooper et al
8. Leone et al
9. Brockman et al
10. Ittner and Pizzini
11. Signal to noise ratio
12. Harford and Li
13. Alfred and Burcin
14. Riceman et al
15. Riceman et al
16. Murphy
17. Gong
18. Mehran
19. Habib and Ljungqvist
20. Edmanz et al
21. CEO Pay Efficiency
22. Baker and Hall
23. Jayaraman and Milbourn
24. Smith and watts
25. Gaver
26. Core and Guay
27. Bebchuk et al
28. Core et al
29. Gompers et al