

پژوهش‌های حسابداری مالی  
سال هفتم، شماره دوم، شماره پیاپی (۲۴)، تابستان ۱۳۹۴  
تاریخ وصول: ۱۳۹۳/۱/۳۱  
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۶/۲۳  
صص: ۱۷-۳۲

## بررسی ساختار مالکیت و رابطه میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

احمد احمدپور<sup>۱\*</sup>، سعید جوان<sup>\*\*</sup>

\* استاد حسابداری دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران

ahmadpour@umz.ac.ir

\*\* کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران

saeedjavan11@yahoo.com

### چکیده

از زمانی که صاحب کار، عاملی را از جانب خود منصوب نمود و اختیار تصمیم‌گیری را به او تفویض کرد، رابطه نمایندگی بوجود آمد. در رابطه نمایندگی، فرض می‌شود که هر یک از طرفین سعی دارند منافع خود را حداکثر نمایند. یکی از راه‌های مناسب جهت کاهش تضاد نمایندگی، پرداخت پاداش به مدیران بر مبنای عملکرد شرکت می‌باشد. تحقیق حاضر برای فراهم آوردن شواهدی در رابطه با تاثیر تمرکز مالکیت بر ارتباط میان پاداش مدیران و عملکرد شرکت در انواع مالکیت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، صورت گرفته است. از این رو ۵۳ شرکت برای یک دوره ۶ ساله از سال ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۱ مورد بررسی قرار گرفتند. در این پژوهش از رگرسیون چند متغیره برای بررسی داده‌های تابلویی استفاده شده است. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت رابطه مثبت و معنی‌داری با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد شرکت‌ها دارد. یعنی هر چه تمرکز مالکیت بالاتر رود، برای پرداخت پاداش به مدیریت، به عملکرد شرکت اهمیت بیشتری داده می‌شود. علاوه بر این، تمرکز مالکیت در شرکت‌های نهادی رابطه منفی و معنی‌داری با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد حسابداری (بازده دارایی و بازده فروش) دارد. در حالی که در مالکیت شرکتی تمرکز مالکیت رابطه مثبت و معنی‌داری با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و بازده سالیانه سهام دارد، اما در مالکیت مدیریتی هیچ‌گونه ارتباطی دیده نشد.

**واژه‌های کلیدی:** ساختار مالکیت، عملکرد شرکت، پاداش هیأت‌مدیره، تمرکز مالکیت.

۱- نشانی مکاتباتی نویسنده مسؤول: بابلسر، پردیس دانشگاه مازندران، دانشکده علوم اقتصادی و اداری.

## مقدمه

ارزیابی عملکرد شرکت‌ها شکل گرفته‌اند. روش‌های اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها و یافتن راهکارهای کنترل عملکرد آن‌ها که عموماً به انواع مالکیت سهام شرکت‌ها مربوط می‌شود، مسئله مهمی است که پرداختن به آن امکان توسعه ثروت و درآمد را افزایش می‌دهد. تاثیر انواع مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها که در خارج از کشور ذهن نظریه‌پردازان اقتصادی را به خود مشغول کرده است، در ایران نیز باید محور بسیاری از بررسی‌ها قرار گیرد [۶].

همسو بودن منافع مدیر اجرایی با سهامداران عمده، یک مکانیزم نظارتی مهم است [۱۴]. در اقتصادهایی با مالکیت نامناسب، غالباً سهامداران عمده شرکت، مسئول تغییر پاداش مدیران عامل شرکت‌ها هستند. تاثیر تمرکز مالکیت، بر انگیزه‌های مدیر اجرایی متفاوت است، مرفی اظهار داشت که سهامداران عمده انگیزه زیادی دارند تا در مدیریت از طریق پرداخت حقوق به مدیرعامل براساس گزارش عملکرد شرکت، انگیزه ایجاد کنند [۱۰].

طبق تئوری سهامداری راهبری شرکتی، شرکت‌ها باید به گونه‌ای اداره شوند که ثروت سهامداران را حداکثر کنند و سهامداران باید حق تصمیم‌گیری داشته باشند. آلچن و دمستز که پیشگامان تئوری حقوق دارایی‌ها بوده‌اند، عنوان کرده‌اند که راه حل برای کم کاری برخی از اعضا در یک کار تیمی، در نزد سایر اعضای تیم است که از طریق کنترل کردن و داشتن قدرت و اختیار برای رهبری کردن صورت می‌گیرد.

در نتیجه کار کنترلی اعضایی که تمایل دارند کار به خوبی انجام گیرد، از طریق پافشاری آن‌ها بر اهداف و علایق خود، نهایتاً ارزش کل کار حداکثر خواهد شد [۱۹].

ظهور انقلاب صنعتی در قرن نوزدهم، آغازی برای تشکیل شرکت‌های سهامی با مسئولیت محدود بود و مشارکت در مالکیت این شرکت‌ها را برای عموم میسر ساخت. سیستم بازار طوری سازماندهی گردید که مالکان شرکت‌ها، اداره شرکت را به مدیران شرکت تفویض کردند. جدایی مالکیت از مدیریت منجر به بوجود آمدن مسئله نمایندگی گردید [۸].

رابطه نمایندگی برطبق تعریف جنسن و مک‌لینگ، قراردادی است براساس آن صاحب کار یا مالک، نماینده یا عامل را از جانب خود منصوب نموده و اختیار تصمیم‌گیری را به او تفویض می‌کند. در رابطه نمایندگی، فرض می‌شود هر یک از طرفین سعی دارند منافع خود را حداکثر نمایند. هدف مالکان نیز حداکثرسازی ثروتشان است [۷].

به‌منظور تقلیل مشکلات نمایندگی 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 آن‌ها تمرکز نمود. بدین ترتیب، می‌توان مدیران را در بکارگیری توانایی‌ها و مهارت‌هایشان در راستای منافع مالکان، ترغیب نمود و در آن‌ها انگیزه ایجاد کرد. پرداخت پاداش بر اساس عملکرد به مدیران، به عنوان جزئی از حق‌الزحمه آن‌ها، یکی از روش‌های مطرح به منظور انگیزش مدیران و یکی از ابزارهای رایج، به منظور همسو نمودن دیدگاه‌ها و عملکرد مباشران در راستای افزایش ثروت سهامداران است [۳].

همراه با گسترش پژوهش‌های مربوط به تعریف و ماهیت شرکت، انبوهی از نظریات مربوط به

فعالیت‌های زیادی در راستای خصوصی‌سازی صورت گرفته است اما همان‌گونه که بیان شد، تجربه خصوصی‌سازی در کشورهای مختلف و از جمله ایران نشان می‌دهد که خصوصی‌سازی به خودی خود الزاماً در همه موارد منجر به بهبود عملکرد نشده است. داشتن ساختار مالکیت مناسب لازمه خصوصی‌سازی موفق می‌باشد و می‌تواند شرکت‌ها را در جهت تحقق اهداف خصوصی‌سازیشان یاری نماید [۲].

در اقتصادهایی با مالکیت نامناسب، غالباً سهامداران عمده شرکت مسئول تغییر پاداش مدیران شرکت‌ها هستند. تاثیر تمرکز مالکیت و کنترل بیش از اندازه، بر انگیزه‌های مدیر اجرایی، متفاوت است. البته عملکرد یک بنگاه اقتصادی تابع عوامل متعددی است که یکی از این عوامل ساختار مالکیت شرکت‌هاست که می‌تواند بر عملکرد آن‌ها تاثیرگذار باشد [۱۵].

در شرکت‌های گسترده امروزی به دلیل تعداد مالکان و سهامداران، نظارت مستقیم بر عملکرد شرکت توسط سهامداران میسر نیست و گروه مزبور صرفاً می‌توانند از مزایای حاصله بهره‌مند گردند، لذا منطقی است که از طریق ایجاد مکانیزم‌های نظارتی، درصدد حفظ منافع خود و کنترل بهینه رفتار مدیران استخدامی برآیند. یکی از ابزارهای مهم جهت دستیابی به این مهم، اعطای پاداش به مدیران بر اساس عملکرد آنان و ایجاد انگیزه در مباحثان، در راستای اهداف شرکت، می‌باشد [۳].

مشایخ و عبداللهی در سال ۱۳۹۰ در مقاله‌ای، به بررسی رابطه میان تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند [۶].

در بررسی ادبیات موضوع علاوه بر رویکرد هزینه نمایندگی، برخی دیگر از مکانیسم‌ها به منظور بیان تفاوت‌ها و رابطه ساختار مالکیت و عملکرد شرکت عنوان شده‌اند. به‌طور کلی تئوری نمایندگی برای تحلیل روابط بین سهامداران و نمایندگان به کار می‌رود ولی بسیار مهم است که تفاوت‌های بین طبقات مختلف سهامداران نیز درک شود، چرا که برخی از سهامداران ممکن است انگیزه‌ها و استراتژی‌های متفاوتی برای عملیات کنترلی خود داشته باشند. همچنین ممکن است برخی از آن‌ها همچون مالکان نهادی، دانش و توانایی بیشتری برای گرفتن نتایج بهتر از عملیات شرکت داشته باشند. بنابراین طبقات مختلف مالکان، تاثیرات شبکه‌ای متفاوتی خواهند داشت [۱۸].

#### ادبیات پژوهش

واژه مالکیت در فرهنگ معین به معنی "حقی" است که انسان نسبت به شی دارد و می‌تواند هرگونه تصرفی در آن بنماید بجز آنچه که مورد استثنای قانون است". منظور از ساختار مالکیت، مشخص کردن بافت و ترکیب سهامداران یک شرکت و بعضاً مالک عمده نهایی سهام آن شرکت است [۱].

ساختار مالکیت از موضوعات اساسی در بحث راهبری شرکتی می‌باشد. تحقیقات قبلی نشان می‌دهد که داشتن ساختار مالکیت مناسب با توجه به شرایط محیطی کشورهای مختلف فرق می‌کند و الگوی یکسانی در کلیه کشورها حاکم نیست. بررسی نتایج خصوصی‌سازی در کشورهای بلوک شرق نشان می‌دهد که عدم تمرکز مالکیت به کاهش کارایی شرکت‌های خصوصی‌سازی شده انجامیده است. در ایران نیز همچون بسیاری از کشورها

به آزمون اثرات نوع مالکیت نشان می‌دهد که برخلاف رابطه معکوس بین بازده سهام و نسبت مالکیت دولتی، رابطه بین نسبت مالکیت انفرادی، شرکتی و خصوصی با بازدهی، مستقیم و معنادار است [۴].

مشایخ و ماه‌آورپور در سال ۱۳۸۸ در مقاله‌ای رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد مدیران را در شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین تمرکز مالکیت و معیار سود هر سهم رابطه معنی‌داری وجود دارد، و ارتباط بین تمرکز مالکیت و معیار بازدهی بستگی به نوع مالکیت و عوامل موثر بر بازدهی دارد. علاوه بر این، آن‌ها متوجه شدند که هرچه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، کنترل بیشتری بر مدیران اعمال گردیده و موجب بهبود عملکرد شرکت‌ها می‌شود [۵].

نمازی و کرمانی در سال ۱۳۸۷ در پژوهشی، تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت رابطه معنی‌دار و منفی مشاهده نمودند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که حضور سرمایه‌گذاران شرکتی در ساختار مالکیت شرکت‌ها باعث بهبود عملکرد آن‌ها می‌شود و رابطه آن‌ها با هم مثبت و معنی‌دار است [۷].

در مورد سرمایه‌گذاران مدیریتی نتایج معکوس مشاهده شد، یعنی با وجود سرمایه‌گذاران مدیریتی در ساختار مالکیت شرکت‌ها، عملکرد آن‌ها ضعیف‌تر می‌شود. در نهایت، یافته‌های این پژوهش نشان‌دهنده وجود یک رابطه معنی‌دار بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آن‌ها بود.

در این پژوهش درصد مالکیت سهامداران عمده بالای ۵٪ به عنوان تمرکز مالکیت و سه نسبت بازده دارایی، بازده سهام و کیوتوبین به عنوان معیارهایی جهت سنجش عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود نیز با استفاده از نسبت DPS/EPS مورد سنجش قرار گرفته است. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد میان تمرکز مالکیت و دو معیار عملکرد یعنی بازده سهام و کیوتوبین رابطه معنی‌داری وجود دارد و هرچه تمرکز مالکیت بیشتر باشد کنترل بیشتری بر مدیران اعمال شده و عملکرد شرکت بهبود می‌یابد. واعظ و همکاران در سال ۱۳۸۹ در پژوهشی، تاثیر ساختار مالکیت را بر عملکرد شرکت و سیاست پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها ساختار مالکیت را به عنوان متغیر مستقل از دو جنبه ترکیب و تمرکز مالکیت بررسی کردند [۸].

نتایج این پژوهش بیانگر این مطالب بود که تمرکز مالکیت مدیریتی با ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری دارد. مالکیت دولتی بر بازده شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد. ضمناً فرضیه وجود رابطه معنادار و مثبت میان اندازه شرکت و عملکرد شرکت رد شد و معناداری رابطه به صورت منفی مورد تایید قرار گرفت.

محمدی و همکاران در سال ۱۳۸۸ در پژوهشی، به بررسی نقش و اثرات تمرکز و نوع مالکیت بر دو عامل بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. یافته‌های آن‌ها حاکی از وجود یک رابطه مثبت و معنادار بین دو عامل تمرکز مالکیت و بازدهی شرکت‌ها و عدم وجود هرگونه رابطه معنادار بین مالکیت متمرکز و ارزش شرکت‌ها بوده است. از سوی دیگر نتایج مربوط

بورس اوراق بهادار کراچی پرداختند. آن‌ها مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت را به عنوان شاخصی برای ساختار مالکیت و نیز نسبت کیو تو بین را به عنوان نماینده عملکرد شرکت مورد بررسی قرار دادند. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که مالکیت مدیریتی ارتباط معنی‌دار و منفی با عملکرد شرکت دارد، همچنین تمرکز مالکیت با عملکرد شرکت ارتباط بسیار کمی دارد [۱۷].

کاو و همکاران در سال ۲۰۱۱ در مقاله‌ای تاثیر ساختار مالکیت بر روی پاداش مدیران اجرایی، و ارتباط میان حقوق و عملکرد مدیران را در بورس اوراق بهادار شانگهای و بورس اوراق بهادار شنزن مورد بررسی قرار دادند. نتایج بدست آمده حاکی از تاثیر مثبت تمرکز مالکیت سهامداران کنترل‌کننده نهایی بر ارتباط میان حقوق و عملکرد مدیران است [۱۰]. همچنین در شرکت‌های دولتی، حقوق مدیرعامل به عملکرد شرکت بر اساس حسابداری (بازده دارایی و بازده فروش) بستگی دارد، در حالی که در شرکت‌های کنترل شده به شکل خصوصی، حقوق مدیرعامل به عملکرد شرکت بر اساس بازار (بازده سالیانه سهام) بستگی دارد. تمرکز مالکیت، تاثیری بر ارتباط حقوق و عملکرد مدیران در شرکت‌هایی با مالکیت نهادی ندارد.

بارنتینی و بززی در پژوهشی در سال ۲۰۱۰، به بررسی پاداش مدیران عامل در شرکت‌های خانوادگی در بورس اوراق بهادار ایتالیا پرداختند. این پژوهش با تمرکز ویژه بر تاثیرات اعمال شده توسط ویژگی‌های حاکمیتی مانند تمرکز مالکیت، تفاوت میان حق مالکیت و حق رأی (کنترل)، و وجود توافقنامه سهامداران انجام شده است. نتایج نشان داد که اعطای پاداش بالاتر در شرکت‌های

کبیرزاده در سال ۱۳۸۷ در مقاله‌ای به بررسی عوامل تاثیرگذار بر پاداش هیأت‌مدیره در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت [۳]. 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. او در ادامه بیان کرد، تنها تغییری که دارای رابطه معنی‌دار با تغییرات پاداش است، نسبت بازده دارایی می‌باشد.

او اظهار کرد که در بورس تهران، فاکتور اندازه شرکت در تعیین پاداش هیأت‌مدیره حائز اهمیت است، که این امر ممکن است منجر به توجه افراطی مدیران به افزایش اندازه شرکت شود و آنان را از توجه به عملکرد بازدارد. از سوی دیگر، در بازار اوراق بهادار تهران به معیارهای ارزیابی عملکرد بر مبنای ارقام حسابداری توجه می‌شود.

همان‌گونه که مشاهده شد، تحقیقات انجام شده در ایران به بررسی ارتباط میان ساختار مالکیت با عملکرد شرکت، ساختار مالکیت با پاداش مدیریت، عملکرد شرکت با پاداش مدیریت پرداخته است و در هیچ یک از آن‌ها این سه عامل، یعنی ساختار مالکیت، عملکرد شرکت و پاداش مدیریت در کنار یکدیگر مورد بررسی قرار نگرفته‌اند، فارغ از این مسئله که معیارهای بکار رفته جهت اندازه‌گیری عملکرد و نیز بازه زمانی این پژوهش با سایر پژوهش‌های گذشته متفاوت است.

در خارج از کشور نیز پژوهش‌هایی در این زمینه صورت گرفته است، به عنوان مثال خلیل رحمان و همکاران در سال ۲۰۱۲ در مقاله‌ای به بررسی ارتباط میان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در شرکت‌های غیرمالی پذیرفته‌شده در

پژوهش‌های آن‌ها به‌طور ضمنی بیان می‌کند که تمرکز مالکیت به‌طور معناداری بر سودآوری اثر منفی دارد [۲۰].

### فرضیه‌های پژوهش

تضاد نمایندگی میان مالکان و مدیران شرکت‌های سهامی موجب شده است تا سهامداران به فکر همسو نمودن منافع مدیران در جهت منافع مالکان شرکت‌ها برآیند، و برای رسیدن به این مهم، بهترین راه حل را در پرداخت پاداش به مدیران بر اساس عملکرد شرکت‌ها یافتند. در این پژوهش، میزان توجه انواع مالکیت به عملکرد شرکت، برای پرداخت پاداش به هیات‌مدیره، مورد ارزیابی قرار گرفته است. به همین منظور فرضیه‌های پژوهش براساس معیار تمرکز مالکیت به نمایندگی از ساختار مالکیت به عنوان عامل تاثیرگذار بر ارتباط میان حقوق مدیریت و عملکرد شرکت، پایه‌گذاری و مورد بررسی قرار می‌گیرد. با توجه به تئوری‌های موجود فرضیه‌هایی به شرح زیر تدوین گردیده است:

فرضیه ۱: افزایش تمرکز مالکیت رابطه مثبت و معنی‌داری با ارتباط میان پاداش هیات‌مدیره و عملکرد شرکت دارد.

فرضیه ۲: افزایش تمرکز مالکیت رابطه مثبت و معنی‌داری بر ارتباط پاداش هیات‌مدیره و عملکرد حسابداری در شرکت‌هایی با مالکیت نهادی دارد.

فرضیه ۳: افزایش تمرکز مالکیت رابطه مثبت و معنی‌داری بر ارتباط پاداش هیات‌مدیره و عملکرد بازار در شرکت‌هایی با مالکیت شرکتی دارد.

فرضیه ۴: افزایش تمرکز مالکیت رابطه مثبت و معنی‌داری بر ارتباط پاداش هیات‌مدیره و عملکرد بازار در شرکت‌هایی با مالکیت مدیریتی دارد.

خانوادگی، با توانایی و بازدهی حسابداری، در ارتباط است، نکته جالب توجه در یافته‌های این پژوهش این مطلب بود که کشمکش اصلی در شرکت‌های خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایتالیا، به جای آن‌که میان سهامداران و مدیران باشد، در میان مالکیت خانوادگی و سهامداران اقلیت دیده می‌شود. آن‌ها نشان دادند ساختار مالکیت تاثیر قابل ملاحظه‌ای بر پاداش مدیران دارد [۹].

فایرث و همکاران در پژوهشی در سال ۲۰۰۶، ارتباط میان عملکرد شرکت‌ها و پاداش مدیران را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس چین مورد بررسی قرار دادند. در این مقاله تاثیر عوامل مختلف بر پاداش مدیران و همچنین عواملی که موجب تعیین حقوق مدیران بر اساس عملکرد شرکت می‌شود، مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از این مقاله نشان داد، در شرکت‌هایی که سازمان‌ها و نهادهای دولتی، سهامدار اصلی آن می‌باشند به نظر نمی‌رسد عملکرد شرکت در تعیین طرح‌های پاداش مدیران اجرایی تاثیری داشته باشد. ضمناً آن‌ها متوجه شدند که در مالکیت شرکتی، حقوق مدیران اجرایی با سودآوری شرکت در ارتباط است، در مقابل، در شرکت‌های خصوصی، حقوق مدیران با تغییرات در ثروت سهامداران در ارتباط است [۱۲].

لیمان و یورگن در سال ۲۰۰۰ در پژوهشی با استفاده از ۳۶۱ شرکت آلمانی به بررسی تاثیر تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس آلمان پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که حضور سهامداران زیاد لزوماً سودآوری را افزایش نمی‌دهد. ضمناً درجه بالایی از تمرکز مالکیت برای بسیاری از شرکت‌های آلمانی در حالت پایین‌تری از حد مطلوب ظاهر شده است. شواهد بدست آمده از

## روش پژوهش

اطلاعات مورد نیاز پژوهش بر حسب نوع آن‌ها از منابع مختلفی جمع‌آوری شده‌اند. اطلاعات مربوط به ادبیات پژوهش و مباحث تئوریک از منابع کتابخانه‌ای مانند کتب و نشریات فارسی و لاتین و سایت‌های اینترنتی جمع‌آوری شده‌اند. اطلاعات مربوط به سهامداران از طریق بررسی یادداشت‌های توضیحی و با استفاده از دی وی دی‌های اطلاعات مالی شرکت‌ها، متعلق به سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و سایر اطلاعات مالی از طریق صورت‌های مالی حسابرسی شده، نرم‌افزار تدبیر پرداز و نرم‌افزار داده‌پرداز جمع‌آوری شده‌اند.

ابزارهای مورد استفاده جهت گردآوری داده‌ها نیز شامل مشاهده، آزمون‌های آماری، بانک‌های اطلاعاتی، نرم‌افزار اویوز<sup>۱</sup> و نرم‌افزار اکسل می‌باشد. در این پژوهش رابطه تمرکز مالکیت به عنوان شاخصه‌ای از ساختار مالکیت با ارتباط میان پاداش مدیریت و عملکرد شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. عملکرد شرکت نیز از طریق چهار معیار بازده دارایی، بازده فروش، بازده سهام و کیو توبین<sup>۲</sup> مورد ارزیابی قرار گرفته است که در چهار رگرسیون جداگانه ارتباط آن‌ها بررسی می‌شود.

بررسی رابطه میان متغیرهای این پژوهش ابتدا در سطح تمامی شرکت‌های عضو نمونه صورت گرفته و سپس با تقسیم مالکیت شرکت‌ها به سه گروه شرکت‌هایی با مالکیت نهادی، شرکت‌هایی با مالکیت شرکتی و شرکت‌هایی با مالکیت مدیریتی، آزمون‌های فوق مجدداً تکرار شده است تا اطلاعات

کامل‌تری در این زمینه حاصل گردد. متغیرهای مستقل این پژوهش به شرح زیر تعریف می‌گردند. تمرکز مالکیت: میزان درصد سهامی که در اختیار سهامدار اصلی شرکت (سهامداری که بیشترین سهام شرکت را در اختیار دارد) می‌باشد، تمرکز مالکیت نام دارد.

مالکیت نهادی: شرکت‌هایی که مالک اصلی آن‌ها سازمان‌ها و نهادهای عمومی می‌باشند، مانند بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، سازمان‌های دولتی و غیره.

مالکیت شرکتی: شرکت‌هایی که سهامدار اصلی آن‌ها شرکت‌های سهامی می‌باشند.

مالکیت مدیریتی: شرکت‌هایی که سهامدار اصلی آن‌ها افراد حقیقی و یا عضو خانواده هیأت‌مدیره می‌باشند.

سایر متغیرها به شکل زیر محاسبه می‌شود:

نگاره ۱. نماد، نام و نحوه محاسبه متغیرهای مستقل و وابسته

نماد متغیرها	نام متغیرها	روش‌های محاسبه
ROA	بازده دارایی‌ها	جمع دارایی‌ها / سود خالص
ROS	بازده فروش	فروش / سود خالص
Q	کیو توبین	ارزش دفتری دارایی / ارزش دفتری بدهی + ارزش روز سهام
LEV	اهرم مالی	جمع ارزش دفتری دارایی‌ها / جمع بدهی‌ها
SIZE	اندازه شرکت	(مجموع دارایی‌های شرکت) log
BOARD	اندازه هیأت مدیره	(تعداد اعضای هیأت مدیره) log
PAY	پاداش هیأت مدیره	(پاداش پرداختی به هیأت مدیره) log
RET	بازده سالیانه سهام	بازده کل سهام نسبت به اولین قیمت سهم

نمونه‌گیری به روش تصادفی احتمالی با شرایط زیر از میان تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در

<sup>1</sup> Eveiws

<sup>2</sup> Tubin's Q

- بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شد. نمونه اولیه پس از اعمال فیلترهای زیر مورد بررسی قرار گرفتند:
- ۱- تا قبل از سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
  - ۲- پایان سال مالی آن‌ها پایان اسفند ماه باشد.
  - ۳- در دوره مورد بررسی تغییر یا توقف در دوره مالی نداشته باشند.
  - ۴- جزو بانک‌ها و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های هلدینگ، بانک‌ها و لیزینگ‌ها) نباشند.
- لذا با توجه به فیلترهای فوق جامعه آماری به ۱۳۷ شرکت کاهش یافت، که با توجه به عدم اعلام پاداش هیأت‌مدیره توسط برخی از این شرکت‌ها نمونه نهایی به ۵۳ شرکت محدود شده است.
- قلمرو زمانی این پژوهش از پایان سال مالی ۱۳۸۶ لغایت پایان سال مالی ۱۳۹۱ به مدت ۶ سال می‌باشد.
- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره (۲) آمده است. کمیت‌های آماری توصیفی شامل حداقل، حداکثر، میانه، میانگین و انحراف معیار می‌باشد.

نگاره ۲. آمار توصیفی داده‌ها

متغیر	میانگین	میانه	مینیمم	ماکزیمم	انحراف معیار
PAY	۲/۶۱۶۴۱	۲/۶۸۱	۰	۳/۸۷۵	۰/۴۲۶۵۸۱۲
Own	۰/۴۸۰۰۵	۰/۴۹۸۸	۰/۰۵۵	۰/۹۲۳	۰/۱۹۲۲۴۳۵
ROA	۰/۱۵۱۵۵	۰/۱۳۷	-۰/۲۶۱	۰/۶۳۹	۰/۱۲۲۷۷۴۳
ROS	۰/۲۵۹۰۴	۰/۱۹۶	-۲/۱۲۸	۳/۳۵۷	۰/۳۴۵۴۶۰۳
RET	۰/۳۰۴۴۵	۰/۰۷۹۲	-۰/۸۷۰۳	۷/۳۴۱۴	۰/۸۹۲۷۲۵۸۵
Q	۱/۶۷۸۸۳	۱/۳۹۶	۰/۳۰۱	۷/۸۵۲	۰/۹۷۹۵۹۷۴
SIZE	۵/۷۷۰۳۳	۵/۷۴۷۵	۴/۲۵۴	۹/۲۷۳	۰/۵۹۹۴۴۷
BOARD	۰/۷۰۳۵۴	۰/۶۹۸	۰/۶۹۸	۰/۸۴۵	۰/۰۲۸۰۵۶
LEV	۰/۶۰۰۱۶	۰/۶۱۶۵	۰/۰۴۹	۱/۳۳۷	۰/۱۸۹۰۲۸
DUALITY	۰/۸۷۴۲۱	۱	۰	۱	۰/۳۲۸۹۸۹
FOR	۰/۰۲۸۳	۰	۰	۱	۰/۱۶۶۰۹۵

#### آزمون فرضیه‌ها و نتایج پژوهش

رابطه (۱):

$$PAY_{it} = \beta_0 + \beta_1 OWN_{it} + \beta_2 PERF_{it-1} + \beta_3 OWN_{it} * PERF_{it-1} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 BOARD_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 DUALITY_{it} + \beta_8 FOR_{it} + \epsilon_{it}$$

در رابطه (۱) که برای بررسی فرضیه اول از آن استفاده شده است، متغیرهای تمرکز مالکیت (OWN)، عملکرد شرکت (PERF)، (که این متغیر خود شامل نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)، نرخ بازده فروش (ROS)، کیو توبین (Q) و بازده سالانه سهام که از اطلاعات موجود در نرم‌افزار ره‌آوردنویین

استخراج شده است (RET) می‌باشد)، لگاریتم مجموع دارایی‌های شرکت (SIZE)، لگاریتم تعداد اعضای هیأت‌مدیره (BOARD)، اهرم مالی (LEV)، عضویت مدیرعامل در هیأت‌مدیره (DUALITY) و حضور سهامدار خارجی (FOR)، به عنوان متغیرهای مستقل استفاده شده‌اند. فرضیه اول برای این معادله به صورت زیر تعریف شده بود:

$H_0$  = تمرکز مالکیت رابطه مثبت و معنی‌داری با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد شرکت ندارد.



اگر بازده فروش به عنوان نماینده‌ای برای عملکرد شرکت در نظر گرفته شود از رگرسیون ترکیبی رابطه (۱) نتایج زیر حاصل می‌شود:

نگاره ۴. آزمون فرضیه اول با استفاده از بازده فروش

متغیر وابسته: PAY

متغیر	ضریب	آماره t	p-value
OWN	-۰/۲۲۹۶۲۸	-۰/۶۹۹۳۹۵	۰/۴۸۴۹
ROS	-۰/۰۹۰۵۹۸	-۰/۸۹۷۶۰۹	۰/۳۷۰۲
OWN*ROS	۰/۴۷۷۰۳۶	۱/۷۷۲۵۷۳	۰/۰۷۷۵
SIZE	۰/۱۹۲۱۰۱	۳/۰۱۰۵۰۸	۰/۰۰۲۹
BOARD	۰/۶۴۵۲۷۰	۰/۸۵۶۵۱۴	۰/۳۹۲۵
LEV	-۰/۳۱۲۸۱۳	-۲/۴۳۶۱۴۷	۰/۰۱۵۵
DUALITY	۰/۰۸۶۱۹۳	۱/۴۴۳۵۲۱	۰/۱۵۰۱
FOR	-۰/۰۱۶۸۲۷	-۰/۰۸۶۵۰۴	۰/۹۳۱۱
آماره F	۱۲/۷۲۴۸۹	آماره	۲/۱۷۲۶۶۴
دوربین واتسون			
Prob (F-statistic)	۰/۰۰۰۰۰۰	R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۶۹۰۰۴۲

مطابق با نگاره (۴)، معنی‌داری کل رگرسیون، در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌شود. ضریب ۰/۴۷۷۰۳۶ بیانگر این است که تمرکز مالکیت رابطه مثبتی با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد شرکت دارد. P-value برابر با ۰/۰۷۷۵ مربوط به ضریب متغیر مستقل در آماره t بر وجود معنی‌دار بودن این رابطه در سطح اطمینان ۹۲٪ دلالت می‌کند. بنابراین، می‌توان گفت تمرکز مالکیت رابطه مثبت و معنی‌داری با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد شرکت دارد. از طرفی، ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۶۹۰۰۴۲ بیان می‌دارد که بیش از ۶۹٪ متغیر وابسته، توسط متغیر مستقل توضیح داده می‌شود.

H<sub>1</sub> = تمرکز مالکیت رابطه مثبت و معنی‌داری با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد شرکت دارد.

اگر بازده دارایی به عنوان نماینده‌ای برای عملکرد شرکت در نظر گرفته شود از رگرسیون ترکیبی رابطه (۱) نتایج زیر حاصل می‌شود:

نگاره ۳. آزمون فرضیه اول با استفاده از بازده دارایی

متغیر وابسته: PAY

متغیر	ضریب	آماره t	p-value
OWN	-۰/۵۰۰۶۲۵	۴/۶۷۳۷۳۴	۰/۰۰۰۰
ROA	-۰/۸۲۷۰۰۱	-۳/۴۳۵۴۱۱	۰/۰۰۰۷
OWN*ROA	۲/۵۱۸۰۲۲	۵/۳۳۲۹۳۵	۰/۰۰۰۰
SIZE	۰/۳۱۷۸۹۳	۱۰/۸۲۹۵۲	۰/۰۰۰۰
BOARD	۰/۲۷۳۸۹۶	۱/۶۸۹۴۴۲	۰/۰۹۲۴
LEV	-۰/۱۳۴۶۸۲	-۳/۱۵۴۴۷۲	۰/۰۰۱۸
DUALITY	۰/۰۷۴۲۷۹	۳/۴۶۱۸۴۱	۰/۰۰۰۶
FOR	-۰/۰۳۳۴۷۰	-۱/۳۵۰۲۳۶	۰/۱۷۸۱
آماره F	۱۱۳/۴۶۲۶	آماره	۱/۸۸۶۱۷۲
دوربین واتسون			
Prob (F-statistic)	۰/۰۰۰۰۰۰	R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۹۵۵۲۶۵

مطابق با نگاره (۳)، معنی‌داری کل رگرسیون، در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌شود. ضریب ۲/۵۱۸۰۲۲ بیانگر این است که تمرکز مالکیت رابطه مثبتی با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد شرکت دارد. P-value برابر با ۰/۰۰۰۰ مربوط به ضریب متغیر مستقل در آماره t بر وجود معنی‌دار بودن این رابطه در سطح اطمینان ۹۹٪ دلالت می‌کند. بنابراین، می‌توان گفت تمرکز مالکیت رابطه مثبت و معنی‌داری با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد شرکت دارد. از طرفی، ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۹۵۵۲۶۵ بیان می‌دارد که بیش از ۹۵٪ متغیر وابسته، توسط متغیر مستقل توضیح داده می‌شود.

اگر کیوتوین به عنوان نماینده‌ای برای عملکرد شرکت در نظر گرفته شود از رگرسیون ترکیبی رابطه (۱) نتایج زیر حاصل می‌شود:

نگاره ۶. آزمون فرضیه اول با استفاده از کیو توین

متغیر وابسته: PAY			
p-value	t	ضریب	متغیر
۰/۰۲۱۸	-۲/۳۰۷۳۴۶	-۰/۳۰۴۱۰۴	OWN
۰/۰۶۹۳	-۱/۶۶۹۱۰۷	-۰/۰۴۸۴۸۷	Q
۰/۰۳۹۹	۲/۰۶۵۲۶۱	۰/۱۱۴۴۰۶	OWN*Q
۰/۰۰۰۰	۱۰/۳۳۳۶۵۳	۰/۲۷۵۱۰۶	SIZE
۰/۰۲۴۷	۲/۲۵۹۴۷۲	۰/۳۲۵۵۶۰	BOARD
۰/۰۰۰۰	-۴/۹۰۹۰۷۵	-۰/۱۹۲۸۴۸	LEV
۰/۰۰۰۲	۳/۷۲۹۱۹۵	۰/۰۶۵۲۲۷	DUALITY
۰/۹۵۶۱	۰/۰۵۵۱۰۲	۰/۰۰۳۸۱۷	FOR
۱/۸۶۴۲۵۹	آماره دوربین واتسون	۱۰۷/۸۲۵۹	F آماره
۰/۹۵۳۰۱۵	R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۰۰۰۰۰۰	Prob (F-statistic)

مطابق با نگاره (۶)، معناداری کل رگرسیون، در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌شود. ضریب ۰/۱۱۴۴۰۶ بیانگر این است که تمرکز مالکیت رابطه مثبتی با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد شرکت دارد. P-value برابر با ۰/۰۳۹۹ مربوط به ضریب متغیر مستقل در آماره t بر وجود معنی‌دار بودن این رابطه در سطح اطمینان ۹۶٪ دلالت می‌کند. بنابراین، می‌توان گفت تمرکز مالکیت رابطه مثبت و معنی‌داری با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد شرکت دارد.

پس می‌توان گفت تمرکز مالکیت رابطه مثبت و معنی‌داری با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد شرکت دارد. یعنی هر چه تمرکز مالکیت بالاتر رود، برای پرداخت پاداش به مدیریت، به عملکرد شرکت اهمیت بیشتری داده می‌شود.

اگر بازده سالیانه سهام به عنوان نماینده‌ای برای عملکرد شرکت در نظر گرفته شود از رگرسیون ترکیبی رابطه (۱) نتایج زیر حاصل می‌شود:

نگاره ۵. آزمون فرضیه اول با استفاده از نرخ بازده سهام

متغیر وابسته: PAY			
p-value	t	ضریب	متغیر
۰/۰۱۴۱۰	-۲/۴۷۳۶۸۵	-۰/۲۱۳۷۰۶	OWN
۰/۰۰۱۳	-۳/۲۵۷۳۵۲	-۰/۰۰۰۸۴۱	RET
۰/۰۰۰۸	۳/۴۰۹۹۲۷	۰/۰۰۱۶۶۸	OWN*RET
۰/۰۰۰۰	۱۰/۶۲۴۶۹	۰/۲۴۲۱۹۵	SIZE
۰/۰۲۳۲	۲/۲۸۳۳۵۶	۰/۳۲۸۲۳۵	BOARD
۰/۰۰۰۰	-۵/۳۳۸۳۴۹	-۰/۱۸۳۰۸۳	LEV
۰/۰۰۰۹	۳/۳۴۴۱۷۱	۰/۰۶۲۰۳۴	DUALITY
۰/۷۴۷۰	آماره دوربین واتسون	۰/۳۲۲۹۱۵	FOR
۱/۷۹۲۱۲۰	آماره دوربین واتسون	۱۱۷/۷۹۳۰	F آماره
۰/۹۵۶۸۵۲	R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۰۰۰۰۰۰	Prob (F-statistic)

مطابق با نگاره (۵)، معناداری کل رگرسیون، در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌شود. ضریب ۰/۰۰۱۶۶۸ بیانگر این است که تمرکز مالکیت رابطه مثبتی با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد شرکت دارد. P-value برابر با ۰/۰۰۰۸ مربوط به ضریب متغیر مستقل در آماره t بر وجود معنی‌دار بودن این رابطه در سطح اطمینان ۹۹٪ دلالت می‌کند. بنابراین، می‌توان گفت تمرکز مالکیت رابطه مثبت و معنی‌داری با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد شرکت دارد. از طرفی، ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۹۵۶۸۵۲ بیان می‌دارد که بیش از ۹۵٪ متغیر وابسته، توسط متغیر مستقل توضیح داده می‌شود.

آزمون فرضیه دوم تا چهارم:

رابطه دوم:

$$PAY_{it} = \beta_0 + \beta_1 OWN_{it} + \beta_2 PERF_{it-1} + \beta_3 PINS_{it} * PERF_{it-1} + \beta_4 PSOE_{it} * PERF_{it-1} + \beta_5 PCON_{it} * PERF_{it-1} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 BOARD_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 DUALITY_{it} + \beta_{10} FOR_{it} + \epsilon_{it}$$

در معادله دوم که برای بررسی فرضیه‌های دوم تا چهارم از آن استفاده شده است، متغیرهای (PINS) نشان‌دهنده تمرکز مالکیت در شرکت‌های نهادی، (PSOE) تمرکز مالکیت در شرکت‌هایی با مالکیت شرکتی و (PCON) تمرکز مالکیت در شرکت‌هایی با مالکیت مدیریتی می‌باشد، سایر متغیرهای مستقل همانند رابطه قبلی می‌باشند.

اگر بازده دارایی به عنوان عملکرد حسابداری شرکت در نظر گرفته شود از رگرسیون رابطه (۲) نتایج زیر حاصل می‌شود:

نگاره ۷. آزمون فرضیه دوم تا چهارم با استفاده از بازده دارایی

متغیر وابسته: PAY

متغیر	ضریب	آماره t	p-value
OWN	۰/۰۸۲۲۵۸	۰/۸۱۲۴۳۳	۰/۴۱۷۳
ROA	۰/۵۱۴۰۷۵	۴/۷۲۶۲۱۹	۰/۰۰۰۰
PINS * ROA	-۱/۸۲۸۹۰۰	-۴/۸۰۷۸۶۲	۰/۰۰۰۰
PSOE* ROA	۰/۱۰۸۵۹	۱/۱۷۷۳۹۴	۰/۲۴۰۱
PCON*ROA	-۰/۳۹۳۲۲۰	-۰/۹۶۳۰۱۵	۰/۳۳۶۵
SIZE	۰/۲۸۶۴۴۸	۸/۹۶۱۵۴۴	۰/۰۰۰۰
BOARD	۰/۱۱۹۲۵۷	۰/۵۷۶۹۶۶	۰/۵۶۴۵
LEV	-۰/۱۴۴۵۰۳	-۳/۱۲۲۳۳۹	۰/۰۰۲۰
DUALITY	۰/۰۳۸۶۰۹	۲/۰۰۶۷۶۸	۰/۰۴۵۸
FOR	-۰/۰۱۵۶۳۲	-۰/۳۰۳۵۲۶	۰/۷۶۱۷
آماره F	۹۲/۰۳۱۳۳	آماره دوربین واتسون	۱/۸۴۷۱۲۶
Prob (F-statistic)	۰/۰۰۰۰۰۰	R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۹۴۶۸۲۰

مطابق با نگاره (۷)، معنی‌داری کل رگرسیون، در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌شود. ضریب ۱/۸۲۸۹۰۰ بیانگر این است که تمرکز مالکیت

رابطه منفی با ارتباط پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد حسابداری در شرکت‌هایی با مالکیت نهادی دارد. P-value برابر با ۰/۰۰۰۰ بر معنی‌دار بودن این رابطه در سطح اطمینان ۹۹٪ دلالت می‌کند. بنابراین، می‌توان گفت تمرکز مالکیت رابطه منفی و معنی‌داری با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد حسابداری در شرکت‌هایی با مالکیت نهادی دارد.

اگر بازده فروش به عنوان عملکرد حسابداری شرکت در نظر گرفته شود از رگرسیون رابطه (۲) نتایج زیر حاصل می‌شود:

نگاره ۸. آزمون فرضیه دوم تا چهارم با استفاده از بازده فروش

متغیر وابسته: PAY

متغیر	ضریب	آماره t	p-value
OWN	-۰/۰۷۸۹۱۷	-۰/۸۰۰۲۶۳	۰/۴۲۴۳
ROS	۰/۰۱۳۷۸۵	۰/۶۱۱۶۱۶	۰/۵۴۱۳
PINS * ROS	-۰/۴۷۳۶۵۵	-۲/۱۸۶۶۴۱	۰/۰۲۹۷
PSOE* ROS	۰/۰۰۸۱۱۶	۱/۹۸۲۰۳۹	۰/۰۴۸۵
PCON*ROS	۰/۱۴۹۳۴۱	۰/۵۵۳۷۴۰	۰/۵۸۰۲
SIZE	۰/۲۳۲۷۴۱	۹/۲۵۲۷۳۴	۰/۰۰۰۰
BOARD	۰/۲۶۲۹۸۴	۱/۴۹۷۰۰۷	۰/۱۳۵۶
LEV	-۰/۲۳۱۶۶۴	-۶/۴۰۶۴۷۰	۰/۰۰۰۰
DUALITY	۰/۰۶۲۳۳۱	۳/۲۰۷۱۰۳	۰/۰۰۱۵
FOR	-۰/۰۰۸۰۹۱	-۰/۱۱۹۲۱۳	۰/۹۰۵۲
آماره F	۱۰/۱۶۷۷۴	آماره دوربین واتسون	۱/۸۵۳۷۰۸
Prob (F-statistic)	۰/۰۰۰۰۰۰	R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۹۵۱۶۶۹

مطابق با نگاره (۸)، معنی‌داری کل رگرسیون، در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌شود. ضریب -۰/۴۷۳۶۵۵ بیانگر این است که تمرکز مالکیت تأثیر منفی بر ارتباط پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد حسابداری در شرکت‌هایی با مالکیت نهادی دارد. P-value برابر با ۰/۰۲۹۷۷۷ مربوط به ضریب متغیر مستقل در آماره t بر وجود معنی‌دار بودن اثر تمرکز

بنابراین، می‌توان گفت تمرکز مالکیت رابطه مثبت و معنی‌داری با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و RET در شرکت‌هایی با مالکیت شرکتی دارد. از طرف دیگر P-value برابر با ۰/۷۵۹۵ مربوط به ضریب متغیر مستقل بر عدم تأثیر تمرکز مالکیت بر ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و RET در شرکت‌هایی با مالکیت مدیریتی دلالت می‌کند.

اگر کیو توبین به عنوان نماینده‌ای برای عملکرد بازار شرکت در نظر گرفته شود از رگرسیون ترکیبی رابطه (۲) نتایج زیر حاصل می‌شود:

نگاره ۱۰. آزمون فرضیه دوم تا چهارم با استفاده از کیوتوبین

متغیر وابسته: PAY			
p-value	آماره t	ضریب	متغیر
۰/۶۱۲۹	-۰/۵۰۶۶۲۵	-۰/۰۵۲۸۷۲	OWN
۰/۱۰۸۷	۱/۶۰۹۵۲۹	۰/۰۱۳۲۰۲	Q
۰/۵۸۳۹	-۰/۵۴۸۳۶۴	-۰/۰۱۳۸۴۹	PINS * Q
۰/۱۱۸۰	۱/۵۶۸۷۰۴	۰/۰۰۰۸۷۰	PSOE* Q
۰/۵۳۲۱	-۰/۶۲۵۶۵۳	-۰/۰۱۴۷۶۲	PCON*Q
۰/۰۰۰۰	۸/۷۴۹۹۸۶	۰/۲۵۳۳۱۱	SIZE
۰/۰۸۳۹	۱/۷۳۵۵۴۸	۰/۲۶۷۰۶۶	BOARD
۰/۰۰۰۰	-۵/۳۲۹۶۹۹	۰/۲۱۷۷۷۱	LEV
۰/۰۰۰۹	۳/۳۶۱۹۳۱	۰/۰۵۸۷۷۸	DUALITY
۰/۹۴۶۷	-۰/۰۶۶۹۴۳	-۰/۰۰۴۶۳۴	FOR
۱/۸۷۳۴۶۵	آماره دوربین واتسون	۹۳/۱۹۴۴۲	F آماره
۰/۹۴۷۴۵۶	R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۰۰۰۰۰۰	Prob (F-statistic)

مطابق با نگاره (۱۰)، P-value برابر با ۰/۱۱۸۰ مربوط به ضریب متغیر مستقل در آماره t بر عدم رابطه تمرکز مالکیت با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد بازار در شرکت‌هایی با مالکیت شرکتی دلالت می‌کند. از طرف دیگر P-value برابر با ۰/۵۳۲۱ مربوط به ضریب متغیر مستقل در آماره t نیز بر عدم رابطه تمرکز مالکیت با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد بازار در

مالکیت بر ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد حسابداری در شرکت‌هایی با مالکیت نهادی در سطح اطمینان ۹۷٪ دلالت می‌کند. بنابراین، می‌توان گفت تمرکز مالکیت بر ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد حسابداری در شرکت‌هایی با مالکیت نهادی تأثیر منفی و معنی‌داری دارد.

اگر بازده سالانه سهام به عنوان نماینده‌ای برای عملکرد بازار شرکت در نظر گرفته شود از رگرسیون ترکیبی رابطه (۲) نتایج زیر حاصل می‌شود:

نگاره ۹. آزمون فرضیه دوم تا چهارم با استفاده از RET

متغیر وابسته: PAY			
p-value	آماره t	ضریب	متغیر
۰/۱۱۲۵	-۱/۵۹۲۴۹۵	-۰/۱۳۹۵۶۰	OWN
۰/۵۲۰۹	-۰/۶۴۲۷۹۳	-۵/۳۹E-۰۵	RET
۰/۲۱۵۶	۱/۲۴۱۴۳۹	۰/۰۰۰۵۷۲	PINS * RET
۰/۰۱۷۸	۲/۳۸۴۶۷۴	۱/۸۱E-۰۵	PSOE* RET
۰/۷۵۷۹	۰/۳۰۶۴۶۱	۰/۰۰۰۰۲۰۷	PCON*RET
۰/۰۰۰۰	۹/۵۲۷۰۴۳	۰/۲۲۴۰۱۶	SIZE
۰/۰۹۸۶	۱/۶۵۷۶۴۱	۰/۲۷۷۸۹۱	BOARD
۰/۰۰۰۰	-۶/۲۶۷۱۴۰	-۰/۲۲۰۲۳۱	LEV
۰/۰۰۰۷	۳/۴۲۸۹۷۵	۰/۰۶۷۱۲۴	DUALITY
۰/۹۰۹۶	-۰/۱۱۳۶۷۰	-۰/۰۰۷۵۹۶	FOR
۱/۷۸۷۲۶۵	آماره دوربین واتسون	۱۰۲/۷۷۲۷	F آماره
۰/۹۵۲۱۶۵	R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۰۰۰۰۰۰	Prob (F-statistic)

مطابق با نگاره (۹)، معنی‌داری کل رگرسیون، در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌شود. ضریب ۱/۸۱E-۰۵ بیانگر این است که تمرکز مالکیت رابطه مثبتی با ارتباط پاداش هیأت‌مدیره و RET در شرکت‌هایی با مالکیت شرکتی دارد. P-value برابر با ۰/۰۱۷۸ مربوط به ضریب متغیر مستقل در آماره t بر وجود معنی‌دار بودن این رابطه در سطح اطمینان ۹۸٪ دلالت می‌کند.

بدست آمده توسط کاو و همکاران (۲۰۱۱)، کلیسنس و همکاران (۲۰۰۲)، لمان و لاینس (۲۰۰۴)، لیون و لواین (۲۰۰۸) و کامپرس و همکاران (۲۰۱۰) سازگار می‌باشد. این نتیجه اذعان می‌دارد هر چقدر پراکندگی سهام در میان سهامداران کمتر باشد، امکان کنترل شرکت و ارزیابی عملکرد شرکت جهت پرداخت پاداش به مدیران بیشتر خواهد بود.

علاوه بر این، تمرکز مالکیت در شرکت‌های نهادی تاثیر منفی و معنی‌داری با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد حسابداری دارد، که این نتیجه فرضیه دوم این پژوهش را رد می‌کند. در حالی‌که در مالکیت شرکتی تمرکز مالکیت تاثیر مثبت و معنی‌داری بر ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و بازده سالیانه سهام دارد. اما در مالکیت مدیریتی تمرکز مالکیت بر ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد بازار هیچ‌گونه تاثیری ندارد و این مسئله به منزله رد فرضیه چهارم پژوهش است. این نتایج نشان می‌دهد شرکت‌هایی که سهامداران اصلی آن‌ها نهادهای دولتی و عمومی می‌باشند به دلیل وجود موانع قانونی در مسیر فروش سهام، که تا حد زیادی موجب عدم عرضه این سهام‌ها در بازار سهام شده است، تمایل بیشتری به عملکرد حسابداری شرکت‌ها دارند، ولی در مقابل سهامداران شرکتی با توجه به امکان فروش سهام خود در بازار سهام توجه بیشتری به عملکرد بازار شرکت می‌نمایند. این نتیجه با نتایج بدست آمده توسط کاو و همکاران (۲۰۱۱) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) همسو می‌باشد.

شرکت‌هایی با مالکیت مدیریتی دلالت می‌کند. بنابراین می‌توان گفت که تمرکز مالکیت رابطه منفی و معنی‌داری با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد حسابداری در شرکت‌های نهادی دارد، اما تمرکز مالکیت رابطه مثبت و معنی‌داری با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و بازده سهام در شرکت‌هایی با مالکیت شرکتی دارد، در حالی‌که تمرکز مالکیت با ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد بازار در شرکت‌هایی با مالکیت مدیریتی رابطه‌ای ندارد.

### نتیجه‌گیری

تضاد نمایندگی میان مالکان و مدیران شرکت‌های سهامی موجب شده است تا سهامداران به فکر همسو نمودن منافع مدیران در جهت منافع مالکان شرکت‌ها برآیند، و برای رسیدن به این مهم، بهترین راه حل را در پرداخت پاداش به مدیران بر اساس عملکرد شرکت‌ها یافتند.

در این پژوهش، میزان توجه انواع مالکیت به عملکرد شرکت، برای پرداخت پاداش به هیأت‌مدیره، مورد ارزیابی قرار گرفت. به همین منظور فرضیات پژوهش براساس معیار تمرکز مالکیت به نمایندگی از ساختار مالکیت و ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد شرکت، پایه‌گذاری و مورد بررسی قرار گرفتند، که نتایج ذیل بدست آمد.

تمرکز مالکیت تاثیر مثبت و معنی‌داری بر ارتباط میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد شرکت‌ها دارد، یعنی هر چه تمرکز مالکیت بالاتر باشد، به عملکرد شرکت برای پرداخت پاداش به هیأت‌مدیره توجه بیشتری می‌شود. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج

### پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی

با توجه به پژوهش انجام شده، پیشنهاد می‌شود:

- ۱- قدرت کنترل سهامداران بر عملیات شرکت مورد بررسی قرار گیرد.
- ۲- تاثیر ساختار مالکیت بر مسئله نمایندگی در شرکت‌های دولتی و غیر دولتی بررسی شود.
- ۳- از ارزش افزوده اقتصادی به عنوان یک معیار مناسب جهت اندازه‌گیری عملکرد مدیریت استفاده شود.

### منابع

- ۱- اعتمادی، حسین؛ باباجانی، جعفر؛ آذر، عادل و زهرا دیانتي، (۱۳۸۸)، تاثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال چهارم، شماره ۱۵، صص ۵۹-۸۵.
- ۲- صادقی‌شیرین، سیدجلال و محمد کفاش پنجه‌شاهی، (۱۳۸۸)، تاثیر ترکیب سهامداران بر بازدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۵، صص ۵۱-۶۶.
- ۳- کبیرزاده، مسعود، (۱۳۸۷)، سازه‌های موثر در تعیین پاداش هیئت مدیره: بررسی تجربی در بورس اوراق بهادار تهران، پیک نور، سال ششم، شماره اول، صص ۱۴۵-۱۲۷.
- ۴- محمدی، شاپور؛ قالیباف اصل، حسن و مهدی مشکي، (۱۳۸۸)، بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۸، صص ۶۹-۸۸.
- ۵- مشایخ، شهناز و راضیه ماه‌آورپور، (۱۳۸۸)، بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۳، صص ۱۰۷-۱۲۲.
- ۶- مشایخ، شهناز و مهین عبداللهی، (۱۳۹۰)، بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۱۰، صص ۸۶-۷۱.
- ۷- نمازی، محمد و احسان کرمانی، (۱۳۸۷)، تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۳، صص ۸۳-۱۰۰.
- ۸- واعظ، سیدعلی؛ کرراهی‌مقدم، سیروس و مهدی الهائی‌سحر، (۱۳۸۹)، بررسی عملکرد شرکت و حاکمیت شرکتی از طریق ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۷، صص ۱۳۵-۱۱۴.
- 9- Barontini, R., Bozzi, S. (2010). CEO compensation and performance in family firms. *Working paper*.
- 10- Cao, J., Pan, X., Tian, G. (2011). Disproportional ownership structure and pay-performance relationship: Evidence from China's listed firms. *J. Corporate Finance*. No 17. pp 541-554.
- 11- Firth, M., Fung, P.M.Y., Rui, O.M. (2002). Simultaneous Relationship among Ownership, Corporate Governance and Financial performance.

- Faculty of business and information systems, Hong Kong Polytechnic University, pp 3-14.*
- 12- Firth, M., Fung, P.M.Y., Rui, O.M. (2006). Corporate performance and CEO compensation in China. *J. Corp. Finance*. No 12. pp 693-714.
- 13- Jenin, H. (1997). Measuring Performance in Changing Economics Condition. *Journal of Finance*. Vol 51. No 2. pp 125-143.
- 14- Jensen, M.C., Murphy, K.J. (1990). Performance pay and top-management incentives, *Journal of Political Economic*. Vol 98. No 2. pp 225-264.
- 15- Kato, T., Kim, W., Lee, J.H., (2007). Executive compensation, firm performance, and chaebols in Korea: evidence from new panel data. *Pac. Basin Finance Journal*. Vol 15. No 1. pp 36-55.
- 16- Kato, T., Long, C. (2005). Executive compensation, firm performance and corporate in china: evidence from firms listed in the Shanghai and Shenzhen Stock Exchange. *Econ. Dev. Cult. Change* 54, pp 39-81.
- 17- Khalil, R.W., Syedzulfiqar, A. SH., Hussain, Z. (2012). Impact of Ownership Structure on Firm Performance Evidence from Non-Financial Listed Companies at Karachi Stock Exchange, *International Research Journal of Finance and Economics*. 84, pp 6-13.
- 18- Kumar, J. (2003). Does Ownership Structure Influence Firm Value. *The Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures*. Vol 9. No 2. pp 61 -93
- 19- Lee, S. (2008). Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea, *University of Utah, Department of Economics, Working Paper*.
- 20- Lehmann, E., Jurgen, W. (2000). Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany, *Department of Economics, University of Konstanz. Working Paper*.
- 21- Murphy, K. (1986), Top Executive Are Worth Every Nickel They Get, *Harvard Business Review*. No 64. pp 125-132.

Archive of SID



## **Investigation on the Ownership Structure and Relationship between Board of Directors' Compensation and Firms Performance Listed in Tehran Stock Exchange**

**\* A. Ahmadpour**

Professor of Accounting, University of Mazandaran, Babolsar, Iran

**S. Javan**

Master of Accounting, University of Mazandaran, Babolsar, Iran

### **Abstract**

As soon as a firm owner appoints a manager to act on his behalf and delegates decisions making authority to him, an agency relationship results in. In an agency relation, either side is after maximizing their interests. There are different approaches in terms of how conflicts of interests should be treated and dealt with. However, one of the means to resolve this problem is to make the bonuses of the executives based on their performances. The present study tries to find evidence for the effect of ownership concentration on the relationship between the board of directors' compensation and the company's performance on different types of ownerships in Tehran stock exchange. In this study 53 companies for period of 6 years from 2007 to 2012 are selected. This is a descriptive study and statistical procedures such as panel data multivariate regression models are used for testing the research hypotheses. Results indicate that, the concentration of ownership has a negative significant effect on the relationship between the board of directors' compensation and the company's performance. However in corporate type of ownership, the concentration of ownership has a positive significant effect on the relationship between the board of directors' compensation and the annual stock returns. Where as, for management ownership no such relation is observed.

**Keywords:** ownership structure, company's performance, the board of directors' compensation, the concentration of ownership.

---

\* ahmadpour@umz.ac.ir