

## بررسی تأثیر پاداش مدیران بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌های

### پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران<sup>۱</sup>

نوید جوادی<sup>۲</sup> و سیروس فتاحی<sup>۳</sup>

#### چکیده

هدف اصلی این پژوهش، بررسی تأثیر پاداش مدیران بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۸۴ است و از اطلاعات ۵۸ شرکت استفاده شده است. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از داده‌های ترکیبی و مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی، مورد آزمون قرار گرفت. بر اساس نتایج پژوهش، عواملی مانند اندازه شرکت و تغییرات وجه نقد و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام دارای تأثیر منفی و معنا داری بر ساختار سرمایه شرکت است. اما بین پاداش هیأت مدیره و عملکرد مالی و پارامترهایی نظیر اندازه شرکت و ... ارتباط مثبت و معنی داری وجود دارد.

**واژه های کلیدی:** پاداش مدیران، ساختار سرمایه، عملکرد مالی

طبقه‌بندی موضوعی: M12, G32, L1

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/jfm.2016.2573

۲. دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، نویسنده مسئول، n.javadi45@gmail.com

۳. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد اهواز- مرکز آموزشهای بین المللی خلیج فارس، حسابرس دیوان

محاسبات کهگیلویه و بویراحمد، sirous\_fatahi@yahoo.com

## مقدمه

در حال حاضر، ارزیابی عملکرد بسیاری از شرکتها و سازمانها بر اساس شاخصهای مالی صورت می‌گیرد. اما مدیران و سهامداران آنها باید به این امر مهم توجه داشته باشند که یک شرکت ممکن است به دلیل وجود شرایط انحصاری یا ارتباطات غیر رسمی سودآور باشد، در حالی که از لحاظ سطوح مختلف بهره‌وری وضعیت مناسبی نداشته باشد. بنابراین در کنار شاخصهای مالی باید شاخصهایی را در نظر گرفت که از طریق آنها، امکان بررسی و نتیجه‌گیری درباره تولید کالا و خدمات از نقطه نظر بهره‌وری عوامل تولید، کیفیت، ارزش افزوده، زمان حاصل کار و رضایت مشتریان وجود داشته باشد. امروزه شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده در بورس‌های اوراق بهادار از جمله کارآمدترین، مؤثرترین و اقتصادی‌ترین بنگاه‌های اقتصادی و از مهم‌ترین پایه‌های اقتصادی هر کشور به حساب می‌آیند. بدلیل این اهمیت، یکی از موضوع‌های بسیار اساسی، نحوه اندازه‌گیری عملکرد مالی شرکت‌هاست. اندازه‌گیری عملکرد مالی، پایه بسیاری از تصمیم‌ها از قبیل پاداش مدیران، قیمت سهام، ریسک سهام، تصمیم‌گیری مربوط به سرمایه‌گذاری‌ها و بسیاری از موارد دیگر است. یکی از اصلی‌ترین و مهم‌ترین وظایف مدیران، تصمیم‌گیری است. آنها باید برای برنامه‌ریزی، سازمان‌دهی و اجرا، تصمیم‌گیری کنند. این تصمیم‌گیری‌ها باید براساس نتایج ارزیابی‌های انجام شده (با معیارها و شاخص‌های عملکرد) متناسب با فرایندهای کاری سازمان باشد. ارزیابی مستمر عملکرد، موجب پیدایش اطلاعات مستند به هنگام و با ارزش برای تصمیم‌گیری مدیران خواهد شد که با هدف ارتقای سازمان و بهبود فعالیت‌های کاری آن در زمینه‌های گوناگون به کار می‌رود. برای ارزیابی عملکرد شرکتها از رویکردهای متفاوتی استفاده می‌شود و مهم‌ترین این رویکردها را می‌توان به چهار گروه کلی زیر تقسیم کرد:

۱. داده‌های حسابداری همانند سود هر سهم، بازده حقوق صاحبان سهام، روند تغییر مبلغ فروش.
۲. داده‌های مدیریت مالی همانند بازده هر سهم، بازده سود سهام، معادله خط بازار سرمایه و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای.
۳. داده‌های اقتصادی همانند ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل یافته.
۴. داده‌های تلفیقی که حاصل ترکیب ارزش بازار و اطلاعات حسابداری است. همانند نسبت  $p/E$ ، شاخص قیمت به سود، نسبت  $Q$  توبین و نسبت ارزش بازار هر سهم به ارزش دفتری هر سهم.

بنابراین پژوهش حاضر با این هدف به دنبال یافتن رابطه معنی‌دار بین پاداش تاثیر مدیران بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی است تا با جمع‌آوری اطلاعات واقعی و نشان دادن وجود یا عدم وجود این رابطه بتواند کمکی به کلیه استفاده‌کنندگان داخلی و خارجی از این اطلاعات نماید.

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

تصمیم‌های مربوط به ساختار سرمایه نقش مؤثری در کارایی و اعتبار شرکت‌ها نزد مؤسسه‌های تأمین سرمایه خواهد داشت. اما اهمیت شرکت‌ها از لحاظ وسعت عملکرد، سودآوری، امکانات رشد، اندازه و نوع فعالیت، تعیین‌کننده نیاز مالی متنوع آنان خواهد بود. در این میان، منابع حاصل از بدهی ضمن افزایش هزینه ثابت، موجب افزایش اهرم و در نتیجه ریسک سیستماتیک آنان خواهد بود. از آن جایی که مهم‌ترین هدف سیاست‌های تعیین ساختار سرمایه، مشخص کردن ترکیب منابع مالی به منظور به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است، سیاست‌های تعیین ساختار سرمایه به مدیران مالی کمک می‌کند تا در مورد هر یک از برنامه‌های تامین مالی مورد نظر، مبلغ سود قبل از بهره و مالیات لازم را برای جلوگیری از کاهش سود هر سهم تعیین کنند. همچنین با محاسبه ریسک مالی متعلق به هر یک از برنامه‌های تامین مالی می‌توان روشی را انتخاب کرد که به مطلوب‌ترین ترکیب ریسک و بازده بینجامد. بنابراین درک تئوری ساختار سرمایه به مدیران مالی کمک می‌کند که ساختار سرمایه مطلوب شرکت را تعیین کنند. ساختار سرمایه به معنی نحوه تامین مالی شرکت، بر روی ارزش شرکت تاثیر می‌گذارد. به عبارتی، رابطه بین اجزای تشکیل دهنده ساختار سرمایه که آمیزه‌ای از اوراق قرضه و سهام برای تامین مالی می‌باشد، بر روی نتایج عملکرد شرکت‌ها تاثیر بسزایی دارد. تصمیم‌های مربوط به ساختار سرمایه نقش مؤثری در کارایی و اعتبار شرکت‌ها نزد مؤسسه‌های تامین سرمایه خواهد داشت و در نتیجه درک تئوری ساختار سرمایه می‌تواند به مدیران این امکان را بدهد تا به ساختار سرمایه مطلوب برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران دست یابند (پور زمانی و همکاران، ۱۳۸۹، ۴۶).

ساختار سرمایه شرکت تحت تاثیر عوامل داخلی و خارجی متعددی می‌باشد. عوامل داخلی از داخل شرکت بر تصمیم‌های ساختار سرمایه تاثیر گذار است و عوامل خارجی از محیط بیرونی بر تصمیم‌های ساختار سرمایه تأثیر می‌گذارد (سینائی، ۱۳۸۶، ۸۴).

نظریه‌های مهمی پیرامون ساختار سرمایه وجود دارد که در کشورهای پیشرفته مورد بررسی قرار گرفته است و از آن دسته می‌توان به نظریه موازنه ایستا، نظریه سلسله مراتبی و نظریه نمایندگی اشاره

کرد. در حوزه کشورهای آسیایی، مطالعاتی در خصوص عوامل تأثیرگذار بر ساختار سرمایه انجام گرفته که می‌توان به پژوهش‌های پاندی (۲۰۰۴، ۷۸) و گانی و همکاران (۲۰۱۱، ۴۱) اشاره کرد. تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه و تجزیه و تحلیل تجربی آن و انتخاب بین بدهی و حقوق صاحبان سهام به مشخصات خاص موسسه بستگی دارد و امری بسیار مشکل است که درک تئوری ساختار سرمایه می‌تواند به مدیران این امکان را بدهد تا به ساختار سرمایه مطلوب برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران دست یابند. سیاست ساختار سرمایه، موازنه بین ریسک و بازده را برقرار می‌کند. از یک طرف استفاده از بدهی بیشتر، ریسک جریان سودآوری شرکت را بیشتر می‌کند و از طرف دیگر به نرخ بازده مورد انتظار بیشتری می‌انجامد. از یک طرف ریسک مربوط به استفاده از بدهی بیشتر باعث کاهش قیمت سهام می‌شود و از طرف دیگر نرخ بازده مورد انتظار بیشتر، باعث افزایش قیمت سهام می‌شود. در نتیجه ساختار سرمایه بهینه، قیمت سهام شرکت را به حداکثر رسانده و این امر همواره وقتی واقع می‌شود که نسبت بدهی کمتر در زمانی باشد که سود مورد انتظار هر سهم را به حداکثر رساند و تعادل بهینه‌ای را بین ریسک و بازده ایجاد کند تا باعث به حداکثر رساندن قیمت سهام شود (چن، ۲۰۰۴، ۱۳۵۱).

انتخاب اهرم مالی مناسب، معیاری برای ساختار سرمایه بوده و از اهمیت بالایی برخوردار است. زیرا می‌تواند تأثیر به‌سزایی بر مزیت‌های رقابتی موجود داشته باشد؛ به گونه‌ای که بالا بودن اهرم مالی، به توان رقابتی بالاتر خواهد انجامید (ستایش و جمالیان پور، ۱۳۹۰، ۹۰).

در ادبیات مالی استراتژیک و اقتصادی و مالی، می‌توان تعاریف مختلفی از ساختار بازار یافت. در ادبیات استراتژیک بیان می‌شود که حفظ و بقای شرکتها در محیط رقابتی دنیای امروز، راهی جز کسب مزیت رقابتی برای آنها باقی نمی‌گذارد و کسب مزیت رقابتی به منزله قدرت بازار شرکتهاست (حاجی پور و مؤمنی، ۱۳۸۸، ۱۰۲).

۱- کوپر ساختار را به عنوان اوراق بهادار قدیمی‌تر (دارای رتبه بیشتر) در جمع سرمایه‌گذاری‌ها تعریف می‌کند.

۲- هازی اعتقاد دارد که ساختار سرمایه، تعادل بین بدهی و دارایی، ماهیت دارایی و ترکیب استقراض شرکت بوده و ترکیبی از سهام عادی، سهام ممتاز و زیر مجموعه‌های مرتبط با آن، سود انباشته و

بدهی‌های بلند مدتی است که واحد تجاری برای تامین مالی دارایی‌های خود از آنها استفاده می‌کند.

۳- بلکویی ساختار سرمایه را ادعایی کلی بر دارایی شرکت معرفی می‌کند. وی ساختار سرمایه را شامل اوراق بهادار منتشر شده عمومی، سرمایه گذاری خصوصی، بدهی بانکی، بدهی تجاری و قرارداد های اجاره می داند که به طور معمول از طریق نسبت هایی مانند نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام اندازه گیری می شود.

۴- موضوع ساختار سرمایه، نخستین بار توسط مودینگلیانی و میلر در دهه ۱۹۶۰ مطرح شده و به اعتقاد ایشان، شناخت و ارزش گذاری شرکت به دارایی ها و چگونگی تامین مالی آنان و شناخت سرمایه وابسته است.

بر اساس پژوهش‌های صورت گرفته، در شرایطی خاص که بازار کارا نامیده می‌شود، ساختار سرمایه عامل اساسی در تعیین ارزش شرکت محسوب می‌شود.

جونی و فیرچیلد (۲۰۱۱)<sup>۱</sup> نشان می‌دهند که منظور از ارزش دارایی‌های قابل وثیقه گذاری، دارایی‌های مشهودی است که برای تأمین مالی مبتنی بر بدهی می‌تواند به جای وثیقه استفاده شود. وقتی دارایی‌های مشهود شرکت زیاد باشد، می‌توان آنها را به جای وثیقه استفاده کرد و ریسک هزینه‌های نمایندگی بدهی وام دهنده را کاهش داد بنابراین ارزش وثیقه ای دارایی‌ها، همبستگی مثبتی با بدهی‌ها دارد.

دی آنجلو (۲۰۰۶)<sup>۲</sup> استدلال می‌کند که شرکت‌ها می‌توانند از گزینه های غیر بدهی دیگر، از جمله استهلاک، اعتبار مالیاتی و همچنین صندوق های بازنشستگی برای کاهش پرداخت‌های مالیاتی استفاده کنند. بنابراین شرکت‌های با سپر مالیاتی غیر بدهی بالاتر به احتمال بیشتر از بدهی کمتر استفاده می‌کنند.

راتیناسامی و همکاران (۲۰۰۰)<sup>۳</sup> در پژوهشی بین‌المللی با نمونه آماری ۴۹ کشور نشان دادند که میان ساختار سرمایه (نسبت بدهی) و ساختار بازار (نسبت کیوتوبین)، رابطه مثبتی وجود دارد که این یافته از نظریه نمایندگی یعنی رویکرد بدهی محدود پشتیبانی می‌کند.

پاندی (۲۰۰۴)، رابطه میان ساختار سرمایه و سودآوری و ساختار بازار را بررسی کرده است. وی با بهره گیری از داده‌های شرکتهای مالزیایی در چارچوب حالت‌های ایستا و پویا، رابطه را

1. Joni and Firchild, 2011

2. Dianjelo, 2006

3. Ratinasami et all, 2000

تحلیل کرده و بیان می‌کند که رابطه میان ساختار سرمایه و ساختار بازار به صورت غیرخطی است. وی با اجرای سیستم گشتاوری تعمیم یافته، فرضیه خود را مبنی بر مکعبی شکل بودن رابطه میان ساختار سرمایه و ساختار بازار و سهمی بودن رابطه میان ساختار سرمایه و سودآوری تأیید می‌کند. اختر (۲۰۰۵)<sup>۱</sup>، عوامل مؤثر بر تعیین ساختار سرمایه شرکت‌های چند ملیتی و داخلی استرالیا را مورد مطالعه قرار داد. نتایج بررسی او نشان می‌دهد که در تمامی این شرکت‌ها، فرصت‌های رشد، سودآوری و نیز اندازه شرکت، مؤلفه‌های تعیین‌کننده نسبت بدهی هستند.

نیکولاس و همکاران (۲۰۰۷)<sup>۲</sup> در پژوهش خود با عنوان "چگونه ویژگی‌های شرکت، ساختار سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهند؟" آنان به این نتیجه رسیدند که یک رابطه منفی بین ساختار سرمایه با میزان پوشش نرخ بهره و رشد شرکت و نسبت آنی وجود دارد و بین اندازه شرکت با ساختار سرمایه رابطه مثبت وجود دارد.

چانگ و همکاران (۲۰۰۹)<sup>۳</sup> طی پژوهشی با عنوان "شناسایی عوامل مؤثر در تعیین ساختار سرمایه" به بررسی تأثیر متغیرهای رشد، متغیرهای سودآوری، صنعت و حساسیت روی ساختار سرمایه پرداختند. پژوهشگران به این نتیجه رسیدند که متغیرهای رشد، سودآوری و حساسیت، به ترتیب از بالاترین رابطه با ساختار سرمایه برخوردار هستند.

گانی و همکاران (۲۰۱۱)<sup>۴</sup> رابطه میان ساختار سرمایه و رقابت بازار تولید، یعنی ساختار بازار شرکتهای چینی را بررسی کردند. آنها با استفاده از مدل پانل غیر متوازن و به کارگیری متغیرهای کنترلی سودآوری، اندازه شرکت، ارزش وثیقه‌های دارایی‌ها، رشد، یکتایی دارایی‌ها، سپر مالیاتی غیر بدهی، قابلیت ایجاد منابع داخلی و نسبت جاری، به تحلیل رابطه میان ساختار سرمایه و ساختار بازار به صورت ایستا و پویا پرداختند. یافته‌های پژوهش حکایت از وجود رابطه سهمی وار میان ساختار سرمایه و ساختار بازار دارد.

تارک<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۰۷) در بررسی عوامل ساختار سرمایه "شواهدی بر اقتصاد نوظهور"، عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه را در سه تئوری توازی ایستا، ترتیب هرمی و جریان نقدی آزاد مورد بررسی قرار داده است. این مطالعه بر روی ۹۰ شرکت مصری انجام شد. نتایج پژوهش نشان داد، بدهی بلندمدت با نرخ مالیات و مشهود بودن دارایی‌ها رابطه مثبت دارد و با ریسک ورشکستگی،

---

1. Akhtar, 2005  
 2. Nikolas et all, 2007  
 3. Chang et all, 2009  
 4. Gani et all, 2011  
 5. Tarek

نسبت جاری، نسبت آنی و فرصت‌های رشد رابطه معکوس و بدهی کوتاه‌مدت با مشهود بودن دارایی‌ها نسبت جاری و نسبت آنی رابطه معکوس دارد و با فرصت‌های رشد و نرخ مالیات رابطه مثبت دارد.

اریوتیس<sup>۱</sup> (۲۰۰۷)، اثر عوامل ساختار سرمایه بر روی شرکت‌ها را در ۱۲۹ شرکت بازار معاملات کشور یونان طی دوره زمانی ۲۰۰۱-۱۹۹۷ مورد بررسی قرار داد. او عوامل ساختار سرمایه را بر اساس تئوری‌های مطرح شده در زمینه ساختار سرمایه انتخاب و براساس نتایج حاصل از پژوهش بیان نمود که نسبت بدهی شرکت با رشد، نسبت جاری، نسبت پوشش بهره رابطه منفی دارد و برعکس، اندازه شرکت با نسبت بدهی رابطه مثبت دارد.

تارک و همکاران (۲۰۰۸) در مورد محرک‌های ساختار سرمایه و طبقات ریسک سیستماتیک نامتقارن مصر پژوهش کردند. آنها شرکت‌ها را از لحاظ ریسک سیستماتیک به سه طبقه شرکت‌های با ریسک بالا، متوسط و پایین طبقه‌بندی کردند. این مطالعه بر روی ۹۹ شرکت مصری طی دوره زمانی ۷ ساله (۱۹۹۸ تا ۲۰۰۴) انجام شد. نتایج پژوهش نشان داد که فاکتورهای اندازه، سودآوری، هزینه نمایندگی، فرصت‌های رشد، نرخ بهره و نقدینگی دارایی‌ها با بدهی بلندمدت رابطه معکوس دارد و همه این فاکتورها بجز نقدینگی دارایی‌ها با بدهی کوتاه‌مدت رابطه مثبت و معنی‌دار دارد و نقدینگی دارایی‌ها با بدهی کوتاه‌مدت رابطه معکوس دارد.

نیکولاس در پژوهشی پیرامون بازار یونان از پانل دیتا استفاده کرد و به این نتیجه رسید که بین ساختار سرمایه و میزان پوشش بهره و رشد مورد انتظار و نسبت آنی رابطه منفی و بین ساختار سرمایه و اندازه شرکت رابطه مثبت وجود دارد (نیکولاس، ۲۰۰۷).

اعتمادی و منتظری (۱۳۹۲) در پی شناسایی تأثیر رقابت بازار تولید بر ساختار سرمایه (جذب بدهی) در کنار عوامل دیگر مؤثر بر جذب بدهی در سطح کل شرکت‌ها هستند. دوره زمانی پژوهش آنها پنج سال (۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹) است. برای تعیین رقابت بازار تولید به منزله متغیر مستقل، از نسبت کیو تو بین استفاده شده است. متغیر وابسته به کار گرفته در پژوهش نیز ساختار سرمایه است. دیگر متغیرهای مستقل نشان دهنده عوامل دیگر مؤثر بر ساختار سرمایه شامل سودآوری، اندازه شرکت، ارزش وثیقه‌ای دارایی‌ها، رشد شرکت، سپر مالیاتی غیر بدهی، یکتایی دارایی‌ها، توانایی تولید منابع داخلی و نسبت جاری است. در پژوهش آنها شمار نمونه‌های انتخاب شده، ۱۷۸ شرکت (۸۹۰ سال- شرکت) بوده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی

تلفیقی / ترکیبی در دو حالت ایستا و پویا استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که در مدل ایستا، تأثیر سودآوری، معیار نخست ارزش وثیقه‌ای دارایی‌ها و نسبت جاری بر ساختار سرمایه منفی و معنادار و تأثیر رقابت بازار تولید و همچنین سپر مالیاتی غیر بدهی بر ساختار سرمایه، مثبت و معنادار بوده است. در مدل پویا، تأثیر سودآوری، معیار نخست ارزش وثیقه‌ای دارایی‌ها و نسبت جاری بر ساختار سرمایه، منفی و معنادار و تأثیر رقابت بازار تولید، ساختار سرمایه یک دوره قبل و همچنین اندازه شرکت بر ساختار سرمایه مثبت و معنادار بوده است.

در پژوهش اسدی و دیگران، رابطه بین ساختار سرمایه و مالکیت مورد بررسی قرار گرفت. برای آزمون فرضیه با استفاده از روش آماری داده‌های پانل تلاش شد تا چهار الگو بر اساس متغیرهای تعریف شده داده شود. شواهد تجربی نشان می‌دهد که رابطه منفی و معنی داری بین ساختار سرمایه و مالکیت وجود دارد. با توجه به نتایج، گرچه مشخص نیست ساختار سرمایه موجد ساختار مالکیت است یا برعکس، به نظر می‌رسد که باید سرمایه گذاران و اعتباردهندگان هر دو ساختار سرمایه و مالکیت را در زمان تصمیم‌گیری نسبت به سرمایه‌گذاری و اعتباردهی مد نظر قرار دهند (اسدی و دیگران، ۱۳۹۰).

پور زمانی و دیگران (۱۳۸۹) در پژوهشی، رابطه دارایی قابل وثیقه، سودآوری، ریسک، سپر مالیاتی غیر بدهی و اندازه شرکت با نسبت‌های بدهی (L1, L2, L3) در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران طی سال‌های ۱۳۸۰-۱۳۸۶ را مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج حاصل از پژوهش آنها نشان می‌دهد که الگوی ساختار سرمایه به طور عمده تابع معکوس سودآوری و تابع مستقیم ریسک و اندازه شرکت می‌باشد و با دارایی قابل وثیقه و سپر مالیاتی غیر بدهی رابطه معناداری ندارد.

ستایش و همکاران (۱۳۸۸)، در پژوهشی با عنوان "کاربرد الگوریتم ژنتیک در تعیین ساختار بهینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران"، پس از بررسی همبستگی ساختار سرمایه و سودآوری، از وجود رابطه معنادار بین این دو متغیر، به تعیین ساختار سرمایه بهینه در سطح کل شرکت‌ها و صنایع پرداختند. نتایج نشان داد که رابطه بین ساختار سرمایه و سودآوری به تعریف متغیر سودآوری بستگی دارد. از دیگر نتایج دیگر پژوهش آنها، وجود رابطه منفی بین ساختار سرمایه و نرخ بازده دارایی‌هاست.

ستایش و جمالیان پور (۱۳۹۰)، در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار سرمایه و تغییرات آن بر میزان و نوع پیشبرد هفتگانه راهبرد مالی پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که میان نوع و میزان پیشبرد راهبردهای مالی و ساختار سرمایه و نوع و میزان تغییر در آن، در بیشتر موارد رابطه آماری وجود داشت. البته این نتیجه‌گیری به نوع راهبرد مالی مورد بررسی بستگی دارد



نمازی و شیرزاد (۱۳۸۴)، تاثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران در سالهای ۱۳۷۹-۱۳۷۵ را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که رابطه قوی و معنی داری بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکتها وجود ندارد.

کیمیایی و عینعلی (۱۳۸۵)، عوامل موثر بر ساختار سرمایه را بررسی کردند. نمونه‌های پژوهش آنها شامل ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ بوده و نشان می‌دهد که سودآوری، یکی از عوامل موثر بر ساختار سرمایه بوده و با آن دارای رابطه منفی و معنی داری است.

بیش از هفتاد سال است که نظام‌های پرداخت و پاداش مبتنی بر بازدهی و عملکرد در صنعت متداول شده‌اند (بووی، ۱۳۶۹، ۲۲). اکنون نیز هر سال بر اساس این طرح‌ها، مبالغ هنگفتی به عنوان پاداش افزایش تولید در بسیاری از بنگاه‌های تولیدی و سایر انواع سازمان‌ها به کارکنان پرداخت می‌شود. پرداخت‌های تشویقی فقط در انگلستان از ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۴ میلادی به طور تقریبی ۱/۵ میلیون پوند افزایش یافته‌اند. اغلب اقتصاد دانان و مدیران معتقدند که این نوع پرداخت‌ها موجب افزایش تلاش کارکنان و در نتیجه افزایش بهره‌وری آنها می‌شود که در غیر این صورت هرگز چنین پرداخت‌های کلانی صورت نمی‌گرفت (فری من، ۲۰۰۴، ۱۵).

عکس‌العمل کارکنان در قبال پاداش‌های مادی، سنگ بنای نظریه اقتصاد کار را تشکیل می‌دهد. به ویژه نظریه غالب آن است که پرداخت پاداش بر مبنای تولید، کارکنان را به تلاش برای کار و تولید بیشتر وامی‌دارد (لازیر، ۲۰۰۰، ۶۱). هر چند که پاداش‌های مادی، انواع و اشکال متفاوتی دارند، اما پرداخت‌های نقدی رایج‌ترین انواع آنها در همه سازمانها هستند (رینس، ۱۹۹۹، ۱۳).

بارزترین ویژگی همه پاداش‌های مادی، هزینه کردن بخشی از منابع مالی سازمان است. در حالی که توان‌انگیزی هر نوع پاداشی به غیر از پول، به ساز و کار پرداخت، ویژگی‌های محیطی و امثال اینها بستگی دارد. سودمندی پول از این حقیقت حاصل می‌شود که سرانجام به هر نوع عایدی ملموس و محسوسی برای دارنده آن قابل تبدیل است (باندورا، ۲۰۰۵، ۱۷).

طرح پاداش تنها از کل حقوق و مزایای تشویقی مسئولین اجرایی محسوب می‌شود. یک مدیر عامل علاوه بر حقوق و پاداش ممکن است برگ‌های معادله سهام، حق افزایش سهام، سهام خیالی، واحدهای عملکردی، سهام عملکردی یا انواع دیگری از پرداخت‌های تشویقی را نیز دریافت کند.

1. Feriman, 2004
2. Lazir, 2000
3. Renes, 1999
4. Bandoura, 2005

کمیته تشویق و پاداش می‌تواند معیارهای عملکردی متفاوت از جمله بازده بورس سهام، بازده حسابداری و معیارهای غیر مالی را برای تعیین میزان دریافت تشویقی توسط مدیر اجرایی انتخاب کند. مدیریت پاداش بر نحوه تهیه طراحی برنامه‌ها توسط سازمان بر اطمینان از رفتارها و عملکرد های مؤثر کارکنان در تحقق اهداف سازمان تمرکز دارد. اصلاح مدیریت پاداش نشان می‌دهد که مزایا و منافع پاداش قدردانی کارکنان را می‌توان مدیریت کرد. بنابراین مدیریت پاداشی را می‌توان این گونه تعریف کرد: "فرایند ایجاد و اجرای استراتژیها، خط مشی‌ها و سیستم‌ها که به سازمان در رسیدن به اهدافش از طریق افزایش انگیزه و تعهد افراد کمک می‌کند" (آمسترانگ، ۱۹۹۴، ۲۰). مدیریت پاداش بر این اصل مهم با یستی بنا و استوار شود که منبع نهایی ایجاد ارزش در سازمان، کارکنان سازمان هستند. یعنی فرایند پاداش باید خلاقانه به نیازهای کارکنان و سازمان پاسخ دهد (جونز و گئورگ، ۱۹۹۸، ۱۸). بنابراین مدیریت پاداش با یستی به دنبال مطابقت سنجش کار نیروی انسانی و پرداختی‌های مختلف از جمله پاداش به آنها باشد. به عبارت دیگر، پاداش به کارکنان با یستی در مطابقت با ارزش کار آنها در سازمان سنجیده شود. مدیریت پاداش بر نحوه تهیه و طراحی برنامه‌ها توسط سازمان به منظور اطمینان از تقدیر رفتارها و عملکردهای مؤثر کارکنان در تحقق اهداف سازمان تاکید دارد.

چندین مقاله از جمله مقالات جنس و مورفی (۱۹۹۰)<sup>۳</sup>، لامبرت و لارکر (۱۹۸۷)<sup>۴</sup>، اسلون (۱۹۹۳)<sup>۵</sup> به بررسی حالت تشویق مدیران اجرایی نسبت به درآمدهای سهام و معیارهای عملکرد حسابداری می‌پردازند. این مطالعات نشان می‌دهند که هر دو نوع معیار رابطه ای مثبت با تشویق اجرایی دارند. با این حال، آزمون های تجربی این مطالعات از یک معیار عملکردی حسابداری برای تمام شرکتها (به طور معمول بازده نقدینگی (ROE) که اطلاعات ترازنامه و صورت سود را با هم ادغام می‌کند) بهره‌مند می‌باشند. نتایج پژوهش حاضر ممکن است بر تفسیر این مطالعات در صورتی تاثیرگذار باشد که حساسیت نسبی تشویق اجرایی نسبت به معیارهای بازده حسابداری و بازده سهام تحت تاثیر انتخاب معیار عملکرد حسابداری شرکت قرار گیرد.

پژوهشگرانی همچون لامبرت و لارکر (۱۹۸۷) نشان می‌دهند که تفاوت‌های متصلی در ارتباط بین بازده سهام و بازده نقدینگی (ROE) در تاثیر نسبی معیارهای بازده حسابداری و بازده سهام بر تشویق نقدی مدیران و مسئولین اجرایی تغییر ایجاد می‌کنند. این دو پژوهشگر همچنین پی بردند که ارتباط در سطح پایین تر بین بازده نقدینگی (ROE) و بازده سهام با اهمیت نسبی بیشتر در خصوص

- 
1. Amesterang, 1994
  2. Jons and Georg, 1998
  3. Jens and Mourfe, 1990
  4. Lambert and Larker, 1987
  5. Eslon, 1993

بازده نقدینگی (ROE) و اهمیت نسبی کمتر در خصوص بازده سهام مرتبط می‌باشد. با این وجود نتایج پژوهش نشان می‌دهد که رابطه میان بازده نقدینگی (ROE) و بازده سهام در خصوص شرکت‌های غیر وابسته به معیارهای عملکرد نرخ بازده حسابداری پایین تر می‌باشد. سایر مطالعات به بررسی تفاوت‌های مقطعی تشویق و عملکرد شرکت می‌پردازند.

الی (۱۹۹۱)<sup>۱</sup> نمونه شرکتی خود را از میان چهار صنعت (بانکداری، برق، گاز و نفت و خرده فروشی) انتخاب کرد تا تفاوتها میان تشویق مدیر عامل و عملکرد شرکت را مستند کند که مدارک نا چیزی از تفاوتها در چهار صنعت را نشان می‌دهد و به روشنی توسط بازده سهام، بازده دارایی‌ها، نرخ سود خالص و درآمدها آشکار می‌شوند. بیشتر شرکت‌های نمونه مورد انتخاب او، دارای طرح‌های تشویق بودند که از نوعی بازده دارایی (معیار ادغام کننده اطلاعات ترازنامه و صورت سود و یان) بهره می‌برند. با این حال تنها صنعت نمونه این پژوهشگر که در آن R و D با تبلیغات به ظاهر مهم و قابل توجه می‌باشند، صنعت نفت و گاز می‌باشد. وی در تحلیل خود از رابطه ضمنی میان تشویق و عملکرد به ضرایب متفاوت قابل توجهی در چهار صنعت شامل بازده سهام و ROA بعنوان دو معیار حسابداری ویژه صنعت بکار رفته، توسط تحلیل گرها پی می‌برد.

پژوهشگرانی چون بوشمن و همکاران (۱۹۹۸)<sup>۲</sup> به این نتیجه رسیدند که اهمیت سود نسبت به بازده سهام در تعیین تشویق نقدی مدیر و مسئول اجرایی در طی زمان کاهش یافته است. آنها در سال ۱۹۹۸ پی بردند که ارتباط ارزشی سود و حضور فرصت‌های رشد مرتبط با دارایی‌ها به طور دقیق، تعیین کننده‌های مقطعی (عرضی) تفاوتها در تناسب حساسیتهای بازدهی‌های بازار سهام و سود نسبت به تشویق نقدی محسوب می‌شوند.

لو و زاروین (۱۹۹۹)<sup>۳</sup> پی بردند که افزایش (یا کاهش) در شدت R و D (D و R / فروش) با گذر زمان با کاهش (یا افزایش) در سازنده بودن سود مرتبط می‌باشد.

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه نخست: "پاداش پرداختی به مدیران بر عملکرد مالی تاثیر معناداری دارد."

فرضیه دوم: "پاداش پرداختی به مدیران بر ساختار سرمایه (اهرم مالی) تاثیر معناداری دارد."

1. Eli, 1991

2. Boushman et al, 1998

3. Lo and Zarvin, 1999

### روش شناسی پژوهش

اطلاعات مورد نیاز پژوهش شامل اقلام مندرج در صورت‌های مالی شرکتها یعنی ترازنامه، صورت سود و زیان و صورت جریان وجوه نقد بود. همچنین برای به دست آوردن اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی شرکتها از صورت‌های مالی حسابرسی شده دوازده ماهه انتشار یافته توسط شرکتهای پذیرفته شده سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزار تدبیر پرداز بورس استفاده شده است. در این پژوهش همچنین از سه متغیر مستقل، وابسته و کنترلی استفاده شده است.

متغیر مستقل: پاداش پرداختی به مدیران

متغیر وابسته

۱. عملکرد مالی: بانسبت ROA سنجیده می شود.

۲. ساختار سرمایه: با نسبت بدهی به دارایی ها ارزیابی می شود.

متغیر کنترلی:

SIZE = اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم طبیعی جمع دارایی های شرکت

برای آزمون فرضیه اول از مدل شماره ۱ استفاده شده است:

$$mb + \epsilon_t \text{ Go } ROA_{i,t} = \alpha_0 CV_{i,t} + \alpha_1 \text{ Size }_{i,t} + \alpha_2 \Delta \text{Cas hit}_{i,t} + \epsilon_t$$

که در این مدل:

ROA = بازده دارایی ها

CV = پاداش پرداختی به مدیران

Size = اندازه شرکت که لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت است.

Cas hit = تغییرات وجه نقد

mb = ارزش دفتری به بازار

Go فرصت رشد = ارزش دفتری بدهی ها + مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام / ارزش دفتری دارایی ها

برای آزمون فرضیه دوم از مدل شماره ۲ استفاده شده است:

$$mb + \epsilon_t \text{ Go } DA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CV_{i,t} + \alpha_2 \text{ Size }_{i,t} + \alpha_3 \Delta \text{Cas hit}_{i,t} + \epsilon_t$$

که در این مدل:

DA = نسبت بدهی ها به دارایی ها می باشد.

### تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی به روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. برای برآورد مدل، ابتدا به منظور گزینش یکی از روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، از آزمون قابلیت ادغام استفاده شده است.

از آنجا که فرضیه صفر آزمون قابلیت ادغام پذیرفته نشده است (روش داده‌های تابلویی مرجح شناخته شده است)، این پرسش مطرح می‌شود که مدل مورد بررسی، در قالب کدامیک از روش‌های آثار ثابت یا تصادفی قابل برآورد است؟ بنابراین، برای انتخاب یکی از روش‌های آثار ثابت و تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده شده است.

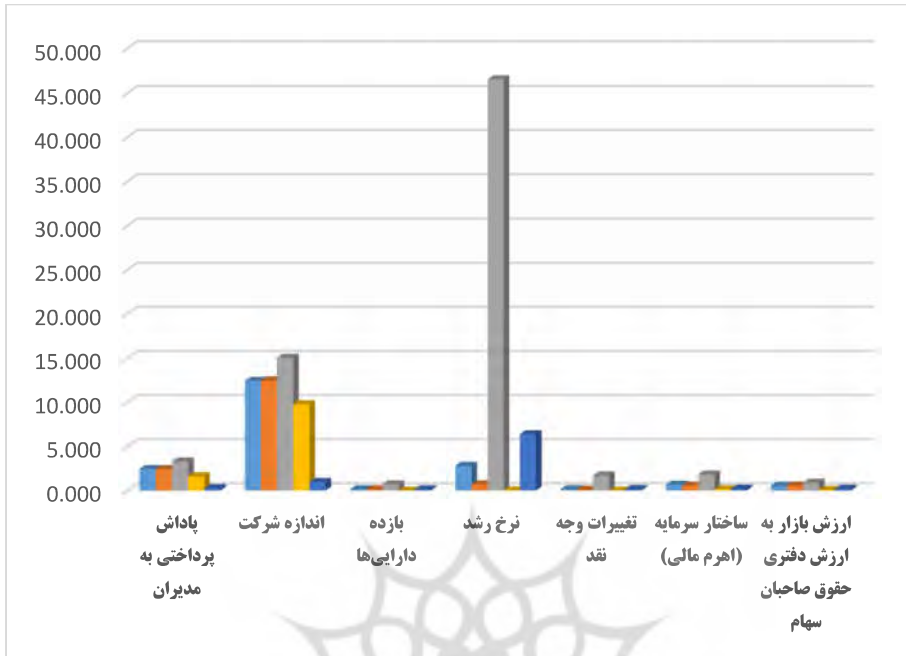
در صورتی که مقدار معناداری آماره کای مربع بزرگ‌تر از ۰/۰۵ باشد، مرجح بودن استفاده از روش داده‌های تابلویی آثار تصادفی در مقابل آثار ثابت است. بنابراین برای برآورد مدل مربوط، از روش داده‌های تابلویی آثار تصادفی استفاده شده است.

ضریب تعیین نیز معیاری است که میزان تأثیرپذیری متغیر وابسته از متغیرهای مستقل و کنترلی را تشریح می‌کند.

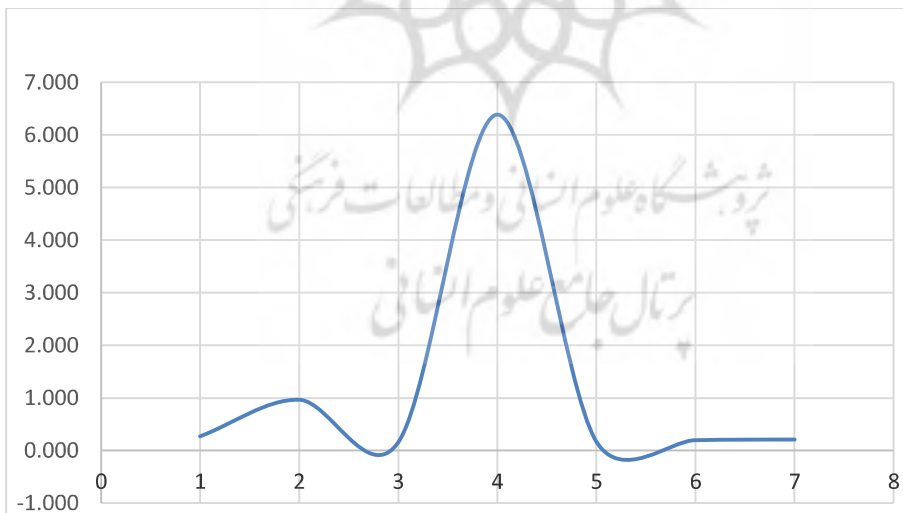
جدول ۱، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. لازم به ذکر است که تعداد مشاهدات مورد بررسی برای برآورد مدل‌های پژوهش، ۴۶۴ مشاهده از ۵۸ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

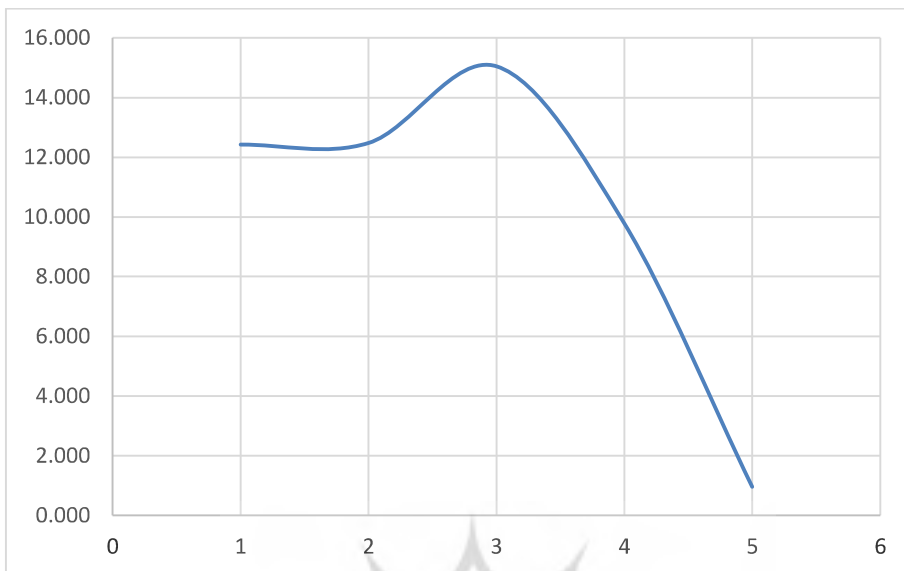
متغیرهای پژوهش	میانگین	میانه	پیشینه	کمینه	انحراف معیار
پاداش پرداختی به مدیران	۲/۴۴۱	۲/۴۳۵	۳/۳۰۵	۱/۶۱۳	۰/۲۶۹
اندازه شرکت	۱۲/۴۱۹	۱۲/۴۷۵	۱۵/۰۴۳	۹/۷۷۸	۰/۹۶۴
بازده دارایی‌ها	۰/۱۳۶	۰/۱۳۰	۰/۷۰۰	-۰/۳۱۰	۰/۱۵۱
نرخ رشد	۲/۸۰۶	۰/۶۹۵	۴۶/۵۵۹	۰/۰۲۶	۶/۳۸۶
تغییرات وجه نقد	۰/۱۵۱	۰/۱۰۲	۱/۷۰۸	۰/۰۰۱	۰/۱۷۰
ساختار سرمایه (اهرم مالی)	۰/۶۶۸	۰/۵۶۱	۱/۸۲۴	۰/۱۴۶	۰/۱۹۸
ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	۰/۵۴۴	۰/۵۵۹	۰/۸۸۳	۰/۰۷۵	۰/۲۰۸



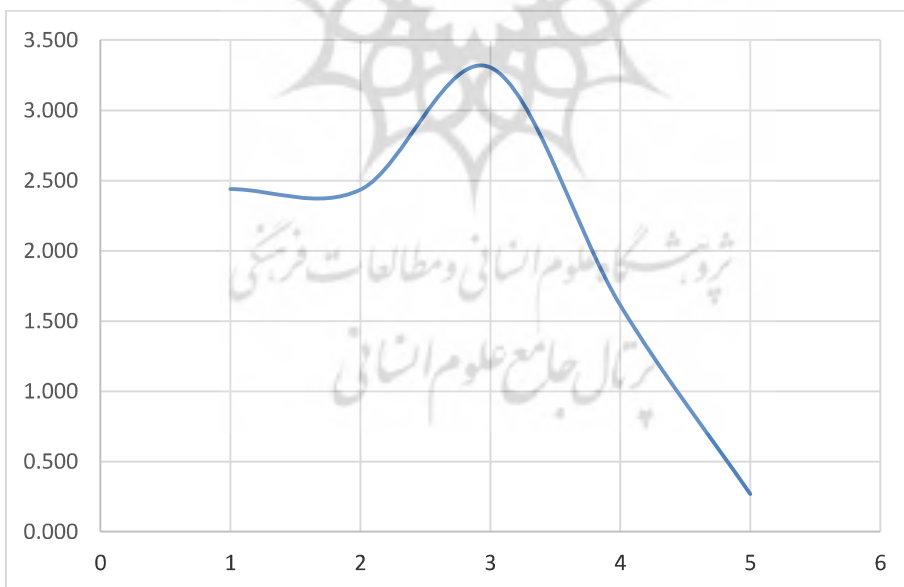
نمودار ۱: چولگی و کشیدگی متغیرهای پژوهش به صورت تجمعی و تفکیک شده



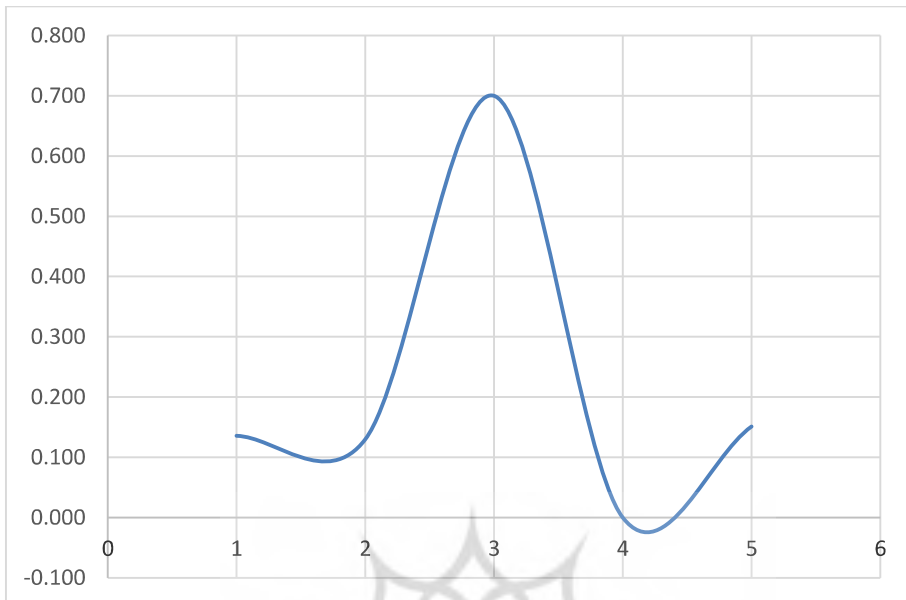
نمودار ۲: انحراف معیار



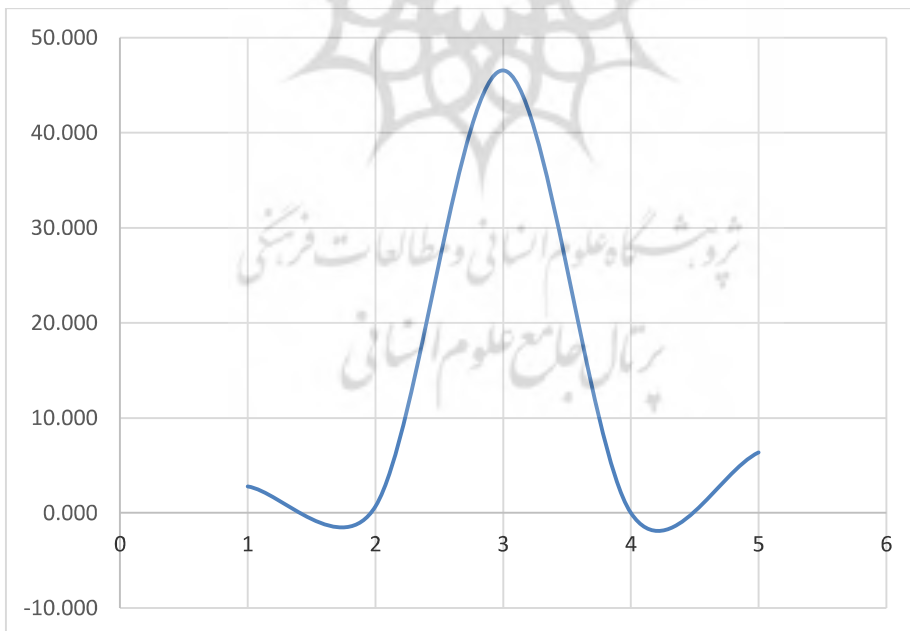
نمودار ۳: اندازه شرکت



نمودار ۴: پاداش مدیران

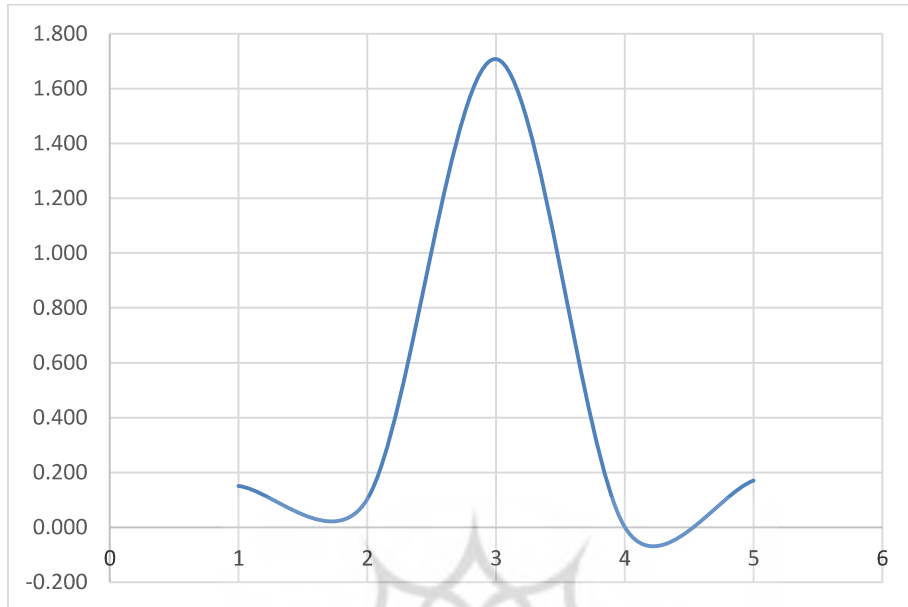


نمودار ۵: بازده دارایی ها

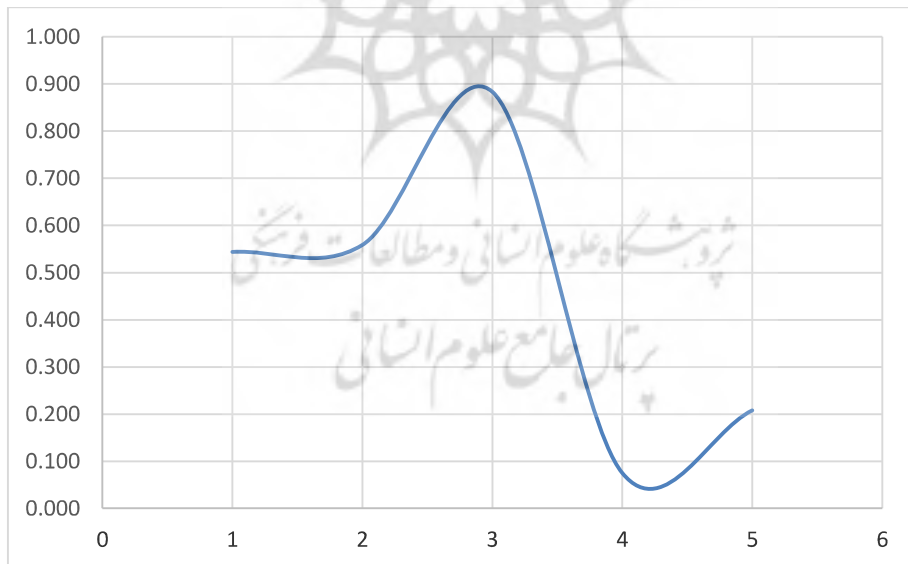


نمودار ۶: نرخ رشد

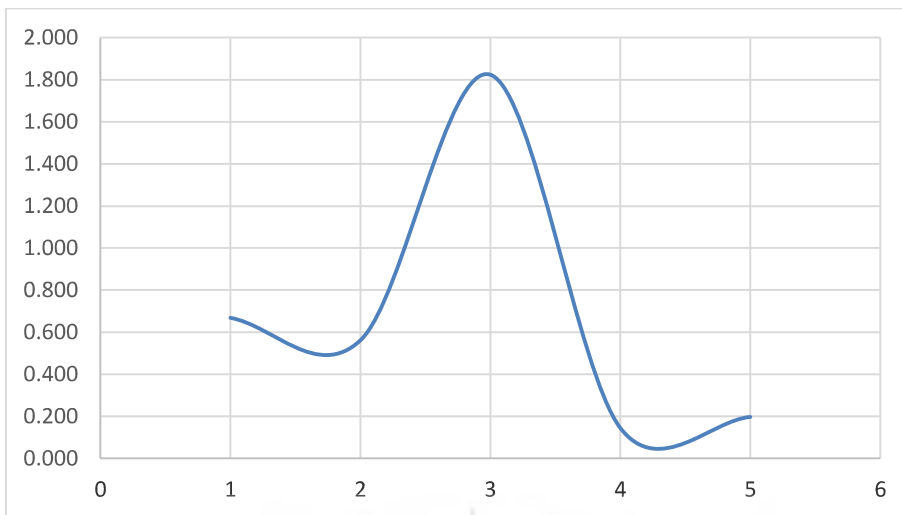




نمودار ۷: تغییرات وجه نقد



نمودار ۸: ارزش بازار به ارزش دفتری



نمودار ۹: ساختار سرمایه

نتایج حاصل از آزمون پایایی (ایستایی) متغیرهای پژوهش نیز در جدول ۲ داده شده است. همان‌طور که دیده می‌شود، برای کلیه متغیرهای پژوهش، سطح معناداری در آزمون ریشه واحد لوین، لینوچو (۲۰۰۲) کوچک‌تر از ۰/۰۵ است که نشان دهنده پایا بودن متغیرهاست. در نتیجه، شرکت‌های مورد بررسی، تغییرات ساختاری نداشته و استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

جدول ۲: نتایج حاصل از آزمون ایستایی (پایایی) متغیرهای پژوهش

لوین، لینوچو		متغیرهای پژوهش
معناداری	آماره آزمون	
۰/۰۰۰	-۲۳/۷۳۰	پاداش پرداختی به مدیران
۰/۰۰۰	-۸/۲۰۳	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	-۱۷/۶۰۱	بازده دارایی‌ها
۰/۰۰۰	-۱۵/۸۴۴	نرخ رشد
۰/۰۰۰	-۱۷/۵۹۴	تغییرات وجه نقد
۰/۰۰۰	-۱۶/۷۵۶	ساختار سرمایه (اهرم مالی)
۰/۰۰۰	-۲۳/۱۷۱	ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

برای آزمون فرضیه نخست پژوهش مبنی بر تاثیر معناداری «پاداش پرداختی به مدیران بر ساختار سرمایه»، از مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی به روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. برای برآورد مدل، ابتدا به منظور گزینش یکی از روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، از آزمون قابلیت ادغام استفاده شده است. در آزمون قابلیت ادغام، فرضیه صفر بیانگر یکسان بودن عرض از مبدأها (داده‌های تلفیقی) و فرضیه مقابل، نشان دهنده ناهمسانی عرض از مبدأها (داده‌های تابلویی) است. جدول ۳، نتایج حاصل از آزمون قابلیت ادغام برای مدل مربوط به فرضیه نخست پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۳: نتایج حاصل از آزمون قابلیت ادغام مدل - فرضیه نخست

معناداری	درجه آزادی	آماره آزمون
۰/۰۰۰	(۵۷, ۴۰۱)	۱/۹۸۵

چنانچه جدول ۳ نشان می‌دهد، مقدار معناداری آماره F کوچک‌تر از ۰/۰۵ است که برتری استفاده از روش داده‌های تابلویی در برابر روش داده‌های ادغام شده را نشان می‌دهد. از آنجا که فرضیه صفر آزمون قابلیت ادغام پذیرفته نشده است (روش داده‌های تابلویی مرجح شناخته شده است)، این پرسش مطرح می‌شود که مدل مورد بررسی، در قالب کدامیک از روش‌های آثار ثابت یا تصادفی قابل برآورد است؟ بنابراین برای انتخاب یکی از روش‌های آثار ثابت و تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده شده است.

جدول ۴، نتایج حاصل از آزمون هاسمن برای مدل مربوط به فرضیه نخست پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۴: نتایج حاصل از آزمون هاسمن مدل - فرضیه نخست

معناداری	درجه آزادی	آماره کای مربع
۰/۳۰۵	۵	۶/۰۱۶

همان‌طور که جدول ۴ نشان می‌دهد، مقدار معناداری آماره کای مربع بزرگ‌تر از ۰/۰۵ است که نشان دهنده مرجح بودن استفاده از روش داده‌های تابلویی آثار تصادفی در مقابل آثار ثابت است.

بنابراین، برای برآورد مدل مربوط به فرضیه نخست پژوهش، از روش داده‌های تابلویی آثار تصادفی استفاده شده است که نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیون، در جدول‌های ۵ و ۶ داده شده است.

جدول ۵: نتایج حاصل از بررسی کلی مدل - فرضیه نخست

ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	معناداری آماره F	آماره دوربین- واتسون
۰/۴۴۴	۰/۴۳۳	۴/۱۸۷	۰/۰۰۰	۲/۰۹۶

همان‌طور که در جدول ۵ ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که فرضیه صفر آماری که همان بی‌معنا بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می‌شود و مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است. ضریب تعیین نیز معیاری است که میزان تأثیرپذیری متغیر وابسته از متغیرهای مستقل و کنترلی را تشریح می‌کند. در این مدل، ضریب تعیین برابر با ۰/۴۴۴ است. یعنی ۴۴/۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. همچنین، مقدار آماره دوربین- واتسون مدل که برابر با ۲/۰۹۶ است، در فاصله بین ۱/۵۰۰ و ۲/۵۰۰ قرار دارد و نشان می‌دهد که بین خطاهای مدل خود همبستگی وجود ندارد. در ادامه، نتایج حاصل از بررسی ضرایب متغیرهای مدل جدول ۶ توضیح داده می‌شود.

جدول ۶: نتایج حاصل از بررسی ضرایب جزئی مدل - فرضیه نخست

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
پاداش پرداختی به مدیران	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۴	-۰/۵۴۱	۰/۹۶۵
اندازه شرکت	-۰/۲۱۵	۰/۰۵۴	-۳/۹۸۸	۰/۰۰۰
تغییرات وجه نقد	-۰/۰۲۵	۰/۰۰۸	-۳/۱۷۵	۰/۰۰۱
ارزش بازر به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	-۰/۱۲۰	۰/۰۲۴	-۵/۰۶۱	۰/۰۰۰
نرخ رشد	۰-/۰۰۵	۰/۰۰۳	-۱/۹۷۷	۰/۰۴۹
مقدار ثابت	۲/۲۵۴	۰/۲۲۶	۹/۹۵۱	۰/۰۰۰

همان‌طور که در جدول ۶ ملاحظه می‌شود، ضریب متغیر مستقل بیانگر این است که پاداش پرداختی به مدیران دارای تأثیر منفی بر ساختار سرمایه است. با این وجود، مقدار آماره  $t$  و معناداری مربوط به این آماره نشان می‌دهد که این تأثیرگذاری از لحاظ آماری معنادار نیست. بنابراین، فرضیه نخست پژوهش پذیرفته نمی‌شود. ضرایب و سطح معناداری آماره  $t$  مربوط به متغیرهای کنترلی نیز نشان دهنده این است که اندازه شرکت و تغییرات وجه نقد و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، دارای تأثیر منفی و معنادار بر ساختار سرمایه شرکت می‌باشند.

برای آزمون فرضیه دوم پژوهش مبنی بر این که «پاداش پرداختی به مدیران دارای تأثیر معناداری بر عملکرد مالی است»، از مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی به روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. جدول ۷، نتایج حاصل از آزمون قابلیت ادغام برای مدل مربوط به فرضیه دوم پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۷: نتایج حاصل از آزمون قابلیت ادغام مدل - فرضیه دوم

معناداری	درجه آزادی	آماره آزمون
۰/۰۰۰	(۵۷, ۴۰۱)	۱/۹۷۷

چنانچه جدول ۷ نشان می‌دهد، مقدار معناداری آماره  $F$  کوچک‌تر از  $۰/۰۵$  است که برتری استفاده از روش داده‌های تابلویی در برابر روش داده‌های ادغام شده را نشان می‌دهد. برای انتخاب یکی از روش‌های آثار ثابت و تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده شده است. جدول ۸، نتایج حاصل از آزمون هاسمن برای مدل مربوط به فرضیه دوم پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۸: نتایج حاصل از آزمون هاسمن مدل - فرضیه دوم

معناداری	درجه آزادی	آماره کای مربع
۰/۳۹۱	۵	۵/۲۱۳

همان‌طور که جدول ۸ نشان می‌دهد، مقدار معناداری آماره کای مربع بزرگ‌تر از  $۰/۰۵$  است که نشان دهنده مرجح بودن استفاده از روش داده‌های تابلویی آثار تصادفی در مقابل آثار ثابت است. بنابراین، برای برآورد مدل مربوط به فرضیه دوم پژوهش، از روش داده‌های تابلویی آثار تصادفی استفاده شده است. نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیون، در جدول‌های ۹ و ۱۰ آورده شده است.

جدول ۹: نتایج حاصل از بررسی کلی مدل - فرضیه دوم

ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	معناداری آماره F	آماره دوربین- واتسون
۰/۴۴۴	۰/۴۳۳	۴/۲۰۳	۰/۰۰۰	۲/۰۴۰

همان‌طور که در جدول ۹ ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که فرضیه صفر آماری یعنی همان بی‌معنا بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب)، رد می‌شود و مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است. در این مدل، مقدار ضریب تعیین برابر با ۰/۴۴۴ است. یعنی ۴۴/۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. همچنین، مقدار آماره دوربین- واتسون مدل که برابر با ۲/۰۴۰، در فاصله بین ۱/۵۰۰ و ۲/۵۰۰ قرار دارد و نشان دهنده این است که بین خطاهای مدل خودهمبستگی وجود ندارد.

در ادامه، نتایج حاصل از بررسی ضرایب متغیرهای مدل جدول ۱۰، توضیح داده می‌شود. همان‌طور که در جدول ملاحظه می‌شود، ضریب متغیر مستقل بیانگر این است که پاداش هیات مدیره دارای تأثیر مثبت بر عملکرد مالی است. همچنین، مقدار آماره t و معناداری مربوط به این آماره نشان می‌دهد که این تأثیرگذاری از لحاظ آماری معنادار است. بنابراین فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود. ضرایب و سطح معناداری آماره t مربوط به متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد که اندازه شرکت، تغییرات وجه نقد، ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و نرخ رشد دارای تأثیر مثبت و معنادار بر عملکرد مالی شرکت است.

جدول ۱۰: نتایج حاصل از بررسی ضرایب جزئی مدل - فرضیه دوم

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
پاداش پرداختی به مدیران	۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	۳/۴۹۲	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۲۱۴	۰/۰۵۴	۳/۹۶۴	۰/۰۰۰
تغییرات وجه نقد	۰/۰۲۵	۰/۰۰۸	۳/۱۶۰	۰/۰۰۱
ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	۰/۱۱۹	۰/۰۲۴	۵/۰۰۹	۰/۰۰۰
نرخ رشد	۰/۰۰۵	۰/۰۰۳	۱/۹۹۵	۰/۰۴۷
مقدار ثابت	۲/۲۴۰	۰/۲۳۰	۹/۷۵۵	۰/۰۰۰

### نتیجه گیری و بحث

در پژوهش حاضر به منظور بررسی تاثیر پاداش مدیران بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی، داده‌های گردآوری شده از صورتهای مالی شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از داده‌های ترکیبی و مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی تجزیه و تحلیل شدند. طبق نتایج پژوهش، پاداش پرداختی به مدیران، دارای تاثیر منفی بر ساختار سرمایه است که این تاثیرگذاری از لحاظ آماری معنادار نیست. بنابراین فرضیه نخست پژوهش پذیرفته نمی‌شود و نشان می‌دهد که اندازه شرکت و تغییرات وجه نقد و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، دارای تاثیر منفی و معنادار بر ساختار سرمایه شرکت می‌باشد. پاداش هیأت مدیره نیز دارای تاثیر مثبت بر عملکرد مالی است و فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود و نشان دهنده این است که اندازه شرکت، تغییرات وجه نقد، ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و نرخ رشد دارای تاثیر مثبت و معنادار بر عملکرد شرکت است. همچنین طبق نتایج پژوهش مشخص شد که بین پاداش پرداختی به مدیران و ساختار سرمایه ارتباط معنی داری وجود ندارد ولی بین پاداش پرداختی به مدیران و عملکرد مالی شرکت ها رابطه معنی داری وجود دارد که با نتیجه پژوهش های لامبرت و لارکر (۱۹۸۷)، جنس و مورفی (۱۹۹۰) و اسلون (۱۹۹۳) مطابقت دارد.

پیشنهادهای زیر برای پژوهش‌های بعدی توصیه می‌شود:

- تحلیل انجام شده در این پژوهش تنها در سطح شرکتهای صورت گرفته و پیشنهاد می‌شود که فرضیه های پژوهش در سطح صنایع و به صورت تفکیک شده دوباره اجرا شود.
- پاداش پرداختی به مدیران باعث می‌شود که مدیران مسئولیت های خود را به خوبی انجام دهند، در نتیجه می توان تاثیر آن را بر سایر فاکتورهای دیگر صورت های مالی شرکت ها نیز مورد بررسی قرار داد.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## منابع

- اسدی، غلامحسین و محمدی، شاپور و خرم، اسماعیل. (۱۳۹۰) "رابطه بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت". فصلنامه دانش حسابداری، شماره (۴)، دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شهید باهنر کرمان، صص ۲۹-۳۹.
- اعتمادی، حسین و منتظری، جواد. (۱۳۹۰). "بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر رقابت بازار تولید". فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۳، صص ۱-۲۶.
- باقرزاده، سعید. (۱۳۸۲). "تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". تحقیقات مالی، سال پنجم، شماره ۱۶، دوره ۵، صص ۲۳-۴۷.
- پورزمانی، زهرا و جهانشاد، آریتا و نعمتی، علی و فرهودی، زارع پروین. (۱۳۸۹). "بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه در شرکت‌ها". پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)، دوره ۲، شماره ۸، صص ۲۵-۴۶.
- جزنی، نسرین. (۱۳۸۸). مدیریت منابع انسانی. نشر نی. چاپ ششم.
- جهانخانی، علی. (۱۳۸۸). "تأثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سهام و درآمد هر سهم". فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۳، دوره ۱، صص ۱۶۱-۱۳۶.
- حاجی پور، ب و مؤمنی، م. (۱۳۸۸). "بازشناسی رویکرد منبع محور نسبت به منابع سازمان و مزیت رقابتی پایدار". اندیشه مدیریت، شماره (۳)، پیاپی (۱)، صص ۱۰۲-۷۷.
- ستایش، م و جمالیانپور، م. (۱۳۹۰). "سودمندی ساختار سرمایه و تخیرات آن بر پیشبرد راهبردهای مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۸ پیاپی ۶۴، صص ۷۳-۹۰.
- ستایش، م و کارگرفرد جهرمی، م. (۱۳۹۰). "بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه". پژوهشهای تجربی حسابداری مالی، شماره ۱، پیاپی ۱، صص ۳۱-۹.
- ستایش، م و کاظم نژاد، م و شفیع، م. (۱۳۸۸). "کاربرد الگوریتم ژنتیک در تعیین ساختار بهینه سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۶، پیاپی ۵۶، صص ۳۹-۵۸.
- سعادت، اسفندیار. (۱۳۸۶). مدیریت منابع انسانی. نشر سمت، چاپ دوازدهم.



- سینایی، حسینعلی. (۱۳۸۶). " بررسی تاثیر عوامل داخلی شرکتها بر چگونگی شکل گیری ساختار سرمایه شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران". *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۸، دوره ۱۴، صص ۸۴-۶۳.
- کیمیاگری، علی محمد و عینعلی، سودابه. (۱۳۸۷). " ارائه الگوی جامع ساختار سرمایه ( مطالعه موردی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ) ". *تحقیقات مالی*، شماره ۳۵، دوره ۱۰، صص ۹۱-۱۰۸.
- نمازی، م و شیرزاد، ج. (۱۳۸۴). " بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *بررسیهای حسابداری و حسابرسی*، شماره ۱۲، پیاپی ۴۲، صص ۷۵-۹۵.
- وی ریچ، هاینز و کونتز، هرولد. (۱۳۸۶). *اصول مدیریت*. ترجمه علی پارسایان. انتشارات ترمه، چاپ اول.
- Aboody, D. , & Lev, B. (1998). The value-relevance of intangibles: The case of software capitalization. , Vol. 36, pp.161-191.
- Akhtar, S. (2005). The Determinant of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporations. , 3.
- Campello, M. (2003). Market share, leverage, and competition: theory and empirical evidence. Working paper, University of Illinois.
- Chang, C. & Lee, A. & Lee, C. (2009). Determinants of capital structure choice: A structural equation modeling approach. , 49, pp. 197-213.
- Chen, J. & Strange, R. (2005). The Determinants of Capital Structure:Evidence from Chines Listed Companies. 38, pp.11-35.
- Chen, J. (2004). Determinants of Capital Structure of Chinese Listed Companies. , 57, pp. 1341– 1351.
- De Angelo, H. & De Angelo, L. (2006). Capital Structure, Payout Policy,and Financial Flexibility. Working Paper No. FBE 02-06, MarshallSchool of Business, University of Southern California, Available atSSRN: <http://ssrn.com/abstract=916093>.
- Ely, K. (1991). Interindustry differences in the relation between compensation and firm performance. , Vol. 29, pp.37 - 58.
- Guney, Y. & Li, L. & Fairchild, R. (2011). The relationship between product market competition and capital structure in Chinese listed firms. , 2, pp. 41-51.

- Istaitieh, A. & Rodriguez, J. (2003). Stakeholder Theory, Market Structure, and the Firm's Capital Structure: an Empirical Evidence. Working Paper, University of Valladolid.
- Istaitieh, A. , & Rodriguez, J. M. (2006). Factor-product markets and firm's capital structure: A literature review. 15(1), pp. 49-75.
- Jensen, M. , & Murphy, K. (1990). Performance pay and top-management incentives. , Vol. 98, pp. 225 - 264.
- Lambert, R. , & Larcker, D. (1987). An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts. , Vol. 25, pp. 85 - 129.
- Lazera,Edward. (2000). "Performance Pay and Productivity," , Vol. 90, pp. 61-1346.
- Lev, B. , & Sougiannis, T. (1996). The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D. , Vol. 21, pp. 107 - 138.
- Lev, B. , & Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. , Vol. 37, pp. 353 - 385.
- Nikolas, E. (2007), "How firm characteristics affect capital structure: an empirical study", , Vol. 33 No. 5, pp. 321-331.
- Pandey, I. M. (2004). Capital structure, profitability and market structure:Evidence from Malaysia. , 8(2), pp. 78-91.