

ارزیابی تأثیر حقوق و مزایای مدیران ارشد بر عملکرد شرکت از نظر سهامداران*

نویسندگان: دکتر رضا شباهنگ و دکتر زهرا حسن قربان

چکیده

هدف از این تحقیق اشاره‌ای به تأثیر حقوق و مزایای مدیران ارشد بر عملکرد شرکت از دیدگاه سهامداران است. این بررسی از طریق آزمون آماری اثرهای سه‌عامل از حقوق و مزایای مدیران ارشد بر عملکرد بعدی شرکت انجام می‌شود. این سه‌عامل عبارتند از: میزان (کل حقوق و مزایای سالانه)، شکل یا ساختار (از لحاظ درصد کل حقوق و مزایا در مقایسه با وجه نقد، پاداش‌های نقدی و سهم) و حساسیت (میزان مخاطره در کوتاه‌مدت و بلندمدت از طریق قرارداد حقوق و مزایا). در این بررسی، الگوی نماینده - سهامدار برای توسعه فرضیه‌های قابل آزمون استفاده می‌شود. جامعه آماری شامل ۲۴ شرکت از سال ۱۳۷۰ تا ۱۳۷۵ می‌باشد.

در این تحقیق، حقوق و مزایای مدیران ارشد به منزله سرمایه‌گذاری ثروت سهامداران در تصمیم‌گیری‌های مدیران که بر عملکرد جاری و آینده شرکت تأثیر گذارند، در نظر گرفته می‌شود. این تحقیق با بررسی عملکرد شرکت، آگاهی ما را درباره اثرهای احتمالی میزان، ساختار و حساسیت حقوق و مزایای مدیران ارشد بر موفقیت سهامداران پس از سال حقوق و مزایا افزایش می‌دهد. پرسش اصلی تحقیق این است که، آیا حقوق و مزایای مدیران ارشد، سرمایه‌گذاری مناسبی در راستای ثروت سهامداران است؟ این پرسش و فرضیه‌های مشتق از الگوی نماینده سهامدار با بررسی روابط زیر

*- مقاله خلاصه پایان‌نامه دکتری خانم زهرا حسن قربان است، در رشته مدیریت بازرگانی گرایش مدیریت مالی و حسابداری، واحد علوم و تحقیقات، استاد راهنما، جناب آقای دکتر رضا شباهنگ، استادان مشاور، جناب آقای دکتر محمدجواد اصغرپور، جناب آقای دکتر مهدی تقوی، سال تحصیلی ۱۳۷۷-۱۳۷۶.

نشان داده شده‌اند:

- الف - تأثیر مستقیم حقوق و مزایای مدیران ارشد بر ثروت سهامدار تا چه حد حایز اهمیت است؟
- ب - آیا رابطه قابل سنجش بین میزان حقوق و مزایای مدیران ارشد، و کیفیت تصمیم‌گیری‌های آنان که در عملکرد بعدی شرکت انعکاس می‌یابد وجود دارد؟
- ج - آیا ترکیب یا ساختار حقوق و مزایای مدیران ارشد مستقل از میزان آن، تا آن حد بر تصمیم‌گیری‌های مدیران ارشد اثر می‌گذارد که عملکرد بعدی شرکت را نیز تا حد قابل اندازه‌گیری تحت تأثیر قرار دهد؟
- د - آیا سطح بهینه میزان مخاطره وجود دارد؟ آیا عملکرد بعدی شرکت با حساسیت حقوق و مزایای مدیران ارشد همبستگی دارد؟
- برای پاسخ به این پرسش‌ها یک مجموعه از فرضیه‌های قابل آزمون بر اساس استدلال‌ات منطقی و بر مبنای مباحث نظری توسعه یافته است.

فرضیه اول

H₁ - تخصیص حقوق و مزایای بیشتر به مدیران ارشد، موجب بهبود عملکرد بعدی شرکت خواهد شد. نتایج تجربی در مورد آزمون فرضیه H₁ نشان می‌دهد که تأثیر مستقیم میزان حقوق و مزایای مدیران ارشد بر ثروت سهامداران حایز اهمیت است و رابطه قابل سنجش بین میزان حقوق و مزایای مدیران ارشد و کیفیت تصمیم‌گیری‌های آنان در عملکرد جاری و بعدی شرکت وجود دارد.

فرضیه دوم

H_{2a} - قراردادهای حقوق و مزایای مدیران ارشد که شامل عوامل متغیر مثبتی بر عملکرد کوتاه‌مدت شرکت است، موجب بهبود عملکرد بعدی شرکت خواهد شد.

H_{2b} - قراردادهای حقوق و مزایای مدیران ارشد که شامل عوامل متغیر مثبتی بر عملکرد بلندمدت شرکت است، موجب بهبود عملکرد در بلندمدت خواهد شد.

نتایج تجربی در مورد آزمون فرضیه H_{2a} نشان می‌دهد که ساختار حقوق و مزایا متشکل از پاداش‌های قابل ملاحظه سالانه و کارانه مستقل از میزان آن بر تصمیم‌گیری‌های مدیران ارشد اثر می‌گذارد، به نحوی که عملکرد بعدی شرکت را نیز تا حد قابل اندازه‌گیری تحت تأثیر قرار می‌دهد. اما، نتایج تجربی آزمون فرضیه H_{2b} نشان نمی‌دهد که مالکیت سهام مدیران ارشد، تأثیری بر تصمیم‌گیری‌های مدیران ارشد داشته باشد و بنابراین عملکرد جاری و آتی شرکت را تحت تأثیر قرار دهد.

فرضیه سوم

H_{3a} - اگر انگیزه‌های مبتنی بر عملکرد کوتاه‌مدت در قراردادهای حقوق و مزایا حساسیت نسبت به عملکرد شرکت داشته باشند، در سطح پایین حساسیت با افزایش حساسیت (میزان مخاطره) عملکرد بعدی شرکت بهبود می‌یابد؛ اما در سطح بالای حساسیت با افزایش حساسیت (میزان مخاطره) عملکرد بعدی شرکت بدتر می‌شود.

H_{3b} - اگر انگیزه‌های مبتنی بر عملکرد بلندمدت در قراردادهای حقوق و مزایا، حساسیت نسبت به عملکرد شرکت داشته باشند، در سطح پایین حساسیت با افزایش حساسیت (میزان مخاطره) عملکرد بعدی شرکت بهبود می‌یابد اما، در سطح بالای حساسیت با افزایش حساسیت (میزان مخاطره) عملکرد بعدی شرکت بدتر می‌شود.

نتایج تجربی آزمون فرضیه‌های H_{3a} و H_{3b} نشان می‌دهند که انگیزه‌های مبتنی بر عملکرد کوتاه‌مدت و همچنین انگیزه‌های مبتنی بر عملکرد بلندمدت در قراردادهای حقوق و مزایا در هیچ یک از سطوح حساسیت، تأثیری بر عملکرد بعدی شرکت ندارند یا عملکرد بعدی شرکت با حساسیت حقوق و مزایای مدیران ارشد همبستگی ندارد.

مقدمه

تأمین سرمایه‌های کلان و توزیع مخاطرات تجاری بود.

رشد و توسعه شرکت‌های سهامی در گذر زمان به پیدایش و فزونی قشری از صاحبان سرمایه انجامید که در اداره شرکت‌ها، مشارکت مستقیم ندارند و از طریق هیأت مدیره‌ای که انتخاب می‌کنند، امور شرکت را هدایت و بر آن نظارت می‌نمایند. این تحول جدید، گروه تازه‌ای از مدیران حرفه‌ای را پدید آورد که در سرمایه مؤسساتی که اداره می‌کنند، سهمی ناچیز دارند و یا اصولاً سهمی ندارند و بدین ترتیب، مدیریت مؤسسات از مالکیت سرمایه آنها تفکیک و متمایز شد. تشکیل شرکت‌های سهامی و مشارکت تعداد به نسبت زیاد سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه، تحولاتی را در

وقوع انقلاب صنعتی و تداوم آن در اروپای قرن نوزدهم، ایجاد کارخانه‌های بزرگ و اجرای طرح‌های عظیمی چون احداث شبکه‌های سراسری راه آهن را می‌طلبید که سرمایه‌های پولی کلانی نیاز داشت. تأمین چنین سرمایه‌هایی از امکانات مالی یک یا چند سرمایه‌گذار و حتی دولت‌های آن زمان فراتر بود و از سویی، یک یا چند سرمایه‌گذار نیز آمادگی قبول خطر تجارتي چنین فعالیت‌های بزرگی را نداشتند. از این‌رو، با بهره‌گیری از دو دستاورد بزرگ و مفید انقلاب صنعتی یعنی سازماندهی و همکاری، نخستین شرکت‌های سهامی شکل گرفت که مسؤولیت صاحبان سهام آنها محدود به مبلغ سرمایه‌گذاریشان بود. این قالب نوین، یعنی شرکت سهامی، راه حل مناسبی برای

مناسبات سهامداران و مدیران حرفه‌ای این‌گونه شرکت‌ها ایجاد و عملاً مالکیت را از مدیریت جدا کرده است.

شرکت‌های سهامی امروزی از کوشش‌های دسته‌جمعی گروه‌هایی نظیر مدیران، کارکنان، سهامداران و اعتباردهندگان تشکیل شده‌اند. این گروه‌ها از طریق انعقاد قراردادهای رسمی و غیررسمی گوناگون در یک شرکت سهامی گرد هم می‌آیند.

برای سالیان متممادی در گذشته، اقتصاددانان فرض می‌کردند که تمامی گروه‌های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می‌کنند اما، در ۲۰ سال گذشته موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه‌ها و چگونگی مواجهه شرکت‌ها با این‌گونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است. این موارد به‌طور کلی با عنوان "نظریه نمایندگی" مورد اشاره قرار می‌گیرد.

به‌نقل از آدام اسمیت (ثروت ملل، ۱۷۷۶)، اختلاف منافع بین صاحبان دارایی و مدیران موظف، پدیده‌ای است که از مدت‌ها قبل شناخته شده است. بدین جهت، تحقیقات بسیاری در مورد "نظریه نمایندگی" و قابلیت اجرای آن در باره مسائل مربوط به سهامداران و مدیریت انجام شده است.

تصمیم‌گیرندگان درون سازمان (مدیران ارشد) مالکان انحصاری سازمان نیستند بنابراین، تصمیماتی که آنان (مدیران ارشد) اتخاذ می‌کنند بر مبنای انگیزه‌هایی است که سازمان فراهم می‌کند. این انگیزه‌ها باید به‌وضوح در قراردادهای

استخدام نشان داده شوند.

حقوق و مزایا می‌تواند به‌عنوان ابزار انگیزشی مؤثر، سازماندهی شود. اما، چگونه حقوق و مزایا می‌تواند به‌عنوان انگیزه‌ای برای مدیران ارشد به کار رود و آنکه چگونه می‌تواند تنوع و شکل‌های مختلف حقوق و مزایا در همسو کردن منافع مدیران ارشد و سهامداران مؤثر باشد؟ همواره نیازمند تحقیق بوده است.

حقوق و مزایای مدیران ارشد موضوعی بحث‌انگیز در میان سهامداران، قانون‌گذاران و عامه مردم است. این بحث موجب تحقیقات تحلیلی و تجربی بسیار گردیده است.

تحقیقات تحلیلی این موضوع را از دو دیدگاه هنجاری و توصیفی مورد بحث قرار داده است و پیشنهاد می‌کند که قراردادهای بهینه حقوق و مزایا باید علاوه بر حقوق ثابت، شامل اجزای متغیر نیز باشند. به‌علاوه پیشنهاد می‌کند، قراردادهای حقوق و مزایا باید مشوق نمایندگان (مدیران) باشد تا در جهت منافع بیشتر صاحبان شرکت عمل کنند. همچنین، قراردادها باید باعث سهیم شدن صاحبان شرکت و نمایندگان در مخاطرات شود. تحقیقات در مورد الگوی نمایندگی همچنین نشان داده است که منابع گوناگون اطلاعاتی نظیر بازده سهام و یا مبنای حسابداری محاسبه سود ممکن است به توسعه قراردادهای بهینه کمک کنند.

تحقیق تحلیلی نمایندگی، بینش‌های ارزشمندی درباره اثرهای بالقوه حقوق و مزایای مدیران ارشد بر دارایی سهامداران ارائه می‌دهد. این تحقیق نشان می‌دهد، چگونه به کارگیری

روشنی از نمایندگی ارائه می دهند که در این تحقیق مورد استفاده قرار خواهد گرفت.

"رابطه نمایندگی عبارت است از قراردادی که به موجب آن یک یا چند نفر سهامدار یا سهامداران، فرد یا افرادی را به عنوان نماینده برای انجام برخی خدمات از طرف خود انتخاب می کنند. این خدمات به موجب قرارداد شامل داشتن اختیار اتخاذ برخی تصمیمات است. این فرض که اگر هر دو طرف در این رابطه به دنبال حداکثر کردن منافع خویش می باشند، دلالت بر این موضوع دارد که نماینده همیشه در جهت هرچه بیشتر منافع موکل (سهامدار) عمل نمی کند. موکل (سهامدار) می تواند کاهش و اختلاف منافع خود را از طریق حقوق و مزایای مناسب برای نماینده و قبول پذیرش هزینه های مرتبط با کنترل برای محدود کردن اقدامات و فعالیت های نابخای نماینده محدود سازد."

عبارت بالا بر این نکته تأکید دارد که انگیزش ها و کنترل ها باید در حفظ یا افزایش منافع سهامداران مفید باشند. نویسندگان به روشنی نشان می دهند که رابطه بین مدیران و سهامداران شرکت های سهامی بزرگ تحت مدل نمایندگی تعیین می شود.

از آنجا که رابطه بین سهامداران و مدیران شرکت سهامی منطبق و سازگار با توصیف رابطه صرف نمایندگی است، بعید نیست که مسائل و موضوعات مربوط به "تفکیک مالکیت و کنترل" در

اطلاعات گوناگون در قرارداد حقوق و مزایا باید در یکی کردن منافع مدیران و سهامداران کوشش کند. همچنین، نشان می دهد که، تا چه حد سهم شدن در مخاطرات، بهینه و مطلوب است. توانایی تحقیق تحلیلی در پیش بینی آثار بالقوه حقوق و مزایا بر رفتار نماینده (مدیر) حاصل از تأثیر اجزای متفاوت این گونه قراردادهاست. محدودیت کاربرد تحقیق تحلیلی، عدم توانایی آن در تعیین سطوح هنجاری این عوامل است.

برعکس، تحقیقات تجربی در مورد حقوق و مزایای مدیران ارشد توصیفی بوده است. مطالعات تجربی این پرسش اساسی را مطرح کرده است که، آیا حقوق و مزایای مدیران ارشد در مقایسه با حقوق و مزایای دیگر حرفه ها خیلی زیاد یا خیلی کم پرداخت می گردد. بسیاری از مطالعات تجربی به روابط میان عواملی مانند اندازه شرکت، میزان بدهی، صنعت، عملکرد جاری، عملکرد گذشته و سطوح حقوق و مزایای مدیران ارشد اشاره کرده اند. مطالعات دیگر، شکل های دیگری از حقوق و مزایای مدیران ارشد غیر از حقوق سالانه نظیر پاداش های نقدی، ارقام مشروط و سایر انگیزه های مبتنی بر عملکرد را بررسی کرده اند. تحقیقات تجربی با دریافتن آنکه، بازده حسابداری و قیمت بازار سهام در اندازه گیری های عملکرد شرکت، همبستگی مثبتی با میزان حقوق و مزایای مدیران ارشد دارد، نشان داده اند که قراردادهای حقوق و مزایا دربرگیرنده میزان مخاطره و یا عوامل انگیزشی هستند.

جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶، ۳۰۸) تعریف

شرکت‌های سهامی عام که صاحبان سهام متعدد و پراکنده می‌باشند، مرتبط با موضوع نمایندگی باشد.

هدف تحقیق

هدف از این تحقیق، بررسی تأثیر حقوق و مزایای مدیران ارشد بر عملکرد شرکت از نظر سهامداران است و اینکه آیا می‌تواند راهنمای مناسبی برای طراحی نظام‌های حقوق و دستمزد باشد. این امر از طریق آزمون آثار سه عامل از حقوق و مزایای مدیران ارشد بر عملکرد بعدی شرکت انجام می‌شود. این سه عامل عبارتند از: میزان (مجموع حقوق و مزایای سالانه)، شکل یا ساختار (از لحاظ درصد کل حقوق و مزایا در مقایسه با وجه نقد، پاداش‌های نقدی و اقسام مشروط)، و حساسیت (میزان مخاطره در کوتاه‌مدت و بلندمدت از طریق قرارداد حقوق و مزایا). در این تحقیق با استفاده از "نظریه نمایندگی"، از الگوی نماینده - سهامدار برای توسعه فرضیه‌های قابل آزمون استفاده شده است. در این تحقیق به منظور فایق آمدن بر محدودیت‌ها، دیدگاه واقعی سهامداران مورد توجه قرار گرفته است. حقوق و مزایای مدیران ارشد به منزله سرمایه‌گذاری دارای دارایی سهامداران در تصمیمات مدیرانی که بر عملکرد جاری و آینده شرکت تأثیرگذارند، در نظر گرفته می‌شود. این تحقیق با بررسی عملکرد شرکت، آگاهی ما را درباره آثار احتمالی حقوق و مزایای مدیران ارشد بر موفقیت سهامداران پس از سال پرداخت حقوق و مزایا افزایش می‌دهد. به علاوه، این تحقیق آثار میزان

(اندازه)، شکل (ساختار) و حساسیت حقوق و مزایا را بررسی می‌کند. پرسش اصلی تحقیق آن است که، آیا حقوق و مزایای مدیران ارشد از نظر سهامداران، سرمایه‌گذاری مناسبی در راستای افزایش ثروت سهامداران محسوب می‌شود؟ این پرسش و فرضیه‌های مشتق از الگوی نماینده - سهامدار با بررسی روابط زیر نشان داده شده‌اند:

الف - تأثیر مستقیم حقوق و مزایای مدیران ارشد بر ثروت سهامداران تا چه حد حایز اهمیت است؟

ب - آیا رابطه قابل سنجش (اندازه‌گیری) بین میزان حقوق و مزایای مدیران ارشد و کیفیت تصمیم‌گیری مدیران که در عملکرد بعدی انعکاس می‌یابد، وجود دارد؟

ج - آیا ترکیب (ساختار) حقوق و مزایای مدیران ارشد، مستقل از میزان (اندازه) آن، تا آن حد بر تصمیم‌گیری مدیران ارشد اثر می‌گذارد که عملکرد بعدی شرکت را نیز تا حد قابل اندازه‌گیری تحت تأثیر قرار دهد؟

د - آیا سطح بهینه میزان مخاطره وجود دارد؟ آیا عملکرد بعدی شرکت با حساسیت حقوق و مزایای مدیران ارشد همبستگی دارد؟

مبانی نظری تحقیق

مبنای نظری این تحقیق، الگوی تحلیلی نمایندگی است. کلیه الگوهای نمایندگی به طور اساسی روابطی را که در آن مالکیت سهامداران عادی از مدیریت و کنترل جدا می‌شود، نشان می‌دهد. توانایی الگوهای نمایندگی در پیش‌بینی

است، آشکار می‌کند. یعنی، قراردادهای حقوق و مزایا با شکل $s(x,y) = k + h(y) + g(x)$ نسبت به قراردادهای با شکل $s = k$ مرجح است. ادبیات موجود در نمایندگی، همچنین منافع حاصل از سهیم شدن در مخاطرات را نشان می‌دهد و انعقاد قرارداد به گونه‌ای است که مدیر مانند یک سهامدار به تفکر بیشتری در باره موجودیت شرکت خواهد پرداخت. چنانچه $g(x)$ در قرارداد حقوق و مزایا، اغلب به‌عنوان همسوکننده منافع مدیران و سهامداران به کار می‌رود.

اگر چه تحقیق‌های تجربی گزارش مستندی در مورد استفاده متداول از قراردادهایی با متغیر حقوق و مزایای مدیران ارشد ارائه کرده‌اند، اما این تحقیقات جوابگوی مشکلات سهامداران نبوده است. زمانی که حقوق و مزایای مدیران ارشد، رابطه تنگاتنگی با معیارهای موقتی عملکرد شرکت دارد و یا بر میزان سود نهایی آن تأثیر چشمگیری می‌گذارد، آیا سهامداران می‌توانند از این مسأله منتفع گردند؟

اگر مدیران آماده و منطقی باشند، به بهترین شکل در جهت منافع خود عمل خواهند کرد و اگر تصمیم‌های آنان به گونه‌ای باشد که بر عملکرد شرکت اثر بگذارند، عوامل زیر باید کاملاً مد نظر قرار گیرند:

۱- اگر قرارداد به معیارهای کوتاه‌مدت از قبیل پاداش‌ها وابسته باشد، عملکرد بعدی شرکت باید نسبت به این عامل عکس‌العمل نشان دهد. انسان طبیعتاً انتظار دارد که عملکرد شرکت در کوتاه‌مدت به بهای از دست رفتن عملکرد شرکت

آثار بالقوه حقوق و مزایا بر رفتار نماینده (مدیر) حاصل از تأثیر اجزای متفاوت این‌گونه قراردادها است. اما، محدودیت الگوهای نمایندگی، عدم توانایی آن در تعیین سطوح هنجاری این عوامل است.

از الگوی هالمستروم (۱۹۷۹) برای مدل‌سازی جهت منافع سهامدار و مدیر در این مطالعه استفاده می‌شود. ذکر این نکته در کاربرد الگوی نمایندگی هالمستروم برای رابطه منحصر به فرد بین سهامداران و مدیران ارشد (نمایندگان) لازم است. در مدل اصلی نمایندگی مورد استفاده از مطالعات هالمستروم (۱۹۷۹) و بایمن (۱۹۸۲)، موفقیت سهامداران به سطح تلاش و فعالیت نماینده بستگی دارد. در مجموعه مدیران ارشد - سهامداران، موفقیت سهامداران به چگونگی تصمیمات مدیران ارشد بستگی دارد.

الگوی نمایندگی هالمستروم مشخص می‌کند که حقوق و مزایا، کاهش مستقیمی در منافع سهامداران عادی شرکت ایجاد می‌کند، اما الگوی نمایندگی نشان نمی‌دهد که، آیا از طریق میزان حقوق و مزایای مدیران ارشد می‌توان تأثیری بر کاهش یا افزایش منافع سهامداران عادی گذاشت. از طرفی دیگر ادبیات نمایندگی رهنمودی در مورد شکل حقوق و مزایا به دست می‌دهد. در تمامی این نوشته تأکید شده است که قرارداد حقوق و مزایا متشکل از اجزای ثابت و متغیر نسبت به قرارداد ساده حقوق و مزایا دربرگیرنده اطلاعات مشخصی است که کار و تلاش غیرقابل مشاهده نماینده را که موجب کاهش هزینه‌های نمایندگی

با توجه به چارچوب نظری ارائه شده، فرضیه‌های زیر استنتاج شده‌اند:

۱- تخصیص حقوق و مزایای بیشتر به مدیران ارشد، موجب بهبود عملکرد بعدی شرکت خواهد شد.

۲- قراردادهای حقوق و مزایای مدیران ارشد که شامل عوامل متغیر مبتنی بر عملکرد کوتاه مدت شرکت است، موجب بهبود عملکرد بعدی شرکت خواهد شد.

۳- قراردادهای حقوق و مزایای مدیران ارشد که شامل عوامل متغیر مبتنی بر عملکرد بلندمدت شرکت است، موجب بهبود عملکرد بعدی شرکت خواهد شد.

۴- اگر انگیزه‌های مبتنی بر عملکرد کوتاه مدت در قراردادهای حقوق و مزایا به عملکرد شرکت حساسیت داشته باشند، در سطح پایین حساسیت با افزایش حساسیت (میزان مخاطره) عملکرد بعدی شرکت بهبود می‌یابد؛ اما، در سطح بالای حساسیت (میزان مخاطره) عملکرد بعدی شرکت بدتر می‌شود.

۵- اگر انگیزه‌های مبتنی بر عملکرد بلندمدت در قراردادهای حقوق و مزایا به عملکرد شرکت حساسیت داشته باشند، در سطح پایین حساسیت با افزایش حساسیت (میزان مخاطره) عملکرد بعدی شرکت بهبود می‌یابد؛ اما، در سطح بالای حساسیت (میزان مخاطره) عملکرد بعدی شرکت بدتر می‌شود.

● پرسش اصلی تحقیق

پرسش اصلی تحقیق آن است که، آیا حقوق و

در بلندمدت بسیار چشمگیر باشد.

۲- اگر قرارداد به انگیزه‌های بلندمدت بیشتر وابسته باشد، عملکرد بعدی شرکت باید منعکس - کننده تأثیرات این گونه انگیزه‌ها باشد.

به این پرسش‌های تجربی پاسخ داده نشده است که آیا شکل‌های مختلف حقوق و مزایا می‌توانند آثار انگیزشی کافی در تصمیم‌گیری‌های مدیر داشته باشند به نحوی که تفاوت‌هایی قابل سنجش و اندازه‌گیری را بتوان در عملکرد بعدی شرکت مشاهده نمود؟ آیا سطح بهینه سهام‌شدن در مخاطره وجود دارد؟

زیربنای نظری فرضیه‌ها

۱- الگوی اصلی نمایندگی مشخص می‌کند که حقوق و مزایای مدیران ارشد، کاهش مستقیمی در منافع سهامداران عادی شرکت ایجاد می‌کند، اما این الگو نشان نمی‌دهد که، آیا از طریق میزان حقوق و مزایای مدیران ارشد می‌توان تأثیری بر کاهش یا افزایش منافع سهامداران عادی گذاشت.

۲- ادبیات نمایندگی، رهنمودی در مورد شکل حقوق و مزایا به دست می‌دهد، اما به این پرسش پاسخ داده نشده است که، آیا شکل‌های مختلف حقوق و مزایا می‌توانند آثار انگیزشی کافی در تصمیم‌گیری‌های مدیر داشته باشند. به نحوی که، تفاوت‌های قابل سنجش و اندازه‌گیری را بتوان در عملکرد بعدی شرکت مشاهده کرد.

۳- ادبیات نمایندگی، همچنین منافع حاصل از سهام‌شدن در مخاطرات را نشان می‌دهد، اما سطح بهینه سهام‌شدن در مخاطرات را نشان نمی‌دهد.

مزایای مدیران ارشد، از نظر سهامداران، سرمایه‌گذاری مناسبی در راستای افزایش ثروت سهامداران محسوب می‌شود؟

صاحبان سهام استفاده می‌کند، ارتباط بسیار ضعیف بین دومین دوره عملکرد و حساسیت حقوق و مزایا به دست می‌آورد.

دیدگاه صاحب نظران

در موافقت و مخالفت فرضیه‌های مطرح شده در این تحقیق، نظریات و دیدگاه‌های مختلفی وجود دارند که به اختصار به برخی از نظریات مخالف اشاره می‌شود.

د - عملکرد جاری و آتی شرکت: بارو و بارو (۱۹۹۰) و همچنین لیوان و همکاران (۱۹۹۲) متوجه این مطلب شدند که، حقوق و مزایای مدیران ارشد تا حد زیادی به عملکرد شرکت مبتنی بر معیارهای بازار برای سال قبل وابسته است نه به عملکرد جاری و آتی شرکت.

الف - میزان (اندازه) حقوق و مزایا: کرویتس (۱۹۸۷) در مورد تأثیر میزان حقوق و مزایای مدیران ارشد بر عملکرد جاری شرکت، بین میزان حقوق و مزایا و عملکرد جاری شرکت به هیچ‌گونه همبستگی دست نیافته است.

آزمون فرضیه‌ها

با توجه به مدل‌های آماری استفاده شده، معادلات رگرسیون به‌عنوان معیارهای ارزیابی برای آزمون فرضیه‌ها با سطح اعتماد ۹۵٪ استفاده شده‌اند.

لامبرت و لارکر (۱۹۸۷) دریافتند که فقط میانگین تقریباً ۲۵ درصد از تغییر حقوق و مزایای نقدی مدیران ارشد بر عملکرد شرکت مبتنی بر بازده حسابداری و بازده سهام اثر می‌گذارد.

جامعه آماری

شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای ویژگی‌های زیر می‌باشند.

ب - شکل (ساختار) حقوق و مزایا: اربلی و همکاران (۱۹۸۸) در دو مطالعه انجام شده مبنی بر تأثیر شکل (ساختار) حقوق و مزایای مدیران ارشد بر عملکرد شرکت، دریافت‌اند که بین ترکیب (ساختار) حقوق و مزایا و عملکرد شرکت هیچ‌گونه همبستگی وجود ندارد.

۱- شرکت‌های منتخب که قبل از سال ۱۳۷۰ در سازمان بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

ج - حساسیت حقوق و مزایا: ابود (۱۹۹۰) اثر حساسیت حقوق و مزایای مدیران ارشد بر عملکرد بعدی شرکت را اندازه‌گیری می‌کند. هنگامی که از معیارهای عملکرد بر مبنای حسابداری یعنی بازده دارایی‌ها و بازده حقوق

۲- دارایی‌های خالص شرکت‌های منتخب تقریباً نظیر هم باشند.

۳- پایان سال مالی شرکت‌های منتخب منتهی به پایان اسفندماه باشد.

با توجه به شرایط مندرج در جامعه آماری، مدیران ارشد ۲۴ شرکت سهامی عام پذیرفته شده

متغیرهای وابسته: بازده نسبی دارایی‌ها و بازده نسبی سهام هستند.

مدل‌ها

در این تحقیق دو دسته مدل به کار برده شده است.

الف - مدل اندازه‌گیری حقوق و مزایا:
هدف از مدل اندازه‌گیری حقوق و مزایا آن است که حقوق و مزایای واقعی هر یک از مدیران ارشد به دو بخش قابل انتظار و غیرقابل انتظار تقسیم شود. این مدل کوواریانس رگرسیون مرکب است که متغیرهای توضیحی را در نظر می‌گیرد، که در مطالعات آماری نشان داده شده و تعیین‌کننده مهمی برای سطوح حقوق و مزایا هستند.

بخش غیرقابل انتظار حقوق و مزایای هر یک از مدیران ارشد در مدل‌های عملکرد به‌عنوان باقی مانده حقوق و مزایا مطرح می‌شود. باقی مانده حقوق و مزایا، نشان دهنده حقوق و مزایای اعطا شده به هر یک از مدیران ارشد، بیشتر یا کمتر از میزان حقوق و مزایای قابل انتظار بعد از کنترل صنعت، سال، اندازه شرکت، دوره تصدی، میزان بدهی و درصد سهام متعلق به مدیران ارشد می‌باشد.

در این مدل از متغیرهای شاخص استفاده می‌شود تا حقوق و مزایای مورد انتظار را از همبستگی کامل آن به سطح عمومی قیمت‌ها آزاد کند. پارامترهای اضافی به منظور جداسازی دقیق‌تر بخش پیش‌بینی شده و بخش پیش‌بینی نشده حقوق و مزایای هر یک از مدیران ارشد به کار برده

در بورس اوراق بهادار تهران که نماینده ۸ صنعت هستند، برای یک دوره ۶ ساله از سال ۱۳۷۰ تا ۱۳۷۵ انتخاب شدند. اهم دلایل انتخاب این سال‌ها به شرح زیر است:

الف - کلیه شرکت‌های تولیدی، بازرگانی و خدماتی در سال‌های قبل از ۱۳۷۰ به دلیل دوران جنگ تحمیلی و همچنین دوران بازسازی از وضعیت باثباتی از نقطه نظر مدیریت و همچنین نقطه نظر عملکرد برخوردار نبودند. بنابراین انتخاب سال‌های قبل از ۱۳۷۰ امکان خدشه دار شدن نتایج را دربر داشت.

ب - صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها معمولاً یک سال پس از پایان سال مالی توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران منتشر می‌گردد. در حال حاضر صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران مربوط به سال ۱۳۷۵ می‌باشند.

متغیرها

در تحقیق جاری با عنایت به تحقیقات مشابه، متغیرهای وابسته و مستقل به شرح زیر در نظر گرفته شده‌اند:

متغیرهای مستقل: اجزای ثابت حقوق و مزایا (نقد و غیر نقد)، اجزای متغیر مبتنی بر عملکرد کوتاه مدت (پاداش و کارانه)، اجزای متغیر مبتنی بر عملکرد بلندمدت (درصد سهام متعلق به مدیران) و نسبت متوسط بدهی‌های بلندمدت به متوسط دارایی‌ها.

می‌شوند. متغیرهای شاخص برای جلوگیری از مشکلات صفر و یک شده‌اند:

مدیران ارشد
CEO stk P = درصد سهام عادی متعلق به مدیران

DA = نسبت بدهی به دارایی‌ها / متوسط بدهی‌های بلندمدت به متوسط دارایی‌ها

ب - مدل‌های عملکرد شرکت: این دسته از مدل‌ها برای ارزیابی ارتباط بین متغیرهای وابسته (بازده نسبی حسابداری و بازده نسبی سهام) و متغیرهای مستقل (حقوق و مزایای نسبی به دست آمده از مدل اندازه‌گیری حقوق و مزایا، درصد ارقام مشروط نسبت به کل حقوق و مزایا، درصد سهام متعلق به مدیران و نسبت بدهی / متوسط بدهی‌های بلندمدت به متوسط دارایی‌ها) طراحی و به کار برده شده‌اند. برای آزمون این مدل‌ها از رگرسیون مرکب و مدل‌های Piece - wise استفاده شده است.

$$\begin{aligned} \ln(\text{TOT COMP})_{j,t} = & \beta_0 + \beta_{IK} \text{Indus}_{j,t} \\ & + \beta_{2,t} \text{year}_{j,t} \\ & + \beta_3 \text{retire}_{j,t} \\ & + \beta_4 \text{New}_{j,t} \\ & + \beta_5 \ln(\text{TA})_{j,t} \\ & + \beta_6 (1 - \text{New}) \ln(\text{NE})_{j,t-1} \\ & + \beta_7 \text{tenure}_{j,t} \\ & + \beta_8 \text{CEO stKP}_{j,t} \\ & + \beta_9 \text{DA}_{j,t} \\ & + E_{j,t} \end{aligned}$$

که در آن:

TOT COMP = کل حقوق و مزایا

Indus = ۱ اگر صنعت شرکت، صنعت k باشد،

در غیر این صورت ۰

Year = ۱ اگر سال مشاهده سال t باشد، در غیر

این صورت ۰

retire = ۱ اگر مدیران ارشد در ۶۰ سالگی

بازنشسته شوند، در غیر این صورت ۰

new = ۱ اگر اولین سال خدمت مدیران ارشد در

شرکت باشد، در غیر این صورت ۰

TA = مجموع دارایی‌ها

NE_{t-1} = سود خالص قبل از کسر مالیات سال

قبل

tenure = سال‌های تصدی در پست مدیریت

جمع‌آوری اطلاعات

اطلاعات تحقیق جاری کمی، کیفی و تاریخی است. این اطلاعات از دو منبع اصلی جمع‌آوری شده‌اند.

الف - صورت‌های مالی حسابرسی شده در بورس اوراق بهادار تهران (اطلاعات ثانویه)

ب - گزارش‌های مربوط به حقوق و مزایا و درصد سهام متعلق به مدیران ارشد از شرکت‌های منتخب (اطلاعات اولیه)

شروع جمع‌آوری اطلاعات فروردین ماه ۱۳۷۶

پایان جمع‌آوری اطلاعات فروردین ماه ۱۳۷۷

جمع‌آوری اطلاعات مربوط به حقوق و مزایای

دو متغیر شکل حقوق و مزایا یعنی درصد کل حقوق و مزایا از ارقام مشروط سالانه (پاداش و کارانه) و ارزش بازار پایان سال سهام متعلق به مدیران در هیچ یک از دوره‌های عملکرد حمایت نمی‌کنند.

پیشنهادها

یافته‌های این بررسی دلالت بر سهامداری دارد که مسؤل تهیه مقررات و تجدید نظر در مورد حقوق و مزایای مدیران ارشد هستند. در حالی که، همبستگی زیاد بین کل حقوق و مزایا و بازده حسابداری ممکن است، کل حقوق و مزایا را متغیر مناسبی در تحقیق برای میزان (اندازه) حقوق و مزایا سازد، اما آزمون آثار شکل و حساسیت حقوق و مزایا نیازمند جزئیاتی است که توسط شرکت‌ها و سازمان بورس اوراق بهادار تهران در اختیار محققان گذاشته نمی‌شود، بنابراین، پیشنهاد می‌شود، میزان و ترکیب (ساختار) حقوق و مزایای مدیران ارشد شرکت‌ها با جزئیات کامل در بانک‌های اطلاعاتی محرمانه یا گزارش‌های هیأت مدیره به مجمع عمومی صاحبان سهام نگهداری شوند.

نتایج این بررسی باید به لحاظ این حقیقت مدنظر قرار گیرد که ممکن است یافته‌ها به عنوان نمونه‌های خاص به کار روند. شرکت‌های مورد نظر در این بررسی، شرکت‌های سهامی عام از ۸ صنعت خاص پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند. در حالی که، شرکت‌های کوچک‌تر، شرکت‌های تازه کار یا شرکت‌هایی از صنایع دیگر ممکن است روابط یکسانی را بین حقوق و مزایای

مدیران ارشد و درصد سهام متعلق به آنان به دلیل محرمانه بودن آن، علاوه بر اینکه مدت زمان زیادی از تحقیق را به خود اختصاص داده است، مشکلات زیادی برای محقق دربر داشته است.

نرم افزار مورد استفاده در تحقیق

در تحقیق جاری به منظور دقت، سرعت و اطمینان از آزمون فرضیه‌ها، از نرم‌افزار آماری Statgraph استفاده شده است.

نتایج مدل‌های عملکرد

با توجه به سطح اعتماد ۹۵٪، یک رابطه مثبت بین بازده نسبی حسابداری و کل حقوق و مزایای نسبی و همچنین درصد کل حقوق و مزایا از ارقام مشروط سالانه (پاداش و کارانه) در دوره عملکرد جاری و دوره‌های عملکرد آتی وجود دارد. اما، هیچ رابطه‌ای بین ارزش بازار پایان سال سهام متعلق به مدیران و بازده نسبی حسابداری در دوره‌های عملکرد وجود ندارد. با توجه به بازده نسبی سهام، یافته‌ها کاملاً متفاوت از یافته‌های بازده نسبی حسابداری هستند. هیچ‌گونه رابطه‌ای بین بازده نسبی سهام و کل حقوق و مزایای نسبی و همچنین درصد کل حقوق و مزایا از ارقام مشروط سالانه (پاداش کارانه) و ارزش بازار پایان سال سهام متعلق به مدیران در دوره‌های عملکرد جاری و آتی وجود ندارد.

مدل‌های Piece - Wise که برای آزمون حساسیت حقوق و مزایای مدیران ارشد به کار رفته‌اند، از روابط غیر خطی بین عملکرد شرکت و

به طور جداگانه باشد. بنابراین، بسط و گسترش این تحقیق در آینده قابل توجه خواهد بود. در نهایت پیشنهاد می‌شود، در صورتی که معیارهای عملکرد بلندمدت مد نظر سهامداران باشد، در قراردادهای حقوق و مزایای مدیران ارشد، معیارهای انگیزشی بلندمدت نظیر سهام و اختیار خرید سهام در نظر گرفته شود تا مدیران ارشد به پذیرش طرح‌های مخاطره‌آمیز تشویق شوند. سهام و اختیار خرید سهام، شکل مفیدی از حقوق و مزایا است، چرا که منافع سهامداران و مدیریت را همسو می‌کند. رقابت در بازارهای مالی و سرمایه، به برنامه‌های حقوق و مزایای انگیزشی نیاز دارد که همین امر باعث تشویق مدیران ارشد برای افزایش بیشتر منافع صاحبان سهام می‌شود.

مدیران ارشد و عملکرد شرکت به دست نیاورند که، زمینه‌های بالقوه و نامشخص تحقیقات آتی را فراهم می‌سازند. با استفاده از روش‌های آماری در بررسی مسائل اقتصادی، این بررسی توجیه محکمی برای تحقیق پیوسته شکل حقوق و مزایای مدیران ارشد ایجاد می‌کند. این بررسی نیاز به تحقیقات بیشتر در مورد رابطه بین مالکیت سهام مدیران ارشد و ثروت آتی سهامداران را مطرح می‌کند. گسترش این بررسی باید آزمونی را با جزئیات بیشتر در باره مالکیت سهام مدیران ارشد مد نظر قرار دهد. نخستین گام در گسترش تحقیق جاری می‌تواند اضافه کردن متغیرهای دیگر به مدل‌های عملکرد شرکت، برای اندازه‌گیری اثرهای این اجزا

منابع و مآخذ

- ۱- شباهنگ، رضا، مدیریت مالی، جلد ۲، ناشر مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی، آذر ۱۳۷۴، ص ۲۵۵.
- ۲- علی مدد، مصطفی و ملک آزایی، نظام‌الدین، مبانی و روش‌های عمومی حسابداری، ناشر مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی، اسفند ۱۳۷۴.
- 3- Holmstrom, B. 1979. Moral Hazard and observability. *The Bell Journal of Economics* 10 (Spring): 74 - 91.
- 4- Jensen, M.C., and W.H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of financial Economics* 3 (october): 305 - 360.
- 5- 1990b. CEO Incentives - It's Not How much you pay, but How. *Journal of Applied Corporate Finance* 3 (Fall): 36 - 49.

- 6- 1986. Incentives, learning, and compensation: a Theoretical and Empirical Investigation of managerial Labor contracts. *Rand Journal of Economics* 17 (Spring): 59 - 76.
- 7- Abowd, J.M. 1990. does performance-based managerial compensation Effect corporate performance. *Industrial and Labor Relations Review* 43 (special Issue): 525-735.
- 8- Barro, J.R.,and R.J. Barro. 1990. pay, performance, and turnover of bank CEOs. *Journal of Labor Economics* 8: 488-481.
- 9- Kerr, J., and R.A. Bettis. 1987. Boards of Directors, Top management Compensation, and Shareholder Returns. *Academy of Management Journal* 30 (December): 645-664.
- 10-Lambert, R.A., And D.F. Larcker. 1987. An Analysis of the Use of Accounting and market measures of performance in Executive compensation contracts. *Journal of Accounting Research* (supplement): 85-125.
- 11-Lewellen, W., C. Loderer, and K. Martin. 1987. Executive compensation and Executive Incentive Problems: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics* 9 (December): 287-310.
- 12-O'reilly, C.A.III, B.G. Main, And G.S. Crystal. 1988. CEO compensation as Tournament and social comparison: A Tale of Two Theories. *Administrative science Quartely* 33:257-274.