

بررسی تجربی سازه های مؤثر در تعیین پاداش هیأت مدیره شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر محمد نمازی*

جواد مرادی**

چکیده

در شرکتهای گسترده امروزی، به دلیل تعدد مالکان و سهامداران، نظارت مستقیم بر عملکرد شرکت توسط سهامداران میسر نیست و گروه مزبور صرفاً می توانند از مزایای حاصله بهره مند گردند. لذا منطقی است که از طریق ایجاد مکانیزمهای نظارتی، درصد حفظ منافع خود و کنترل بهینه رفتار مدیران استخدامی بر آیند. یکی از ابزارهای رایج جهت دستیابی به این مهم، اعطای پاداش به مدیران براساس عملکرد

* - استاد حسابداری دانشگاه شیراز

** - دانشجوی دوره دکتری حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی تهران

آنان و انگیزش این مباحثان، در راستای اهداف شرکت بدان طریق است، که در تئوری نمایندگی بحث می‌شود.

هدف اصلی از انجام این تحقیق، آزمون تجربی مضامین تئوری نمایندگی به منظور تبیین ادراک بازار سرمایه از عملکرد مدیران و ساز و کارهای بازار در تعیین پاداش هیأت‌مدیره، بر اساس اطلاعات کسب شده برای سالهای ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ از بازار بورس اوراق بهادار تهران، می‌باشد. در فرایند آزمون، با استفاده از یک مدل رگرسیون خطی، پاداش هیأت‌مدیره شرکت‌های انتخابی، با برخی متغیرهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر بازار و حسابداری، ضمن ملحوظ داشتن برخی معیارهای ثابت (غیرمرتبط با عملکرد) نظیر اندازه شرکت و تمرکز مالکیت، مرتبط گردیده است.

یافته‌ها در سطح کل شرکت‌ها حاکی از رابطه معنی‌دار بین نسبت بازده داراییها و تغییرات آن، اندازه شرکت، تمرکز مالکیت و ریسک مالی با پاداش هیأت‌مدیره است. در سطح صنایع نیز، دو متغیر اندازه شرکت و نسبت بازده داراییها، در مقایسه با سایر متغیرهای انتخابی بیشتر مورد استفاده بوده‌اند. با جایگزین نمودن تغییرات پاداش به جای پاداش، نتایج تضعیف می‌شود. در این مرحله، تنها متغیری که با تغییرات پاداش رابطه معنی‌داری نشان می‌دهد، نسبت بازده داراییها است.

کلید واژه‌ها: تئوری نمایندگی، مدیریت گرایشی، معیارهای ارزیابی عملکرد بر مبنای حسابداری، معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر بازار، محرک‌های انگیزشی، هزینه‌های نمایندگی

مقدمه

گسترش روزافزون شرکت‌ها، موجبات کثرت اشخاص درگیر را که منافع آنها به نحوی با شرکت عجین است، فراهم آورده است. این امر، بخصوص در شرکت‌های سهامی عام^۱ مشهود است. مالکان این شرکت‌ها اقشار مختلف جامعه با سلايق و منافع متفاوت می‌باشند. ولی قطعاً همگی آنها بر هدف مشترکی که آنها را به شرکت پیوند داده‌است اذعان خواهند داشت و آن هدف، جز تعقیب منافع شخصی نیست. آنها با

این هدف، پول و سرمایه انسانی^۱ خود را در شرکت سرمایه‌گذاری کرده‌اند که به مطلوبیت^۲ و بازدهی^۳ بیشتری دست یابند و توان مصرف آتی آنها نسبت به آنچه در حال حاضر قادر به صرف آن هستند، افزایش یابد و گرنه قطعاً در حال حاضر وجوه خود را صرف احتیاجات فعلی می‌نمودند و یا در موقعیت مناسب دیگری به کار می‌گرفتند (تئوری مصرف^۴ در اقتصاد)، به عبارت دیگر در انتظار کسب بازده مازاد هستند. البته این مهم که مفهوم بازدهی از دید اشخاص چیست، جای بحث دارد و خارج از حوصله این مقاله است. ولی به طور کلی می‌توان بازده مازاد را به عنوان فزونی مطلوبیت مورد انتظار شخص با توجه به وضعیت فعلی او در نظر گرفت که قطعاً از دید اشخاص مختلف، کاملاً متفاوت خواهد بود و تا حدود زیادی تحت تأثیر ویژگیهای فردی آنها می‌باشد.

در متون، مطلوبیت مورد انتظار شخص جهت تصمیم‌گیری، تابعی از دو عامل اصلی در نظر گرفته شده است: بازده مورد انتظار^۵ و ریسک^۶ مورد انتظار.

به منظور تقلیل مشکلات نمایندگی^۷ ناشی از احتمال عدم همسویی منافع بین مدیران و سهامداران، باید بر تابع مطلوبیت هر یک از دو طرف و نحوه تسهیم منافع و ریسک، 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. پرداخت پاداش به مدیران، به عنوان جزیی از حق‌الزحمه آنان، یکی از روشهای مطرح جهت انگیزش مدیران و یکی از ابزارهای رایج، به منظور همسو نمودن دیدگاهها و عملکرد مباشران 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، بر عملکرد آنان مبتنی باشد، بدین معنی که همسویی عملکرد مدیران با منافع حاصله برای سهامداران، منجر به تشویق آنان و بهره‌مندی از پاداش گردد.

1 - Human Capital

2 - Utility

3 - Return

4 - Consumption Theory

5 - Expected Return

6 - Risk

7 - Agency Problems

تحقیقات تجربی که به بررسی ارتباط بین حق‌الزحمه‌های مدیران اجرایی و عملکرد حسابداری یا بازار شرکت پرداخته‌اند، اکثراً بر جزء نقدی حق‌الزحمه تمرکز داشته‌اند. البته نتایج کلی در مورد مجموع حق‌الزحمه را، می‌توان از یافته‌های این مطالعات استنتاج نمود، چرا که جزء نقدی، بخش عمده‌ای از حق‌الزحمه را (در این مطالعات) تشکیل می‌دهد (اندرسون و دیگران^۱، ۱۹۹۹: ۲).

در تحقیقات پیشین ارتباط بین تغییرات در حق‌الزحمه، با بازده بازار سهام شرکت و بازده حسابداری آن بررسی شده است. اکثر این مطالعات، رابطه‌ای یک‌سویه را بین پرداخت و عملکرد بررسی نموده‌اند، در حالی که توصیف مدلهای نمایندگی در این زمینه، یک رابطه دوسویه است.

اعتقاد بر آن است که پرداخت به مدیران، متفاوت از پرداخت ساده به کارمندان عادی، صورت می‌گیرد و بر عملکرد شرکت و بازده آن مؤثر است (هال و لیمن^۲، ۱۹۹۷). هر چند برخی از تحقیقات نیز نشان داده‌اند که پرداخت به مدیران، همانند کارمندان ساده انجام می‌گیرد و تحت تأثیر عملکرد شرکت نیست یا تأثیر آن ناچیز است (روزن، ۱۹۹۲؛ جنسن و مورفی^۳، ۱۹۹۰). البته ناچیز بودن این تغییرات حق‌الزحمه مدیران، نسبت به عملکرد شرکت سنجیده شده است و گر نه نسبت به ثروت مدیران، این تغییرات بسیار قابل توجه هستند (هال و لیمن، ۱۹۹۷: ۶۵۷).

تشریح مبانی نظری و بیان موضوع تحقیق

بدون شک یکی از اهداف اصلی تشکیل شرکتها، افزایش ثروت مالکان می‌باشد و بدیهی است این مهم، در گرو عملکرد آنها در بازار است. لذا مالکان شرکتها، درصدد دستیابی به راهکارهایی جهت بهبود عملکرد شرکت خود می‌باشند. با جداسدن مالکیت شرکتها از مدیریت آنها، سهامداران که معمولاً اطلاعات آنها در زمینه عملیات شرکت نیز محدود است، توان مشاهده و دخالت مستقیم در عملیات شرکت را ندارند و تنها نتایج حاصله را دریافت خواهند کرد. بنابراین در مورد نحوه تصمیم‌گیری

1 - Anderson et al.

2 - Hall & Liebman

3 - Rosen; Jensen & Murphy

مدیران در شرکت و اقدامات آنان، اطلاعات مبهمی دارند و با عدم اطمینان مواجه هستند. در این حالت دو راهکار پیش روی مالکان قرار دارد:

راهکار اول آنست که با صرف هزینه، به جمع‌آوری اطلاعات مستقیم در مورد عملکرد مدیران بپردازند. به عنوان مثال از مواردی نظیر حسابرسی و برقراری کنترل‌های داخلی و سایر ابزارهای نظارتی بهره گیرند. راهکار دوم نیز استفاده از محرک‌های انگیزشی^۱ است که مالکان به کمک آنها سعی می‌کنند به نحوی اولویتهای مدیران را تحت تأثیر قرار دهند که تصمیمات مطلوب آنان را اتخاذ نمایند و یا اینکه اطلاعات محرمانه خود را بصورت داوطلبانه افشا نمایند و به منزلهٔ ابزار کاهنده ابهام (در مورد عملکرد مدیریت) در اختیار مالکان هستند. ذکر این نکته ضروری است که لزوماً در این حالت انتخاب و تصمیم مدیر، با منافع سهامداران در تضاد نیست، بلکه فقط در مورد آن ابهام و عدم قطعیت وجود دارد. به عنوان مثال ممکن است اقدام انتخابی مدیر، اقدام مطلوب سهامداران باشد، ولی بهینه^۲ نباشد.

یکی از روشهای ترغیب مدیران به افزایش کارایی و تلاش در راستای منافع مجموعه، تمرکز بر حق الزحمه به عنوان ابزار انگیزش است. تحقیقات زیادی به بررسی ارتباط بین حق الزحمهٔ مدیران و عملکرد شرکتها پرداخته‌اند که اکثراً بر جزء نقدی حق الزحمه تأکید داشته‌اند. به طور کلی، مطالعات صورت گرفته در این عرصه، به شکل‌گیری دو نظام فکری منجر شده است: گروه اول مطالعاتی هستند که رابطه برخی فاکتورهای نسبتاً باثبات، نظیر اندازه شرکت را با پاداش بررسی نموده‌اند، که این رویکرد را مدیریت گزایی^۳ می‌نامیم. گروه دیگر، معتقد به ارتباط حق الزحمه پرداختی با عملکرد مدیران و به تبع آن عملکرد شرکت می‌باشند، که موضوع مورد بحث در تئوری نمایندگی^۴ است (مورفی^۵، ۱۹۹۸). با توجه به مطالعات پیشین در این زمینه، می‌توان معیارهای ارزیابی عملکرد را به دو گروه طبقه‌بندی نمود: معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر بازار^۶ و معیارهای ارزیابی عملکرد بر مبنای حسابداری^۷.

1 - Incentive Drivers

2 - Optimal

3 - Managerialism

4 - Agency Theory

5 - Murphy

6 - Market Based Performance Measures

7 - Accounting Based Performance Measures

دسته اول، عملکرد شرکت در بازارهای سرمایه را کانون توجه قرار می‌دهند، ولی دسته دوم صرفاً بر معیارهای محاسبه شده بر اساس ارقام حسابداری تمرکز دارند. به عنوان مثال مورفی (۱۹۸۵)، همبستگی مثبت معنی‌داری بین تغییرات در حق الزحمه نقدی و بازده بازار سهام کشف کرد. بییر و همکارانش^۱ (۱۹۹۶) نیز، در معادلات مربوط به کل حق الزحمه پرداختی، حق الزحمه نقدی و پرداختهای بلندمدت (اختیار خرید سهام و ...)، برای بازده بازار سهام^۲ ضرایب همبستگی مثبت معنی‌داری بدست آوردند، اما در این مطالعه، رابطه بازده حسابداری با حق الزحمه، فقط در معادله حق الزحمه نقدی معنی‌دار است.

از سوی دیگر، توسی و همکارانش^۳ (۲۰۰۰) نشان دادند بیش از چهل درصد از تغییرات در کل حق الزحمه مدیران، از طریق اندازه شرکت توجیه می‌شود، در حالیکه سهم توصیف‌کنندگی عملکرد شرکت، تنها پنج درصد است.

حال سؤال اصلی آنست که چگونه می‌توان مدیران را به اقدام بهینه در راستای منافع مالکان واداشت. در مدلهای مختلف مطرحه در زمینه تئوری نمایندگی، در تعیین حق الزحمه مدیران به عنوان نماینده، بر افزایش حساسیت پرداخت نسبت به عملکرد تأکید شده است (اندرسون و دیگران^۴، ۱۹۹۹: ۱۲):

در مدل مخاطره اخلاقی/تلاش پنهان^۵ (هلمستروم^۶، ۱۹۷۹) که در آن عملکرد نماینده بطور مستقیم قابل مشاهده نیست، می‌توان از طریق افزایش حساسیت حق الزحمه پرداختی نسبت به عملکرد، نماینده را به تلاش بیشتر ترغیب نمود. بنابراین عملکرد و تلاش نماینده با افزایش حساسیت پرداخت به عملکرد، افزایش می‌یابد و نماینده، به تلاش بیشتر وادار می‌شود.

ولی در مدل انتخاب خویشتن/ توانایی پنهان^۷ (فریمن، ۱۹۷۷؛ هریس و هلمستروم، ۱۹۸۲)^۸ تواناییها و استعدادهای نماینده مورد تردید است و با پدیده گزینش نادرست^۱

-
- 1 - Baber et al.
 - 2 - Stock Market Return
 - 3 - Tosi et al.
 - 4 - Anderson et al.
 - 5 - Moral Hazard / Hidden effort
 - 6 - Holmstrom
 - 7 - Self-Selection / Hidden Ability
 - 8 - Freeman; Harris & Holmstrom

رو به رو هستیم. در اینجا نیز تلاش نماینده با افزایش حساسیت پرداخت به عملکرد افزایش می‌یابد، چرا که در این حالت مدیرانی قرارداد را می‌پذیرند که از توان و استعداد بالایی برخوردار باشند.

بنابراین در نظر گرفتن جزء متغیر در حق‌الزحمه، در هر دو مدل نیز سودمند است و منجر به افزایش تلاش نماینده در راستای منافع مالک می‌گردد. البته حق‌الزحمه باید به نحوی تعیین گردد که جبران هزینه فرصت^۲ نماینده را در بازار کار بنماید. بنابراین استفاده از قراردادهای حق‌الزحمه، با جزیی متغیر (وابسته به عملکرد نماینده)، می‌تواند موجب انگیزش نماینده و کاهش ابهام و عدم قطعیت مالک در مورد پیامدهای عملکرد نماینده گردد و از طریق کاهش هزینه‌های نمایندگی، منافع مالکان را به ارمغان آورد.

تئوری نمایندگی نهایتاً سه توجیه برای اختلاف بین قراردادهای حق‌الزحمه افراد بیان می‌کند (اریکسون^۳، ۲۰۰۰: ۵۵۳):

۱- ریسک‌گریزی افراد: استفاده از عوامل انگیزشی در قرارداد افرادی که ریسک‌گریزی آنها بالاست، کمتر خواهد بود، چرا که این افراد، مبالغ ثابت را ترجیح می‌دهند.

۲- اختلاف در پارازیت‌های^۴ مربوط به سنجش عملکرد: هر چه پیامهای دریافتی از طریق معیارهای سنجش عملکرد (در مورد اقدام نماینده)، عدم دقت بیشتری داشته باشند، احتمال استفاده از آنها در قراردادها کمتر خواهد بود.

۳- وظایف چندگانه^۵: افرادی که وظایف چندگانه‌ای را برعهده دارند سعی می‌کنند، تلاش و توجه خود را معطوف به وظایفی نمایند که مشاهده آنها توسط دیگران ساده‌تر باشد. در نتیجه زمانی که افراد قادر به دستکاری و تحریف سیستم و پیامدهای آن هستند، انتظار می‌رود شرکتها معیارهای ارزیابی مربوطه را در نظر نگیرند.

در این مقاله، با هدف تبیین ساز و کارهای بازار، به بررسی سازه‌های مؤثر در تعیین پاداش هیأت‌مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازیم.

مروری بر تحقیقات پیشین

در زمینه ارتباط بین پرداخت به مدیران و عملکرد شرکت، تحقیقات زیادی صورت گرفته است. ورنر و وارِد^۱ (۲۰۰۴) در تحقیقی، به جمع‌آوری و طبقه‌بندی مطالعات انجام شده در زمینه حق‌الزحمه پرداخته‌اند. آنها تحقیقات منتشره در ۲۰ مجله برتر دنیا را جمع‌آوری کرده و نهایتاً، در ۱۲ طبقه تقسیم‌بندی نمودند.

شواهد کشف شده توسط مورفی (۱۹۸۶) نشان داد که پرداخت به مدیران اجرایی با عملکرد، دارای همبستگی مثبت و معنی‌دار است و حتی اگر بین پرداخت و عملکرد رابطه‌ای نباشد، باز هم منافع مدیران اجرایی از طریق ابزارهایی نظیر حق اختیار سهام، طرح‌های عملکردی بلندمدت و مهمتر از همه مالکیت سهام، به عملکرد شرکت وابسته است. او همچنین نشان داد که طرح‌های انگیزشی حق‌الزحمه اعم از کوتاه‌مدت و بلندمدت، نه تنها به ضرر سهامداران نبوده، بلکه آنان را منتفع نیز ساخته است.

لمبرت و لارکر^۲ (۱۹۸۷) از طریق یک مدل تجربی نشان دادند که استفاده از معیارهای سنجش عملکرد حسابداری و مبتنی بر بازار در قراردادهای حق‌الزحمه، با میزان عدم دقت^۳ این معیارها و همچنین حساسیت^۴ آنها نسبت به اقدامات مدیریت، در ارتباط است. نتایج آنها نشان داد که حق‌الزحمه نقدی مدیران دارای همبستگی قوی و مثبت با نسبت بازده حقوق صاحبان سهام می‌باشد، ولی رابطه آن با بازده بازار سهام، ضعیف‌تر است.

الی^۵ (۱۹۹۱) با بررسی رابطه بین حق‌الزحمه مدیریت و عملکرد شرکت در صنایع مختلف، به این نتیجه رسید که بین صنایع مختلف، از نظر ارتباط این معیارها با عملکرد شرکت، تفاوت ناچیزی وجود دارد. او در این مطالعه چهار معیار ارزیابی

1 - Werner & Ward

2 - Lambert & Larcker

3 - Noise

4 - Sensitivity

5 - Ely

عملکرد شامل: بازده بازار سهام، بازده داراییها (ROA)^۱، سود پس از بهره، و درآمدها را در نظر گرفت. در نمونه انتخابی او اکثر شرکتها از معیار بازده داراییها استفاده کرده بودند.

بلکویی^۲ (۱۹۹۲) در تحقیق خود نشان داد که مکانیزمهای کنترلی درون سازمانی مبتنی بر سود و فروش، دارای تأثیر معنی‌داری بر حقالزحمه هستند و تا حدی که حقالزحمه مدیران اجرایی همبستگی مثبت معنی‌داری با فروش و سود شرکت دارد، همسویی منافع مدیران و سهامداران نیز بهبود خواهد یافت. ویژگی مطالعه بلکویی در بررسی تأثیرات برون‌سازمانی حقالزحمه است. او به این نتیجه رسید که حقالزحمه مدیران اجرایی همبستگی مثبتی با ادراک تحلیلگران برون‌سازمانی و سایر همپیشگان، از اثربخشی سازمانی شرکت دارد.

یافته‌های بلوم و میلکوویچ^۳ (۱۹۹۸) حاکی از آنست که در شرکتهای با ریسک بالا، تأکید زیادی بر پرداختهای انگیزشی کوتاه‌مدت نیست. نتیجه‌گیری کلی آنها این بود که توجه به ریسک، به هر شکل ممکن، از توجه به انگیزشها مهمتر است و در واقع در ایجاد توازن بین تسهیم ریسک و انگیزش، توجه به ریسک از اهمیت بالاتری (در مقایسه با کارگریزی) برخوردار است. نتیجه دیگر این مطالعه بیان این مطلب است که ریسک با حقوق پایه همبستگی مثبت دارد و در واقع حقوق پایه بالاتر، ممکن است پاسخی به عدم قطعیت تحمیل شده به نماینده، در قرارداد استخدامی در شرکتهای با ریسک بالا، باشد.

نتیجه مطالعه اندرسون و همکارانش (۱۹۹۹) نشان داد که هم پاداش نقدی و هم پاداش مبتنی بر سهام، همبستگی مثبتی با بازده حسابداری و بازار دارند. ولی تأثیر نسبی بازده بازار، بین این دو نوع حقالزحمه (درمقایسه با بازده حسابداری) متفاوت است و تأثیر بازده بازار (در مقایسه با بازده حسابداری)، بر پاداش مبتنی بر سهام، بسیار بیشتر از تأثیر آن بر پاداش نقدی پرداختی است. آنها همچنین نشان دادند که حساسیت عملکرد جاری شرکت نسبت به پاداش نقدی، بیشتر از حساسیت آن نسبت به پاداش مبتنی بر سهام است.

1 - Return on Assets

2 - Belkaoui

3 - Bloom & Millwright

کولز و همکارانش^۱ (۲۰۰۱) نیز، به بررسی ارتباط مواردی نظیر حق الزحمه مدیران، ترکیب هیأت مدیره، ساختار رهبری شرکت و ساختار مالکیت آن، با عملکرد بازار و عملکرد حسابداری تعدیل شده بواسطه ریسک، پرداختند. تأثیر عواملی نظیر اندازه شرکت و عملکرد صنعت را نیز کنترل نمودند. آنها دریافتند که عملکرد صنعت، یک عامل قوی و تأثیرگذار بر عملکرد شرکت است و بهتر است به منظور افزایش دقت نتایج، در مطالعات بدان توجه شود.

ایتنر و پیزینی^۲ (۲۰۰۳) نشان دادند که حساسیت پرداخت مدیران نسبت به عملکرد، متناسب با افزایش تنوع وظایف، اندازه شرکت و میزان تخصص حرفه‌ای (که همگی موجب کاهش در دقت نظارت، می‌گردند) به میزان بااهمیتی افزایش می‌یابد. به علاوه هر چه شرکت بزرگتر باشد، احتمال اختلاف در حق الزحمه مدیران آن با سایر شرکتها، بیشتر خواهد بود، چرا که اندازه شرکت بر دقت نظارت و آگاهی‌دهی معیارهای سنجش عملکرد (نسبت پیام‌دهی به عدم دقت)^۳ تأثیر می‌گذارد.

کیتو و کوبو^۴ (۲۰۰۴) با ارزیابی عملکرد شرکت از طریق معیارهای حسابداری، دریافتند که حق الزحمه نقدی مدیران ژاپنی نسبت به عملکرد شرکت حساس است. همچنین دریافتند که روند عملکرد بازار سهام در این کشور، به صورتی است که نقش کمتری را در حق الزحمه مدیران ژاپنی ایفا می‌نماید.

هارفورد و لی^۵ (۲۰۰۵) به بررسی پرداختهای انجام شده به مدیر عامل، در زمان انجام سرمایه‌گذاریهای عمده توسط شرکتها (شامل تحصیل سایر شرکتها و انجام مخارج سرمایه‌ای) پرداختند. نتایج تحقیق مزبور حاکی از دریافت پاداش توسط مدیر عامل، بابت توسعه شرکت، بویژه از طریق تحصیل سایر شرکتها می‌باشد. آنها نشان دادند حتی در مواردی که وضعیت سهامداران نسبت به قبل بدتر می‌شود نیز، وضعیت مدیر عامل تا سه برابر بهتر شده‌است.

نمازی و سیرانی (۱۳۸۳) با استفاده از تئوری نمایندگی به بررسی دو موضوع پرداختند: نخست، ارتباط پاداش مدیران عامل شرکتها در ایران با سود حسابداری،

1 - Coles et al.

2 - Ittner & Pizzini

3 - Signal to Noise Ratio

4 - Kato & Kubo

5 - Harford & Li

رشد سود و رشد ارزش افزوده بازار (MVA) و دوم، بررسی سازه‌های مهم در تعیین پاداش مدیران عامل. آنها دریافتند که هر چه مدت قرارداد طولانی‌تر و ثبات آن بالاتر باشد، موجب افزایش بیشتری در ارزش شرکت خواهد شد و عملاً اغلب طرحها و قراردادهای پاداش فعلی مبتنی بر سود حسابداری هستند.

فرضیه‌های تحقیق

با توجه به مطالعات پیشین، در این مقاله رابطه بین متغیرهای مختلف عملکردی و غیرعملکردی با پاداش هیأت‌مدیره بررسی شده است. بدین منظور سیزده فرضیه به شرح زیر در نظر گرفته شده است:

فرضیه اول: بین نسبت بازده بازار سهام (RET)^۱ شرکت و پاداش هیأت‌مدیره، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین نسبت بازده داراییها (ROA)^۲ و پاداش هیأت‌مدیره، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین نسبت بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)^۳ و پاداش هیأت‌مدیره، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین تغییرات نسبت بازده بازار سهام (ΔRET) و پاداش هیأت‌مدیره، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه پنجم: بین تغییرات نسبت بازده داراییها (ΔROA) و پاداش هیأت‌مدیره، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه ششم: بین تغییرات نسبت بازده حقوق صاحبان سهام (ΔROE) و پاداش هیأت‌مدیره، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه هفتم: بین تغییرات نسبی سود عملیاتی شرکت و پاداش هیأت‌مدیره، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه هشتم: بین تغییرات نسبی سود خالص قبل از مالیات شرکت و پاداش هیأت‌مدیره، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

1 - Stock Market Return

2 - Return On Assets

3 - Return On Equity

فرضیه نهم: بین تغییرات نسبی فروش خالص شرکت و پاداش هیأت‌مدیره، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه دهم: بین اهرم مالی^۱ شرکت و پاداش هیأت‌مدیره، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه یازدهم: بین تغییرات اهرم مالی شرکت و پاداش هیأت‌مدیره، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه دوازدهم: بین اندازه^۲ شرکت و پاداش هیأت‌مدیره، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه سیزدهم: بین نوع مالکیت شرکت و پاداش هیأت‌مدیره، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه‌ها را هم در سطح کل شرکتهای انتخابی و هم در سطح هر یک از صنایع موجود، آزمون نموده‌ایم.

قلمرو مطالعه

با توجه به در دسترس بودن اطلاعات مورد نیاز از منابع مختلف، دوره زمانی انجام تحقیق از ابتدای سال ۱۳۷۸ تا پایان سال ۱۳۸۲ در نظر گرفته شده است. جامعه آماری در این مطالعه، دربرگیرنده کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در انتخاب نمونه از جامعه فوق، محدودیتهای زیر را مدنظر قرار داده‌ایم:

(۱) اطلاعات مورد نیاز مربوط به سالهای تحت بررسی، برای شرکت انتخابی به‌طور کامل از منابع مختلف، در دسترس باشد.

(۲) شرکتهای انتخابی باید حداقل ۳ سال، در طول دوره تحقیق، پاداش هیأت‌مدیره به تصویب رسانیده باشند.

(۳) شرکتهای انتخابی باید قبل از سال ۱۳۷۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۴) تنها شرکت‌هایی انتخاب می‌گردند که در تاریخ ۱۳۸۲/۱۲/۲۹ نام آنها در لیست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باشد.

۵) پایان سال مالی شرکت‌های انتخابی باید در کل دوره مورد بررسی، ۲۹ اسفند ماه باشد و تغییری نداشته باشد، تا از نظر عوامل محیطی مرتبط با سال مالی، وضعیت شرکت‌های مورد مطالعه مشابه باشد.

با در نظر گرفتن محدودیتهای فوق، نمونه آماری و اطلاعات مربوط به آنها، از نرم‌افزارهای مختلف در دسترس جمع‌آوری گردیده است. آمار مربوط به مشاهدات مورد استفاده، به شرح جدول ۱ می‌باشد.

جدول ۱- آمار مشاهدات مورد استفاده

تعداد کل مشاهدات	سالهای مورد بررسی	تعداد شرکت‌های انتخابی
$۵ * ۸۲ = ۴۱۰$	۵ سال	۸۲ شرکت
تعداد کل مشاهدات تلفیقی استفاده شده		تعداد کل متغیرهای مورد بررسی
$۱۵ * ۴۱۰ = ۶۱۵۰$		۱۵ متغیر

روش تحقیق و تعریف متغیرها

فرضیه‌های تحقیق، در سطح کل شرکتها و در سطح هر یک از صنایع، با استفاده از روش رگرسیون چندگانه، مورد آزمون قرار می‌گیرند و ارتباط همزمان متغیرهای مستقل با متغیر وابسته، ارزیابی می‌گردد. متغیرهای مورد استفاده به شرح زیر می‌باشند:

۱) **پاداش هیأت‌مدیره:** عبارتست از مبلغ پاداش مصوب مجمع عمومی سالیانه، که از صورت حساب سود و زیان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بدست آمده است.

۲) **تغییرات پاداش هیأت‌مدیره:** عبارتست از تغییرات پاداش هیأت‌مدیره نسبت به دوره قبل.

۳) **نسبت بازده بازار سهام:** بیانگر رشد نسبی قیمت سهام و سود نقدی سهام است که به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$RET_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_{it}}{P_{i,t-1}}$$

که در آن:

$RET_{i,t}$: بازده سهام شرکت i برای سال t

$D_{i,t}$: سود نقدی پرداختی به سهام i در سال t

$P_{i,t}$: قیمت سهام i در سال t

$P_{i,t-1}$: قیمت سهام i در سال $t-1$

(۴) نسبت بازده داراییها (ROA): حاصل تقسیم سود عملیاتی بر متوسط داراییهای شرکت.

(۵) نسبت بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): حاصل تقسیم سود خالص قبل از مالیات، بر متوسط حقوق صاحبان سهام شرکت.

(۶) تغییرات نسبت بازده بازار سهام: عبارتست از افزایش یا کاهش نسبت بازده بازار سهام، در مقایسه با سال قبل.

(۷) تغییرات نسبت بازده داراییها: عبارتست از افزایش یا کاهش نسبت بازده داراییها، در مقایسه با سال قبل.

(۸) تغییرات نسبت بازده حقوق صاحبان سهام: عبارتست از افزایش یا کاهش نسبت بازده حقوق صاحبان سهام، در مقایسه با سال قبل.

(۹) تغییرات نسبی سود عملیاتی: سود عملیاتی سال جاری تقسیم بر سود عملیاتی سال قبل، منهای یک.

(۱۰) تغییرات نسبی سود خالص قبل از مالیات: برابر است با سود خالص قبل از مالیات سال جاری تقسیم بر سود خالص قبل از مالیات سال قبل، منهای یک.

(۱۱) تغییرات نسبی فروش: فروش خالص سال جاری تقسیم بر فروش خالص سال قبل، منهای یک.

(۱۲) اهرم مالی: نماینده ریسک مالی شرکت می‌باشد و برابر است با مجموع بدهیها در انتهای دوره، تقسیم بر مجموع داراییها در انتهای دوره.

(۱۳) تغییرات اهرم مالی: عبارتست از افزایش یا کاهش نسبت اهرم مالی شرکت، در مقایسه با دوره قبل.

۱۴) اندازه شرکت: عبارتست از لگاریتم طبیعی فروش شرکت طی سالهای مورد بررسی.

۱۵) نوع مالکیت: یک متغیر دو وجهی است که شامل متمرکز و غیرمتمرکز می‌باشد. شرکتهایی که بیش از ۴۰٪ مالکیت آنها در اختیار یک فرد حقیقی یا حقوقی باشد، به عنوان متمرکز تعریف شده‌اند.

۱۶) نوع صنعت: بیانگر صنعتی است که شرکت مورد بررسی، در آن فعالیت دارد.

آزمون فرضیات و تحلیل یافته‌ها

جدول ۲، خلاصه نتایج آزمون هر یک از فرضیات در سطح کل شرکتها، در سطح خطای ۵٪، را نشان می‌دهد. همانگونه که مشاهده می‌شود نتایج آزمون، از پذیرش ادعای مطرح شده در فرضیه‌های دوم، پنجم، دهم، دوازدهم و سیزدهم که به ترتیب مربوط به رابطه متغیرهای نسبت بازده داراییها، تغییرات در نسبت بازده داراییها، اهرم مالی، لگاریتم طبیعی فروش و تمرکز مالکیت، با متغیر وابسته پاداش می‌باشند، حکایت دارد، که در زیر به تحلیل روابط آنها با پاداش می‌پردازیم.

متغیر نسبت بازده داراییها، دارای رابطه مثبت معنی‌داری با پاداش هیأت‌مدیره است و ضریب بتای مربوط به آن، ۰/۳۰۲ بدست آمده است. این نتیجه، مطابق با پیش‌بینیهای تئوریک است، بدین معنی که اگر چنانچه متغیر نسبت بازدهی داراییها، با عملکرد شرکت مرتبط باشد و ثروت سهامداران را تحت تأثیر قرار دهد، پرداخت پاداش به هیأت‌مدیره، پاسخی در واکنش به مساعد بودن این نسبت بوده است و می‌توان بر اساس تغییرات نسبت مذکور، رقم پاداش پرداختی به هیأت‌مدیره را توضیح داد. نتایج بدست آمده، حاکی از پذیرش ارتباط بین نسبت مزبور و تأثیر آن بر ثروت سهامداران است. چرا که به نظر می‌رسد در تصمیم‌گیری سهامداران هنگام تعیین پاداش هیأت‌مدیره، تأثیرگذار بوده است.

در فرضیه پنجم ادعای رابطه بین تغییرات نسبت بازده داراییها و پاداش پرداختی به هیأت‌مدیره، مطرح گردیده است که این ادعا نیز از نظر آماری، در سطح خطای مورد نظر، پذیرفته شده است، ولی همانگونه که مشاهده می‌شود، رابطه بین این دو متغیر، یک همبستگی منفی است، به عبارت دیگر، افزایش نسبت بازده داراییها در مقابله با ... منجر به کاهش پاداش پرداختی به هیأت‌مدیره گردیده است.

نتیجه حاصل، مغایر با پیش بینیهای تئوریک و برخلاف انتظار است، که شاید بتوان آنرا به سه طریق توجیه نمود:

اول آنکه، نتیجه حاصل ممکن است به دلیل دیدگاه کوتاهمدت اتخاذ شده در این مطالعه بدست آمده باشد (رابطه متغیر مزبور در یک سال با پاداش همان سال بررسی شده است)، چرا که ممکن است سهامداران این افزایش و یا کاهش مقطعی را، موقتی و گذرا بدانند و بر اساس انتظارات بلندمدت و با دیدگاهی آینده‌نگرانه قضاوت نمایند. در واقع شاید بتوان این عمل سهامداران را، نوعی محافظه‌کاری در تحلیل مخاطرات آتی توسط آنان در نظر گرفت.

جدول ۲- خلاصه نتایج آزمون فرضیات در سطح کل شرکتها (روش ورودی)

خلاصه نتایج آزمون فرضیات *					
$BONUS_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 RET_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 \Delta RET_{i,t} + \beta_5 \Delta ROA_{i,t} + \beta_6 \Delta ROE_{i,t} + \beta_7 REL \Delta EBIT_{i,t} + \beta_8 REL \Delta NPbt_{i,t} + \beta_9 REL \Delta R_{i,t} + \beta_{10} FL_{i,t} + \beta_{11} \Delta FL_{i,t} + \beta_{12} LnR_{i,t} + \beta_{13} STR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
ردیف	فرضیه	متغیر مستقل	نتیجه آزمون	بتا (β)	تحلیل همبستگی معنی دار
۱	اول	RET	رد ادعا		
۲	دوم	ROA	پذیرش ادعا	۰/۳۰۲	همبستگی مثبت با پاداش
۳	سوم	ROE	رد ادعا		
۴	چهارم	ΔRET	رد ادعا		
۵	پنجم	ΔROA	پذیرش ادعا	-۰/۱۳۹	همبستگی منفی با پاداش
۶	ششم	ΔROE	رد ادعا		
۷	هفتم	REL $\Delta EBIT$	رد ادعا		
۸	هشتم	REL $\Delta NPbt$	رد ادعا		
۹	نهم	REL ΔR	رد ادعا		
۱۰	دهم	FL	پذیرش ادعا	-۰/۱۱۵	همبستگی منفی با پاداش
۱۱	یازدهم	ΔFL	رد ادعا		
۱۲	دوازدهم	Ln R	پذیرش ادعا	۰/۲۴۹	همبستگی مثبت با پاداش
۱۳	سیزدهم	STR	پذیرش ادعا	۰/۱۰۲	همبستگی مثبت با پاداش

* متغیر وابسته پاداش (Bonus) است.

توجیه دوم آنکه، ممکن است عدم تحقق انتظارات سهامداران نیز بر این رابطه تأثیرگذار باشد، به این ترتیب که علیرغم افزایش نسبت بازدهی در مقایسه با دوره قبل، این افزایش از حد مورد انتظار سهامداران کمتر باشد و بالعکس.

نهایتاً اینکه در نتیجه غیرمنطقی بدست آمده، کارایی بازار نیز ممکن است دخیل باشد، چرا که با استناد به مباحث تئوریک، پاداش زمانی پرداخت می‌گردد که عملکرد شرکت تبعات مساعدی برای سهامداران در پی داشته باشد و پیامدهای مربوطه، توسط آنان دریافت شود. حال آنکه در بازار اوراق بهادار تهران، دو احتمال وجود دارد:

اول آنکه فرض اساسی در نظر گرفته شده، مبنی بر ارتباط بین نسبت بازده داراییها و عملکرد شرکت صحیح نباشد، و احتمال دوم آنکه فرض مزبور صحیح باشد، ولی به دلیل عدم کارایی بازار، تبعات مساعد یا نامساعد حاصل از عملکرد، با تأخیر زمانی در قیمت‌ها منعکس گردند و منتفع یا متضرر شدن سهامداران از پیامدهای آن با تأخیر زمانی صورت گیرد. لذا پرداخت و یا عدم پرداخت پاداش، با تأخیر زمانی نسبت به تغییرات بازدهی مواجه است.

فرضیه دهم مبنی بر ارتباط بین اهرم مالی شرکت و پاداش هیأت‌مدیره نیز تأیید گردیده است. همانگونه که انتظار می‌رفت، این رابطه یک همبستگی منفی است، بدین معنی که با افزایش بدهیها و به تبع آن اهرم مالی شرکت، پاداش پرداختی به هیأت‌مدیره کاهش می‌یابد. این نتیجه را می‌توان چنین توجیه نمود که افزایش بدهیها، منجر به افزایش ریسک مالی تحمیلی به سهامداران می‌گردد، چرا که در نتیجه افزایش بدهیهای شرکت، احتمال عدم پرداخت سود به آنان، افزون می‌گردد که منجر به تقلیل بازده آتی مورد انتظار آنان می‌شود (از طریق افزایش نرخ تنزیل مورد استفاده سهامداران). سهامداران نیز بمنظور تعدیل این مخاطره اضافی، دست به تعدیل پاداش هیأت‌مدیره می‌زنند.

در آزمون **فرضیه دوازدهم**، وجود رابطه مثبت بین لگاریتم طبیعی فروش و پاداش، تأیید شده است که این نتیجه، با بسیاری از تحقیقات پیشین در کشورهای مختلف نیز همخوانی دارد (کرافت و نیدرپروم، ۱۹۹۹؛ اندرسون و دیگران، ۱۹۹۹).^۱ به این ترتیب می‌توان ادعا نمود که اندازه شرکت، بر میزان پاداش پرداختی به

هیأت‌مدیره تأثیرگذار است، البته مشروط به آنکه لگاریتم طبیعی فروش، به عنوان متغیر جانشین اندازه شرکت، پذیرفته شده باشد. این رابطه را می‌توان چنین توجیه نمود، که در شرکتهای بزرگتر، مدیران مسئولیت بیشتری را متقبل می‌گردند، لذا پاداش بیشتری را نیز دریافت می‌نمایند، و یا اینکه در اینگونه شرکتهای، به دلیل گستردگی حجم فعالیتها و پیچیدگی اداره امور، مدیرانی به کار گمارده می‌شوند که از صلاحیت و توانایی فنی بالاتری برخوردارند، لذا انتظار پاداش بالاتری نیز دارند، و نهایتاً توجیه سوم آنکه، بدلیل گستردگی چارت سازمانی و کثرت لایه‌های درون سازمانی این شرکتهای، مدیران که در رأس هرم سازمانی جای می‌گیرند، در مقایسه با زیردستان خود، انتظار پاداش بالاتری را خواهند داشت، که قطعاً هر چه شرکت بزرگتر باشد، این انتظار نیز بالاتر خواهد بود.

رابطه متغیر مصنوعی تمرکز مالکیت با پاداش نیز، در آزمون فرضیه سیزدهم مورد تأیید قرار گرفته است؛ بدین معنی که در شرکتهای متمرکز، پاداش بیشتری به هیأت‌مدیره پرداخت می‌گردد. نتیجه حاصل را می‌توان اینگونه توجیه نمود که در این شرکتهای، به دلیل نظارت بیشتر بر عملکرد مدیریت، کارایی و تلاش مدیریت افزایش می‌یابد، که این امر نیز به نوبه خود، منجر به پیامدهای مساعد و مطلوب برای سهامداران و در نتیجه اعطای پاداش بیشتر به هیأت‌مدیره می‌گردد، و یا اینکه از دیدگاهی دیگر اضطراب مدیریت، از برکناری توسط مالکان متمرکز و قدرتمند، منجر به افزایش تلاش وی و در نتیجه افزایش بازدهی شرکت (از دید سهامداران) می‌شود و برای آنان، فزونی پاداش را به ارمغان می‌آورد.

در مرحله بعد، با اجرای رگرسیون به شیوه مرحله‌ای دریافتیم که از بین ۵ متغیر برگزیده به عنوان متغیرهای تأثیرگذار بر پاداش، در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه متغیر نسبت بازده داراییها با پاداش، در درجه اول معنی‌داری قرار دارد و رابطه متغیر تمرکز مالکیت با پاداش هیأت‌مدیره در اولویت آخر جای می‌گیرد.

در مرحله بعد، با طبقه بندی شرکتهای انتخابی بر حسب صنایع مختلف و با هدف تعیین و اولویت بندی متغیرهای تأثیرگذار بر پاداش، در سطح هر یک از صنایع موجود، به بررسی روابط بین متغیرها، با استفاده از رگرسیون به شیوه مرحله‌ای اقدام نمودیم. صنایع زیرمجموعه و تعداد شرکتهای نمونه در هر صنعت در جدول ۳

در نمونه انتخابی بوده‌اند. از سوی دیگر، در برخی صنایع نسبتاً مشابه نیز، تعداد شرکتهای انتخابی بسیار کم بوده است، لذا بعضی از آنها را تلفیق نموده‌ایم. جدول ۴ نیز نتایج آزمون را برای روابط معنی‌دار، به تفکیک صنایع، نشان می‌دهد. نتایج حاصل از بررسی جدول ۴ به صورت زیر است:

۱) به نظر می‌رسد، مهمترین معیار در تعیین پاداش هیأت‌مدیره، که بیش از سایر معیارها مورد استفاده قرار گرفته است، لگاریتم طبیعی فروش است، که در واقع نماینده اندازه شرکت فرض شده است. همانگونه که مشاهده می‌شود، این متغیر در چهار صنعت به عنوان عامل تأثیرگذار بر پاداش، انتخاب شده است و ضرایب بتای بدست آمده برای آن، نسبتاً بالاست، ضمن آنکه در همه صنایع مربوطه، این تأثیر، یک همبستگی مثبت بوده است. بنابراین با توجه به یافته‌ها، در بورس اوراق بهادار تهران، نظریه مدیریت‌گرایان مبنی بر تعیین پاداش بر اساس اندازه شرکت، تأیید می‌گردد.

۲) پس از اندازه شرکت، دو متغیر نسبت بازده داراییها و اهرم مالی شرکت، از نظر معنی‌داری رابطه با پاداش در اولویت دوم قرار دارند. ولی همانگونه که ملاحظه می‌شود، ضرایب بدست آمده برای نسبت بازده داراییها، مثبت می‌باشد، در صورتی که همبستگی اهرم مالی با پاداش، یک همبستگی منفی است. بدین معنی که اگر چنانچه متغیر نسبت بازدهی داراییها، با عملکرد شرکت مرتبط باشد و ثروت سهامداران را تحت تأثیر قرار دهد، پرداخت پاداش به هیأت‌مدیره، پاسخی در واکنش به مساعد بودن این نسبت بوده است و می‌توان بر اساس تغییرات نسبت مذکور، رقم پاداش پرداختی به هیأت‌مدیره را توضیح داد. نتایج بدست آمده، حاکی از پذیرش ارتباط بین نسبت مزبور و تأثیر آن بر ثروت سهامداران است. چرا که به نظر می‌رسد بر تصمیم‌گیری سهامداران در تعیین پاداش هیأت‌مدیره، تأثیرگذار بوده است. از سوی دیگر با افزایش بدهیها و به تبع آن اهرم مالی شرکت، پاداش پرداختی به هیأت‌مدیره کاهش می‌یابد. این نتیجه را می‌توان چنین توجیه نمود که افزایش بدهیها، منجر به افزایش ریسک مالی تحمیلی به سهامداران می‌گردد، لذا بازده آتی مورد انتظار آنان کاهش می‌یابد. سهامداران نیز به منظور تعدیل این مخاطره اضافی، دست به تعدیل پاداش هیأت‌مدیره می‌زنند. این نتیجه، مؤید و همسو با پیش‌بینیهای تئوریک است.

جدول ۳- طبقه‌بندی برحسب صنعت و تلفیق صنایع

صنایع تلفیقی		
کد تلفیقی	صنایع زیر مجموعه	تعداد شرکتهای انتخابی
۱۵	غذایی	۱۱
۲۰	نساجی	۳
	چوب و کاغذ	
۲۳	فرآورده های نفتی	۲۲
	شیمیایی	
۲۶	لاستیک و پلاستیک	۱۹
	محصولات غیر فلزی	
۲۷	فلزات اساسی	۸
	محصولات فلزی	
۲۹	تجهیزات	۱۱
	دستگاههای برقی	
	وسایل ارتباطی	
۳۳	نقلیه موتوری	۵
	تجهیزات حمل و نقل	
۶۵	واسطه گری مالی	۳
مجموع ۸ صنعت تلفیق شده		۸۲ شرکت

جدول ۴- خلاصه نتایج حاصل از آزمون مدل در صنایع مختلف

شماره فرضیه	نام متغیر مستقل	* ضریب بنا برای متغیرهای تأثیرگذار بر حسب صنعت							
		۱۵	۲۰	۲۲	۲۶	۲۷	۲۹	۳۲	۶۵
اول	RET					۰/۶۴۵			
دوم	ROA			۰/۳۳۰			۰/۳۰۴		
سوم	ROE		۰/۶۸۱						
چهارم	Δ RET					-۰/۴۸۸			
پنجم	Δ ROA			-۰/۲۵۳					
ششم	Δ ROE								۰/۵۴۲
هفتم	Rel Δ EBIT								
هشتم	Rel Δ NPbt								
نهم	Rel Δ R								
دهم	FL	-۰/۳۲۱			-۰/۳۶۰				
یازدهم	Δ FL								
دوازدهم	LN R	۰/۵۳۶			۰/۴۸۷		۰/۳۸۵		۰/۷۵۱
سیزدهم	STR					۰/۳۴۱			
ضریب تعیین تصحیح شده (R^2)		۰/۲۹۹	۰/۲۲۲	۰/۰۸۸	۰/۲۵۳	۰/۲۶۲	۰/۳۲۱	۰	۰/۵۲۸
تعداد شرکت‌های زیرمجموعه		۱۱	۳	۲۲	۱۹	۸	۱۱	۵	۳

* - متغیر وابسته پاداش (Bonus) است.

۳) سه متغیر نسبی در نظر گرفته شده، شامل تغییرات نسبی سود عملیاتی، تغییرات نسبی سود قبل از کسر مالیات و تغییرات نسبی فروش، در هیچیک از صنایع دارای رابطه معنی‌داری با پاداش هیأت‌مدیره نبوده‌اند. نتایج حاصل، در مورد تغییرات در اهرم مالی نیز به همین منوال بوده است. شاید یک دلیل ممکن آن باشد، که در این مطالعه، روابط هر یک از این متغیرها با پاداش، در یک مقطع کوتاه‌مدت از زمان بررسی شده است. به عبارت دیگر در کوتاه مدت، این متغیرها پاداش را تحت تأثیر قرار نداده‌اند.

۴) سایر متغیرهای مورد بررسی، هر کدام، فقط در یک صنعت خاص، به عنوان عامل تأثیرگذار بر پاداش معرفی شده‌اند. البته بر خلاف پیش‌بینی‌های تئوریک، متغیرهای تغییر در بازدهی دارای رابطه منفی با پاداش بوده‌اند. نتیجه حاصل، مغایر با پیش‌بینی‌های تئوریک و برخلاف انتظار است، که شاید بتوان آنرا به سه طریق توجیه نمود:

اول آنکه، نتیجه حاصل ممکن است به دلیل دیدگاه کوتاه‌مدت اتخاذ شده در این مطالعه بدست آمده باشد، چرا که ممکن است سهامداران این افزایش و یا کاهش مقطعی را، موقتی و بی ثبات پیش‌بینی نمایند.

توجیه دوم آنکه، ممکن است عدم تحقق انتظارات سهامداران نیز بر این رابطه تأثیرگذار باشد، به این ترتیب که علیرغم افزایش نسبت بازدهی در مقایسه با دوره قبل، این افزایش از حد مورد انتظار سهامداران کمتر باشد و بالعکس.

نهایتاً اینکه نتیجه غیرمنطقی بدست آمده، تحت تأثیر کارایی بازار باشد، چرا که با استناد به مباحث تئوریک، پاداش زمانی پرداخت می‌گردد که عملکرد شرکت تبعات مساعدی برای سهامداران در پی داشته باشد و پیامدهای مربوطه، توسط آنان دریافت شود. حال آنکه در بازار اوراق بهادار تهران، دو احتمال وجود دارد:

اول آنکه فرض اساسی در نظر گرفته شده، مبنی بر ارتباط بین نسبت بازده داراییها و عملکرد شرکت صحیح نباشد، و یا اینکه، فرض مزبور صحیح باشد، ولی به دلیل عدم کارایی بازار، تبعات مساعد یا نامساعد حاصل از عملکرد، با تأخیر زمانی در قیمت‌ها منعکس گردند و منتفع یا متضرر شدن سهامداران از پیامدهای آن، با تأخیر زمانی صورت گیرد. لذا پرداخت و یا عدم پرداخت پاداش، با تأخیر زمانی نسبت به تغییرات بازدهی مواجه است.

۵) از بررسی نتایج به تفکیک صنایع، می‌توان دریافت که در صنعت کد ۲۷، بر معیار بازار ارزیابی عملکرد تأکید بوده است. با توجه به معیار مورد استفاده به عنوان جانشین عملکرد بازار (بازده بازار سهام)، این نتیجه بیانگر آنست که در صنایع مزبور (فلزات اساسی و محصولات فلزی)، توجه و تأکید سهامداران، بر افزایش یا کاهش قیمت بازار سهام و سود سهام دریافتی طی دوره بوده است و در تصمیم‌گیری خود جهت پرداخت پاداش به هیأت‌مدیره، بر بازده بازار سهام تمرکز نموده‌اند. البته در اکثر صنایع دیگر، معیارهای حسابداری، کانون توجه بوده‌اند، بدین

معنی که در این صنایع، سهامداران بر اساس اطلاعات - ابعاد - ارزش - ...

شرکت، نسبت به تعیین پاداش هیأت‌مدیره اقدام نموده‌اند. این در حالی است که در صنعت ۳۴، هیچیک از این معیارها، مرتبط با پاداش، تشخیص داده نشده‌اند.

۶) بیشترین ضریب تعیین تصحیح شده متعلق به مدل مربوط به صنعت کد ۶۵ (واسطه‌گری مالی) و کمترین آن متعلق به صنعت کد ۳۴ (صنایع نقلیه موتوری و تجهیزات حمل و نقل) می‌باشد، که به ترتیب برای دو مدل مذکور برابر با ۰/۵۲۸ و صفر بدست آمده‌اند. این امر نشان‌دهنده فزونی قدرت توصیف مدل مورد استفاده، در صنعت واسطه‌گری مالی نسبت به صنایع نقلیه موتوری و تجهیزات حمل و نقل است و بدان معنی است که در صنعت کد ۶۵، متغیرهای مستقل مورد استفاده در مدل، قادر به توضیح بیش از ۵۰ درصد از تغییرات در متغیر وابسته هستند، در حالی که در صنعت کد ۳۴ این قدرت تبیین، صفر بدست آمده است، به عبارت دیگر در صنعت کد ۳۴، پاداش پرداختی به هیأت‌مدیره، با هیچیک از متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده در مدل، رابطه معنی‌داری ندارد. لذا می‌توان چنین استنباط کرد که در این صنایع، عوامل دیگری غیر از متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده، پاداش را تحت تأثیر قرار می‌دهند، که در این مطالعه در نظر گرفته نشده‌اند.

استفاده از متغیر وابسته جایگزین

در تمامی فرضیه‌ها، متغیر وابسته پاداش را با تغییرات آن جایگزین نموده و مجدداً به آزمون کلیه فرضیه‌ها پرداختیم. بر اساس یافته‌ها، تنها فرضیه‌ای که مورد پذیرش قرار گرفته است، فرضیه دوم می‌باشد. بدین معنی که نسبت بازده داراییها، دارای رابطه معنی‌داری با تغییرات پاداش می‌باشد. ضریب بتای محاسبه شده برای این متغیر، در مدل مورد استفاده، برابر با ۰/۰۴۵ بدست آمد، که حاکی از وجود همبستگی مثبت، بین دو متغیر نسبت بازده داراییها و تغییرات پاداش است.

در مقایسه با مدل قبلی، ضریب تعیین تصحیح شده مدل نیز، به میزان چشمگیری کاهش یافته است. براساس نتایج حاصل از آزمون مدل، سایر فرضیه‌های در نظر گرفته شده در سطح خطای ۵٪ رد شده‌اند. شاید دلیل این امر تأثیر عدم کارایی احتمالی بازار بر روابط بین متغیرها باشد، چرا که در صورت عدم کارایی بازار، نتایج حاصل از عملکرد شرکت، به سرعت و بموقع در قیمتها منعکس نمی‌گردد. لذا منافع و یا مضرات حاصل از عملکرد، با تأخیر زمانی، توسط سهامداران دریافت

زمان شود. بنابراین چنین پیش بینی می‌شود که اگر دیدگاهی تأخیری مد نظر قرار گیرد و رابطه عملکرد سالهای قبل، با تغییرات پاداش دوره بررسی شود، به نتایج بهتری دست یابیم. بررسی دقیق این نظریه، به تحقیقات آتی موکول می‌شود.

نتیجه‌گیری

در این مقاله، با هدف تبیین ساز و کارهای موجود در بازار، سعی در تعیین عوامل تأثیرگذار بر پاداش هیأت‌مدیره، بر اساس اطلاعات موجود در بازار اوراق بهادار تهران نمودیم. فرض بر آنست که پاداش هیأت‌مدیره، بیانگر واکنش شرکتها نسبت به مشاهدات خاص، نظیر عملکرد بازار یا عملکرد حسابداری است و تحت تأثیر برخی فاکتورهای دیگر، نظیر اندازه شرکت، نوع صنعت و تمرکز یا عدم تمرکز قرار می‌گیرد.

بدین منظور همانگونه که ملاحظه گردید، به آزمون تجربی فرضیات مطرح شده، با استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره، پرداختیم. ابتدا پاداش هیأت‌مدیره، به عنوان متغیر وابسته مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌ها حاکی از رابطه معنی‌دار پنج متغیر نسبت بازده داراییها، لگاریتم طبیعی فروش، اهرم مالی شرکت، تغییرات در نسبت بازده داراییها و تمرکز مالکیت، (از مجموع سیزده متغیر مورد بررسی) با پاداش هیأت‌مدیره است.

در مرحله بعد، به بررسی مجدد روابط بین متغیر وابسته پاداش هیأت‌مدیره و متغیرهای مستقل انتخابی، در هر یک از صنایع خاص پرداختیم و نتایج حاصل، تحلیل گردید. همانگونه که تشریح شد در سطح صنایع، متغیری که در تعیین پاداش بیش از سایر متغیرها مورد استفاده بوده است، اندازه شرکت می‌باشد.

در پایان نیز متغیر پاداش را، با تغییرات آن نسبت به سال قبل، جایگزین نمودیم و مجدداً روابط بین متغیرهای مستقل را با تغییرات پاداش، بررسی نمودیم. بر اساس نتایج حاصله، در این مرحله تنها متغیری که دارای رابطه معنی‌داری با تغییرات پاداش است، نسبت بازده داراییها می‌باشد.

نتایج بدست آمده حاکی از آنست که در بازار اوراق بهادار تهران، فاکتور اندازه شرکت در تعیین پاداش هیأت‌مدیره حایز اهمیت است (دیدگاه مدیریت گرایان) که این امر ممکن است منجر به توجه افراطی مدیران به افزایش اندازه شرکت شود و آنان را

ارزیابی عملکرد بر مبنای ارقام حسابداری توجه می‌شود و چون با انتخاب روش حسابداری می‌توان این معیارها را تحت تأثیر قرار داد، ممکن است منجر به افزایش انگیزه حساب‌آرایی و دستکاری سود در مدیران این شرکتها گردد. به نظر می‌رسد راهکار در دسترس جهت کاهش مشکلات نمایندگی، توجه بیشتر به معیارهای پرداخت حقالزحمه است و شاید از طریق تمرکز بر نحوه اعطای پاداش و معیار مربوطه، بتوان به بهبود عملکرد شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران امیدوار بود.

پیشنهادهای به منظور انجام تحقیقات آتی

۱) همانگونه که ذکر شد، پیش بینی تئوری نمایندگی از روابط بین پاداش و متغیرهای عملکرد، رابطه‌ای دوسویه است. ما در این مطالعه، فقط به تعیین متغیرهای مختلف تأثیرگذار بر پاداش هیأت‌مدیره، پرداخته‌ایم. لذا، یک زمینه تحقیقاتی سودمند که می‌تواند منجر به افزایش آگاهی در مورد عملکرد بازارهای مالی گردد، بررسی تأثیر پاداش پرداختی، بر عملکرد شرکتهاست.

۲) در برخی موارد، یافته‌های تحقیق با پیش بینیهای تئوریک مطابقت نداشته است. شاید یک دلیل این موضوع آن باشد که تغییرات متغیرها، طی یک دوره زمانی کوتاه‌مدت (یکساله) در نظر گرفته شده‌اند. لذا یک رویکرد فرارو، به منظور انجام تحقیقات آتی آنست که رابطه تغییرات متغیرها در مقاطع زمانی بلندمدت، با پاداش بررسی گردد.

۳) با توجه به تحقیقات مختلف انجام شده که کارایی بازار ایران را تأیید نکرده‌اند، یک رویکرد ممکن برای بررسی روابط بین متغیرها آنست که روابط بین آنها را، با تأخیر زمانی بررسی نماییم. چرا که ممکن است تأثیر برخی از متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته، با تأخیر زمانی صورت گیرد.

۴) بررسی ارتباط بین پاداش هیأت‌مدیره و اقدام به حساب‌آرایی و هموارسازی سود توسط مدیران شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران.

۵) بررسی رابطه برخی متغیرهای دیگر، نظیر ارزش افزوده اقتصادی (EVA)^۱، ارزش افزوده بازار (MVA)^۱، خالص جریان‌ات نقدی و Q تویین^۲، با پاداش نیز می‌تواند مفید باشد.

۶) رابطه پاداش و حقوق الزحمه مدیرعامل (CEO) با متغیرهای عملکردی، در مطالعات زیادی بررسی شده است. چنانچه بتوان اطلاعات مربوطه را بدست آورد، مطالعه در این زمینه می‌تواند سودمند باشد.

منابع و مأخذ

منابع فارسی

۱- نمازی، محمد و محمد سیرانی (۱۳۸۳). "بررسی تجربی سازه های مهم در تعیین قراردادهای، شاخصها و پارامترهای پاداش مدیران عامل شرکتها در ایران". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۳۶، ۹۴-۶۵.

منابع لاتین

- 1-Anderson M.C., Banker, R. and S. Ravindran (1999). "Interrelations Between Components Of Executive's Compensation and Market and Accounting Based Performance Measures". Working Paper AIM-98-2, The University Of Texas At Dallas.
- 2-Baber, W.R., Janakiraman, S.N. and S.H. Kang (1996). "Investment Opportunities and The Structure Of Executive Compensation". Journal of Accounting and Economics, No. 21, pp. 297-318.
- 3-Belkaoui, A. (1992). "Executive Compensation, Organizational Effectiveness, Social Performance and Firm Performance: An Empirical Investigation". Journal Of Business Finance and Accounting, Vol. 19, Issue 1, pp. 25-38.
- 4-Bloom, M. and G.T. Milkovich (1998). "Relationship Among Risk, Incentive Pay and Organizational Performance". Academy Of Management Journal, Vol. 41, Issue 3, pp. 283-297.
- 5-Coles, J.W., McWilliams, V.B. and N. Sen (2001). "An Examination Of The Relationship Of Governance Mechanisms To Performance". Journal Of Management, No. 27, pp. 23-50.
- 6-Ely, K. (1991). "InterIndustry Differences In The Relation Between Compensation and Firm Performance". Journal Of Accounting Research, No. 29, pp. 37-58.
- 7-Eriksson, T. (2000). "What Determines Manager's Pay?". Long Range Planning, No. 33, pp. 544-559.
- 8-Freeman, S. (1977). "Wage Trend As Performance Displays Production Potential: A Model and Application To Early Retirements". Bell Journal of Economics, No. 8, pp. 419-433.
- 9-Hall, B.J., and J.B. Liebman (1998). "Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?". Quarterly Journal of Economics, No. 93, pp. 653-

- 10-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.
- 11-Harris, M. and B. Holmstrom (1982). "A Theory Of Wage Dynamics". Review of Economic Studies, No. 49, pp. 315-333.
- 12-Holmstrom, B. (1979). "Moral Hazard and Observability". The Bell Journal of Economics, No. 10, pp. 74-91.
- 13-Ittner, C.D. and M. Pizzini (2003). "Performance-based Compensation In Professional Service Firms". Working Paper, The University Of Pennsylvania.
- 14-Jensen, M.C., and K.J. Murphy (1990). "CEO Incentives : It's Not How Much You Pay, But How". Journal of Applied Corporate Finance, No. 3, pp. 36-49.
- 15-Jensen, M.C., and K.J. Murphy (1990). "Performance Pay and Top Management Incentives". Journal of Political Economy, No. 98, pp. 225-264.
- 16-Kato, T. and K. Kubo (2004). "CEO Compensation and Firm Performance In Japan: Evidence From New Panel Data On Individual CEO Pay". Working Paper No. 210, Center On Japanese Economy and Business, Columbia Business School.
- 17-Kraft, K. and A. Niederprum (1999). "Determinants Of Management Compensation With Risk Averse Agents and Dispersed Ownership Of The Firm". Journal Of Economic Behavior & Organization, No. 40, pp. 17-27.
- 18-Lambert, R. and D. Larcker (1987). "An Analysis Of The Use Of Accounting and Market Measures Of Performance In Executive Compensation Contracts". Journal Of Accounting Research, No. 25, pp. 85-125.
- 19-Murphy K. (1985). "Corporate Performance and Managerial Remuneration". Journal Of Accounting And Economics, No. 17, pp. 11-42.
- 20-Murphy, K.J. (1986). "Top Executive Are Worth Every Nickel They Get". Harvard Business Review, No. 64, pp. 125-132.
- 21-Murphy, K.J. (1999). "Executive Compensation". Handbook Of Labor Economics, Vol. 1, pp. 2485-2563.
- 22-Rosen S. (1992). "Contracts and The Market For Executives". Contract Economics, pp. 181-211.

23-Tosi, H.L., Werner, S., Katz, J.P. and L.R. Gomez-Mejia (2000). "How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis Of CEO Pay Studies". *Journal Of Management*, Vol. 26, Issue 2, pp. 301-339.

24-Werner, S. and S.G. Ward (2004). "Recent Compensation Research: An Eclectic Review". *Human Resource Management Review*, No. 14, pp. 201-227.