

## تاثیر سود و زیان ناشی از تغییرات در ارزش شرکت و قدرت مدیران در پاداش نقدی دریافتی

حبیب اله نخعی<sup>۱</sup>، محسن حاجی بگلو<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup> استادیار گروه حسابداری، واحد بیرجند، دانشگاه آزاداسلامی، بیرجند، ایران. (نویسنده مسئول)

<sup>۲</sup> دانشجوی دکتری حسابداری، واحد قاینات، دانشگاه آزاداسلامی، قاینات، ایران

### چکیده

هدف این پژوهش، بررسی تاثیر سود و زیان ناشی از تغییرات در ارزش شرکت و قدرت مدیران بر پاداش نقدی مدیران در شرکت ها است. این پژوهش از نوع مطالعه کتابخانه ای و تحلیلی- علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده های تابلویی (پانل دیتا) است. در این پژوهش اطلاعات مالی ۱۰۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ بررسی شده است (۶۴۲ شرکت - سال). برای تجزیه و تحلیل نتایج به دست آمده ی پژوهش از نرم افزارهای ۲۰ Spss، ۷ Eviews و ۱۶ Minitab استفاده شده است. نتایج تحقیق در ارتباط با تایید فرضیه اول پژوهش نشان از آن داشت که بین تغییرات در ارزش شرکت و پاداش نقدی مدیران رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. همچنین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه دوم پژوهش می توان به این نتیجه رسیدیم که بین سود و زیان ناشی از تغییرات در ارزش شرکت و پاداش نقدی مدیران رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. در نهایت نتایج پژوهش در ارتباط با تایید فرضیه سوم پژوهش حاکی از آن بود که بین قدرت نفوذی مدیران و پاداش نقدی مدیران رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

**واژه های کلیدی:** تغییرات در ارزش شرکت، پاداش نقدی مدیران، سود و زیان ناشی از تغییرات در ارزش شرکت، قدرت نفوذی مدیران و پانل دیتا.

## مقدمه:

با توجه به اینکه سازمان های امروزی به منظور کاهش تعارض بین سهامداران و مدیریت بر مجزاسازی مالکیت از مدیریت تاکید می ورزند. لذا با افزایش تعداد سهامداران بالاخص سهامداران عمده تضاد منافع در بین سهامداران و مدیران نیز میان سهامداران افزایش می یابد، تا جائیکه ممکن است بر امر نظارت و کنترل بر عملکرد مدیریت و سیاست های مدیریت در ارتباط با نوسانات ارزش شرکت خدشه وارد کند (دوفهویس و کبیر، ۲۰۰۸). ارزیابی ارزش ذاتی شرکت ها، به منظور اطمینان از تخصیص بهینه منابع محدود، امری مهم و حیاتی به شمار می آید که ریشه در متغیرهای بنیادی شرکت ها دارد (هوانگ، ۲۰۰۶). معیارهای سنجش عملکرد مانند طرح های پاداش مدیران از سیستم های کنترل مدیریت تلقی می شوند، زیرا برنامه ریزی اقتصادی و تصمیمات کنترلی موثر، نیازمند ارزیابی چگونگی عملکرد واحد هاست (چن و همکاران، ۲۰۰۵). اتخاذ تصمیمات منطقی رابطه مستقیم با ارزیابی عملکرد بنگاه اقتصادی دارد و ارزیابی عملکرد بنگاه اقتصادی نیازمند شناخت معیارها و شاخص هاست. که در دو مجموعه شاخص های مالی و غیر مالی طبقه بندی می شوند. معیارهای مالی سنجش عملکرد مانند پرداخت پاداش به مدیران به دلیل برخوردار از ویژگی هایی نظیر کمی بودن، عینی بودن، عملی بودن و ملموس بودن آن نسبت به معیار های غیر مالی مانند کارایی هیات مدیره ارجحیت دارند (چنگ و ایندیکیان، ۲۰۰۹). قدرت نفوذی مدیران در صنایع مختلف با توجه به دیدگاه های تئوریک مرتبط با تئوری سود و زیان متفاوت بوده و بستگی به عواملی همچون، حجم تولید، بهای تولید، میزان فروش، هزینه های انبارداری و سیاست های حمایتی دارد (ادمنس و همکاران، ۲۰۰۸). افزایش توان تولید و فروش های نقدی و نسیه یکی از عوامل اساسی تاثیرگذار در نوسانات ارزش بازار شرکت ها بوده که ارتباط مستقیم با عملکرد شرکت ها دارد (هو و جین، ۲۰۱۰). جیانگ (۲۰۰۸)، به این نتیجه رسیدند که افزایش و کاهش سود و زیان ناشی از تغییرات در ارزش شرکت ها با توجه به نوسانات ایجاد شده در توان تولیدی بازار، نشأت گرفته از برنامه کاربردی و بلند مدت مدیران در ارتباط با پاداش های پرداختی به مدیران شرکت ها بوده و می تواند به عنوان عاملی تاثیرگذار در تغییرات ایجاد شده در ریسک شرکت های فعال صنایع مختلف باشد. نرخ رشد فروش در برخی موارد می تواند به عنوان نگرشی در جهت ایجاد تغییرات بنیادی در تولید محصولات شرکت ها محسوب شده و پیروی کننده از الگویی موثر با عنوان کسب سود بالاتر در ارتباط با تغییرات ارزش ذاتی شرکت ها باشد (کوان و همکاران، ۲۰۱۰). اهرم مالی و بازده مورد انتظار شرکت ها به عنوان دو نماد پایه ای شرکت ها، جزء متغیرهای تعدیل گر عملکرد شرکت ها محسوب شده و همراه با متغیر فرصت های رشد، ارتباط بین نوسانات ارزش شرکت ها و قدرت نفوذی مدیران را بهتر به نمایش خواهند گذاشت (یانگ و یانگ، ۲۰۰۷). به منظور جبران خلاقیت و ابتکارات مدیریت در یافتن و بکارگیری رویه ها و روش های کاری جدیدتر و بهتر غالباً سازمان به مدیریت پاداش می دهد (نا، ۲۰۰۹). پاداش غالباً به خاطر انجام وظایف در سطحی بالاتر از استاندارد های عادی کاری صورت می گیرد و قدرت نفوذی مدیران عاملی تاثیرگذار در میزان دریافتی پاداش است (لیو و ژاو، ۲۰۰۸). طرح های پاداش مبتنی بر ارقام سود حسابداری و تغییرات در ارزش شرکت ها در کنار عوامل دیگری چون امنیت شغلی، سطح شغلی، و اندازه شرکت که رابطه مستقیم با رفاه مدیریت دارد؛ به طور مستقیم یا غیر مستقیم با سودآوری بالای شرکت در ارتباط است (لی، ۲۰۰۰). فرض بر این است که مدیران به دنبال افزایش رفاه از طریق افزایش سودآوری هستند. هیلی در یک تحقیق تجربی به این نتیجه رسید که همزمان با کاهش سودآوری، تمایل شرکت ها به آرایش سود ناشی از افزایش ارزش شرکت بیشتر می شود (گوپالان و همکاران، ۲۰۰۸). به طور خلاصه می توان گفت مدیران از طرح پاداش و نحوه ارزیابی عملکرد خود توسط سهامداران اطلاع دارند و با توجه به این موضوع جهت دریافت پاداش بیشتر متمایل به دستکاری افزایش ارزش شرکت ها با توجه به قدرت در دست، می گردند (کرت و همکاران، ۲۰۰۲). اگر پاداش مدیریت از سطح مورد نظر کم تر باشد مدیریت بخشی از سود سالهای آتی را به دوره جاری منتقل می نماید و در مواردی نیز مدیریت در راستای هدف ذکر شده ممکن است

سود سالهای جاری را به دوره های آتی منتقل نماید و با تغییر متغیرهای تاثیر گذار ارزش شرکت را در سطحی بالاتر از حد معقول نشان دهد (بیچوک و همکاران، ۲۰۰۲). با توجه به مطالب مذکور هدف اصلی ما در این پژوهش پاسخ به این سوال اصلی است که آیا سود و زیان ناشی از تغییرات در ارزش شرکت و قدرت مدیران بر پاداش نقدی مدیران تاثیرگذار است یا نه؟

#### پیشینه تحقیق:

#### پیشینه لاتین:

لامبرت (۲۰۰۷)، در تحقیقی به بررسی تئوری نمایندگی در قالب قراردادهای بلندمدت پاداش مدیران پرداخت و نتیجه حاصله بدین گونه بود که چنانچه قرارداد پاداش برای مدت طولانی تر (بیش از یک سال) بسته شود هم سهامداران و هم مدیر در شرایط بهتری قرار خواهند داشت. پاداش مدیران در پایان یک دوره می بایست متناسب با عملکرد آن دوره و عملکرد آنان در دوره های قبل باشد. نتیجتاً قرارداد بهینه پاداش می باید هم در دوره جاری و هم سال آتی را برای انگیزه مند شدن مدیر در بر گیرد.

مورفی و جنسن (۲۰۱۱)، به بررسی رابطه بین پاداش مدیران عامل و عملکرد شرکت با استفاده از ترکیب داده های قابل اندازه گیری و مدل ارزش اختیار معامله سهام بلاک شولز پرداختند و نتیجه گیری کردند که رابطه مثبتی بین اختیار معامله سهام اهدایی به مدیران و تغییر ثروت سهامداران وجود دارد.

دورو (۲۰۱۲)، طی تحقیقی به بررسی باطه بین پاداش هیئت مدیره با درآمد اقتصادی و بررسی اثر فرصت های سرمایه گذاری بر رابطه بین پاداش هیئت مدیره و درآمد اقتصادی پرداخت و نتیجه گرفت که رابطه تجربی بین پاداش هیئت مدیره با درآمد اقتصادی قوی تر از رابطه پاداش هیئت مدیره با سود حسابداری است. یافته اخیر شواهدی مبنی بر تایید نظریه "سود حسابداری تعدیل شده" را ارائه می کند. تعدیلاتی نظیر هزینه سرمایه که منعکس کننده وقایع اقتصادی ناشی از تصمیمات مدیر می باشد، با اهداف سهامداران سازگارتر است. از دیگر نتایج این تحقیق می توان به این نکته اشاره کرد که درآمد اقتصادی نباید به عنوان تنها عامل اعطای پاداش به هیئت مدیره استفاده شود.

مورفی (۱۹۸۵)، با مطالعه ای در سالهای ۱۹۶۴ تا ۱۹۸۱، نشان داد که بین پرداخت پاداش به مدیران اجرایی و عملکرد، همبستگی مثبت و معناداری وجود دارد و حتی اگر بین پرداخت پاداش و عملکرد رابطه ای نباشد، باز هم منابع مدیران اجرایی از طریق ابزارهایی نظیر حق اختیار سهام، طرح های عملکردی بلند مدت و مهم تر از همه مالکیت سهام، به عملکرد شرکت وابسته است. همچنین، او نشان داد که طرح های انگیزشی حق الزحمه، اعم از کوتاه مدت و بلندمدت، نه تنها به ضرر سهامداران نبوده، بلکه آنان را نیز منتفع کرده است.

#### پیشینه فارسی:

نمازی و مرادی (۱۳۸۵)، با استناد به مبانی نظری موجود در عرصه تئوری نمایندگی، به بررسی تجربی سازه های موثر در تعیین پاداش هیات مدیره شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و مضامین تئوری نمایندگی را به منظور تبیین ادراک بازار سرمایه از عملکرد مدیران و سازوکارهای بازار در تعیین پاداش هیات مدیره، مطالعه کردند. یافته های آنها در سطح کل

شرکت ها و بر اساس اطلاعات کسب شده برای سال های ۸۲-۷۸، حاکی از رابطه معنادار بین متغیرهای مستقل شامل نسبت بازده دارایی ها و تغییرات آن، اندازه شرکت، تمرکز مالکیت و ریسک مالی با متغیر وابسته (پاداش هیات مدیره) است.

سجادی و زارع زاده مهریزی (۱۳۹۰)، در یک نمونه ۸۳ تایی در دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۸۸ به بررسی رابطه بین طرح های پاداش مدیران و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد در شرکت های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران پرداختند.

آنها دریافتند که رابطه معناداری بین پاداش پرداختی به مدیران با معیارهای اقتصادی (ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده) ارزیابی عملکرد وجود دارد. همچنین یافته ها حاکی از رابطه معنادار بین درصد مالکیت سهام مدیران با ارزش افزوده بازار و عدم رابطه معنادار با دیگر معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد است.

نمازی و سیرانی (۱۳۸۳)، با استفاده از تئوری نمایندگی به بررسی دو موضوع مهم پرداختند: ۱) ارتباط پاداش مدیران عامل شرکت ها در ایران، با سود حسابداری، رشد سود و ارزش افزوده بازار ۲- مطالعه سازه های مهم در تعیین پاداش مدیران عامل.

رودنشین و کردستانی<sup>(۱۳۸۵)</sup>، به بررسی میزان مربوط بودن اجزای نقدی و تعهدی سود حسابداری به ارزش بازار شرکت پرداختند. یافته های پژوهش نشان می دهد اجزای نقدی سود حسابداری توان پیش بینی و قدرت توضیحی ارزش بازار شرکت را دارند، ولی سه جزء تعهدی سود حسابداری یعنی تغییرات حساب های دریافتی، تغییرات موجودی کالا و تغییرات حساب های پرداختی که در این پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته اند، توان پیش بینی و توضیح ارزش بازار شرکت را ندارند. از این رو اجزای نقدی سود حسابداری به ارزش بازار شرکت مربوط است و نسبت به اجزای تعهدی از سودمندی بیشتری برخوردار است.

## روش شناسی تحقیق

الف) فرضیه های تحقیق:

### فرضیه اول:

بین تغییرات در ارزش شرکت و پاداش نقدی مدیران رابطه معناداری وجود دارد.

### فرضیه دوم:

بین سود و زیان ناشی از تغییرات در ارزش شرکت و پاداش نقدی مدیران رابطه معناداری وجود دارد.

### فرضیه سوم:

بین قدرت نفوذی مدیران و پاداش نقدی مدیران رابطه معناداری وجود دارد.

## ب) جامعه و نمونه آماری:

داده های واقعی مورد نیاز این تحقیق از اطلاعات واقعی شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران گردآوری خواهد شد. در این پژوهش با استفاده از روش حذف سیستماتیک نسبت به تعیین حجم نمونه بر اساس معیارهای زیر اقدام خواهد شد:

۱- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.

۲- در طی دوره مورد بررسی (۱۳۹۷-۱۳۹۲) تغییر سال مالی نداشته باشد.

۳- اطلاعات مالی آن قابل دسترس باشد.

۴- جزء شرکت های مالی (مانند بانک ها، موسسات مالی) و شرکت های سرمایه گذاری یا شرکت های واسطه گری مالی نباشد.

۵- اطلاعات مورد نیاز در بخش تعریف متغیرها در دسترس باشد.

ج) مدل های تحقیق

مدل تحلیلی پژوهش به صورت کلی به صورت زیر برآورد شده است:

$$AFE = \alpha_0 + \beta_i * IndependentVariable + \varepsilon$$

$$H_0 : \beta_i = 0$$

مدل معنادار نیست

$$H_1 : \beta_i \neq 0$$

مدل معنادار است

مدل اول مربوط به فرضیه اول:

$$COMP_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta fair\_value_{i,t} + \gamma_2 oper\_inco_{i,t} + \gamma_3 \ln sale + \gamma_4 salegrowth_{i,t} + \gamma_5 leverage_{i,t} + \gamma_6 adj\_return_{i,t} + \gamma_7 soe_{i,t} + \gamma_8 cross_{i,t} + \gamma_9 board_{i,t} + e_{i,t}$$

مدل دوم مربوط به فرضیه دوم:

$$COMP_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 fair\_value_{i,t} * dum_{i,t} + \gamma_2 oper\_inco_{i,t} + \gamma_3 \ln sale + \gamma_4 salegrowth_{i,t} + \gamma_5 leverage_{i,t} + \gamma_6 adj\_return_{i,t} + \gamma_7 soe_{i,t} + \gamma_8 cross_{i,t} + \gamma_9 board_{i,t} + e_{i,t}$$

مدل سوم مربوط به فرضیه سوم:

$$COMP_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 power_{i,t} + \gamma_2 dum_{i,t} + \gamma_3 power_{i,t} * dum_{i,t} + \gamma_4 oper\_inco_{i,t} + \gamma_5 \ln sale + \gamma_6 salegrowth_{i,t} + \gamma_7 leverage_{i,t} + \gamma_8 adj\_return_{i,t} + \gamma_9 soe_{i,t} + \gamma_{10} cross_{i,t} + \gamma_{11} board_{i,t} + e_{i,t}$$

نمادهای بکاررفته درمدلهای فوق به شرح زیرمیباشد:

متغیر وابسته:

پاداش نقدی مدیران ( $COMP_{i,t}$ ):

طبق پژوهش چن (۲۰۱۰)، نحوه محاسبه پاداش نقدی مدیران اجرایی به صورت زیر می باشد:

$$COMP_{i,t} = \frac{\text{پاداش پرداختی سال جاری}}{\text{مجموع پاداش های پرداخت شده طی سال متوالی ماقبل سال جاری}}$$

متغیرهای مستقل:

تغییرات در ارزش شرکت ( $\Delta fair\_value_{i,t}$ ):

طبق پژوهش آتن (۲۰۰۸)، تغییرات در ارزش شرکت به صورت زیر قابل محاسبه خواهد بود:

$$\Delta fair\_value_{i,t} = \frac{\text{ارزش بازار سهام شرکت در سال ماقبل سال جاری} - \text{ارزش بازار سهام شرکت در سال جاری}}{\text{ارزش بازار سهام شرکت در سال ماقبل سال جاری}}$$

سود و زیان ناشی از تغییرات در ارزش شرکت ( $fair\_value_{i,t} * dum_{i,t}$ ):

طبق پژوهش زهو و همکاران (۲۰۱۰)، این متغیر از تقابل دو متغیر تغییرات در ارزش شرکت و متغیر مصنوعی ای سود و زیان به دست می آید که در این فرمول:

متغیر مصنوعی ای سود و زیان به این صورت است که اگر شرکت در سال مورد بررسی سود داشته باشد برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر خواهد شد.

قدرت نفوذی مدیران ( $power_{i,t} * dum_{i,t}$ ):

طبق پژوهش دو و یانگ (۲۰۰۷)، قدرت نفوذی مدیران از تقابل دو متغیر نسبت مالکیت سرمایه گذاران نهادی و متغیر مصنوعی ای دستیابی به سود هدف به دست می آید:

نسبت مالکیت سرمایه گذاران نهادی از طریق فرمول زیر قابل محاسبه می باشد:

$$power_{i,t} = \frac{\text{تعداد سهام در دست سهامداران نهادی}}{\text{تعداد کل سهام شرکت}}$$

و نحوه محاسبه متغیر مصنوعی ای دستیابی به سود هدف به این صورت است که اگر میزان سود واقعی شرکت بیشتر یا مساوی سود پیش بینی شده باشد برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

متغیرهای کنترلی:

عملکرد شرکت ( $oper\_inco_{i,t}$ ):

طبق پژوهش زین و همکاران (۲۰۰۷)، عملکرد شرکت از طریق فرمول کیو توبین قابل محاسبه خواهد بود:

$$Q_{i,t} = \frac{\text{ارزش دفتری سهام} - (\text{ارزش دفتری کل دارایی ها} + \text{ارزش بازار سهام})}{\text{ارزش دفتری کل دارایی ها}}$$

فروش ( $ln\ sale$ ):

برابر است با لگاریتم طبیعی فروش پایان دوره شرکت مورد بررسی (ننگ، ۲۰۰۹).

نرخ رشد فروش ( $salegrowth_{i,t}$ ):

رشد شرکت نیز یک عامل تعیین کننده عملکرد شرکت می باشد. طبق یافته های دروف (۲۰۰۵)، رشد فروش به عنوان شاخصی برای ارزش فرصت رشد، استفاده شده است. رشد فروش شرکت، با استفاده از فرمول زیر محاسبه می شود:

$$= \frac{S_{i,t} - S_{i,t-1}}{S_{i,t-1}} SG_{i,t}$$

$SG_{i,t}$  = رشد فروش شرکت  $i$  در سال  $t$

$S_{i,t}$  = فروش خالص شرکت  $i$  در سال  $t$

$S_{i,t-1}$  = فروش خالص شرکت  $i$  در سال  $t-1$  می باشد.

اهرم مالی ( $leverage_{i,t}$ ):

نسبت بالای اهرم مالی به احتمال زیاد نشان از افزایش میزان بدهی به وجوه نقد اندوخته شده شرکت، داشته و با احتمال بیشتری باعث ورشکستگی های مالی شرکت ها خواهد شد. نسبت بالای اهرم مالی، نشان دهنده این است که با افزایش بدهی ها سطح وجوه نقد کاهش خواهد یافت. بر این اساس شرکت هایی با دارایی های نقدی بیشتر می توانند این دارایی ها را با سطوح وجوه نقد پوشش داده و بیشتر بدهی ها را کاهش بدهند لو (۲۰۰۷). ویو (۲۰۰۰)، به این نتیجه رسید که رابطه منفی بین اهرم مالی و دارایی های نقدی وجود دارد. فریرا و ویلیا<sup>۲</sup> (۲۰۰۴)، نشان دادند که شرکت هایی با سطح بالاتر بدهی توانایی کمتری در ذخیره کردن وجوه نقد دارند. در این پژوهش برای محاسبه نسبت اهرم مالی از تحقیق زنگ (۲۰۱۱)، پیروی کرده و نسبت اهرم مالی ( $leverage_{i,t}$ ) را به صورت زیر محاسبه خواهیم کرد:

$$= leverage_{i,t} \frac{\text{ارزش دفتری جمع کل بدهی ها}}{\text{ارزش دفتری جمع کل دارایی ها}}$$

بازده مورد انتظار سهام ( $adj\_return_{i,t}$ ):

بازده مورد انتظار سهام برابر است با تفاوت بین نرخ بازده شرکت و بازده بازار، برای تعیین بازده مورد انتظار سهام از مدل تعدیل شده بازار (مدل ساده بازار) استفاده می شود هاسبروک، (۲۰۰۵):

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

نرخ بازده سهام :

نرخ بازده سهام برای شرکت های انتخابی بطور سالانه بصورت زیر محاسبه شده است :

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1}) + DPS + (P_{it} - 1000)A + P_{it}B}{P_{it-1}} * 100$$

که در آن :

$P_{it}$  = قیمت سهام در انتهای سال t

$P_{it-1}$  = قیمت سهام در انتهای سال t-1

$DPS$  = سود نقدی هر سهم بر اساس تعداد سهام در ابتدای دوره

$A$  = درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی

$B$  = درصد افزایش سرمایه از محل سود انباشته یا اندوخته.

نرخ بازده پرتفوی بازار:

در این تحقیق نرخ بازده پرتفوی بازار براساس شاخص کل بورس سهام شرکت های موجود در بورس اوراق بهادار تهران محاسبه خواهد شد. بر همین اساس نرخ بازده سالانه پرتفوی بازار با استفاده از معادله زیر محاسبه خواهد شد:

$$R_{mt} = \frac{TEPIX_t - TEPIX_{t-1}}{TEPIX_{t-1}} * 100$$

که در آن:

$R_{mt}$  = بازده پرتفوی بازار

$TEPIX_t$  = شاخص بورس (قیمت و بازده نقدی) در پایان سال t

$TEPIX_{t-1}$  = شاخص بورس (قیمت و بازده نقدی) در پایان سال t-1

متغیر مصنوعی شرکت تولیدی ( $soe_{i,t}$ ):

متغیر مصنوعی ای است که اگر شرکت مورد بررسی جزو شرکت های تولیدی باشد برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود (جیانگ، ۲۰۰۸).

نسبت زیان شرکت ( $cross_{i,t}$ ):

طبق پژوهش چن (۲۰۱۰)، نسبت زیان شرکت به صورت زیر قابل محاسبه می باشد:

$$cross_{i,t} = \frac{\text{میانگین زیان شرکت در سه سال گذشته}}{\text{سود سال جاری}}$$



نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره ( $board_{i,t}$ ):

طبق پژوهش هو و جین (۲۰۱۰)، نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره به صورت زیر قابل محاسبه خواهد بود:

$$board_{i,t} = \frac{\text{تعداد اعضای غیرموظف هیات مدیره}}{\text{تعداد کل اعضای هیات مدیره}}$$

$\varepsilon_{i,t}$  = خطای تصادفی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

تجزیه و تحلیل داده ها:

نگاره ۱، آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کمترین مقدار	بیشترین مقدار	چولگی	کشیدگی
پاداش نقدی مدیران	۶۴۲	۱/۱۲۴۷	۰/۵۹۴۷	۰/۰۰۰۰	۴/۷۸۱۷	۰/۶۱۰	۲/۲۵۷
تغییرات در ارزش	۶۴۲	۰/۳۹۵۲	۰/۴۷۹۲	۰/۰۰۰۰	۲/۹۶۸۰	۲/۳۸۳	۷/۱۳۹
سود و زیان ناشی از تغییرات در ارزش	۶۴۲	۰/۲۱۴۸	۰/۴۲۸۴	۰/۰۰۰۰	۲/۹۶۸۰	۳/۳۰۰	۱۳/۴۹۰
قدرت نفوذی مدیران	۶۴۲	۰/۴۱۵۸	۲/۷۹۹۴	۰/۰۰۰۰	۷۰/۷۶۰۰	۲۴/۸۲۷	۶۲۴/۷۶۶
عملکرد شرکت	۶۴۲	۱/۵۴۵۱	۰/۸۰۳۸	۰/۳۹۴۵	۸/۲۹۹۸	۲/۶۸۹	۱۱/۹۸۹
فروش شرکت	۶۴۲	۵/۷۳۸۰	۰/۶۱۴۲	۴/۳۴۵۸	۸/۰۳۱۱	۰/۷۴۰	۱/۰۰۹
نرخ رشد فروش	۶۴۲	۰/۶۹۱۵	۰/۴۶۲۳	۰/۰۰۳۳	۲/۵۹۶۲	۱/۰۱۰	۱/۴۸۲
اهرم مالی	۶۴۲	۰/۶۳۱۴	۰/۲۳۲۸	۰/۰۹۶۴	۲/۷۵۵۳	۱/۹۶۹	۱۴/۵۶۳
بازده مورد انتظار سهام	۶۴۲	۰/۵۲۲۴	۰/۳۶۲۹	۰/۰۰۲۲	۳/۱۱۳۶	۱/۸۹۶	۹/۷۲۵
متغیر مصنوعی شرکت تولیدی	۶۴۲	۰/۴۵۱۷	۰/۴۹۸۰	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۰/۱۹۵	-۱/۹۶۸
نسبت زیان	۶۴۲	۰/۹۶۴۸	۰/۴۵۴۳	۰/۰۲۴۲	۴/۶۹۰۱	۲/۳۵۹	۱۰/۵۳۳
نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره	۶۴۲	۰/۲۳۲۶	۰/۲۹۴۷	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۰/۹۳۰	-۰/۱۱۹

آزمون فرضیه اول:

این فرضیه با استفاده از مدل (۱) به صورت داده های پانل برآورد می شود و در صورتی که ضریب  $\gamma_1$  در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$COMP_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta fair\_value_{i,t} + \gamma_2 oper\_inco_{i,t} + \gamma_3 \ln sale + \gamma_4 salegrowth_{i,t} + \gamma_5 leverage_{i,t} + \gamma_6 adj\_return_{i,t} + \gamma_7 soe_{i,t} + \gamma_8 cross_{i,t} + \gamma_9 board_{i,t} + e_{i,t}$$

(۱)

$$\begin{cases} H_0 : \gamma_1 = 0 \\ H_1 : \gamma_1 \neq 0 \end{cases}$$

برای این که بتوان مشخص نمود که آیا استفاده از روش داده های پانل در برآورد مدل مورد نظر کارآمد خواهد بود یا نه، از آزمون چاو یا F مقید و به منظور این که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می شود. نتایج حاصل از این آزمون ها در نگاره ۲ ارائه شده است.

نگاره ۲- نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل (۱)

آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	۶۴۲	F	۴۴/۸۶۲۲	(۵۲۶،۱۰۶)	۰/۰۰۰۰
هاسمن	۶۴۲	$\chi^2$	۱۳۷/۲۱۱۵	۹	۰/۰۰۰۰

با توجه به نتایج آزمون چاو و P-Value آن (۰/۰۰۰۰)، فرضیه  $H_0$  آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان گر این است که می توان از روش داده های پانل استفاده نمود. همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و P-Value آن (۰/۰۰۰۰) که کمتر از ۰/۰۵ می باشد، فرضیه  $H_0$  آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه  $H_1$  پذیرفته می شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون های چاو و هاسمن و همچنین نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل (۱) تحقیق با استفاده از روش داده های پانل و به صورت اثرات ثابت برآورد می شود.

نتایج برآورد مدل در نگاره ۱-۲ ارائه شده است. شکل برآورد شده مدل با استفاده از نرم افزار Eviews ۷ به صورت زیر خواهد بود:

$$COMP_{i,t} = 0.5080 + 0.0026 \Delta fair\_value_{i,t} + 0.0010 oper\_inco_{i,t} + 0.0020 \ln sale - 0.0007 salegrowth_{i,t} + 0.0009 leverage_{i,t} - 0.0001 adj\_return_{i,t} - 0.0006 soe_{i,t} + 0.0535 cross_{i,t} - 0.0050 board_{i,t} + e_{i,t}$$

## نگاره ۱-۲ نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت

تغییر وابسته: پاداش نقدی مدیران عدها مشاهدات: ۱۰۷ سال - شرکت				
متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه
جزء ثابت	۰/۵۰۸۰	۵۸/۲۱۱۱	۰/۰۰۰۰	مثبت
تغییرات در ارزش	۰/۰۰۲۶	۲/۶۵۹۹	۰/۰۰۸۱	مثبت
عملکرد شرکت	۰/۰۰۱۰	۱/۲۴۰۰	۰/۲۱۵۵	بی معنی
فروش شرکت	۰/۰۰۲۰	۱/۴۸۳۲	۰/۱۳۸۶	بی معنی
نرخ رشد فروش	-۰/۰۰۰۷	-۰/۷۲۹۲	۰/۴۶۶۲	بی معنی
اهرم مالی	۰/۰۰۰۹	۰/۲۹۰۴	۰/۷۷۱۶	بی معنی
بازده مورد انتظار سهام	-۰/۰۰۰۱	-۰/۱۳۲۵	۰/۸۹۴۶	بی معنی
متغیر مصنوعی شرکت تولیدی	-۰/۰۰۰۶	-۰/۶۰۲۶	۰/۵۴۷۰	بی معنی
نسبت زیان	۰/۰۵۳۵	۵/۱۳۵۵	۰/۰۰۰۰	مثبت
نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره	-۰/۰۰۵۰	-۰/۴۶۸۴	۰/۶۳۹۶	بی معنی
ضریب تعیین مدل				
آماره F				
(P-Value)				
۸۶/۶۴۴۲				
(۰/۰۰۰۰)				

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچکتر می باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۹۴/۹۸ درصد از پاداش نقدی مدیران توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد.

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در نگاره ۱-۲، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر تغییرات در ارزش کوچکتر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۰۸۱)، در نتیجه وجود رابطه معنی داری میان تغییرات در ارزش شرکت و پاداش نقدی مدیران در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می گیرد. بنابراین فرضیه اول تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت بین تغییرات در ارزش شرکت و پاداش نقدی مدیران، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۰۰۲۶) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان تغییرات در ارزش شرکت و پاداش نقدی مدیران می باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی تغییرات در ارزش شرکت، پاداش نقدی مدیران نیز به میزان ۰/۰۰۲۶ واحد افزایش می یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه اول پژوهش می توان نتیجه گرفت که بین تغییرات در ارزش شرکت و پاداش نقدی مدیران رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

## آزمون فرضیه دوم:

این فرضیه با استفاده از مدل (۲) بصورت داده های پانل برآورد می شود و در صورتی که ضریب  $\gamma_1$  در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$COMP_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 fair\_value_{i,t} * dum_{i,t} + \gamma_2 oper\_inco_{i,t} + \gamma_3 \ln sale + \gamma_4 salegrowth_{i,t} + \gamma_5 leverage_{i,t} + \gamma_6 adj\_return_{i,t} + \gamma_7 soe_{i,t} + \gamma_8 cross_{i,t} + \gamma_9 board_{i,t} + e_{i,t}$$

$$\begin{cases} H_0 : \gamma_1 = 0 \\ H_1 : \gamma_1 \neq 0 \end{cases} \quad (2)$$

نتایج مربوط به آزمون های چاو (جهت مشخص نمودن استفاده از روش داده های پانل یا ترکیبی) و هاسمن (جهت مشخص کردن استفاده از روش اثرات ثابت یا تصادفی در روش داده های پانل) برای مدل (۲) در نگاره ۳ ارائه شده است.

نگاره ۳ نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل (۲)

آزمون	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	F	۴۷/۳۰۵۱	(۵۲۶،۱۰۶)	۰/۰۰۰۰
هاسمن	$\chi^2$	۱۳۴/۵۰۲۶	۹	۰/۰۰۰۰

با توجه به نتایج آزمون چاو و P-Value آن (۰/۰۰۰۰)، فرضیه  $H_0$  آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان گر این است که می توان از روش داده های پانل استفاده نمود. همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و P-Value آن (۰/۰۰۰۰) که کمتر از ۰/۰۵ می باشد، فرضیه  $H_0$  آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه  $H_1$  پذیرفته می شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون های چاو و هاسمن و همچنین نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل (۲) تحقیق با استفاده از روش داده های پانل و به صورت اثرات ثابت برآورد می شود. نتایج برآورد مدل در نگاره ۱-۳ ارائه شده است.

## نگاره ۱-۳ نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت

تغییر وابسته: پاداش نقدی مدیران تعداد مشاهدات: ۱۰۷ سال - شرکت				
متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه
جزء ثابت	۰/۵۰۷۱	۵۷/۱۷۴۴	۰/۰۰۰۰	مثبت
سود و زیان ناشی از تغییرات در ارزش	۰/۰۰۲۵	۲/۵۹۵۳	۰/۰۰۹۷	مثبت
عملکرد شرکت	۰/۰۰۰۷	۰/۸۱۳۴	۰/۴۱۶۳	بی معنی
فروش شرکت	۰/۰۰۲۲	۱/۶۴۳۱	۰/۱۰۱۰	بی معنی

نرخ رشد فروش	-۰/۰۰۱۰	-۱/۰۳۴۴	۰/۳۰۱۴	بی معنی
اهرم مالی	۰/۰۰۳۱	۰/۹۲۷۹	۰/۳۵۳۹	بی معنی
بازده مورد انتظار سهام	-۰/۰۰۰۶	-۰/۵۱۲۳	۰/۶۰۸۶	بی معنی
متغیر مصنوعی شرکت تولیدی	-۰/۰۰۱۰	-۰/۹۱۲۶	۰/۳۶۱۸	بی معنی
نسبت زیان	۰/۰۵۰۴	۴/۸۴۵۲	۰/۰۰۰۰	مثبت
نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره	-۰/۰۰۲۸	-۰/۲۷۲۶	۰/۷۸۵۲	بی معنی
ضریب تعیین مدل				
آماره $F$				
$(P-Value)$				
۰/۹۵۲۰				
۹۰/۷۶۶۰				
(۰/۰۰۰۰)				

شکل برآورد شده مدل با استفاده از نرم افزار *Eviews ۷* به صورت زیر خواهد بود:

$$COMP_{i,t} = 0.5071 + 0.0025fair\_value_{i,t} * dum_{i,t} + 0.0007oper\_inco_{i,t} + 0.0022_3 \ln sale \\ - 0.0010salegrowth_{i,t} + 0.0031_5 leverage_{i,t} - 0.0006adj\_return_{i,t} - 0.0010soe_{i,t} \\ + 0.000504cross_{i,t} - 0.0028board_{i,t} + e_{i,t}$$

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره  $F$  از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد (۰/۹۷۶۶۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۹۵/۲۰ درصد از پاداش نقدی مدیران توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد.

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در نگاره ۱-۳، از آن جایی احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر سود و زیان ناشی از تغییرات در ارزش کوچک تر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۰۹۷)، در نتیجه وجود رابطه معنی داری میان سود و زیان ناشی از تغییرات در ارزش شرکت و پاداش نقدی مدیران در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می گیرد. بنابراین فرضیه دوم تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت بین سود و زیان ناشی از تغییرات در ارزش شرکت و پاداش نقدی مدیران، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۰۰۲۵) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان سود و زیان ناشی از تغییرات در ارزش شرکت و پاداش نقدی مدیران می باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی سود و زیان ناشی از تغییرات در ارزش شرکت، پاداش نقدی مدیران نیز به میزان ۰/۰۰۲۵ واحد افزایش می یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه دوم پژوهش می توان نتیجه گرفت که بین سود و زیان ناشی از تغییرات در ارزش شرکت و پاداش نقدی مدیران رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

## آزمون فرضیه سوم تحقیق:

این فرضیه با استفاده از مدل (۳) بصورت داده های پانل برآورد می شود و در صورتی که ضریب  $\beta_1$  در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار باشد، مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$COMP_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 power_{i,t} + \gamma_2 dum_{i,t} + \gamma_3 power_{i,t} * dum_{i,t} + \gamma_4 oper\_inco_{i,t} + \gamma_5 \ln sale + \gamma_6 salegrowth_{i,t} + \gamma_7 leverage_{i,t} + \gamma_8 adj\_return_{i,t} + \gamma_9 soe_{i,t} + \gamma_{10} cross_{i,t} + \gamma_{11} board_{i,t} + e_{i,t} \quad (3)$$

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = 0 \\ H_1 : \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

نتایج مربوط به آزمون های چاو (جهت مشخص نمودن استفاده از روش داده های پانل یا ترکیبی) و هاسمن (جهت مشخص کردن استفاده از روش اثرات ثابت یا تصادفی در روش داده های پانل) برای مدل (۳) در نگاره ۴ ارائه شده است.

نگاره ۴ نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل (۳)

آزمون	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	F	۴۵/۸۷۰۹	(۵۲۶،۱۰۶)	۰/۰۰۰۰
هاسمن	$\chi^2$	۱۴۱/۸۵۵۳	۹	۰/۰۰۰۰

با توجه به نتایج آزمون چاو و  $P-Value$  آن (۰/۰۰۰۰)، فرضیه  $H_0$  آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان گر این است که می توان از روش داده های پانل استفاده نمود. همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و  $P-Value$  آن (۰/۰۰۰۰) که کمتر از ۰/۰۵ می باشد، فرضیه  $H_0$  آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه  $H_1$  پذیرفته می شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون های چاو و هاسمن و همچنین نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل (۳) تحقیق با استفاده از روش داده های پانل و بصورت اثرات ثابت برآورد می شود. نتایج برآورد مدل در نگاره ۱-۴ ارائه شده است.

نگاره ۱-۴ نتایج آزمون فرضیه سوم تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت

تغییر وابسته: پاداش نقدی مدیران نعداد مشاهدات: ۱۰۷ سال - شرکت				
متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه
جزء ثابت	۰/۵۰۵۹	۵۶/۰۲۶۶	۰/۰۰۰۰	مثبت
قدرت نفوذی مدیران	۰/۳۲۱۱	۱/۱۳۷۱	۰/۰۰۰۹	مثبت
عملکرد شرکت	۰/۰۰۱۰	۱/۱۹۷۳	۰/۲۳۱۷	بی معنی
فروش شرکت	۰/۰۰۲۵	۱/۸۳۱۱	۰/۰۶۷۶	بی معنی

نرخ رشد فروش	-۰/۰۰۱۱	-۱/۱۰۷۱	۰/۲۶۸۷	بی معنی
اهرم مالی	۰/۰۰۱۴	۰/۴۰۲۰	۰/۶۸۷۸	بی معنی
بازده مورد انتظار سهام	-۰/۰۰۰۷	-۰/۵۳۵۶	۰/۵۹۲۴	بی معنی
متغیر مصنوعی شرکت تولیدی	-۰/۰۰۰۸	-۰/۷۷۰۸	۰/۴۴۱۱	بی معنی
نسبت زیان	۰/۰۵۲۲	۴/۹۷۲۵	۰/۰۰۰۰	مثبت
نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره	-۰/۰۰۲۵	-۰/۲۳۱۲	۰/۸۱۷۲	بی معنی
ضریب تعیین مدل				
آماره $F$				
$(P-Value)$				
۸۳/۶۵۶۵				
(۰/۰۰۰۰)				
۰/۹۴۸۱				

شکل برآورد شده مدل با استفاده از نرم افزار *Eviews ۷* به صورت زیر خواهد بود:

$$COMP_{i,t} = 0.5059 + 0.3211power_{i,t} + \gamma_2 dum_{i,t} + \gamma_3 power_{i,t} * dum_{i,t} + 0.0010oper\_inco_{i,t} \\ + 0.0025ln\ sale - 0.0011salegrowth_{i,t} + 0.0014leverage_{i,t} - 0.0007adj\_return_{i,t} - 0.0008soe_{i,t} \\ + 0.0522cross_{i,t} - 0.0025board_{i,t} + e_{i,t}$$

از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان  $F$  در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۹۴/۸۱ درصد از نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد.

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در نگاره ۱-۴، از آن جایی احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر قدرت نفوذی مدیران کوچک تر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۰۰۹)، در نتیجه وجود رابطه معنی داری میان قدرت نفوذی مدیران و پاداش نقدی مدیران در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می گیرد. بنابراین فرضیه سوم تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت بین قدرت نفوذی مدیران و پاداش نقدی مدیران، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۳۲۱۱) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان قدرت نفوذی مدیران و پاداش نقدی مدیران می باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی قدرت نفوذی مدیران، پاداش نقدی مدیران نیز به میزان ۰/۳۲۱۱ واحد افزایش می یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه سوم پژوهش می توان نتیجه گرفت که بین قدرت نفوذی مدیران و پاداش نقدی مدیران رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

### نتیجه گیری:

در مطالعاتی که قبلا انجام شده از شیوه های متفاوتی برای بررسی پاداش نقدی دریافتی مدیران استفاده شده است. در تحقیق حاضر از مدل رگرسیون چند متغیره به عنوان روش آماری استفاده شده است. نتایج تحقیقات حاضر نشان داد در کشورهای غربی طرح های پاداش مدیران غالبا بلندمدت بوده و چندین سال طول می کشد. اما طرح های پاداش مدیران در ایران غالبا کوتاه

مدت و با قدرت مدیریت و سودهای جاری واحد تجاری رابطه ی مثبت و معنی دارد، به همین دلیل مدیران ایرانی با توجه به قدرت مدیریتی که دارند ممکن است انگیزه های بیشتری برای دستکاری سود و ارزش ذاتی شرکتها داشته باشند.

#### منابع و مآخذ:

- نمازی، محمد و جواد مرادی. (۱۳۸۵). "بررسی تجربی سازه های موثر در تعیین پاداش هیات مدیره شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات حسابداری، ش ۱۰ و ۱۱.
- رودنشین، حمید و غلامرضا کردستانی، (۱۳۸۵). "بررسی میزان مربوط بودن اجزای نقدی و تعهدی سود حسابداری به ارزش بازار شرکت"، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۵، صص ۴۵-۶۸.
- هواس بیگی، علی؛ (۱۳۷۶)، آزمون مدل گوردن برای تعیین ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس، رساله کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی. قالیباف اصل، حسن. رستمی، محمد رضا. انصاری، حجت اله. (۱۳۸۶) نقد روش های متداول ارزش گذاری شرکت ها و معرفی مدل های مناسب، تحقیقات مالی، دوره ۹، شماره ۲۴، صص ۸۰-۵۷. صامتی، مجید. مرادیان تهرانی، مهناز. (۱۳۸۶) بررسی ارتباط میان ارزش شرکت با نرخ تورم با استفاده از شاخص Qتوبین در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ی ۸۳-۱۳۷۳، بررسی های اقتصادی، دوره ۴، شماره ۳، صص ۶۰-۴۵.
- کرمی غلام رضا و حامد عمرانی" (۱۳۸۹)، تاثیر چرخه عمر شرکت و محافظه کاری بر ارزش شرکت "بررسیهای حسابداری و حسابرسی ۱ شماره ۵۹، صص ۷۹-۹۶.
- Lambert, R.A., and D.F. Larcker (1987), "An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts". Journal of Accounting Research 25 (3):85-125.
- Chen, D.H., Chen, X.Y., Wan, H.L., 2005. Regulation and non-pecuniary compensation in Chinese SOEs. Economic Research Journal 02, 92-101, in Chinese.
- Chen, J., 2010. Factors influencing top-management incentives of listed companies: empirical evidence from Chinese stock market. Journal of Shanxi Finance and Economics University 09, 70-79 (in Chinese).
- Wang, K.M., Wang, Z.C., 2007. Executive controlling power, compensation, and earnings management: empirical study on listed companies in China. Management World 07, 111-119 (in Chinese).
- Wei, G., 2000. Incentives for top-management and performance of listed companies. Economic Research Journal 03, 32-39 (in Chinese).