

## بررسی افزایش ثروت سهامداران در طول دوره تصدی مدیران ارشد شرکت: رویکردی نوین برای آزمون اثربخشی پاداش به مدیران ارشد

زهرة حاجیهها\*، حسن چناری بوکت\*\*

تاریخ دریافت: ۹۱/۰۹/۰۷

تاریخ پذیرش: ۹۱/۱۲/۱۹

### چکیده

هدف این پژوهش، مطالعه‌ی ارتباط بین پاداش مدیران ارشد و ارزش افزوده‌ی سهامدار است. اطلاعات شش ساله‌ی (۱۳۹۰-۱۳۸۵) نمونه‌ای از ۸۱ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار گرفت. یافته‌های حاصل از پژوهش نشان می‌دهد بین پاداش مدیران ارشد و ارزش افزوده‌ی سهامدار (مجموع تغییرات ارزش بازار و سود نقدی پرداخت شده)، و بازده غیرعادی انباشته سهام، رابطه معنی‌داری وجود ندارد. از این رو می‌توان نتیجه گرفت که تخصیص پاداش در طول دوره تصدی مدیران ارشد شرکت‌های ایرانی موثر نبوده است.

**واژه‌های کلیدی:** ارزش افزوده‌ی سهامدار، پاداش مدیران ارشد، ثروت سهامداران  
طبقه‌بندی موضوعی: M41, M25, G32

---

\* استادیار گروه حسابداری دانشکده علوم انسانی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شرق، (نویسنده مسئول)، (z\_hajjha@yahoo.com)

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

### مقدمه

دستیابی به رشد بلندمدت اقتصادی نیازمند تخصیص بهینه‌ی منابع در سطح ملی است که بدون کمک بازارهای مالی به‌ویژه بازار سرمایه‌ی کارا به سهولت امکان‌پذیر نیست. کارکرد مناسب بازار سرمایه می‌تواند کارایی، سرمایه‌گذاری و رشد را افزایش دهد (چیانگ، ۲۰۰۵). هم‌چنین قادر است از طریق کاهش نگهداری دارایی‌های نقدی و افزایش نرخ رشد سرمایه‌ها در بلندمدت، رشد اقتصادی را افزایش دهد (سینایی و داودی، ۱۳۸۸). در طول سالیان اخیر، سیاست‌گذاران در رابطه با عملکرد مدیران ارشد و پاداش دریافتی آن‌ها و این‌که آیا پاداش‌های پرداخت شده به مدیران مطابق با منافع سهامداران هست یا خیر، پژوهش‌هایی را انجام داده‌اند (جنسن و مورفی، ۱۹۹۰؛ هال و لیمن، ۱۹۹۸؛ بیچاک و فرد، ۲۰۰۴؛ جونگ، ۲۰۱۱). با توجه به معیار بودن نتایج مطالعات پیشین با نتیجه‌ی عملکرد مدیران ارشد، مطالعاتی نیز تمرکز خود را بر توانایی مدیریت دربار‌ه‌ی وظایف محوله و پاداش دریافتی و هم‌سو بودن آن با منافع سهامداران قرار داده‌اند (مورفی، ۱۹۹۹؛ کور و همکاران، ۲۰۰۶؛ جنسن و همکاران، ۲۰۰۴؛ دیورس و همکاران، ۲۰۰۷؛ جونگ، ۲۰۱۱). به‌منظور کاهش مشکلات نمایندگی ناشی از احتمال عدم همسویی منافع بین مدیران و سهامداران، بایستی بر تابع مطلوبیت هر یک از دو طرف و نحوه‌ی تسهیم منافع و مخاطره، بین آنان تمرکز نمود. بدین طریق، می‌توان مدیران را در به‌کارگیری توانایی‌ها و مهارت‌هایشان در راستای منافع مالکان ترغیب نمود و در آن‌ها ایجاد انگیزه کرد. پرداخت پاداش به مدیران به‌عنوان جزئی از حق‌الزحمه‌ی آن‌ها، یکی از روش‌های مطرح جهت انگیزش مدیران و یکی از ابزارهای رایج به‌منظور هم‌سو نمودن دیدگاه‌ها و عملکرد آن‌ها در راستای افزایش ثروت سهامداران است. حقوق و مزایای مدیران شرکت‌ها شامل حقوق ثابت، پاداش نقدی عملکرد و مزایای غیرنقدی است. از بعد نظری، انتظار بر آن است پاداش نقدی پرداختی به مدیران، مبتنی بر عملکرد آن‌ها باشد؛ بدین معنی که همسویی عملکرد مدیران با منافع حاصله برای سهامداران، منجر به تشویق آن‌ها و بهره‌مندی از پاداش گردد (نمازی و مرادی، ۱۳۸۴). نتایج اکثر پژوهش‌های تجربی صورت پذیرفته بیان‌گر آن است طرح‌های پاداش بلندمدت که به نحوی سهام‌داران در مالکیت شرکت را به‌طور واقعی و یا به‌طور شبیه‌سازی در بر دارد باعث افزایش ثروت سهامداران می‌شود. اما همواره این سوال مطرح است که چه میزان پاداش برای مدیران مناسب است که از

یک سو باعث انگیزش مدیران و از سوی دیگر باعث تلاش بیشتر آن‌ها برای افزایش ثروت سهامداران شود. واقعیت این است که دیدگاه سرمایه‌داری همواره بر افزایش ثروت سهامداران و سرمایه‌گذاران تأکید دارد، از اینرو، بایستی همواره به این موضوع توجه داشت که کارایی و اثربخشی مدیران بنگاه‌های اقتصادی حائز اهمیت است و با تشویق مدیران موفق، می‌توان افزایش ثروت سهامداران را تسهیل و سرعت بخشید (شیخ‌الاسلامی، ۲۰۰۱؛ سجادی و زارع زاده‌ی مهریزی، ۱۳۹۰). قانون وجود منابع کمیاب بیان می‌کند منابع مادی و انسانی برای تأمین احتیاجات، چه در یک کشور و چه در یک موسسه محدود می‌باشد. بنابراین برای بالا بردن سطح درآمد یا رسانیدن سود شرکت و به تبع آن ثروت سهامداران به حداکثر ممکن، لازم است بهترین و موثرترین استفاده از این منابع به عمل آید که لازمی آن داشتن مدیرانی با انگیزه و قوی است. قراردادهای موثر و کارا در زمینه‌ی پاداش، در مدیران این انگیزه را ایجاد می‌کند که ارزش شرکت و ثروت سهامداران را به حداکثر رسانند. با توجه به این که عملکرد مدیران شرکت‌ها و صنایع می‌تواند در تبیین کلی راهبردهای سرمایه‌گذاری توسط سهامداران در بازار سرمایه بسیار موثر باشد به نظر می‌رسد لازم است در این زمینه مطالعه‌ای در بورس اوراق بهادار تهران انجام شود. از طرفی با مراجعه به پژوهش‌های حوزه‌ی حسابداری و مالی می‌توان جای خالی این رویکرد را در مطالعه‌ی بازار سرمایه‌ی کشور درک نمود. هدف این پژوهش، مطالعه و بررسی طرح‌های پاداش مدیران ارشد (طی دوره‌ی تصدی آن‌ها) در قالب نظریه‌ی نمایندگی و ارتباط آن با رشد و به تبع آن افزایش ثروت سهامداران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. این مقاله ابتدا به تبیین مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش، ارایه‌ی فرضیه و متغیرهای پژوهش می‌پردازد. سپس آزمون فرضیه‌ها و بیان یافته‌های آن و در نهایت ارایه‌ی نتیجه‌گیری، پیشنهادات و محدودیت‌های پژوهش بیان خواهد شد.

### مبانی نظری پژوهش

هدف مدیریت بنگاه‌های اقتصادی با توجه به پارادایم‌های نوین مالی، خلق ارزش برای مالکان است. ارزش و ارزش آفرینی برای مالکان و سهامداران به هدف کسب و حداکثر کردن ثروت آن‌ها صورت می‌پذیرد. در این راستا ارزیابی عملکرد از مسایل مهم در فرآیند مدیریت و ارزش آفرینی محسوب می‌شود. ارزیابی منطقی عملکرد به شناخت و به کارگیری

شاخص‌های مالی و غیرمالی بستگی دارد (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۸۵). بر اساس نظریه‌ی نمایندگی، سازمان مجموعه‌ای از قراردادهاست. موجودیت یک واحد تجاری بر مبنای قرارداد‌های منعقدشده می‌باشد. این قراردادها می‌توانند مکتوب و نوشته (مانند قرارداد‌های پاداش مدیران، قرارداد‌های استقراض، قرارداد‌های پاداش بهره‌وری و...) و یا نانوشته باشند (مانند روش‌های کاری مکتوب نشده، طرح‌های پاداش اعلام شده از سوی سهامداران و...). قرارداد و یا طرح پاداش بین سهامداران عمده و مدیران شرکت، یکی از مهمترین این قراردادها است. (نمازی و سیرانی، ۱۳۸۳). موضوع نظریه‌ی نمایندگی، مطالعه‌ی تعارض بین صاحبکار و عامل (کارگزار و کارگزار) است که از تفکیک مالکیت از مدیریت ناشی می‌شود. این تضاد ناشی از متفاوت بودن اهداف آنها است به گونه‌ای که در رابطه‌ی نمایندگی فرض بر این است هر یک از طرفین سعی در حداکثر و بهینه کردن منافع خویش دارند (برلی و مینز، ۱۹۳۲؛ جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶؛ جونگ، ۲۰۱۱). مورفی (۱۹۹۹) بیان می‌کند دامنه و وسعت پاداش مدیران در دوره‌ی تصدی مدیریت در راستای جبران خدمات بر مبنای سهام بایستی شامل اختیارهای سهام، سهام فانتوم، سهام محدود شونده و... باشد. هم‌چنین یافته‌های هال و لایمین (۱۹۹۸) بیان‌گر این است متوسط ثروت مدیران به واسطه‌ی قرار گرفتن در معرض افزایش سه برابری قیمت‌های سهام بین سال‌های ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۴ شکل گرفت. مطالعه‌ی پیشین صورت گرفته مبنی بر رابطه بین عملکرد و پاداش مدیران بابت جبران خدمات نیز شاهده‌ی بر این ادعاست (جونگ، ۲۰۱۱). پژوهشی که توسط جنسن و مورفی (۱۹۹۰) صورت گرفت، نشان داد تغییرات صورت پذیرفته در ثروت مدیران با نسبت ۳/۲۵ دلار به ۱۰۰۰ دلار به واسطه‌ی تغییر در ثروت سهامدار می‌باشد. در مطالعه‌ی دیگری که توسط آگاروال و سامویک، (۱۹۹۹) صورت پذیرفت یافته‌ها حکایت از این دارد که متوسط حساسیت ثروت مدیران با نسبت ۱۴/۵۲ دلار به ۱۰۰۰ دلار در نتیجه‌ی تغییر در ثروت سهامدار می‌باشد. با این حال یافته‌های سایر مطالعات نیز بعضاً بیان‌گر تاثیر و ارتباط منفی و بی‌معنی پاداش بر عملکرد مدیران می‌باشد. لارکر (۲۰۰۳) در پژوهشی، مجدداً پژوهش هانلون و همکاران (۲۰۰۳) را مورد مطالعه قرار داد و به این نتیجه رسید ارتباط منفی یا مثبت پاداش با عملکرد مدیران مرتبط با مدل‌های اقتصادی استفاده شده می‌باشد. یافته‌های کوپر و همکاران بیان کردند نوع صنعت و میزان تعدیلات صورت پذیرفته در رابطه با پاداش مدیران در طول

دوره‌ی تصدی مدیریت ارتباط منفی با بازده‌های سهام غیرعادی آتی دارد. به‌طور خلاصه می‌توان گفت توافق کلی در مورد ارتباط مثبت و منفی پاداش مدیران در طول دوره‌ی تصدی مدیریت و افزایش ثروت سهامداران وجود ندارد. یکی از مزایای بررسی پاداش مدیران ارشد و ثروت سهامداران در بلندمدت، کاهش مشکلات مربوط به تصفیه حساب مدیران می‌باشد. طبق مطالعات پیشین، این مشکل زمانی افزایش می‌یابد که به مدیران از جریان‌های نقدی مورد انتظار تحقق نیافته پاداشی پرداخت شود. به‌عنوان مثال اگر به مدیران شرکت بابت یک قرارداد منعقد شده پاداشی پرداخت شود ولی بعداً به هر علتی قرارداد لغو شود، سهامداران نمی‌توانند پاداش پرداختی را از محل جریان‌های نقدی تحقق نیافته از مدیران باز پس گیرند ولی ثروت مدیران در یافت‌کننده‌ی پاداش به‌رغم عدم بازگرداندن پاداش بعد از لغو قرارداد در منابع حقوق صاحبان سهام کاهش می‌یابد. به‌عنوان مثال پاداش را نشان خواهد داد. زمانی که به مدیران پاداشی در قالب سهام پرداخت شود، مشکلات به وجود آمده برای سهامداران به میزان قابل توجهی کاهش می‌یابد (لئون و همکاران، ۲۰۰۶). از اینرو بر اساس نظریه‌ی قراردادها و همچنین مشکلات نمایندگی انتظار بر آن است ثروت سهامداران به انگیزه‌ی مدیران حساس باشد. انگیزه‌ی مدیران نیز در قالب پاداش جبران خدمات و درصد مالکیت سهام آن‌ها در شرکت می‌باشد. بنابراین، پاداش مدیران با ثروت سهامداران رابطه خواهد داشت.

### پیشینه‌ی پژوهش

اغلب متخصصین مالی و اقتصادی بر این باورند که طرح‌های پاداش و سهام کردن مدیران در مالکیت شرکت دارای منافع اقتصادی است و باعث افزایش ثروت سهامداران می‌شود. اما نظریه‌های متناقضی هم توسط پژوهش‌گران ارائه شده که بیان می‌کنند چنین طرح‌هایی باعث منتفع شدن مدیران به هزینه سهامداران می‌شود (بروکمن و همکاران، ۲۰۱۰). پژوهش‌های مرتبط متفاوتی در این زمینه صورت پذیرفته است که اهم پژوهش‌های انجام شده به وسیله‌ی پژوهش‌گران خارجی و ایرانی به شرح ذیل است:

یافته‌های حاصل از پژوهش مورفی (۲۰۱۰) بیان‌گر این است پرداخت پاداش به مدیران اجرایی با عملکرد دارای همبستگی مثبت و معنی‌دار است و حتی اگر بین پرداخت پاداش و عملکرد رابطه‌ای نباشد باز هم منابع مدیران اجرایی از طریق ابزارهایی مانند حق اختیار سهام،

طرح‌های عملکردی بلندمدت و مهم‌تر از همه، مالکیت سهام به عملکرد شرکت وابسته است. هم‌چنین یافته‌های پژوهش نشان داد طرح‌های انگیزشی حق‌الزحمه اعم از کوتاه مدت و بلندمدت، نه تنها به ضرر سهامداران نیست بلکه آن‌ها را نیز منتفع می‌کند. رایسه‌من و همکاران، (۲۰۰۸) در پژوهشی به مطالعه‌ی این موضوع پرداختند که آیا ثروت سهامداران در صورت پرداخت پاداش به مدیران بر مبنای ارزش افزوده‌ی اقتصادی افزایش می‌یابد؟ یافته‌های پژوهش نشان داد عملکرد مدیران دریافت‌کننده‌ی پاداش بر مبنای ارزش افزوده‌ی اقتصادی به مراتب بهتر از عملکرد مدیران دریافت‌کننده‌ی پاداش به صورت سنتی است و همین امر باعث افزایش ثروت سهامداران می‌شود. آلفرد و بورسین، (۲۰۰۶) در پژوهشی به مطالعه‌ی بین‌ساختار مالکیت و پاداش مدیران پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد پاداش مدیران به دلیل مساله‌ی نظریه‌ی نمایندگی، باعث کاهش قابل توجه سود شرکت و به تبع آن باعث کاهش ثروت سهامداران می‌شود. از سوی دیگر کنترل کمتر مالکان، مدیران را قادر به افزایش میزان پاداش می‌کند. هارفورد و لی، (۲۰۰۵) به مطالعه‌ی پرداخت‌های انجام شده به مدیر عامل، در زمان انجام سرمایه‌گذاری‌های عمده توسط شرکت‌ها (شامل تحصیل سهام سایر شرکت‌ها و انجام محارج سرمایه‌ای) پرداختند. یافته‌های پژوهش مزبور بیان‌گر دریافت پاداش توسط مدیر عامل بابت توسعه‌ی شرکت به‌ویژه از طریق تحصیل سایر شرکت‌ها بود. آن‌ها نشان دادند حتی در مواردی که ثروت سهامداران کاهش می‌یابد، وضعیت مدیر عامل تا سه برابر بهتر می‌شود. ایتنر و پیزی، (۲۰۰۳) در پژوهشی با عنوان پاداش بر مبنای عملکرد در شرکت‌های خدمات تخصصی به این نتیجه رسیدند حساسیت پرداخت مدیران نسبت به عملکرد، متناسب با افزایش تنوع وظایف، اندازه‌ی شرکت و میزان تخصص حرفه‌ای به میزان با اهمیتی افزایش می‌یابد. به‌علاوه هر چه شرکت بزرگ‌تر باشد، احتمال اختلاف در حق‌الزحمه‌ی مدیران آن با سایر شرکت‌ها بیشتر خواهد بود؛ چرا که اندازه‌ی شرکت بر دقت نظارت و آگاهی‌دهی معیارهای سنجش عملکرد (نسبت پیام‌دهی به عدم دقت<sup>۱</sup>) تاثیر می‌گذارد.

سجادی و زارع زاده‌ی مهریزی (۱۳۹۰) رابطه بین طرح‌های پاداش مدیران و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی دوره‌ی زمانی ۱۳۸۸-۱۳۸۳ مورد مطالعه قرار دادند. یافته‌های پژوهش حاکی از رابطه‌ی معنی‌دار بین پاداش پرداختی به مدیران با معیارهای اقتصادی (ارزش افزوده‌ی اقتصادی، ارزش

افزوده‌ی بازار و ارزش افزوده‌ی اقتصادی تعدیل شده) ارزیابی عملکرد بود. رهنمای رودپشتی و محمودی (۱۳۸۸) در پژوهشی به بررسی و ارزیابی ارزش افزوده‌ی اقتصادی و ارزش افزوده‌ی بازار در مدیریت ارزش افزوده‌ی سهامداران پرداختند. یافته‌های حاصل از پژوهش حاکی از وجود ارتباط معنی‌دار معیارهای سنجش عملکرد مبتنی بر ارزش آفرینی با ارزش افزوده‌ی سهامداران بوده؛ در نتیجه آن‌ها مناسب بودن استفاده از ارزش افزوده‌ی اقتصادی و ارزش افزوده‌ی بازار را به‌عنوان متغیرهای پیش‌بینی‌کننده و جایگزین در راستای شناسایی و اندازه‌گیری ارزش افزوده‌ی سهامداران پیشنهاد دادند. نمازی و سیرانی (۱۳۸۳) در پژوهشی با عنوان بررسی تجربی سازه‌های مهم در تعیین قراردادها، شاخص‌ها و پارامترهای پاداش مدیران عامل شرکت‌ها در ایران با استفاده از نظریه‌ی نمایندگی به مطالعه‌ی دو موضوع پرداختند: نخست ارتباط پاداش مدیران عامل شرکت‌ها در ایران با سود حسابداری، رشد سود و رشد ارزش افزوده‌ی بازار و دوم، بررسی سازه‌های مهم در تعیین پاداش مدیران عامل. یافته‌های پژوهش بیان‌گر آن بود افزایش مدت زمان قرارداد و افزایش ثبات آن، ارزش شرکت و به تبع آن ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت. جهانخانی و ظریف‌فرد (۱۳۷۵) در پژوهشی با عنوان شیوه‌های مالی هدایت دیدگاه‌ها و عملکرد مدیران در جهت افزایش ثروت سهامداران بیان کردند مهم‌ترین راه حل برای سهیم کردن مدیران در مالکیت شرکت، به وجود آوردن تساوی حقوق در واحدهایی است که اداره می‌کنند. بدین معنی که بر اساس ارزشی که مدیران به وجود می‌آورند در چارچوب فرمول مناسبی حق (پاداش) آن‌ها داده شود.

### فرضیه‌های پژوهش

- پاداش نقدی ضرورتاً تنها روش و فرصت پرداخت به مدیران بابت ارایه‌ی خدمات می‌باشد. اگر مدیران توانسته باشند ثروت سهامداران را افزایش دهند یا به عبارت بهتر برای سهامداران ارزش آفرینی کنند بدین معنی است که آن‌ها توانسته‌اند از این فرصت به نفع سهامداران و هم چنین به نفع خود (از طریق تمدید قرارداد خدمت) استفاده مطلوب نمایند (جونگ، ۲۰۱۱). فاما، (۱۹۸۰) پیشنهاد می‌کند پاداش پرداختی به مدیران بابت عملکرد بایستی برای یک دوره‌ی طولانی مدت باشد. به عبارت دیگر معیاری مانند سودآوری عملکرد کوتاه مدت را نشان می‌دهد و در بلندمدت مدیران باید ثروت سهامداران را افزایش دهد. ارزش افزوده‌ی سهامدار نخستین بار توسط راپاپورت، به‌عنوان یکی از معیارهای ارزش سهام

معرفی شد. ارزش افزوده‌ی سهامدار<sup>۲</sup> هم‌چنین در غالب معیاری برای ارزشیابی عملکرد مدیریت مبتنی بر ارزش<sup>۳</sup>، در نظر گرفته شده است. این مقیاس ارزش سهام را در مقایسه با هزینه‌ی میانگین موزون سرمایه نشان می‌دهد. الگوی ارزش افزوده‌ی سهامدار ریشه در مدل جریان نقدی تنزیل شده دارد. ایده‌ی کلی ارزش افزوده‌ی سهامدار این است مبلغی که سهامدار در سهام سرمایه‌گذاری می‌کند بایستی بازدهی بیشتر از آن‌چه که سهامدار می‌توانست در دارایی‌های دیگر با همان سطح مخاطره سرمایه‌گذاری کند، به دست آورد (صمدی لارگانی و همکاران، ۲۰۱۲). در رابطه با مباحث ارزش افزوده، پابلو فرناندز، (۲۰۰۲) معتقد است حسابداری بر مبنای معیارهایی مانند ارزش افزوده‌ی اقتصادی، سود اقتصادی و ارزش افزوده‌ی نقدی ماهیتاً نمی‌تواند معیار پیش‌بینی‌کننده‌ی مناسبی در شناسایی ارزش ایجاد شده (خلق ارزش) باشد. به عبارت دیگر پاداش مدیران باید بر این خلق ارزش تاثیر داشته باشد. این اساس، فرضیه‌ی اول به شرح زیر مطرح شد:

فرضیه‌ی ۱) مجموع پاداش نقدی مدیران با مجموع ارزش افزوده‌ی سهامدار در طول دوره‌ی تصدی مدیران، رابطه مثبت و معنی‌داری دارد.

- در فرآیند پاداش‌دهی به مدیران دو نظریه رقیب وجود دارد. نظریه‌ی قرارداد خوش‌بینانه<sup>۴</sup>، که توسط اقتصاد دانان مالی پشتیبانی می‌شود (مانند جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶؛ کوره و گوا، ۱۹۹۹). این نظریه بیان می‌کند امتیازدهی شرکت‌ها به مدیران بابت ارایه‌ی خدماتشان، مشکلات خطر اخلاقی را کاهش می‌دهد. فرضیه‌ی توان مدیریت<sup>۵</sup>، که توسط پژوهش‌گرانی مانند بپچوک و فراید (۲۰۰۴) پشتیبانی می‌شود. این نظریه نیز بیان می‌کند هیات‌مدیره بایستی نظارت دقیق و کافی بر فعالیت‌های مدیران داشته باشند و میزان مزایای پرداختی را تنظیم کنند. فانگ و همکاران، (۲۰۱۰) در پژوهشی به مقایسه‌ی میزان پرداختی‌ها به مدیران (کمتر و بیشتر) پرداختند و به این نتیجه رسیدند مدیران دریافت‌کننده‌ی پاداش بیشتر، تلاش بیشتری را برای افزایش سود شرکت می‌نمایند. بنابراین افزایش پاداش منجر به خلق ارزش در کوتاه‌مدت و حداقل در دوره تصدی مدیران می‌شود. این پاداش می‌تواند پاداش غیر نقدی باشد که مدیران را غیرمستقیم در سودآوری شرکت سهیم می‌کند (از طریق سود سهام و قیمت سهام) و در بلندمدت نیز باعث افزایش ثروت بلندمدت سهامداران می‌گردد. بر این اساس فرضیه‌ی دوم پژوهش به شرح زیر طرح‌ریزی شد:



فرضیه‌ی ۲) مجموع پاداش غیرنقدی مدیران با مجموع ارزش افزوده‌ی سهامدار در طول دوره‌ی تصدی مدیران، رابطه مثبت و معنی‌داری دارد.

### روش پژوهش

این پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی از نوع همبستگی و از نظر هدف کاربردی است. انجام پژوهش در چارچوب استدلال‌های قیاسی-استقرایی صورت می‌پذیرد. بدین معنی که مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش از راه کتابخان‌های، مجلات و سایر سایت‌های معتبر در قالب قیاسی، و گردآوری داده‌ها برای تایید و رد فرضیه‌ها از راه استقرایی انجام شد. به دلیل نوع داده‌های مورد مطالعه، مقایسه‌ی هم‌زمان داده‌های مقطعی و طولی از روش الگوهای داده‌های ترکیبی برای برآورد ضرایب و آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. ابتدا برای تعیین روش به کارگیری داده‌های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن آن‌ها از آزمون چاو و هاسمن استفاده شده است.

### متغیرها و مدل‌های پژوهش

**متغیر وابسته**، ارزش افزوده‌ی سهامدار که با استفاده از دو شاخص اندازه‌گیری شد (جونگ، ۲۰۱۱):

- مجموع تغییرات ارزش بازار سرمایه شرکت و سود نقدی پرداخت شده در طی دوره تصدی مدیر به سهامداران برای اینکه ارقام با دوره‌های تصدی متفاوت قابل مقایسه باشند جمع تغییر ارزش بازار سرمایه در طی دوره‌های تصدی تقسیم بر تعداد سال‌های تصدی شده است و از رابطه‌ی زیر محاسبه شد:

(۱) سال‌های تصدی / [سود نقدی پرداخت شده + (ارزش بازار سهام در ابتدای دوره - ارزش بازار سهام در انتهای دوره)]

لازم به توضیح است نمونه‌ی پژوهش تنها شرکت‌هایی را در بر می‌گیرد که مدیران آن‌ها در طول یک دوره مالی تغییر نکرده باشند تا بتوان عملکرد یک سال را تنها به یک مدیر نسبت داد. برای اطمینان از عدم تغییر مدیر در طی یک دوره مالی به صورت‌های مالی میان دوره ای و یادداشت‌های همراه مراجعه گردیده است.

- برای شاخص دوم از بازده سهام غیر عادی انباشته استفاده می‌شود. از طریق مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای محاسبه شد به این صورت که بازده مورد انتظار از بازده واقعی کسر گردید. بازده مورد انتظار با استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای به دست می‌آید که در آن ضریب  $\beta$  با استفاده از بازده‌های سال‌های پیشین برآورد می‌شود (ثقفی و سلیمی، ۱۳۸۴).

$$AR_{ij} = R_{ij} - [R_f + \beta (R_{mij} - R_f)] \quad (2)$$

**متغیرهای مستقل**، پاداش پرداختی به مدیران ارشد که با استفاده از دو شاخص اندازه گیری شد:

- مزایای نقدی هیات مدیره از نسبت مجموع مزایای نقدی هیات مدیره به کل حقوق و مزایای سالانه کارکنان برای این متغیر استفاده شده است. (جایارامان و میلیورن، ۲۰۱۲)

- مزایای غیرنقدی هیات مدیره که در صد مالکیت سهام هیات مدیره به کل سهام منتشر شده است (سجادی و زارع‌زاده‌ی مهریزی، ۱۳۹۰).

### متغیرهای کنترل:

الف) اندازه‌ی شرکت: مطالعات پیشین همبستگی مثبت را بین ارزش بازار و اندازه‌ی شرکت تایید کرده‌اند (بهرام‌فر و شمس‌عالم، ۱۳۸۳؛ احمدپور و فیروزجایی، ۱۳۸۶). اگر سهام شرکت به صورت منطقی قیمت‌گذاری شود، تفاوت در متوسط بازده با تفاوت در ریسک شرکت مرتبط می‌شود (فاما و فرنچ، ۱۹۹۵). انتظار می‌رود شرکت‌های بزرگ‌تر بتوانند تاثیر بیشتری بر بازار بگذارند و ارزش بازار را بهتر تحت تاثیر عملکرد خود قرار دهند (بهرام‌فر و شمس‌عالم، ۱۳۸۳) و در نتیجه ارزش افزوده‌ی سهامینز بالاتر خواهد بود. اندازه‌ی شرکت از طریق لگاریتم میزان فروش کل شرکت اندازه‌گیری می‌شود. (جونگ، ۲۰۱۱؛ جایارامان و میلیورن، ۲۰۱۲)

ب) فرصت‌های رشد: یافته‌های پژوهش اسمیت و واتس (۱۹۹۲) و گاور (۱۹۹۳) و جونگ (۲۰۱۱) بیان‌گر این است میزان پاداش مدیران مرتبط با عملکرد ان‌های می‌باشد. به گونه‌ای که ارتباط مستقیم بین عملکرد و پاداش وجود دارد. مدیر زمانی عملکرد خوبی دارد که میزان سرمایه‌گذاری و فرصت‌های رشد شرکت بیشتر باشد. فرصت‌های رشد از طریق نسبت ارزش

دفتری به ارزش بازار سهام محاسبه شد. همچنین یافته‌های الایانومیر، (۲۰۰۱) نشان داد بین نسبت کیو تو بین (یکی از معیارهای فرصت رشد) و ارزش بازار سهام (به عنوان معیاری از ارزش افزوده سهامدار) رابطه معنی داری وجود دارد. از اینرو از نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام برای اندازه‌گیری فرصت‌های رشد نیز استفاده شد.

پ) ریسک شرکت: با افزایش ریسک، بازده بیشتر به دست می‌آید. به عبارتی ریسک و بازده با هم ارتباط مستقیمی دارند. در حالت کلی ریسک بیشتر مستلزم فرصت‌های بیشتر برای اختیارات مدیریت است و به تبع آن سطوح مورد نیاز انگیزه‌های مدیریتی را افزایش می‌دهد. ریسک با حساسیت بازده شرکت ( $\beta$ ) بتا نسبت به بازده بازار رابطه دارد و بنابراین بر ثروت سهامدار تاثیر دارد (سجادی و زارع زاده، ۱۳۹۰). از سوی دیگر ریسک شرکت با بازده غیر عادی سهام رابطه دارد (بهرام‌فر و شمس‌عالم، ۱۳۸۳). ریسک شرکت از طریق انحراف معیار قیمت‌های روزانه‌ی سهام در دوران تصدی مدیر محاسبه و اندازه‌گیری شده است (کوره و گوی، ۱۹۹۹؛ جونگ، ۲۰۱۱).

ث) دوره‌ی تصدی مدیرعامل: دو دلیل عمده و بنیادی را می‌توان در توضیح علت وجود همبستگی بین دوره‌ی تصدی مدیرعامل و ارزش افزوده‌ی سهامداران بیان کرد. نخست، پاداش مدیران و ارزش افزوده‌ی سهامداران در مجموع چیزی بیش از دوره‌ی تصدی مدیرعامل است. دوم، دوره‌ی تصدی طولانی مدت مدیرعامل و حضور فعال وی در اکثر پروژه‌ها باعث افزایش ارزش شرکت و به تبع افزایش ثروت سهامداران می‌شود. البته در صورتی که نظارت کامل و دقیق بر فعالیت‌های وی صورت گیرد (گونگ، ۲۰۱۱؛ بیچوک و همکاران، ۲۰۰۹).

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

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

Res Brd Size: تعداد اعضای هیات‌مدیره؛

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

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

مدل‌های این پژوهش برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم به ترتیب به شکل روابط ۳ و ۴ می‌باشد:

$$\text{Shareholder value added} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Cashcomp} + \alpha_2 \text{Size} + \alpha_3 \text{Growth} + \alpha_4 \text{Risk} + \alpha_5 \text{Tenure} + \alpha_6 \text{Corporate governance} + \varepsilon_i, t \quad (3)$$

$$\text{Shareholder value added} = \beta_0 + \beta_1 \text{Manage stock} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Growth} + \beta_4 \text{Risk} + \beta_5 \text{Tenure} + \beta_6 \text{Corporate governance} + \varepsilon_i, t \quad (4)$$

### جامعه و نمونه‌ی آماری پژوهش

جامعه‌ی آماری این پژوهش کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره‌ی زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۵ تا سال ۱۳۹۰ در نظر گرفته شده است. هم‌چنین نمونه آماری براساس معیارهای زیر انتخاب شده است:

الف) با توجه به دوره‌ی زمانی دسترسی به اطلاعات (۱۳۸۵-۱۳۹۰)، شرکت قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشد و نام آن تا پایان سال ۱۳۹۰ از فهرست شرکت‌های یاد شده حذف نشده باشد؛

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

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

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

ث) شرکت‌ها نباید توقف فعالیت و زیان عملیاتی داشته و دوره‌ی فعالیت خود را تغییر داده باشند.

بر این اساس ۸۱ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند

### آمار توصیفی پژوهش

در نگاره‌ی ۱ میانگین، انحراف معیار، واریانس، چولگی و کشیدگی از جمله شاخص‌های مرکزی و پراکنندگی به صورت کلی محاسبه شده است.

نگاره (۱): آمار توصیفی داده‌های پژوهش

نوع متغیر	نام متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	واریانس	چولگی	کشیدگی
متغیر وابسته: ارزش افزوده‌ی سهامدار	تغییرات	۴۸۶	۲۷۱۵/۳۵	۴۸۵۷/۲۲۹	۲/۳۶۳۷	۲/۹۲۸	۱۳/۱
	بازده سهام غیر عادی	۴۸۶	۱/۸۴۰	۴/۱۷۱	۱۵/۶۳۴	۰/۰۲۷	۰/۴۷۱
متغیر مستقل: پاداش	پاداش	۴۸۶	۰/۰۳۱	۰/۲۴۱	۰/۰۳۹	۱۹/۵۲۷	۳۸۷/۲۴
	پاداش	۴۸۶	۶۳/۴۱۵	۲۵/۷۱۹	۵۹۷/۱۷۴	-۰/۶۲۷	-۰/۴۱۹
متغیرهای کنترلی	اندازه‌ی	۴۸۶	۵/۸۲۳	۰/۶۴۲	۰/۳۶۲	۰/۵۱۸	۰/۷۴۱
	فرصت	۴۸۶	۴/۲۶۷	۴/۳۵۱	۱۶/۹۲۷	۳/۸۵۱	۲۳/۷۶۸
	مخاطره	۴۸۶	۸۶۵/۱۲۱	۱۳۴۴/۳۲۱	۱۸۰۷۸۷۴/۵	۶/۷۱۸	۶۱/۹۳۰
	دوره‌ی	۴۸۶	۲/۱۲۷	۱/۳۱۱	۱/۴۷۵	۰/۹۴۵	-۰/۱۸۷
	اندازه‌ی	۴۸۶	۵/۲۷۴	۰/۴۹۲	۰/۱۹۵	۲/۲۵۴	۱۰/۱۶۴

با توجه به میانگین میزان پاداش هیات مدیره در نگاره‌ی ۱، پاداش پرداختی به هیات مدیره به‌طور میانگین ۳/۱ درصد از کل حقوق و مزایای کارکنان بوده است؛ این در حالی است که

تنها ۶۳/۴ درصد سهام شرکت مربوط به آن‌ها بوده است. دوره‌ی تصدی مدیران به‌طور متوسط حدود دو سال است که دوره کوتاهی است و مجال عملکرد مناسب بلندمدت در شرکت را نمی‌دهند. تغییرات ارزش بازار و بازده سهام به ترتیب متوسطی به مبلغ ۲۷۱۵/۳۵ و ۸۴.۱ درصد داشته‌اند، که پراکندگی بالایی در نمونه‌ی پژوهش دارند.

## نتایج آزمون چاو و هاسمن

نتایج این آزمون در نگاره‌ی ۲ ارائه شده است:

### تکراه (۲): نتایج حاصل از آزمون چاو و هاسمن

فرضیه‌ی اول					
معیار دوم ارزش افزوده‌ی سهامدار			معیار اول ارزش افزوده‌ی سهامدار		
فرضیه‌ی صفر	سطح معنی‌داری	نتیجه‌ی آزمون	فرضیه‌ی صفر	سطح معنی‌داری	نتیجه‌ی آزمون
اثرات مقطعی و زمانی معنی‌دار	۰/۰۰۰۱	فرضیه‌ی صفر رد می‌شود	اثرات مقطعی و زمانی معنی‌دار	۰/۰۰۰۴	فرضیه‌ی صفر رد می‌شود
فرضیه‌ی دوم					
اثرات مقطعی و زمانی معنی‌دار	۰/۰۰۰	فرضیه‌ی صفر رد می‌شود	اثرات مقطعی و زمانی معنی‌دار	۰/۰۰۰	فرضیه‌ی صفر رد می‌شود
فرضیه‌ی اول					
استفاده از مدل اثرات تصادفی	۰/۰۰۰	فرضیه‌ی صفر رد می‌شود	استفاده از مدل اثرات تصادفی	۰/۰۰۰	فرضیه‌ی صفر رد می‌شود
فرضیه‌ی دوم					
استفاده از مدل اثرات تصادفی	۰/۰۰۰	فرضیه‌ی صفر رد می‌شود	استفاده از مدل اثرات تصادفی	۰/۰۰۰	فرضیه‌ی صفر رد می‌شود

نتایج آزمون چاو نشان می‌دهد احتمال به‌دست آمده (سطح معنی‌داری) کمتر از ۵ درصد است. بنابراین برای آزمون این فرضیه داده‌ها به صورت پانلی استفاده شد. جهت تعیین روش تخمین پارامترهای مدل به صورت اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شد. از آنجایی که سطح معنی‌داری آزمون هاسمن شاخص اول متغیر وابسته کمتر از ۵ درصد است بنابراین فرضیه‌ی صفر آزمون هاسمن رد شد و برای تخمین پارامترهای معادله‌ی رگرسیون چند متغیره‌ی پژوهش از مدل اثرات ثابت استفاده شد.

## مفروضات کلاسیک رگرسیون

### - آزمون کولموگروف - اسمیرنوف (نرمالیته)

قبل از برازش مدل، نرمال بودن متغیر وابسته نیز بررسی می‌شود. لازم به ذکر است که نرمال بودن باقیمانده‌های مدل، شرط لازم برای اعتبار رگرسیونی است. ولی در صورتی که متغیر وابسته نرمال باشد، باقیمانده‌ها نیز نرمال خواهند بود. فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر نوشته می‌شود:

$H_0$ : داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی می‌کند.

$H_1$ : داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی نمی‌کند.

آزمون کولموگروف\_اسمیرنوف برای بررسی فرض صفر بالا به کار رفته است. در صورتی که نرمال نباشند، مدل‌های رگرسیونی و پانلی از اعتبار ساقط خواهند بود. اگر در این آزمون مقدار احتمال از سطح معنی داری ۵ درصد کمتر باشد، توزیع نرمال نیست و در غیر اینصورت توزیع نرمال خواهد بود. نتایج این آزمون برای متغیرهای وابسته‌ی این پژوهش به صورت زیر می‌باشد:

### تکراه (۳): نتایج حاصل از آزمون کولموگروف - اسمیرنوف

معیار دوم ارزش افزوده‌ی سهامدار			معیار اول ارزش افزوده‌ی سهامدار		
نتیجه‌ی آزمون	سطح معنی‌داری	فرضیه‌ی صفر	نتیجه‌ی آزمون	سطح معنی‌داری	فرضیه‌ی صفر
فرضیه‌ی صفر پذیرفته	۰/۴۱۸	متغیر وابسته از توزیع نرمال	فرضیه‌ی صفر پذیرفته	۰/۰۷۹	متغیر وابسته از توزیع نرمال

با توجه به این که سطح معنی‌داری بیشتر از ۵٪ است، است بنابراین فرضیه‌ی صفر مبنی بر نرمال بودن متغیر وابسته پذیرفته می‌شود. پس با اطمینان ۹۵ درصد توزیع مشاهدات متغیر ارزش افزوده‌ی سهامدار نرمال است.

### - آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

نتایج آزمون پایایی به شرح نگاره‌ی ۴ است:

**نگاره (۴): نتایج آزمون پایایی**

متغیرهای پژوهش	نوع آزمون	آماره t	سطح معنی داری
تغییرات ارزش بازار	ریشه واحد	-۱۴/۱۱۹۳۵	۰/۰۰۰
بازده سهام	ریشه واحد	-۱۰/۱۰۸۴۶	۰/۰۰۰
پاداش نقدی	ریشه واحد	-۲۰/۲۱۵۰۵	۰/۰۰۰
پاداش غیرنقدی	ریشه واحد	-۱۵/۷۷۳۴۹	۰/۰۰۰
اندازه‌ی شرکت	ریشه واحد	-۱۷/۵۱۴۱۵	۰/۰۰۰
فرصت‌های رشد	ریشه واحد	-۱۹/۳۴۱۹۱	۰/۰۰۰
ریسک شرکت	ریشه واحد	-۲۰/۲۹۵۰۷	۰/۰۰۰

به دلیل این که سطح معنی داری کمتر از ۵٪ است، متغیرهای دوره‌ی پژوهش در سطح پایا بوده‌اند. بدین معنی که میانگین و واریانس (پراکندگی) آن‌ها در طول زمان ثابت بوده است.

**-نتایج آزمون صفر بودن میانگین جمله‌ی خطا (پسماندها)**

نتایج این آزمون به شرح نگاره (۵) است:

**نگاره (۵): نتایج آزمون صفر بودن میانگین جمله‌ی خطا (پسماندها)**

فرضیه‌ی اول					
معیار دوم ارزش افزوده‌ی سهامدار			معیار اول ارزش افزوده‌ی سهامدار		
نتیجه‌ی آزمون	سطح معنی داری	آماره‌ی t	نتیجه‌ی آزمون	سطح	آماره‌ی t
پذیرش فرضیه‌ی صفر	۱/۰۰۰	-۱۵	پذیرش فرضیه‌ی صفر	۱/۰۰۰	-۱۵
فرضیه‌ی دوم					
پذیرش فرضیه‌ی صفر	۱/۰۰۰	-۱۵	پذیرش فرضیه‌ی صفر	۱/۰۰۰	-۱۴

بر اساس آماره‌ی آزمون و سطح معنی داری آن، فرضیه‌ی صفر مبنی بر صفر بودن میانگین پسماندها پذیرفته می‌شود.

**-نتایج آزمون ثابت بودن واریانس جمله‌ی خطا (پسماندها)**

نتایج آزمون این فرض به شرح نگاره (۶) است:



**نگاره (۶): نتایج آزمون ثابت بودن واریانس جمله‌ی خطا (پسماندها)**

فرضیه‌ی اول					
معیار دوم ارزش افزوده‌ی سهامدار			معیار اول ارزش افزوده‌ی سهامدار		
نتیجه‌ی آزمون	سطح معنی‌داری	آماره‌ی t	نتیجه‌ی آزمون	سطح	آماره‌ی t
پذیرش فرضیه‌ی صفر	۰/۶۸۶۵	۰/۱۶۳۱۶۹	پذیرش فرضیه‌ی صفر	۰/۶۹۶۲	۰/۱۵۲۶۲۴
فرضیه‌ی دوم					
پذیرش فرضیه‌ی صفر	۰/۷۱۹۸	۰/۱۲۸۸۸	پذیرش فرضیه‌ی صفر	۰/۸۷۸۳	۰/۰۲۳۴۶۳

سطح معنی‌داری (معناداری) آماره که بیشتر از ۵٪ است، فرضیه‌ی صفر مبنی بر ثابت بودن واریانس پسماندها پذیرفته می‌شود.

**نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش**

آزمون فرضیه‌ی اول

نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی اول در نگاره‌ی ۷ آرایه گردیده است.

**نگاره (۷): نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی اول**

معیار دوم ارزش افزوده‌ی سهامدار				معیار نخست ارزش افزوده‌ی سهامدار			
مقیاس معنی‌داری	آماره‌ی t	انحراف استاندارد	ضریب همبستگی	سطح معنی‌داری	آماره‌ی t	انحراف استاندارد	ضریب همبستگی
۰/۰۱۰۷	-۲/۵۵۷	۷/۶۳۶	-۰/۹۵۸۷	۰/۰۰۰۴	-۳/۵۶۲	۶۹۳۷/۹۹	-۳۶۶۴/۶
۰/۶۳۴۴	-۰/۴۶۲	۱/۵۰۱	-۰/۶۹۴	۰/۹۸۸	-۰/۱۵۱	۱۳۶۴/۶۱	-۳۰/۵۸۷
۰/۰۳۸۵	۲/۳۰۱	۱/۳۳۷	۲/۸۳۳	۰/۰۰۰۱	۴/۰۸	۱۱۳۴/۶	۴۵۵/۸۷
۰/۰۵۱۶	-۲/۱۶۰	۰/۰۶۸	-۰/۱۶۸	۰/۳۳۰۲	-۰/۶۵	۶۲/۲۳	-۵۵/۴۳
۰/۰۳۵۹	۱/۹۱۹	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۷۱	-۳/۷۱	۰/۱۷۱	-۰/۶۶۲

معیار نخست ارزش افزوده‌ی سهامدار				معیار دوم ارزش افزوده‌ی سهامدار			
متغیر	ضریب متغیر	انحراف استاندارد	آماره‌ی t	سطح معنی‌داری	ضریب متغیر	انحراف استاندارد	آماره‌ی t
تصدی‌مدیر عامل	۴۳۹/۳۶	۱۹۷/۲۹	۷/۳۴	۰/۰۶۰۱	۰/۲۱۳	۰/۲۱۲	۰/۱۰۰۵
دوگانگی مدیر عامل	۱۱۶۹/۳۴	۳۳۲/۵۲	۰/۳۹۳	۰/۶۹۴۶	-۱/۶۸۷	۳/۵۵۳	-۰/۴۷۵
مالکیت نهاده‌ی	۳۶۱/۰۵	۹۳۷/۰۳	۰/۲۸۷	۰/۶۹۹۳	۰/۱۰۰۱	۱/۰۲۷	۰/۰۹۷
الذاری هبات مدیره	۲۴۵/۳۴	۷۲۱/۳۳	۰/۳۳۱	۰/۳۰۸	۱/۲۰۹	۰/۸۱۷	۱/۴۸۰
مالکیت عمده	۱۷/۸۰	۷۲۲/۹۹	۰/۰۱۸	۰/۹۸۵۹	۰/۳۹۹	۰/۳۸۵	۰/۵۰۱
ضریب تبیین: ۰/۵۹۵				ضریب تبیین: ۰/۷۵۰			
ضریب تبیین تعدیل	۰/۴۸۰	خطای استاندارد	معیار همبستگی	۱۹/۷۰۶	۰/۰۴۱	معیار همبستگی تعدیل	۰/۱۰۰۱
مجموعه باقی مانده	۳۵۰/۲۳	معیار همبستگی	خطای استاندارد	۱۹/۳۵۳	۳/۸۵۲	معیار همبستگی تعدیل	۰/۱۰۰۱
آماره‌ی احتمال	۲/۸۶ E++۹	معیار همبستگی	مجموعه باقی مانده	۲۰/۲۳۳	۴۶۳/۸۱	معیار همبستگی تعدیل	۰/۱۰۰۱
آماره‌ی احتمال	-۲۸۳۹/۰۶	معیار همبستگی	آماره‌ی احتمال	۵/۸۷۶	-۱۰۶۹/۹۹	معیار همبستگی تعدیل	۰/۱۰۰۱
آماره‌ی احتمال	۱/۸۹۵	معیار همبستگی	آماره‌ی احتمال	۰/۰۰۰	۲/۳۰۲	معیار همبستگی تعدیل	۰/۱۰۰۰

با توجه به ضریب تبیین تعدیل شده‌ی مدل برازش شده حدود ۰/۴۸ درصد از تغییرات ارزش افزوده‌ی سهامدار توسط متغیرهای مستقل و کنترل توضیح داده می‌شود. آماره‌ی دوربین -

واتسون محاسبه شده (۱/۸۹۵) بین ۲/۵-۱/۵ می‌باشد که بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقی مانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. همان‌طور که در نگاره‌ی ۷ مشاهده می‌شود سطح معنی‌داری آماره‌ی  $t$  برای متغیر پاداش نقدی از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است، از اینرو رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری بین پاداش نقدی و ارزش افزوده‌ی سهامدار (مجموع تغییرات ارزش بازار سرمایه شرکت و سود نقدی پرداخت شده به سهامداران) وجود ندارد و فرضیه‌ی اول برای این شاخص تأیید نمی‌شود. از بین متغیرهای کنترل فقط متغیر اندازه و ریسک شرکت با ارزش افزوده‌ی سهامدار (مجموع تغییرات ارزش بازار سرمایه شرکت و سود نقدی پرداخت شده به سهامداران) ارتباط مستقیم و معنی‌دار مورد تأیید است و سایر متغیرهای کنترل هیچگونه ارتباط معنی‌داری را تأیید نمی‌کنند. فرضیه‌ی فوق یک‌بار نیز با معیار دوم ارزش افزوده‌ی سهامدار (بخش بازده سهام غیر عادی انباشته) آزمون شده است که نتایج در نگاره‌ی ۷ ارایه گردیده است. با توجه به ضریب تبیین تعدیل شده‌ی مدل برازش شده حدود ۴/۱ درصد از تغییرات ارزش افزوده‌ی سهامدار توسط متغیرهای مستقل و کنترل توضیح داده می‌شود. آماره‌ی دوربین - واتسون محاسبه شده (۲/۳۰۲) مبین عدم وجود خودهمبستگی شدید است و استقلال باقی مانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. سطح معنی‌داری آماره‌ی  $t$  برای متغیر پاداش نقدی از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد بیشتر است، لذا رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری بین پاداش نقدی با ارزش افزوده‌ی سهامدار (بازده سهام غیر عادی انباشته) موجود ندارد و فرضیه‌ی اول برای شاخص بازده سهام غیر عادی انباشته تأیید نمی‌شود. در مدل پژوهش‌ها بین متغیرهای کنترل فقط متغیرهای اندازه و ریسک شرکت با ارزش افزوده‌ی سهامدار (بازده سهام غیر عادی انباشته) ارتباط مثبت و معنی‌دار دارند.

### آزمون فرضیه‌ی دوم

نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی دوم در نگاره‌ی ۸ ارایه گردیده است.

## نگاره (۸): نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی دوم

معیار نخست ارزش افزوده‌ی سهامدار				معیار دوم ارزش افزوده‌ی سهامدار			
متغیر	ضریب متغیر	انحراف استاندارد	آماره‌ی t	سطح معنی‌دار	ضریب متغیر	انحراف استاندارد	آماره‌ی t
مقدار ثابت	-۲۵۰۵۰/۹۶	۶۹۵/۱۶	-۳/۶۰۳	۰/۰۰۰۴	-۲۰/۱۷۶	۷/۶۴۵	-۲/۶۳۹
پاداش غیر نقد	۱۳/۳۶۶	۲۱/۸۱۱	۰/۶۱۳	۰/۵۴۰۴	۰/۰۲۲	۰/۰۲۴	۰/۹۲۵
اندازه شرکت	۴۵۲۸/۴۱	۱۱۲/۰۲	۴/۰۱۱	۰/۰۰۰۱	۲/۵۹۵	۱/۲۴۱	۲/۰۹۱
فرصت رشد	-۶۲/۹۹	۶۲/۳۹	-۱/۰۰۹	۰/۳۱۳۴	-۰/۱۵۵	۰/۰۶۹	-۲/۲۶۱
ریسک شر	-۰/۴۵۲۱	۰/۱۷۱	-۲/۶۴۳۸	۰/۰۰۸۶	۰/۰۰۴	۰/۰۰۲	۱/۹۸۹
تصدی مدیرع	۴۴۷/۸۳	۱۹۱/۴۹	۰/۳۳۹	۰/۶۲۴	۰/۰۱۱	۰/۲۱۱	۰/۰۵۱
دوگانگی مد	۱۱۸۴/۸۳	۳۲۳/۲۴	۰/۳۶۷	۰/۷۱۴۱	-۱/۸۴۵	۳/۵۵۳	-۰/۵۲
مالکیت نهاد	۴۸۰/۸۳۷	۹۵۳/۳۳	۰/۵۰۴	۰/۶۱۴۵	۰/۲۹۷	۱/۰۴۹	۰/۲۸۴
اندازه‌ی هیات	۲۱۸/۲۴	۷۴/۳۴۱	۰/۲۹۴	۰/۷۶۹	۱/۱۸۱	۰/۸۱۶	۱/۴۴۷
مالکیت	۲۴/۷۳	۷۲/۷۸۶	۰/۰۳۴۲	۰/۹۷۲۷	۰/۴۲۲	۰/۷۹۵	۰/۵۳۱
ضریب تبیین: ۰/۵۹۰				ضریب تبیین: ۰/۲۵۵			
ضریب تبیین	۰/۴۸۱	معیار	۱۹/۷۰۴	ضریب تبیین	۰/۰۴۳	معیار	۶/۰۷۹
تعادلی	هائان-	هائان-	تعادلی	هائان-	هائان-	هائان-	هائان-
خطای استاندارد	۳۵۰/۲۲	معیار Akai	۱۷/۳۵۲	خطای	۳/۸۵	معیار Akai	۵/۷۲۶
مجموع مربع	۸۶E+۰۹	معیار	۲۰/۲۴۲	مجموع مربع	۴۶۶/۳۱	معیار	۶/۶۱۶
باقی مانده‌ها	۳/	شوارتز	باقی مانده‌ها	۵	شوارتز	باقی مانده‌ها	۵
لگاریتم احتما	۳۸۲/۸۱	آماره‌ی F	۵/۱۹۹	لگاریتم	۱۰۶/۵۹	آماره‌ی F	۱/۲۰۴
آماره‌ی دور	۱/۸۹۴	سطح خطای	۰/۰۰۰	آماره‌ی دور	۲/۳۰۴	سطح خطای	۰/۰۰۰
بین-واتسون	احتمال	بین-واتسون	احتمال	بین-واتسون	احتمال	بین-واتسون	احتمال

با توجه به ضریب تبیین تعدیل شده‌ی مدل برازش شده حدود ۴۸/۱ درصد از تغییرات ارزش افزوده‌ی سهامداران توسط متغیرهای مستقل و کنترل توضیح داده می‌شود. آماره‌ی دور بین-واتسون (۱/۸۹۴) بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی است. همان‌طور که در نگاره‌ی ۸ مشاهده می‌شود سطح معنی‌داری آماره‌ی t برای متغیر پاداش غیر نقدی از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد بیشتر است، از اینرو رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری بین پاداش غیر نقدی با ارزش افزوده‌ی سهامدار (مجموع تغییرات ارزش بازار سرمایه شرکت و سود نقدی پرداخت شده به سهامداران) وجود ندارد و فرضیه‌ی دوم پژوهش تأیید نمی‌شود. از بین متغیرهای کنترل، اندازه ریسک شرکت با ارزش افزوده‌ی سهامدار (مجموع تغییرات ارزش بازار سرمایه شرکت و سود نقدی پرداخت شده به سهامداران) ارتباط مثبت و معنی‌داری دارد و سایر متغیرهای کنترل

هیچ‌گونه ارتباط معنی‌داری را تایید نمی‌کنند. فرضیه‌ی دوم پژوهش برای شاخص بازده سهام نیز آزمون شده است. با توجه به ضریب تبیین تعدیل شده‌ی، حدود ۴/۳ درصد از تغییرات ارزش افزوده‌ی سهامدار توسط متغیرهای مستقل و کنترل توضیح داده می‌شود. آماره‌ی دوربین - واتسون محاسبه شده (۲/۳۰۴) بین ۲/۵-۱/۵ می‌باشد بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی شدید اجزای اخلال است. همان‌طور که در نگاره‌ی ۸ مشاهده می‌شود سطح معنی‌داری آماره‌ی t برای متغیر پاداش غیرنقدی از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد بیشتر است، بنابراین رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری بین پاداش نقدی با ارزش افزوده‌ی سهامدار (بازده سهام غیر عادی انباشته) وجود ندارد و فرضیه‌ی دوم پژوهش تأیید نمی‌شود. از بین متغیرهای کنترل، فقط متغیر اندازه و ریسک شرکت و با ارزش افزوده‌ی سهامدار (بازده سهام غیر عادی انباشته) ارتباط مثبت و معنی‌داری دارد. چنین نتیجه‌ای را می‌توان اینگونه تفسیر کرد که افزایش اندازه و ریسک شرکت منتهی به افزایش ارزش افزوده‌ی سهامدار یا به عبارت بهتر منجر به افزایش ثروت سهامداران می‌شود.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادات

توافق مطلق در مورد ارتباط مثبت یا منفی پاداش مدیران در طول دوره‌ی تصدی مدیریت و افزایش ثروت سهامداران وجود ندارد. یکی از مزایای بررسی پاداش مدیران ارشد و ثروت سهامداران در بلندمدت، کاهش مشکلات مربوط به تصفیه حساب مدیران است. طبق مطالعات پیشین، این مشکل زمانی که به مدیران از جریان‌های نقدی مورد انتظار تحقق نیافته پاداشی پرداخت شود، افزایش می‌یابد (جونگ، ۲۰۱۱). در این پژوهش، تجزیه و تحلیل جامعی روی ارتباط معنی‌داری بین ارزش افزوده‌ی سهامدار و پاداش مدیران ارشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه‌ی زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ صورت پذیرفت. برای ارزش افزوده‌ی سهامدار از دو شاخص مجموع تغییرات ارزش بازار سرمایه شرکت و سود نقدی پرداخت شده در طی دوره تصدی مدیر و بازده سهام غیر عادی انباشته با استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای استفاده شد. یافته‌های پژوهش بیان‌گر آن است بین شاخص نخست ارزش افزوده‌ی سهامدار و پاداش مدیران ارشد ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود ندارد. تفسیر آن این است که با افزایش (کاهش) میزان پاداش مدیران ارشد ارزش افزوده‌ی سهامدار و به تبع آن ثروت سهامدار تغییری نمی‌کند. هم‌چنین در رابطه با شاخص دوم ارزش افزوده‌ی

سهامدار یافته‌های پژوهش ارتباطی معنی‌دار بین ارزش افزوده‌ی سهامدار و پاداش مدیران ارشد وجود ندارد و تفسیر آن این است که اگر میزان نوسانات ثروت سهامدار را بر پایه‌ی بازده سهام غیرعادی انباشته در نظر بگیریم ثروت سهامدار نمی‌تواند از میزان پاداش مدیران ارشد متاثر شود. یافته‌های حاصل از پژوهش با یافته‌های حاصل از پژوهش‌های جونگ (۲۰۱۱)، مورفی (۲۰۱۰)، رایسه‌من و همکاران (۲۰۰۸)، هارفورد و لی (۲۰۰۵)، رهنمای رودپشتی و محمودی (۱۳۸۸)، نمازی و سیرانی (۱۳۸۳) مغایر است. شاید یکی از دلایل آن نظام‌های غیرکارآمد تخصیص پاداش به مدیران در شرکت‌های ایرانی باشد که توجه کمتری به معیارهای بلندمدت عملکرد نظیر ثروت سهامدار می‌شود. در نتیجه به فعالان بازار سرمایه و خصوصاً سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود در تصمیم‌های اقتصادی به معیارهای خلق ارزش توجه بیشتری نمایند و پاداش مدیران را معیاری کارآمد برای خلق ارزش افزوده برای سهامدار فرض نکنند. به قانون‌گذاران و نهادهای نظارتی مانند بورس اوراق بهادار نیز توصیه می‌شود به‌جای تاکید بر تخصیص پاداش مدیران بر اساس درصدی از سود حسابداری، بر معیارهای ارزش آفرین مانند ارزش افزوده برای تخصیص پاداش مدیران تاکید نمایند. در نهایت بر پایه‌ی یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش و با در نظر گرفتن این موضوع پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آتی از سایر معیارهای خلق ارزش نیز مانند ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده‌ی بازار و سایر متغیرهای موثر استفاده شود. هم‌چنین پژوهش‌های بیشتر روی پاداش مدیران مانند پژوهش‌های کاربردی در صنایع مختلف و در بازه‌های زمانی مختلف می‌تواند ره‌گشای تصمیمات اقتصادی باشد.

### محدودیت‌های پژوهش

این تحقیق نیز مانند بسیاری از تحقیقات دارای برخی محدودیت‌ها به شرح زیر می‌باشد:

الف) کیفیت اطلاعات: از اطلاعات گزارش‌های مالی به همان شکلی که شرکت‌ها ارایه کرده‌اند استفاده شده است. تعداد زیادی از شرکت‌ها گزارش‌های حسابرسی مشروط دارند که اغلب از این بابت تعدیلی در صورت‌های مالی انجام نمی‌دهند. اثر این تعدیلات ممکن است بر نتایج پژوهش تاثیرگذار باشد؛

ب) عدم ثبات شرایط اقتصادی: تغییر در شرایط اقتصادی به ویژه تورم در سال‌های مورد مطالعه ممکن است بر نتایج پژوهش تاثیر بگذارد. بورس اوراق بهادار تهران نیز به شدت تحت تاثیر شرایط اقتصادی و سیاسی است؛ زیرا سرمایه‌گذاران نسبت به این تغییرات واکنش نشان می‌دهند.

### پی‌نوشت

- |   |                             |   |                            |
|---|-----------------------------|---|----------------------------|
| ۱ | Signal to noise ratio       | ۲ | Shareholder Value Added    |
| ۳ | Value based management      | ۴ | Optimal contracting theory |
| ۵ | Managerial power hypothesis |   |                            |

### منابع

- احمدپور، احمد و مجید رحمانی فیروزجایی (۱۳۸۶). بررسی تاثیر اندازه‌ی شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر بازده سهام (بورس اوراق بهادار تهران)، مجله‌ی تحقیقات اقتصادی، شماره‌ی ۷۹، صص ۱۹-۳۷.
- بهرام‌فر، نقی و سید حسام شمس‌عالم (۱۳۸۳). بررسی تاثیر متغیرهای حسابداری بر بازده غیرعادی آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه‌ی علمی - پژوهشی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۱، شماره‌ی ۳۷، صص ۲۳-۵۰.
- ثقفی، علی و محمدجواد سلیمی (۱۳۸۴). متغیرهای بنیادی حسابداری و بازده سهام، مجله‌ی علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره‌ی ۲۲، شماره‌ی ۲، صص ۶۱-۷۴.
- جهانخانی، علی و احمد ظریف‌فرد (۱۳۷۵). شیوه‌های مالی هدایت دیدگاه‌ها و عملکرد مدیران در جهت افزایش ثروت سهامداران، دوفصلنامه‌ی تحقیقات مالی، سال سوم، شماره‌ی ۱۲ و ۱۱، صص ۳۶-۵.
- جهانخانی، علی و جمشید سهرابی (۱۳۸۸). نقش ارزش افزوده‌ی اقتصادی تعدیل شده در افزایش ثروت سهامداران، فصلنامه‌ی بورس اوراق بهادار، سال دوم، شماره‌ی ۵، صص ۱۶۹-۱۲۹.
- سجادی، سید حسین و محمدصادق زارع زاده‌ی مهریزی (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین طرح‌های پاداش مدیران و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله‌ی پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره‌ی چهارم، صص ۴۱-۵۴.
- سینایی، حسنعلی و عبدالله داودی (۱۳۸۸). بررسی رابطه‌ی شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، دوفصلنامه‌ی تحقیقات مالی، دوره‌ی ۱۱، شماره‌ی ۲۷، صص ۴۳-۶۰.

نمازی، محمد و محمد سیرانی (۱۳۸۳). بررسی تجربی سازه‌های مهم در تعیین قراردادهای شاخص‌ها و پارامترهای پاداش مدیران عامل شرکت‌ها در ایران، فصلنامه‌ی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۱، شماره‌ی ۳۶، صص ۶۵-۹۴.

نمازی، محمد و جواد مرادی (۱۳۸۴). بررسی تجربی سازه‌های موثر در تعیین پاداش هیات‌مدیره‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه‌ی مطالعات حسابداری، شماره‌ی ۱۱ و ۱۰، صص ۱۰۱-۷۳.

Agarwal P. Institutional Ownership and Stock Liquidity (2008). Working paper. <http://ssrn.com>

Alfred. H and B. Y. Burcin. (2006). Ownership Structure and Executive Compensation in Germany, available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

Bebchuk, L. A. , and J. Fried. (2004). Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Boston, MA: Harvard University Press.

Berle, A. A. , and G. G. Means. (1932). The Modern Corporation and Private Property. New York, NY: Harcourt.

Brockman, P. , X. Martin, and E. Unlu. (2010). Executive compensation and the maturity structure of corporate debt, *Journal of Finance* 65 (3): 1123-1161.

Chiang H. (2005). An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance, *Journal of American Academy of Business* 6 (1): 95-101.

Core, J. E. , and W. Guay. (1999). The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels, *Journal of Accounting and Economics* 28 (2): 151-184.

Core, J. E. , W. R. Guay, and D. F. Larcker. (2003). Executive equity compensation and incentives, A survey. *FRBNY Economic Policy Review* 9 (1): 27-50.

Devers, C. E. , G. P. Reilly, and M. E. Yoder. (2007). Executive compensation: A multidisciplinary review of recent developments, *Journal of Management* 33 (6): 1016-1072.

Edmans, A. , X. Gabaix, and A. Landier. (2009). A multiplicative model of optimal CEO incentives in market equilibrium, *Review of Financial Studies* 22 (12): 4881-4917.

Elayan A. F. , Lau. J. S, C and Meyer T. O. (2001). Executive incentive compensation schemes and their impact on corporate performance: Evidence from New Zealand Since Legal Disclosure Requirements became Effective, available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy* 88 (2): 288-307.



- Fama, E. F. and K. R. French. (1995). Size and Book-To-Market Factors In Earnings and Stock Returns, *Journal of Finance*, 50, 131-155.
- Fong, E. A. , V. Misangyi, and H. L. Tosi. (2010). The effect of CEO pay deviations on CEO withdrawal, firm size, and firm profits, *Strategic Management Journal* 31 (6): 629–651.
- Gaver, J. J. , and M. C. Gaver. (1993). Additional evidence on the association between investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies, *Journal of Accounting and Economics* 16 (1/3): 127–260.
- Gompers, P. A. , J. L. Ishii, and A. Metrick. (2003). Corporate governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics* 118 (1): 107–155.
- Gong, J. J. (2011). Examining Shareholder Value Creation over CEO Tenure: A New Approach to Testing Effectiveness of Executive Compensation, *JOURNAL OF MANAGEMENT ACCOUNTING RESEARCH* 23 (1): 1–28.
- Habib, M. , and A. Ljungqvist. (2005). Firm value and managerial incentives: A stochastic frontier approach, *Journal of Business* 78 (6): 2053–2094.
- Hall, B. K. , and J. B. Liebman. (1998). Are CEOs really paid like bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics* 113 (3): 653–691.
- Hanlon, M. , S. Rajgopal, and T. Shevlin. (2003). Are executive stock options associated with future earnings? *Journal of Accounting and Economics* 36 (1/3): 3–43.
- 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.
- Ittner. C. D. and M. Pizzini. (2003). Performance Based Compensation In Professional Service Firms, Working Paper, The University of Pennsylvania.
- Jayaraman, S. , and T. T. Milbourn. (2012). The Role of Stock Liquidity in Executive Compensation, *The Accounting Review* 87 (2) , PP. 537-563.
- Jensen, M. C. , and W. Meckling. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305–360.
- Jensen, M. C. , and K. J. Murphy. (1990). Performance pay and top-management incentives, *Journal of Political Economy* 98 (2): 225–264.
- Jensen, M. C. , K. J. Murphy, and E. G. Wruck. (2004). Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them? Harvard NOM Working Paper No. 04-28.

- Larcker, D. F. (2003). Discussion of: Are executive stock options associated with future earnings, *Journal of Accounting and Economics* 36 (1/3): 91–103.
- Leone, A. , J. Wu, and J. Zimmerman. (2006). Asymmetric sensitivity of CEO cash compensation to stock returns, *Journal of Accounting and Economics* 42 (1/2): 167–192.
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance, *Journal of Financial Economics* 38 (2): 163–184.
- Murphy, K. J. (2010). Executive Pay Restrictions for TARP Recipients: An Assessment. Working paper University of Southern California.
- Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. In *Handbook of Labor Economics*, edited by Ashenfelter, O. , and D. Card, 2485–2563. Amsterdam, The Netherlands: North Holland.
- Riceman , Stephen S. , Cahan Steven F. , Lal , Mohan , (2008). Do Managers Perform Better Under EVA Bonus Schemes ? Social Science Research Network Electronic Paper Collection , University of Auckland Business School, and Faculty of business Economics.
- Sheikholeslami, M. (2001). EVA, MVA, and CEO Compensation, *American Business Review* 19 (1): 13-17.
- Smith, C. W. , and R. L. Watts. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies, *Journal of Financial Economics* 32 (3): 263–292.