



## تأثیر کنترل خانوادگی و سرمایه گذاران نهادی بر جبران خدمات مدیرعامل

فرزانه حیدریپور<sup>۱</sup>  
اعظم صحت برمچه<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۴/۲۳ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۰۶/۲۸

### چکیده

هدف اصلی مقاله حاضر بررسی تأثیر کنترل خانوادگی و سرمایه گذاران نهادی بر جبران خدمات مدیرعامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این مقاله از اطلاعات شرکت‌های حاضر در بورس استفاده شده است که پس از نمونه‌گیری به روش حذف سیستماتیک، ۹۳ شرکت انتخاب شدند. همچنین، جهت برآورد مدل‌های تحقیق از رگرسیون داده‌های ترکیبی با روش اثرات تصادفی استفاده شده است. براساس آزمون‌های انجام شده فرضیه‌های تحقیق پذیرفته شده‌اند یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که کنترل خانوادگی شرکت و سرمایه گذاران نهادی بر جبران خدمات مدیر عامل تأثیر دارند. به علاوه، ضرایب برآورد شده متغیرهای کنترل خانوادگی شرکت و سرمایه گذاران نهادی دارای ضرایب منفی هستند، که نشان می‌دهد این عوامل اثر معکوس و معناداری بر جبران خدمات مدیر عامل شرکت‌ها دارند.

**واژه‌های کلیدی:** جبران خدمات مدیر عامل، کنترل خانوادگی، سرمایه گذاران نهادی.

۱- دانشیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی، تهران، ایران، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات. fheidarpoor@yahoo.com

۲- کارشناس ارشد حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اراک، اراک، ایران.

## ۱- مقدمه

امروزه با توجه به رسانه، مسئله دستمزد مدیران عامل شرکتها در رسانه‌های عمومی مطرح می‌شود. در این بین با توجه به مسائل تئوری نمایندگی و مالکان این سؤال همیشه وجود داشته است که در طراحی بسته دستمزد مدیرعامل در شرکتها نقش سرمایه گذاران نهادی به چه شکل است (کراکی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲) با بزرگتر شدن شرکتها، مالکان، اداره شرکت را به مدیران تفویض کردند. نظریه نمایندگی به مشکلاتی اشاره دارد که در زمان چشم پوشی کارگزاران (مالکان) از کنترل شرکت به وسیله مدیرانی (کارگزارانی) به وجود می‌آیند که برای اداره شرکت منسوب شده‌اند (جنسن و مک‌لینگ<sup>۲</sup>، ۱۹۹۶). این مقاله با تمرکز بر دو تئوری قرارداد بهینه و نظریه قدرت مدیریتی استوار است. بنابر نظریه قرار داد بهینه جبران خدمات مدیر عامل به عنوان رابط بین هیئت مدیره و سرمایه گذاران نهادی، نشان دهنده منافع سهامداران و مدیران اجرایی با هم می‌باشد به طوری که هیئت مدیره با انگیزه کاهش مشکلات نمایندگی که از جدایی مالکان و مدیران به وجود می‌آید از این رابطه به وجود می‌آید (بابچوک و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۳). از طرفی تئوری قدرت مدیر عامل نشان می‌دهد که مدیران عامل باید قدرت را به کنترل هیئت مدیره در بیاورند. از طرفی مشکل جبران خدمات مدیر عاملی به عنوان یک مشکل تا یک راه حل در شرکت شناخته می‌شود. سهامداران همواره می‌توانند با نظارت کارهای مدیرعامل بر آن نظارت داشته باشند اما آن‌ها انگیزه برای انجام این کار را ندارند مگر اینکه جزء سهامداران عمده بوده و مالکیت قابل توجهی در شرکت داشته باشند که تلاش آن‌ها را برای نظارت قابل توجیه کند (پور علی و حجامی ۱۳۹۳). در این بین سؤال اصلی مطرح شده این است که آیا کنترل خانوادگی و سرمایه گذاران نهادی بر جبران خدمات مدیر عامل تأثیر گذار است؟

## ۲- مبانی نظری

عوامل بسیاری موجب برتری یک شرکت در مقایسه با شرکت‌های دیگر می‌شوند که مهم‌ترین آن‌ها ساختار مالکیت است که شانس شرکت را برای بهبود و حفظ ساختار سرمایه در آینده تحت تأثیر قرار می‌دهد. بیابانی و همکاران (۱۳۹۲) در بیانی ساده معتقدند که ساختار مالکیت بیان کننده این مطلب است که چه اشخاصی در تصمیمات عملیاتی و استراتژیکی شرکت تسلط و حکمرانی می‌کنند. در تعریف مالکیت خانوادگی ادبیات مالی نشان می‌دهد که شاخص‌های متفاوتی در کشورهای مختلف برای مالکیت خانوادگی وجود دارد. برای مثال در سال ۲۰۱۰ مرکز تحلیلگران و انتشار دهندگان داده‌های مالی بورس آلمان شاخص‌های خانوادگی دکس پلاس را برای

تعریف شرکت‌های خانوادگی ارائه نمود طبق بیانیه آن‌ها شرکت‌های خانوادگی به شرکت‌هایی گفته می‌شود که دو شرط زیر را داشته باشد:

- الف) خانواده مؤسس حداقل ۲۹٪ سهام عادی را در اختیار داشته باشد
- ب) یکی از اعضای خانواده در هیات مدیره عضویت داشته و حداقل ۹ درصد از سهام عادی را در اختیار داشته باشد (مهرآذین وهمکاران، ۱۳۹۰)

علی رغم وجود این شرط برای تعیین شرکت‌های خانوادگی ونگ<sup>۱</sup> معتقد است که شرکت‌های خانوادگی شامل شرکت‌هایی می‌شوند که میزان زیادی از سهام آن‌ها در دست اعضای یک خانواده می‌باشد و این افراد نقش موثری در مدیریت و هیات مدیره شرکت دارند (ونگ، ۲۰۱۴). جاکارا باراتی (۲۰۰۹) در تعریف یک شرکت خانوادگی بیان می‌کند که تملک حداقل بیست درصد از سهام شرکت ضروری است در تعریف او از مالکیت خانوادگی شرکت‌های خانوادگی به شرکتی اطلاق می‌شود که یک شخص حقیقی به عنوان سهامدار، کنترل کننده شرکت باشد و به عبارت دیگر یک شخص آن قدر سهام جمع می‌کند تا مطمئن شود حداقل بیست درصد از سهام شرکت را در اختیار دارد. نمازی معتقد است که شرکت‌های خانوادگی به شرکت‌هایی اطلاق می‌شود که حداقل بیست درصد از سهام آن‌ها به صورت فردی یا گروهی در دست اعضای خانواده باشد و یا حداقل یکی از اعضای سببی یا نسبی خانواده عضو هیات مدیره و یا مدیر اجرایی بوده و به طور فعالی در هیات مدیره شرکت مشارکت داشته باشد و حداقل دو نسل از خانواده در کنترل شرکت نقش داشته باشند (نمازی و محمدی، ۱۳۹۴). با توجه به مطالبی که ذکر شد در این پژوهش شرکت‌هایی خانوادگی محسوب شده که سهامدار حقیقی مالک حداقل ۲۰٪ از سهام عادی شرکت باشد و یا حداقل یکی از اعضای نسبی یا سببی خانواده عضو هیات مدیره و یا مدیر اجرایی بوده و به طور فعال در هیات مدیره شرکت، مشارکت داشته و در پست‌های مدیریتی و عملیاتی مشغول فعالیت باشد.

مالکیت خانوادگی می‌تواند هزینه‌های جبران خدمات مدیر عامل را تحت تأثیر قرار دهد که یکی از دو حالت جبهه گیری و همترازی در شرکت می‌باشد. جبهه گیری به تضاد بین سهامداران (کسانی که می‌توانند مدیر عامل را انتخاب کنند) و سهامداران جزء مربوط می‌شود. خانوادها با داشتن سهام عمده می‌توانند سهام جزئی را به طرق مختلفی از آن‌ها سلب کنند (برتراند و اسپوار<sup>۴</sup>، ۲۰۰۶).

موضوع دیگر مورد بررسی در این پژوهش مالکیت نهادی می‌باشد. با جدا شدن مالکیت و مدیریت، مدیران به عنوان نماینده مالکان (سهامداران)، شرکت را اداره می‌کنند. با شکل گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ایجاد می‌گردد؛ بدان معنا که ممکن است

مدیران دست به رفتارهای فرصت طلبانه زده، تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در جهت منافع آن‌ها و عکس منافع سهامداران باشد. به همین دلیل یکی از وظایف مدیران پاسخگویی به سهامداران می‌باشد (مهرانی، وهمکاران، ۱۳۸۹). براساس شواهد تجربی کارآمدترین شکل پاسخگویی، گزارشگری مالی می‌باشد. با رسوایی‌های اخیر و ورشکستگی شرکت‌های بزرگ نظیر انرون، ورلدکام و غیره اعتبار اعداد و ارقام حسابداری که مهم‌ترین بخش گزارشگری مالی را تشکیل می‌دهند به شدت زیر سؤال رفته به طوری که سرمایه‌گذاران، اعتمادی به صورت‌های مالی تهیه شده توسط مدیریت ندارند. با توجه به این امر، توجه به نظام راهبری شرکت‌ها و کیفیت گزارشات حسابداری به طور روز افزون افزایش پیدا کرده است. نظام راهبری شامل معیارها و مکانیزمهایی می‌باشد که می‌تواند از قدرت مدیران در پیگیری منافع شخصی بکاهد (مرادزاده فرد، وهمکاران، ۱۳۹۰). یکی از سازوکارهای راهبری شرکتی که دارای اهمیت فزاینده‌ای است، ظهور سرمایه گذاران نهادی به عنوان مالکان سرمایه می‌باشد. از آنجا که مالکان نهادی بزرگ‌ترین گروه از سهامداران را تشکیل می‌دهند، نقش آن‌ها در نظارت بر رویه‌های اتخاذ شده از سوی مدیران از اهمیت بالایی برخوردار است و انتظار می‌رود حضور این مالکان در ترکیب سهامداران بر رویه‌های شرکت مؤثر باشد (مهرانی، وهمکاران، ۱۳۸۹). به عبارتی مالکان نهادی انگیزه‌های زیادی برای نظارت بر گزارشگری مالی دارند. صورت‌های مالی و به خصوص صورت سود و زیان، منبع مهمی از اطلاعات در مورد شرکت است. شواهد تجربی نشان می‌دهد که حضور سرمایه گذاران نهادی با واکنش بازار نسبت به انتشار سود رابطه مثبت دارد (جونگ و کن، ۲۰۰۲). در نتیجه، سود از دیدگاه قیمت گذاری اوراق بهادار اطلاعات مفیدی فراهم بوده و منبع اطلاعاتی مهمی نزد نهادها به شمار می‌آید.

انتظار می‌رود نهادها انگیزه‌هایی و نگاه‌های متفاوت برای جبران خدمات مدیر عامل داشته باشند. اما مثال‌های که مطرح است، این است که "آیا کلیه مالکان نهادی انگیزه یکسانی برای نظارت و رویه‌های جبران خدمات مدیر عامل؟" مطالعات پیشین نشان دادند که سرمایه گذاران نهادی مشابه با یکدیگر نبوده و انگیزه‌های یکسانی برای نظارت بر رویه‌های اتخاذ شده از سوی شرکت‌ها برای جبران خدمات مدیر عامل ندارند (نویسی و نایکر ۲۰۰۶؛ رامالینگودا و یو، ۲۰۱۱).

تئوری نمایندگی بیان می‌کند که هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین مدیران و سهامداران می‌باشد که ممکن است پیامدهایی مانند انحراف از رفتار سرمایه گذاری مطلوب را در پی داشته باشد. بنابراین، احتمال می‌رود که مدیران رفتار سرمایه گذاری متفاوتی با وجود هزینه های نمایندگی داشته باشد. بدین ترتیب با افزایش هزینه‌های نمایندگی مشکلات مربوط به سرمایه گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد تشدید می‌شود و تصمیمات سرمایه گذاری شرکت تحت تأثیر قرار می‌گیرد. همچنین شدت تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه گذاری در شرکت‌های بیش

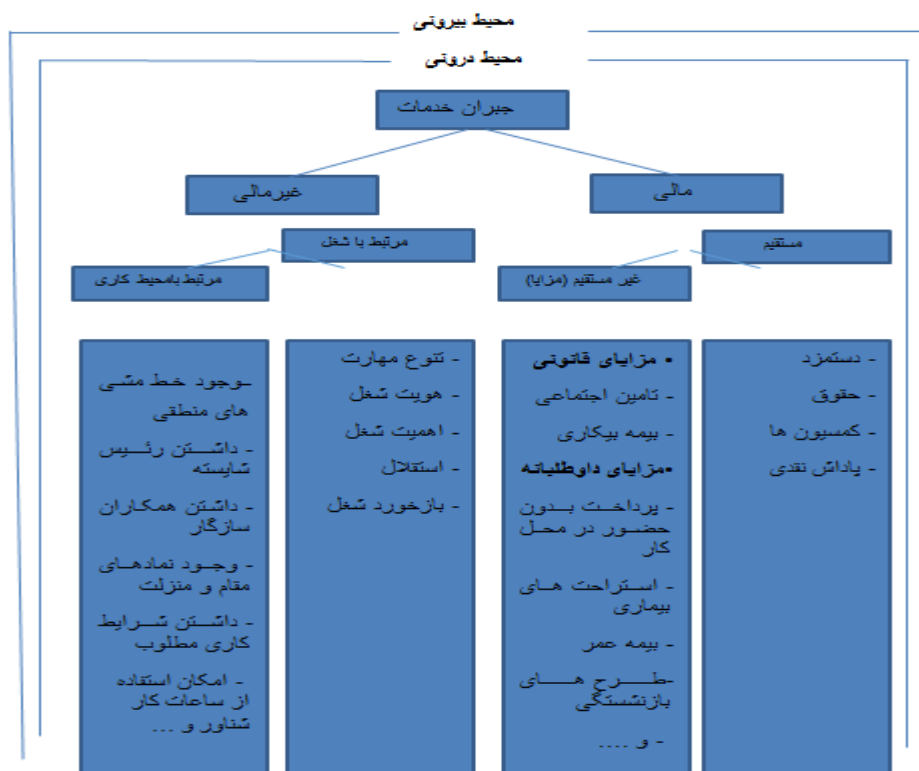
سرمایه گذار متفاوت از شرکت های کم سرمایه گذار است (برادران حسن زاده و تقی زاده خانقاه، ۱۳۹۵)

این تجزیه مالکیت از کنترل به طور بالقوه مسئله‌ای گیج کننده است، به این صورت که شاید مالکان و نمایندگان، اهداف و منافع متفاوتی داشته باشند. به طور نمونه، نمایندگان (مدیران) نسبت به مالکان دارای اطلاعات بیشتری درباره شرکت و فعالیت مدیریت می‌باشند. این عدم تعادل در توزیع اطلاعات میان مالکان و نمایندگان، نامتقارنی اطلاعاتی است که مفهومی عمده و حیاتی در منطق نظریه نمایندگی است. در این صورت بعید است مشکلات نمایندگی، زمانی اتفاق بیفتد که اطلاعات به طور مساوی (میان مالکان و نمایندگان) توزیع می‌شوند، زیرا مالکان قادر به نظارت مستقیم بر رفتار نمایندگان می‌شوند و در نتیجه از رفتار فرصت طلبانه نمایندگان جلوگیری می‌کنند (مورک و یانگ<sup>۵</sup>، ۲۰۰۳). مالکان ممکن است به منظور جلوگیری از مشکلات نمایندگی و هم راستا کردن منافع مدیران و مالکان، از ابزار قراردادهای مدیریت (صریح یا ضمنی) استفاده کنند یا شاید اقداماتی را برای کاهش نامتقارنی اطلاعاتی به وسیله افزایش اطلاعات در دسترس خود، انجام دهند (علمیده و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۷). از طرفی، نظریه نمایندگی چارچوبی نظری است که در ادبیات حاکمیت شرکتی، بیشترین استفاده را دارد (جنسن و مکلینگ، ۱۹۹۶). زمانی که هیئت مدیره<sup>۷</sup> به عنوان مالکان و مدیران ارشد اجرایی<sup>۸</sup> به عنوان نمایندگان در نظر گرفته شده‌اند، از چشم‌انداز حاکمیت، ارتباط میان هیئت مدیره و مدیریت ارشد اجرایی می‌تواند به عنوان رابطه نمایندگی در نظر گرفته شود. بنابراین، اولین زمینه مورد علاقه پژوهشگران حاکمیت شرکتی، بررسی آن است که آیا هیئت مدیره در نظارت و کنترل مدیریت ارشد اجرایی هوشیار<sup>۹</sup> هستند (علمیده و همکاران، ۲۰۰۷). برای تعیین هوشیاری هیئت مدیره، خصوصیات هیئت مدیره (از جمله ترکیب هیئت مدیره و حق تصدی<sup>۱۰</sup> هیئت مدیره) به طور نمونه به کار برده می‌شوند (کانیون و مرفی<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۰). میان خصوصیات جمعیتی<sup>۱۲</sup> هیئت مدیره و مشکلات حاکمیت مهم مانند پرداخت به مدیریت ارشد اجرایی و جانشین مدیریت ارشد اجرایی وجود دارد. در نظریه‌های مالی، فرض اصلی و اساسی این است که هدف اولیه شرکت‌ها، افزایش ثروت سهامداران است، لیکن در عمل همواره اینگونه نیست. احتمالاً مدیران به افزایش منفعت شخصی خود تمایل دارند. این امر منجر به تمرکز و سرمایه‌گذاری آن‌ها بر طرح‌هایی می‌شود که منابع کوتاه‌مدت دارند و توجهی به منافع بلندمدت سهامداران ندارند. در این شرایط مدیران برای دستیابی به عایدی‌های متفرقه تحریک می‌شوند که باز هم منجر به کاهش ارزش منافع و رفاه سهامداران می‌شود. بنابراین می‌توان به راحتی مشاهده کرد که رفتار مدیر برای به حداکثر رساندن منافع خود می‌تواند با منافع مالکان در تضاد باشد. مالکان خواستار این هستند که بازده سرمایه و قیمت سهام به حداکثر برسد، در حالی

که مدیران دامنه گسترده‌تری از نیازهای اقتصادی و روانی دارند که از آن جمله می‌توان به حداکثر رساندن کل حقوق و پاداش خود که از طریق گنجاندن بندهای خاصی در قرارداد استخدام در صد تأمین چنین هدف‌هایی بر می‌آیند را بیان نمود (استرمن، ۲۰۰۱: ۷۰). با توجه به این تعارض یا تضاد بالقوه، مالکان شرکت دارای انگیزه هستند تا با مدیران به شیوه‌ای قرارداد ببندند که تضاد بین اهداف دو گروه به حداقل ممکن برسد. جبران خدمات به هر نوع پاداشی اطلاق می‌شود که افراد به نشانه سپاس برای ادای وظایف سازمان دریافت می‌کنند. در نگرش جدید به مدیریت منابع انسانی جبران خدمات کارکنان تنها از طریق پرداخت حقوق و دستمزد مزایای پولی صورت نمی‌پذیرد، بلکه میزان کیفیت زندگی کاری<sup>۱۳</sup> که شامل مزایای غیر مستقیم مالی و مزایای غیر مالی است مورد توجه قرار می‌گیرد (کراکی و همکاران، ۲۰۱۲). مؤسسه<sup>۱۴</sup> جهان کار<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۲)، تعریفی نسبتاً گسترده از جبران خدمات کل ارائه داده است. بدین مضمون که جبران خدمات کل "همه ابزارهای در دسترس کار فرما است که از آن‌ها برای جذب، حفظ، ترغیب و راضی کردن کارمندان استفاده می‌شود. بخش منابع انسانی دانشگاه فنی ویرجینیا<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۳) در صفحه ای از پایگاه اینترنتی دانشگاه به تشریح نظام جبران خدمات کل طراحی شده برای کارکنان دانشگاه می‌پردازد و در پاسخ به این سؤال که "جبران خدمات کل چیست؟" عنوان می‌کند که؛ اغلب ما زمانی که اصطلاح "جبران خدمات" را می‌شنویم، فکرمان به سمت پولی که در فیش‌های حقوقی مان درج شده است و دریافت می‌کنیم می‌رود. با این وجود "جبران خدمات کل" چیزی فراتر از حقوق و دستمزد است، و آن بسته کامل پرداخت به کارکنان می‌باشد. در دانشگاه فنی ویرجینیا، این شامل همه اشکال پولی، مزایا، خدمات، و سایر مواردی که ما در اختیار کارکنان دانشگاه قرار می‌دهیم می‌باشد. جبران خدمات کل می‌تواند به عنوان همه منابع در دسترس کارکنان تعریف شود که کارفرما از آن برای جذب، انگیزش و حفظ کارکنان استفاده می‌کند (پایگاه اینترنتی: دانشگاه فنی ویرجینیا، ۲۰۱۳)<sup>۱۶</sup>. ماندی<sup>۱۷</sup> در کتاب مدیریت منابع انسانی خود اشاره می‌کند که این نکته حائز اهمیت است که به اصطلاحاتی که برای جبران خدمات به کار برده می‌شود توجه کنیم زیرا در بیشتر مواقع آن تنها در برگیرنده پرداخت‌های مالی است. جبران خدمات کل یا جبران خدمات در برگیرنده کل پاداش‌هایی است که ازای انجام کار برای کارمند مهیا شده است (کراکی و همکاران، ۲۰۱۲). این موضوع به خوبی در شکل زیر که ماندی (۲۰۱۱) به منزله مؤلفه‌های جبران خدمات کل ارائه داده است نمایان است. با توجه به موارد ذکر شده در فوق در این پژوهش قصد داریم تا به بررسی تأثیر کنترل خانوادگی و سرمایه گذاران نهادی بر جبران خدمات مدیر عامل بپردازیم.

جبران خدمات کل ترکیبی از چهار مؤلفه<sup>۱۸</sup> اصلی: پرداخت، مزایا، مشوق‌های مالی و جبران خدمات غیر مالی است که به آن همچنین عنوان «پرداخت کل» (ژینقم و و شوستر، ۲۰۰۸: ۵۵)<sup>۱۸</sup>،

«بسته جبران خدمات» (استرمن، ۲۰۰۱: ۷۰)<sup>۱۹</sup> و «جبران خدمات مستقیم و غیر مستقیم» (ناماسیوایم، میا و ژو، ۲۰۰۶؛ هنمان و شواب، ۱۹۸۵: ۵۴۷)<sup>۲۰</sup> نیز اطلاق می‌گردد.



جبران خدمات کل (کراکی و همکاران، ۲۰۱۲)

### ۳- پیشینه تحقیق

پژوهش حاصل از تحقیق بوش<sup>۲۱</sup> (۱۹۹۸) نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که درصد مالکیت نهادی کمتر است، مدیران تمایل زیادی به کاهش هزینه‌های تحقیق و توسعه و در نتیجه، بالا بردن سود به سطح قابل قبول دارند. در شرکت‌هایی که درصد مالکیت نهادی بالاتر است، انگیزه مدیران برای مدیریت سود از طریق عدم انجام سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تحقیق و توسعه کاهش می‌یابد. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که حضور مالکان نهادی به کاهش مدیریت سود و متعاقباً حسابداری محافظه کارانه منجر می‌گردد.

ماهونی و رابرتز<sup>۲۲</sup> (۲۰۰۷) به بررسی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی در شرکت‌های کانادایی پرداختند و نتایج تحقیق آنان نشان داد که رابطه<sup>۲۳</sup> معنادار و منفی بین افشای مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی وجود دارد.

زی هوا وی و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهشی که بر روی شرکت‌های خانوادگی و شرکت‌های غیرخانوادگی داشتند به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیر خانوادگی دارای پرداخت سود نقدی کمتری هستند و همچنین گرایش کمتری برای پرداخت سود سهام دارند.

نیروانتو و همکاران<sup>۲۳</sup> (۲۰۱۱)، تحقیقی در زمینه بررسی ارتباط بین افشای مسئولیت اجتماعی و درصد مالکیت نهادی در صنعت چوب سازی و کاغذ سازی در طول دوره ۲۰۰۸ لغایت ۲۰۱۰ انجام دادند. نتایج تحقیق نشان داد که بین درصد مالکیت نهادی با افشای مسئولیت اجتماعی و روابط کارکنان رابطه معنی دار و مثبتی وجود دارد. بین درصد مالکیت نهادی و مشارکت جامعه و محیط زیست رابطه معنی داری وجود ندارد.

رامالینگودا و یو<sup>۲۴</sup> (۲۰۱۱) در تحقیقی دریافتند که مالکیت بیشتر توسط نهادهایی که علاقه مند به نظارت بر مدیریت شرکت هستند با اعمال محافظه کاری ارتباط مستقیم دارد. این ارتباط در بین شرکت‌های با گزینه‌های رشد بالا و همچنین عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر، نمایان تر می‌باشد. در مجموع نتایج تحقیق بیانگر آن است که نهادهای نظارتی محافظه کاری بیشتری را تقاضا می‌نمایند.

میشرا و دیگران<sup>۲۵</sup> (۲۰۱۲) در تحقیق خود به مطالعه بین مالکیت خانوادگی و جبران خدمات مدیرعامل پرداختند نتایج این تحقیق حاکی از این بود که ارتباط منفی بین مالکیت خانوادگی و جبران خدمات مدیرعامل وجود دارد.

کراکی و همکاران (۲۰۱۲) در تحقیقی نشان می‌دهد که در شرکت‌های با مدیران اجرائی خانواده برجسته، خانواده‌ها برای سلب مالکیت ثروت سهامداران جزء از جبران خدمات مدیر عامل استفاده نمی‌کنند. همچنین به این نتیجه رسیدیم که تأثیر مالکیت نهادی بر دستمزد مدیرعامل بستگی به داخلی یا خارجی بودن سرمایه گذاران نهادی دارد. نتایج هم چنین نشان می‌دهد که سرمایه گذاران نهادی داخلی یک نقش فعال در تعیین سطح دستمزد مدیرعامل با افزایش حساسیت پرداخت برای عملکرد بازی دارند، در حالی که مالکیت نهادی خارجی باعث پرداخت‌هایی بدون هماهنگی پرداخت با عملکرد به مدیرعامل می‌شود.

بولتون<sup>۲۶</sup> در سال ۲۰۱۳، دریافتند که مالکیت بیشتر توسط نهادهایی که علاقمند به نظارت بر مدیریت شرکت هستند با اعمال محافظه کاری و کاهش هزینه‌های جبران خدمات ارتباط دارد. این



ارتباط در بین شرکت‌های با گزینه‌های رشد بالا و همچنین عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر، نمایان‌تر می‌باشد. در مجموع نتایج تحقیق بیانگر آن است که نهادهای نظارتی محافظه کاری بیشتری را تقاضا می‌نمایند.

کوپر و همکاران<sup>۲۷</sup> (۲۰۱۴) در تحقیقی با عنوان بررسی رابطه بین جبران خدمات مدیر عامل و عملکرد قیمت آتی سهام به این نتیجه رسیدند که صنعت و اندازه مدیر عامل به صورت منفی بر تغییرات ثروت سهامداران تأثیر گذارند. و دریافت مبالغ بیشتر مدیران نسبت به هم رده‌هایشان باعث ایجاد انگیزه بالاتر برای آن‌ها می‌شود. هم چنین نتایج تحقیق نشان می‌دهد که پرداخت‌های بالا ممکن است باعث ایجاد اعتماد به نفس کاذب در مدیران و انجام واکنش‌های افراطی شود. چی، لئو و وانگ<sup>۲۸</sup> در سال ۲۰۱۴، دریافتند که بین مالکیت نهادی و محافظه کاری رابطه مثبت و بین مالکیت نهادی و هزینه‌های مربوط به منابع انسانی و جبران خدمات رابطه منفی وجود دارد. براساس یافته‌های ایشان، شرکت‌های با مالکیت نهادی کمتر، تقاضای کمتری برای حسابداری محافظه کارانه دارند. همچنین آن‌ها دریافتند که در صورت عدم تفکیک نقش مدیر عامل و رئیس هیأت مدیره، تمایل بیشتری به محافظه کاری وجود دارد.

پژوهش حاصل از تحقیق ویلسون<sup>۲۹</sup> در سال ۲۰۱۵، نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که درصد مالکیت نهادی کمتر است، مدیران تمایل زیادی به کاهش هزینه‌های شرکت من جمله هزینه جبران خدمات مدیر عامل و در نتیجه، بالا بردن سود به سطح قابل قبول دارند. در شرکت‌هایی که درصد مالکیت نهادی بالاتر است، انگیزه مدیران برای مدیریت سود از طریق پرداخت هزینه‌های کمتر برای جبران خدمات و عدم انجام سرمایه گذاری در فعالیت‌های تحقیق و توسعه کاهش می‌یابد. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که حضور مالکان نهادی به کاهش مدیریت سود و متعاقباً حسابداری محافظه کارانه منجر می‌گردد.

سجادی و همکاران، (۱۳۹۲) در تحقیق خود ارتباط بین ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ را مورد بررسی قرار دادند برای بررسی این موضوع، سه متغیر تمرکز مالکیت، میزان مالکیت سهامداران نهادی و میزان مالکیت مدیریت به عنوان معیارهای ساختار مالکیت در نظر گرفته شد. نتایج نشان داد که متغیرهای تمرکز مالکیت و میزان مالکیت مدیریت تأثیر منفی و معنادار بر ریسک سرمایه گذاری دارند. اما میزان مالکیت نهادی تأثیری بر ریسک سرمایه گذاری شرکت‌ها ندارد.

پورعلی و حجامی (۱۳۹۳) در تحقیقی به بررسی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با بررسی ۶۰ شرکت بورسی در بازه زمانی ۱۳۸۵ لغایت ۱۳۸۹ با استفاده از روش داده‌های تلفیقی ایستا به این نتیجه

رسیدند که رابطه معنادار و منفی بین افشای مسئولیت اجتماعی، میزان افشای اطلاعات مربوط به روابط کارکنان، تولید و محیط زیست با مالکیت نهادی وجود دارد. این در حالی است که بین میزان افشای اطلاعات مربوط به مشارکت اجتماعی با مالکیت نهادی رابطه معناداری وجود ندارد.

مهرانی و همکاران (۱۳۹۴) در تحقیقی به بررسی رابطه مالکیت نهادی و انعطاف پذیری مالی پرداختند یافته‌ها حاکی از آن است که حضور مالکان نهادی در ساختار سرمایه شرکت‌ها سبب انعطاف پذیری بیشتری آن‌ها می‌گردد. همچنین یافته‌ها نشان دادند که هر چه تمرکز مالکان نهادی در ساختار سرمایه شرکت بیشتر باشد عبارتی سرمایه بیشتر دست تعداد محدودی مالک نهادی باشد انعطاف پذیری شرکت کم می‌شود.

حسین فخار و الهام فصیح (۱۳۹۵). در تحقیقی تأثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای تئوری نمایندگی طی سالهای ۱۳۸۷ و ۱۳۹۱ را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از این تحقیق نشان داد که مالکیت خانوادگی تأثیر مثبت و معناداری بر ساختار سرمایه شرکت‌های مورد بررسی دارد. هم چنین رشد و سودآوری هم اثر تعدیل کننده مثبت و معناداری بر رابطه بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران دارد.

محمدی و نقی زاده (۱۳۹۵) در تحقیقی با عنوان تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر ارتباط بین مالکیت مدیریتی و محافظه کاری حسابداری بر اساس نمونه ای که شامل ۱۱۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که بین سال‌های ۱۳۹۱-۱۳۸۶ در بورس حضور داشته‌اند به این نتیجه دست یافتند که هزینه‌های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت مدیریتی با محافظه کاری حسابداری تأثیر معنادار ندارد.

#### ۴- فرضیه‌های تحقیق

- ۴-۱- عامل کنترل خانوادگی شرکت بر جبران خدمات مدیر عامل تأثیر معنادار دارد.
- ۴-۲- عامل سرمایه گذاران نهادی بر جبران خدمات مدیر عامل تأثیر معنادار دارد.

#### ۵- روش تحقیق

این پژوهش، از لحاظ شیوه اجرا توصیفی و در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری مبتنی بر اطلاعات واقعی است. از بعد هدف نیز جزء تحقیقات کاربردی محسوب می‌شود. اطلاعات مربوط به ادبیات پژوهش و مباحث نظری از منابع کتابخانه ای و پایگاه‌های علمی و مقالات خارجی و داخلی جمع آوری شده است. داده‌های مورد نیاز برای انجام این پژوهش به صورت میدانی، عموماً با

استفاده از نرم افزار ره آورد نوین ۳ و پایگاه اطلاع رسانی سازمان بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است.

## ۶- جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که قبل از فروردین ۱۳۸۶ در بورس پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۵ نماد آن‌ها متوقف نشده باشد. روش نمونه‌گیری بر اساس روش انتخاب هدفمند بوده که در نهایت با اعمال شرایط زیر تعداد ۹۳ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شدند:

- (۱) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد؛
- (۲) طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ تغییر سال مالی و توقف عملیات بیش از ۶ ماه نداشته باشند؛
- (۳) شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها به دلیل ماهیت خاص فعالیت حذف می‌شوند.
- (۴) اطلاعات مورد نیاز آن‌ها از سال ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ در دسترس باشد.

## ۷- مدل نظری و متغیرهای پژوهش

در تحقیق حاضر، از مدل‌های برگرفته از تحقیق کراکی و همکاران (۲۰۱۲) استفاده شده که این مدل‌ها به صورت رابطه ۱ و ۲ می‌باشند.

(۱)

$$\begin{aligned} \text{Ln(Compensationit)} &= \alpha + \beta_1 \text{familyit} \\ &+ \sum_{k=1}^n \text{performanceit} + \sum_{k=1}^n yk \text{governanceit} + \sum_{i=1}^m \delta_1 \text{lnsalesit} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

(۲)

$$\begin{aligned} \text{Ln(Compensationit)} &= \alpha + \beta_1 \text{instownit} \\ &+ \sum_{k=1}^n \text{performanceit} + \sum_{k=1}^n yk \text{governanceit} + \sum_{i=1}^m \delta_1 \text{lnsalesit} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

در مدل‌های ۱ و ۲، متغیر وابسته جبران خدمات مدیر عامل شرکت  $i$  در سال  $t$   $LN(COMPENSATION_{it})$  در نظر گرفته شده است که برابر است با لگاریتم مجموع دستمزد و پاداش پرداختی شرکت به مدیرعامل است.

#### • متغیرهای مستقل

- کنترل خانوادگی شرکت  $i$  در سال  $t$  (FAMILY $_{it}$ ): متغیر مجازی است که اگر سهام شرکت خانوادگی باشد برابر با ۱، در غیر این صورت صفر است.
- سرمایه‌گذاران نهادی شرکت  $i$  در سال  $t$  (INSTOWN $_{it}$ ): درصد مالکیت سهام نگهداری شده توسط سرمایه‌گذاران نهادی،

#### • متغیرهای کنترلی

- عملکرد شرکت  $i$  در سال  $t$  (PERFORMANCE $_{it}$ ): از بازده دارایی‌های شرکت (ROA) جهت محاسبه این متغیر استفاده شده است.
- اندازه حاکمیت شرکتی  $i$  در سال  $t$  (GOVERNANCE $_{it}$ ): از اندازه هیئت مدیره شرکت (BOARDSIZE) و دوره تصدی مدیر عامل شرکت (CEOAGE) برای محاسبه متغیر حاکمیت شرکتی استفاده شده است.
- اندازه شرکت (LNSALES): این متغیر برابر است با لگاریتم طبیعی کل فروش شرکت،
- به علاوه در این مدل‌ها،  $\alpha$  عرض از مبدا،  $\beta$  ها شیب خط یا ضرایب متغیرهای مستقل مدل و  $\epsilon_{it}$  خطای مدل تحقیق می‌باشند.

### ۸- یافته‌های پژوهش

#### ۸-۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

به منظور تجزیه و تحلیل اولیه داده‌ها، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش برای استفاده در رگرسیون خطی چند متغیره داده‌های ترکیبی در جدول ۱ ارائه شده است. این جدول بیانگر مقدار آماره توصیفی برای هر متغیر می‌باشد و شامل دو دسته اطلاعات می‌باشد. دسته اول، مربوط به میانگین و میانه است و دسته دوم اطلاعات شامل پارامترهای مربوط به پراکندگی نظیر انحراف معیار، چولگی و کشیدگی است که بیانگر پراکنش داده‌ها حول محور میانگین می‌باشد.

جدول ۱- آماره توصیفی متغیرها

CEOAGE	FAMILY	INSTOWN	LNCOMP	LNSALES	ROA	نام متغیر آماره
۷/۱۷	۰/۵۴	۰/۷۶	۰/۰۳	۱۴/۲۳	۰/۹۲	میانگین
۷	۱	۰/۷۶	۰/۰۲	۱۳/۸۵	۰/۸۱	میانه
۱۲	۱	۰/۸۳	۲/۹۶	۱۹/۲۲	۰/۹۳	بیشترین مقدار
۳	۰	۰/۶۸	-۳/۰۲	۵/۳۰	-۰/۵۶	کمترین مقدار
۲/۵۹	۰/۵۲	۰/۰۴	۰/۸۹	۱/۷۴	۰/۱۸	انحراف معیار
-۰/۰۲	-۰/۱۲	۰/۰۱	-۰/۰۲	۰/۰۰	۰/۳۲	چولگی
۱/۸۶	۱/۰۶	۱/۷۹	۲/۵۴	۳/۳۹	۵/۳۱	کشیدگی
۰/۰۷۱	۰/۲۳۲	۰/۰۷۸	۰/۰۵۶	۰/۰۹۰	۰/۵۳۲	سطح بحرانی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۸-۲- آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

همچنین، جهت بررسی نرمال بودن توزیع متغیرها از آماره جاکو- برا<sup>۳</sup> استفاده شده است. همان‌طور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود احتمال آماره داده‌های اولیه مربوط به متغیرها بزرگ‌تر از ۵ درصد می‌باشد، که حاکی از نرمال بودن متغیرها است.

جدول ۲- آزمون جاکو برا

CEOAGE	FAMILY	INSTOWN	LNCOMP	LNSALES	ROA	نام متغیر آماره
۳۸/۴۲	۱۰۹/۵۲	۳۹/۷۱	۷/۲۶	۴/۱۲	۱۷۳/۱۱	جاکو برا
۰/۱۰۸	۰/۰۸۸	۰/۲۱۵	۰/۱۵۹	۰/۱۱۲	۰/۳۲۴	سطح معناداری

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۸-۳- آزمون ریشه واحد داده‌ها

اولین گام برای برآورد الگو بعد از جمع‌آوری داده، بررسی ویژگی‌های مانایی یا ایستایی متغیرهاست. برای این منظور، از آزمون ریشه واحد استفاده می‌شود. بر اساس این آزمون، P-Value کمتر از ۵٪ بوده است، کل متغیرهای پژوهش در سطح، پایا هستند. این بدان معناست که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. نتایج بررسی در جدول نشان‌دهنده آن است همه متغیرها معنادار هستند.

جدول ۳- آزمون مانایی بر اساس آزمون لوین، لین و چوروی سطح برای متغیرهای پژوهش

نام متغیر	آماره t	سطح معناداری	تعداد شرکت	مشاهدات
جبران خدمات مدیر عامل	-۲۸/۳۲۱۲	۰/۰۰۰۰	۹۳	۹۳۰
کنترل خانوادگی	-۵۴/۸۶۲۵	۰/۰۰۰۰	۹۳	۹۳۰
سرمایه گذاران نهادی	-۴۰/۱۹۵۴	۰/۰۰۰۰	۹۳	۹۳۰
بازده دارایی‌ها	-۵۵/۰۳۸۷	۰/۰۰۰۰	۹۳	۹۳۰
اندازه هیئت مدیره	-۳۳/۲۰۰۷	۰/۰۰۰۰	۹۳	۹۳۰
دوره تصدی مدیر عامل	-۴۰/۲۴۵۱	۰/۰۰۰۰	۹۳	۹۳۰
اندازه شرکت	-۳۳/۵۷۴۲	۰/۰۰۰۰	۹۳	۹۳۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۸-۴- آزمون انتخاب الگوی برازش

برای بررسی این که بین روش داده‌های ترکیبی<sup>۳۱</sup> و داده‌های تلفیقی<sup>۳۲</sup> جهت برآورد تابع موردنظر، کدام یک انتخاب شود، از آزمون چاو یا F لیمر استفاده شده است. اگر احتمال آماره کمتر از سطح خطای ۵ درصد باشد، استفاده از مدل ترکیبی با اثرات مورد تأیید قرار می‌گیرد، در غیر این صورت مدل تلفیقی بدون اثرات استفاده می‌شود. خلاصه نتایج این آزمون برای مدل‌های تحقیق در جدول ۴ آمده است. این نتایج نشان می‌دهند که احتمال آماره برای مدل‌های این پژوهش کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، بنابراین باید از مدل ترکیبی با اثرات جهت آزمون این مدل‌ها برای پاسخ به فرضیه‌های پژوهش استفاده شود که در ادامه به آن می‌پردازیم.

جدول ۴- خلاصه نتایج آزمون F لیمر برای مدل‌های پژوهش

نام مدل	آماره F فیشر	درجه آزادی آماره F فیشر	سطح معنی داری
اول	۲/۵۲۹	(۹۳/۶۵۱)	۰/۰۰۱۴
دوم	۲/۹۸۶	(۹۳/۶۵۱)	۰/۰۰۳۳

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بعلاوه، برای انتخاب بین روش ثابت و تصادفی می‌توان از آزمون هاسمن<sup>۳۳</sup> استفاده کرد.

$$H = [(\beta f_e - \beta_{re}) [\text{cov } f_e - \text{cov}_{re}]^{-1} (\beta f_e - \beta_{re})] \sim \chi^2 \quad (3)$$

H تعداد متغیرهای توضیحی،  $\beta_{re}$  و  $\beta_{fe}$  به ترتیب بردار ضرایب درروش اثرات ثابت و تصادفی،  $\text{cov}_{re}$  و  $\text{cov}_{fe}$  به ترتیب ماتریس کوواریانس ضرایب درروش اثرات ثابت و تصادفی می‌باشند.

فرضیه صفر: روش اثرات تصادفی کارا تر است.

فرضیه مقابل: روش اثرات ثابت کارا تر است.

خلاصه‌ای از نتایج به‌دست‌آمده از این آزمون در جدول ۵ آمده است. این نتایج برای مدل‌های پژوهش، بیانگر رد شدن فرضیه صفر و انتخاب روش اثرات ثابت می‌باشد.

جدول ۵- خلاصه نتایج آزمون هاسمن برای مدل‌های پژوهش

نام مدل	آماره کای دو	درجه آزادی آماره کای دو	سطح معنی‌داری
اول	۱۹/۸۵۶	۳	۰/۰۰۰۳
دوم	۱۶/۲۱۸	۳	۰/۰۰۱۶

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۸-۵- آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج حاصل از برآورد مدل‌های پژوهش با روش اثرات ثابت نشان می‌دهد که مقدار سطح معناداری آماره F کل هر دو مدل از ۰/۰۵ کوچک‌تر است، پس در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار بودن کل این مدل‌ها تأیید می‌شود. هم‌چنین مقدار آماره دوربین و آتسون در مدل‌های اول و دوم به ترتیب برابر با ۲/۰۶۲ و ۲/۰۶۱ می‌باشد، لذا فرض خود همبستگی سریالی بین متغیرها رد می‌شود. مقدار ضریب تعیین مدل اول و دوم پژوهش به ترتیب برابر با ۰/۷۷ و ۰/۷۶ می‌باشد. بنابراین با توجه به این مقدار، این مدل‌ها به ترتیب می‌توانند ۷۷ و ۷۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را به وسیله متغیرهای توضیحی پیش بینی کنند.

جدول ۶- خلاصه نتایج برآورد مدل اول پژوهش به روش اثرات ثابت

نماد متغیر: LNCOMP				متغیر وابسته: جبران خدمات مدیر عامل	
نوع: ترکیبی				مدل: رگرسیون خطی چند متغیره	
مشاهده‌ها: ۹۳۰				مقاطع (تعداد): ۹۳ دوره‌ها (تعداد): ۱۰	
سطح معنی داری	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	نماد متغیرها	نام متغیرهای توضیحی
۰/۰۰۹۴	-۲/۸۷۳۵۱	۰/۲۳۸۵۴۴	-۰/۶۸۵۴۶	FAMILY	کنترل خانوادگی
۰/۰۰۰۰	۶/۳۸۶۸۶	۰/۰۷۱۰۰۲	۰/۴۵۳۴۸۰	ROA	بازده دارایی‌ها
۰/۰۰۰۰	-۴/۲۹۰۹۹	۰/۱۸۵۴۳۰	-۰/۷۹۵۶۸	BOARDSIZE	اندازه هیئت مدیره
۰/۰۰۸۶	۲/۷۷۰۳۰۲	۰/۲۵۶۸۴۰	۰/۷۱۲۲۲۳	CEOAGE	دوره تصدی مدیر عامل
۰/۰۰۰۳	۵/۴۷۲۰۷	۰/۰۰۴۵۱۲	۰/۰۲۴۶۹۰	LNSALES	اندازه شرکت
۰/۰۰۱۳	-۳/۰۶۷۴۳۲	۰/۰۲۹۶۷۴	-۰/۰۹۱۰۲۳	C	عرض از مبدأ
۲/۰۶۲۳۵۴			آماره دوربین - واتسون	۰/۷۷۸۴۵۴	ضریب تعیین
۰/۰۰۰۰۰۰			احتمال آماره F فیشر	۱۴/۹۳۳۷۷	آماره F فیشر

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۷- خلاصه نتایج برآورد مدل دوم پژوهش به روش اثرات ثابت

نماد متغیر: LNCOMP				متغیر وابسته: جبران خدمات مدیر عامل	
نوع: ترکیبی				مدل: رگرسیون خطی چند متغیره	
مشاهده‌ها: ۹۳۰				مقاطع (تعداد): ۹۳ دوره‌ها (تعداد): ۱۰	
سطح معنی داری	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	نماد متغیرها	نام متغیرهای توضیحی
۰/۰۰۰۶	-۳/۵۸۸۹۲	۰/۱۳۲۴۱	-۰/۴۷۵۲۱	INSTOWN	سرمایه گذاران نهادی
۰/۰۰۸۵	۲/۵۱۲۷۹	۰/۳۱۵۴۱	۰/۷۹۲۵۶	ROA	بازده دارایی‌ها
۰/۰۰۱۴	-۳/۲۶۹۱۲	۰/۰۴۱۲۴۹	-۰/۱۳۴۸۵	BOARDSIZE	اندازه هیئت مدیره
۰/۰۰۰۵	-۴/۰۰۴۴۸	۰/۰۳۵۲۳۸	-۰/۱۴۱۱۱	CEOAGE	دوره تصدی مدیر عامل
۰/۲۰۵۴	۱/۶۱۲۶۳	۰/۲۶۳۶۵	۰/۴۲۵۱۷	LNSALES	اندازه شرکت
۰/۰۰۰۵	۳/۹۵۱۰۲	۰/۰۳۸۶۷۱	۰/۱۵۲۷۹	C	عرض از مبدأ
۲/۰۶۱۲۵۴			آماره دوربین - واتسون	۰/۷۶۵۴۲۳	ضریب تعیین
۰/۰۰۰۰۰۰			احتمال آماره F فیشر	۱۳/۷۹۲۱۵	آماره F فیشر

منبع: یافته‌های پژوهشگر



در ادامه به بررسی معنادار بودن ضرایب متغیرهای توضیحی مدل رگرسیون با استفاده از آماره  $t^{۳۴}$  می‌پردازیم. اگر احتمال آماره کمتر از سطح خطای ۵ درصد باشد، وجود رابطه بین متغیرمستقل و وابسته مدل مورد تأیید قرار می‌گیرد. در غیراینصورت شواهد حاکی از فقدان رابطه است.

#### ۹- یافته‌های پژوهش

فرضیه اول پژوهش به این گونه است که، بین کنترل خانوادگی شرکت با جبران خدمات مدیر عامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد. مقدار احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل کنترل خانوادگی شرکت (FAMILY) در مدل اول برآورد شده به برابر با ۰/۰۰۹ (عددی کمتر از سطح خطای ۵ درصد) می‌باشد. لذا می‌توان گفت که کنترل خانوادگی شرکت رابطه معناداری با متغیر جبران خدمات مدیر عامل دارد. بنابراین فرضیه اول پژوهش رد نمی‌شود.

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند که، بین سرمایه‌گذاران نهادی با جبران خدمات مدیر عامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. بر اساس نتایج برآورد مدل دوم پژوهش، مقدار احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل سرمایه‌گذاران نهادی (INSTOWN) برابر با ۰,۰۰۰۶ و عددی کوچک‌تر از سطح خطای ۵ درصد می‌باشند. بنابراین وجود رابطه معنادار بین سرمایه‌گذاران نهادی شرکت با متغیر جبران خدمات مدیر عامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته می‌شود؛ لذا فرضیه دوم رد نمی‌شود.

#### ۱۰- بحث و نتیجه‌گیری

بر اساس نتایج مدل‌های برآورد شده و همچنین فرضیه‌های ارائه شده در این تحقیق که به‌منظور بررسی تأثیر کنترل خانوادگی و سرمایه‌گذاران نهادی بر جبران خدمات مدیرعامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اجرا شده‌اند، می‌توان نتیجه گرفت که عواملی همچون کنترل خانوادگی شرکت و وجود سرمایه‌گذاران نهادی بر جبران خدمات مدیر عامل تأثیر معناداری دارند.

به عبارتی نتیجه حاصل از فرضیه اول نشان می‌دهد که بین کنترل خانوادگی با جبران خدمات مدیر عامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. و نتیجه حاصل از فرضیه دوم نشان می‌دهد که بین سرمایه‌گذاران نهادی با جبران خدمات مدیر عامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

به علاوه، ضرایب برآورد شده متغیرهای کنترل خانوادگی شرکت و سرمایه‌گذاران نهادی دارای مقدارهای منفی هستند، که نشان می‌دهد این عوامل اثر عکس و معناداری بر جبران خدمات مدیر عامل شرکت‌ها دارند. همچنین، با مقایسه نتایج تحقیق با یافته‌های پژوهش‌های انجام شده و مقایسه با تحقیقات انجام شده در خارج از کشور همچون کراکی و همکاران (۲۰۱۲) در می‌یابیم که نتایج همسو می‌باشند.

ساختار مناسب جبران خدمات مدیر عامل با در نظر گرفتن خصوصیات شرکت از قبیل وجود سرمایه‌گذاران نهادی و کنترل خانوادگی شرکت می‌تواند منجر به افزایش سودآوری شرکت‌ها شود. با توجه به یافته‌های پژوهش، به مدیران و سهامداران شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که در سیاست‌گذاری‌های آتی خود، ویژگی‌های شرکت همچون وجود سرمایه‌گذاران نهادی و کنترل خانوادگی شرکت را مورد توجه قرار دهند. به این صورت که اقدامات لازم را در جهت کاهش این عوامل (زیرا کنترل شرکت در دست عده معدودی قرار می‌گیرد) انجام داده و در نتیجه باعث شود که میزان جبران خدمات مدیر عامل روند افزایشی را داشته باشد؛ در نهایت موجب افزایش سودآوری شرکت‌ها شود.

پیشنهادهای آتی جهت تحقیق پژوهشگران به شرح زیر می‌باشد.

- ✓ بررسی رابطه بین جبران خدمات مدیر عامل، کنترل خانوادگی و سرمایه‌گذاران نهادی در حضور شرایط رکود تورمی می‌تواند مورد بررسی قرار گیرد.
- ✓ همچنین بررسی رابطه بین جبران خدمات مدیر عامل، کنترل خانوادگی و سرمایه‌گذاران نهادی به تفکیک نوع صنعت و چرخه عمر شرکت مورد تحقیق قرار گرفته و با نتایج حاضر مقایسه شود.

## فهرست منابع

- ۱) پورعلی، محمدرضا و محدثه حجامی، (۱۳۹۳)، "بررسی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال سوم، شماره دهم، صص ۱۳۵-۱۵۰.
- ۲) بیابانی، علی، حجت اله فرزانی و هیوا رستگارمقدم، (۱۳۹۲)، "بررسی رابطه بین مالکیت اصلی و محافظه‌کاری در سود"، مجله دانش حسابداری، سال دوم، شماره ۶.
- ۳) نمازی، محمد و سیدعلی محمدی، (۱۳۹۴)، "بررسی رابطه بین سازوکارهای نظام راهبری شرکت و محافظه‌کاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری، سال دوم، شماره ۸.
- ۴) مرادزاده فرد، مهدی، بهمن بنی مهد و مهدی دیندار یزدی، (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و نظام راهبری شرکتی"، حسابداری مدیریت، سال چهارم، شماره هشتم.
- ۵) مهرآزین، محمد، (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت سود"، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- ۶) مهرانی، ساسان، محمد مرادی و هدی اسکندر، (۱۳۸۹)، "رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه کارانه"، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره اول.
- ۷) محمدی، جمال و نازنین نقی زاده، (۱۳۹۵)، "تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر ارتباط بین مالکیت مدیریتی و محافظه‌کاری حسابداری" پنجمین کنفرانس ملی علوم مدیریت نوین.
- ۸) مهرانی، ساسان، محمد مرادی، هدی اسکندر و محمدجواد هاشمی، (۱۳۹۴)، "مالکیت نهادی وانعطاف پذیری مالی، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی"، ۷، ۲۸، صص ۴۳-۵۶.
- ۹) سجادی، سیدحسین، حسن فرازمنند و جواد نیک کار، (۱۳۹۲)، "ارتباط بین ساختار مالکیت بررسیک سرمایه گذاری"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره ۲۰.
- ۱۰) برادران حسن زاده، رسول و وحید تقی زاده خانقاه، (۱۳۹۵)، "تأثیر هزینه‌های نمایندگی به رفتار سرمایه گذاری"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۳۲، صص ۱۳۹-۱۷۰.
- ۱۱) فخار، حسین و الهام فصیح، (۱۳۹۵)، "تأثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (مبتنی بر تئوری نمایندگی)"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، شماره ۲۰، صص ۱۴۵-۱۶۴.
- 12) Almida, H., Compello, M., (2007), "Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment", Published by Oxford University Press on Behalf Of The Society For Financial Studies.
- 13) Bebchuk, L., Fried, J., (2003), "Executive Compensation as an Agency Problem", Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, PP. 71-92.
- 14) Bertrand, M., Schoar, A., (2006), "The Role of Family in Family Firms", Journal of Economic Perspectives Vol. 20, PP. 73-96.

- 15) Bushee, Brian. J, (1998), "The Influence of Institutional Investors On Myopic R&D Investment Behavior", *Accounting Review*. Vol. 73, PP. 305-334.
- 16) Conyon, M.J., Murphy, K.J., (2000), "The Prince and The Pauper: CEO Pay in The US and UK", *Economic Journal* Vol. 110, PP. 640-671.
- 17) Croci, E., Gonenc, H., & Ozkan, N, (2012), "CEO Compensation, Family Control, and Institutional Investors in Continental Europe", *Journal of Banking & Finance*, 36(12), PP. 3318-3335.
- 18) Compensation Practices and Firm Performance in the Us Hotel Industry. *International Journal of Hospitality Management*, (2013), Vol. 26, PP. 574-587.
- 19) Jensen, M.C., Meckling, W.H, (1996), "Theory of The Firm Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, October, Vol. 3, No. 4, PP. 305-360.
- 20) Cooper, M.J., Gulen, H. P. Rau, R.V, (2014), "The Relationship Between CEO Incentive Compensation And Future Stock Price Performance", *Business.Uiuc.Edu*.
- 21) Morck, R., Yeung, B., Yu, W., (2003), "The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?", *Journal of Financial Economics* Vol. 58, PP. 215-260.
- 22) Mohoney, L. And Roberts, R.W, (2007), "Corporate Social Performance and Financial Performance and Institutional Ownership in Canadian Firms", *Accounting Forum*, Vol. 31, PP. 233-53.
- 23) Namasivayam, K., Miao, L., & Zhao, X, (2006), "An Investigation of the Relationship between
- 24) Nirwanto, Mirza.Zulaikha. Rahardja, H, (2011), "Corporate Social Responsibility Disclosure and Its Relation on Institutional Ownership: Evidence From Public Listed Companies in Malaysia 2008-2010", *Managerial Auditing Journal*.
- 25) Santhosh, Ramalingegowda; Yong, Yu, (2011), "Institutional Ownership and Conservatism", *Journal of Accounting and Economics*.
- 26) Sturman, MC, (2001), "The Implications of Linking The Dynamic Performance and Turnover Literatures", *Journal of Applied Psychology* 86 (4), PP. 684.
- 27) Zingheim PK, Schuster JR, (2008), "W Hat Are The Pay Issues Right Now?" *Compens. Ben. Rev.*, 39(3), PP. 51-55.

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup>. Croci, E., Gonenc, H
- <sup>2</sup>. Jensen & Meckling
- <sup>3</sup>. Bebchuk and Fried
- <sup>4</sup>. Bertrand and Schoar
- <sup>5</sup>. Morck and Yeung
- <sup>6</sup>. Almida, H., Compello
- <sup>7</sup>. Director Boards
- <sup>8</sup>. Chief Executives OFFICER (CEO)
- <sup>9</sup>. Vigilance
- <sup>10</sup>. Tenure
- <sup>11</sup>. Conyon, M.J., Murphy
- <sup>12</sup>. Demographic

13. Quality of working life
14. WorldatWork
15. Virginia Tech
16. [http://www.hr.vt.edu/compensation/total\\_compensation/index.html](http://www.hr.vt.edu/compensation/total_compensation/index.html)
17. Mondy
18. Zingheim and Schuster
19. Sturman
20. Namasivayam, Miao, & Zhao; Heneman & Schwab
21. Bushee, Brian J
22. Mohoney, L. and Roberts, R.W
23. Nirwanto, Mirza.Zulaikha. Rahardja, H
24. Santhosh, Ramalingegowda; yong, Yu
25. Mishra et al.
26. Bolton
27. Michael J. Cooper, Huseyin Gulen, P. Raghavendra Rau
28. chi, Liu and Wang
29. Wilson
30. Jarque-Bera
31. Panel
32. Pooled
33. Hasman Test
34. T Student