

بررسی رابطه نظام راهبری شرکتی و پاداش هیأت‌مدیره در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمدامین عابدینی^۱ / ناصر صنوبر^۲ / علیرضا فضل زاده^۳

چکیده

نظام راهبری شرکتی، سازوکاری است که مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران را بهبود بخشیده و توزیع حقوق و مسئولیت‌ها را در میان ارکان مختلف شرکت مشخص می‌سازد. در نظام راهبری شرکتی هیأت‌مدیره یکی از نقش‌های اساسی را برعهده دارد. تحقیق حاضر به بررسی ارتباط بین نظام راهبری شرکتی و پاداش هیأت‌مدیره در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. بدین منظور از معیارهای مالکیت هیأت‌مدیره در سهام شرکت، تفکیک وظایف رئیس هیأت‌مدیره از مدیرعامل، نسبت اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و اندازه هیأت‌مدیره به عنوان سازوکارهای نظام راهبری شرکتی، به همراه متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و سوددهی استفاده شده است. برای انجام تحقیق از داده‌های ۹۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ استفاده شده است و روش مورد استفاده روش داده‌های پانلی است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد متغیرهای سودآوری، اندازه شرکت، درصد مالکیت و دوگانگی مسئولیت دارای رابطه مثبت بر پاداش هیأت‌مدیره بوده و در مقابل متغیرهای اندازه هیأت‌مدیره دارای ضریب منفی و غیرمعنی دار و متغیر نسبت اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره نیز دارای ضریب مثبت و غیرمعنی دار می‌باشد. نوع صنعت نیز بر پاداش هیأت‌مدیره تأثیرگذار می‌باشد.

واژگان کلیدی: پاداش هیأت‌مدیره، تجزیه و تحلیل داده‌های پانلی، نظام راهبری شرکتی، هیأت‌مدیره

طبقه‌بندی موضوعی: G30، G34، J33

۱. کارشناس ارشد مدیریت اجرایی دانشگاه تبریز

۲. دانشیار، گروه مدیریت، دانشکده اقتصاد، مدیریت و بازرگانی دانشگاه تبریز

۳. استادیار، گروه مدیریت، دانشکده اقتصاد، مدیریت و بازرگانی دانشگاه تبریز

۱- مقدمه

رشد و گسترش فعالیت‌های اقتصادی و توسعه شرکت‌های سهامی، موجب پیدایش طبقه‌ای از سرمایه‌گذاران و صاحبان سهام شده که مانند گذشته در اداره مؤسسه انتفاعی خویش مشارکت مستقیم ندارند. این سهامداران بنابه ضرورت و در راستای منافع خود، وظیفه اداره و کنترل بر منابع و دارایی‌های خود (شرکت) را به مدیران حرفه‌ای واگذار نموده‌اند. هرچند در تئوری‌های مالی فرض اساسی این است که هدف اولیه مدیران افزایش ثروت سهامداران می‌باشد، اما از آنجایی که مدیران همواره در راستای منافع سهامداران فعالیت نمی‌کنند (حساس یگانه، ۱۳۸۸)، تضاد منافع یا مشکل نمایندگی، که ناشی از رابطه نمایندگی است، بین آنان ایجاد می‌شود. نظام راهبری شرکتی، سیستمی است که مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران را بهبود می‌بخشد (نیک بخت و همکاران، ۱۳۸۹).

اتفاقاتی نظیر آنچه برای شرکت‌هایی مانند انرون^۱ و ورلدکام^۲ افتاد زاویه‌ای از نظام راهبری شرکتی را نمایان کرد و رفتار برخی از اعضای هیأت‌مدیره در خصوص انجام وظایف نظارت و کنترل مدیران شرکت در قیاس با حقوق و مزایای آنان را زیر سؤال برد. معقول بودن پاداش دریافت شده توسط هیأت‌مدیره، موضوع حساسی است که با توجه به اثربخشی هیأت‌مدیره در عمل به وظیفه نظارت و کنترل مدیریت، می‌تواند منجر به انواع رفتارهای فرصت‌طلبانه گردد. برای جلوگیری از این وضعیت، تلاش‌های نظارتی زیادی در راستای کنترل رفتارهای فرصت‌طلبانه هیأت‌مدیره، انجام یافته که افزایش شفافیت اطلاعات در مورد حقوق و مزایای هیأت‌مدیره و گنجاندن توصیه‌هایی در مورد ساختار و ترکیب این پاداش از جمله آن موارد است. سازوکارهای نظام راهبری شرکتی از جمله موارد تأثیرگذار بر پاداش هیأت‌مدیره است.

ادبیات موجود نشان می‌دهد که برخی ساختارهای هیأت‌مدیره مشکلات نمایندگی را کاهش می‌دهد (Manzaneque, et al., 2011). متغیرهایی که معمولاً برای بررسی کارآیی هیأت‌مدیره به کار می‌روند عبارتند از: مالکیت سهام هیأت‌مدیره، نقش آفرینی توأم یک فرد به عنوان مدیرعامل و رئیس هیأت‌مدیره، تعداد اندازه هیأت‌مدیره و گنجاندن اعضای غیر موظف در هیأت‌مدیره؛ این متغیرها می‌توانند به میزان قابل توجهی بر روی ظرفیت هیأت‌مدیره در انجام کارآمد وظایف نظارت و

1. Enron

2. WordCom

کنترل بر حقوق و مزایای اعضا تأثیر داشته باشند. این پژوهش تلاش می‌کند به بررسی رابطه نظام راهبری شرکتی و پاداش هیأت‌مدیره بپردازد.

در ادامه، نخست به تشریح پیشینه و طرح فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود، پس از آن به سراغ روش پژوهش رفته و یافته‌های پژوهش تشریح می‌شود. نتیجه‌گیری و پیشنهادها در قسمت پایانی ارائه شده است.

پیشینه پژوهش

پیشینه نظری

تشکیل شرکت با مسئولیت محدود و گشودن مالکیت شرکت برای عموم، بر روش اداره شرکت‌ها تأثیر قابل ملاحظه‌ای گذاشت. سیستم بازار به گونه‌ای سازماندهی گردید که مالکان شرکت‌ها اداره شرکت را به مدیران شرکت تفویض کنند. جدایی «مالکیت» از «مدیریت» منجر به عمومیت مسئله «نمایندگی» گردید؛ زیرا با جدایی مالکیت از مدیریت تضاد منافع بین مالک و مدیر ایجاد می‌شود (Fama, 1980).

تئوری نمایندگی برگرفته از زمینه مالی، اقتصادی و حقوقی مشکل جدایی مدیریت از مالکیت سهام است (حساس یگانه، ۱۳۸۸؛ سیداحمدی سجادی، ۱۳۸۸). نظریه عاملیت بر این نکته اساسی تمرکز دارد که واگذاری اختیار به هر فردی علاوه بر مخاطراتی که به همراه خواهد داشت، با تعارض بالقوه‌ای در منافع نیز همراه است (Eisenhardt, 1989)، زیرا از یک سو سهامدار به دنبال رسیدن به بالاترین مرحله ارزش سرمایه‌گذاری خود است، اما از سوی دیگر مدیر افزایش ثروت خود را دنبال می‌کند. سهامداران دسترسی لازم برای دنبال کردن اقدامات روزانه مدیر را ندارند تا مطمئن شوند این اقدامات در راستای منافع سهامداران است؛ بنابراین آنان فاقد اطلاعات لازم در خصوص عملیات مدیر هستند و «عدم تقارن اطلاعاتی» در این روابط وجود دارد. استفاده از اطلاعات خصوصی شرکت در جهت منافع مدیر یکی دیگر از تضادهای بین مدیران شرکت به عنوان «کارگزار» و سهامداران به عنوان «کارگمار» یا مالک است (Jensen, et al., 1976؛ نوروش و همکاران، ۱۳۸۸). برطبق این نظریه، جدایی مالکیت از مدیران این فرصت را فراهم می‌کند که مدیران شرکت تابع مطلوبیت خود را به قیمت زیر پا گذاشتن منافع سهامداران حداکثر نمایندند (نیک بخت و همکاران، ۱۳۸۹)؛ تضادهایی از نوع آنچه اشاره شد با عنوان مشکل نمایندگی شناخته می‌شوند. مشکل نمایندگی عبارت است از ترغیب نماینده به اتخاذ تصمیماتی که موجب حداکثر شدن رفاه مالک (مالکان) گردد (نوروش و همکاران، ۱۳۸۸). این تئوری مربوط به مواردی است که یک نفر مسئولیت تصمیم‌گیری در خصوص

توزیع منابع مالی و اقتصادی و یا انجام خدمتی را طبق قراردادی مشخص به شخص دیگری واگذار می‌نماید (Jensen, et al., 1976؛ نمازی و همکاران، ۱۳۸۷؛ نمازی، ۱۳۸۴). در این نظریه نقش عمده هیأت‌مدیره کاهش واگرایی بالقوه در منافی است که بیشتر از سوی سهامداران و مدیریت سازمان مدنظر قرار می‌گیرد. به عقیده زهرا و پیرس (Zahra & Pearce, 1989) مهمترین تأکید نظریه عاملیت بر نقش هیأت‌مدیره در تدوین استراتژی است.

مطابق با ادبیات تئوری نمایندگی، به منظور کاهش تعارضات نمایندگی باید روش‌های کنترلی مناسبی در سازمان ایجاد گردد. از این رو ساختار نظام راهبری شرکتی به عنوان راه‌حلی برای تقلیل تعارضات و هزینه‌های ناشی از شکل‌گیری روابط نمایندگی مورد توجه قرار می‌گیرد.

تعاریف موجود درباره نظام راهبری شرکتی گسترده است. برخی نظام راهبری شرکتی را رابطه بین شرکت و سهامدارنش می‌دانند و برخی دیگر در دیدگاه گسترده‌تر نظام راهبری شرکتی را شبکه‌ای از روابط می‌بینند که نه تنها رابطه بین شرکت و سهامداران، بلکه رابطه بین شرکت و سایر ذی‌نفعان را نیز دربر می‌گیرد. این دیدگاه، تئوری ذی‌نفعان را بیان می‌کند (Solomon, et al., 2005). در نظام راهبری شرکتی هیأت‌مدیره به عنوان نماینده سهامداران مهمترین عامل در کنترل و نظارت بر مدیریت شرکت و محافظت از منابع سهامداران قلمداد می‌شود (Fama, et al., 1983) و اعضای هیأت‌مدیره که منتخب سهامداران هستند؛ نقش مدیریت کسب و کار و امور شرکت را بر عهده دارند (Bryan, et al., 2000). پاداش هیأت‌مدیره به عنوان محل صرف ثروت سهامداران، یکی از روش‌های مطرح به منظور انگیزش این مدیران می‌باشد که همواره مورد توجه ذینفعان شرکت است. تئوری نمایندگی از این ایده که مشارکت هیأت‌مدیره در سهامداری یک انگیزه قدرتمند برای اعمال کنترل است حمایت می‌کند (Manzaneque, et al., 2011).

پیشینه تجربی

برایان و همکاران (Bryan, et al., 2000) با بررسی ۱۷۲۳ بنگاه اقتصادی درج شده در بانک اطلاعاتی ExecuComp مؤسسه استاندارد اند پورز (S&P) برای دوره ۱۹۹۲ تا ۱۹۹۷ ایالات متحده به بررسی رابطه بین پاداش اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره با عواملی مانند فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مالکیت سهام مدیریتی، مالکیت سهام مؤسسه‌ای، سطح شرکت و اندازه شرکت می‌پردازد. نتایج پژوهش آنان نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که بخش عمده‌ای از سهام آن توسط هیأت‌مدیره نگهداری می‌شود مجموع حقوق و مزایای هیأت‌مدیره کاهش می‌یابد. همچنین آنان رابطه مثبتی بین پاداش نقدی

هیأت‌مدیره با اندازه شرکت و تنوع فعالیت‌های شرکت یافتند. پاداش نقدی در طی سال‌های ۱۹۹۲ تا ۱۹۹۷ فقط ۱۱ درصد افزایش نشان می‌داد، درحالی که پاداش‌های مبتنی بر اختیار سهام تا حد ۱۷۰ درصد افزایش را نشان می‌دهد. در بررسی بین بورس‌های انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار و بورس نیویورک، شرکت‌های نزدیک به طور متوسط دارای سطوح بالاتری از سهام مدیریتی، سهام نهادی کمتر، اهرم مالی کمتر، جریان نقدی آزاد پایین‌تر، زیان خالص عملیاتی بالاتر و سطوح بالاتری از تصاحب سهام در صنایع خود را دارا بودند. این شرکت‌ها نسبت به بنگاه‌های بورس نیویورک کوچکتر بوده و فرصت رشد بالاتر و ریسک بیشتری را نشان می‌دهند. برایان و همکارانش همچنین به رابطه منفی بین مالکیت سهام مدیریتی و همه انواع پاداش‌ها دست یافتند. آنان همچنین با اضافه کردن تغییراتی به مدل اولیه خود دریافتند رابطه مثبت و معنی‌داری بین درصد مالکیت سهام هیأت‌مدیره با سطح پاداش نقدی هیأت‌مدیره وجود دارد. همچنین آنان دریافتند پاداش نقدی هیأت‌مدیره با اندازه شرکت رابطه مثبت دارد. این پژوهش نشان داد رابطه منفی بین مجموع پاداش هیأت‌مدیره و مالکیت هیأت‌مدیره وجود دارد.

رایان و همکاران (Ryan, et al., 2004) با استفاده از اطلاعات ۱۰۱۸ شرکت برای سال‌های ۱۹۹۵ تا ۱۹۹۷ به بررسی رابطه بین میزان و ترکیب پاداش هیأت‌مدیره با ویژگی‌های استقلال هیأت‌مدیره شامل اندازه آن، طول مدت فعالیت مدیرعامل، دوگانگی مدیرعامل و عضویت در هیأت‌مدیره پرداختند. پژوهش ایشان نشان داد شرکت‌هایی که اندازه هیأت‌مدیره بزرگ‌تری دارند (ایشان هیأت‌مدیره بزرگ را به هیأت‌مدیره‌ای اطلاق نموده‌اند که تعداد آنها بیشتر از میانگین اعضای هیأت‌مدیره‌های نمونه تحت بررسی باشند)، درصد دریافت پاداش نقدی بیشتری نسبت به هیأت‌مدیره‌های کوچک‌تر دارند و حدود ۵۵/۴ درصد از کل پاداش خود را به صورت نقدی دریافت می‌کنند اما هیأت‌مدیره‌های کوچک‌تر پاداش مبتنی بر سهام بیشتری دریافت می‌کنند. از تعداد کل اعضای هیأت‌مدیره شرکت‌های نمونه، به‌طور متوسط ۴۸ درصد آن را اعضای غیرموظف تشکیل می‌دادند؛ همچنین مجموع حقوق و مزایای هیأت‌مدیره نیز رابطه منفی با اندازه هیأت‌مدیره داشت. همچنین آنها دریافتند در هیأت‌مدیره‌هایی که قدرت مدیرعامل زیاد باشد یا هیأت‌مدیره استقلال کمتری داشته باشد، مجموع حقوق و مزایای هیأت‌مدیره کاهش خواهد داشت. نتایج بررسی رایان و دیگران همچنین نشان دهنده وجود رابطه مثبتی بین اندازه شرکت و حقوق و مزایای نقدی هیأت‌مدیره نیز می‌باشد.

برایک و همکاران (Brick, et al., 2006) با استفاده از تطبیق داده‌های چند بانک اطلاعاتی مؤسسه استاندارد اند پورز، به بررسی نمونه آماری متشکل از ۷۴۰ تا ۸۵۵ بنگاه اقتصادی در بین سال‌های ۱۹۹۲ تا ۱۹۹۹ پرداختند. بررسی آنان رابطه مثبتی بین پاداش نقدی هیأت‌مدیره و مجموع پاداش مدیر عامل نشان می‌دهد. بررسی آنان نشان از رابطه مثبت بین نرخ بازدهی دارایی‌ها (ROA) با پاداش نقدی هیأت‌مدیره داشت؛ بعلاوه پاداش نقدی هیأت‌مدیره با تعداد اعضای هیأت‌مدیره رابطه منفی داشته و نیز با درصد اعضای غیر موظف هیأت‌مدیره نیز رابطه منفی دارد. این پاداش با عضویت مدیرعامل در هیأت‌مدیره رابطه مثبتی نشان داده است. بررسی پاداش نقدی هیأت‌مدیره در پژوهش برایک و همکارانش نشان دهنده رابطه منفی آن با فروش، سن مدیر عامل، جنسیت مدیر عامل داشته و با مواردی مانند تعداد کارکنان، هزینه تبلیغات، سابقه فعالیت مدیر عامل و تعداد جلسات هیأت‌مدیره رابطه مثبتی نشان می‌دهد. همچنین آنان نشان دادند که کل مجموع پاداش هیأت‌مدیره (شامل پاداش‌های نقدی و غیر نقدی) با نرخ بازدهی دارایی‌ها و عضویت مدیرعامل در هیأت‌مدیره رابطه مثبت و با درصد اعضای غیر موظف هیأت‌مدیره رابطه منفی دارد.

ارتقرو و همکاران (Ertugrul, et al., 2008) با بررسی ۸۷۰ شرکت - سال دارای اطلاعات جبران خدمات مدیران برای سال‌های ۲۰۰۰، ۲۰۰۱ و ۲۰۰۲ به اندازه‌گیری ساختار حقوق و مزایای اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و نیز مالکیت و ساختار حقوق و مزایای مدیران شرکت‌های مورد بررسی پرداخته‌اند. آنها با بررسی پاداش مبتنی بر سهام اعضای هیأت‌مدیره دریافتند که پاداش سهمی و پاداش مبتنی بر اختیار سهام سبب انگیزه بیشتر اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره برای انجام وظیفه نظارت می‌شود.

مینیک و همکاران (Minnick, et al., 2009) با استفاده از بررسی دو نمونه شامل ۱۴۶ شرکت - سال که در مجله وال استریت و بلومبرگ از دسامبر ۲۰۰۶ درج شده‌اند و نمونه دوم شامل ۶۶۵ شرکت - سال برای سال‌های بین ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۱؛ به رابطه مثبتی بین اندازه شرکت و حقوق و مزایای مبتنی بر عملکرد دست یافتند آنان همچنین دریافتند بین اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و حقوق و مزایای مبتنی بر سهام نیز رابطه مثبتی وجود دارد.

مانزانگه و همکاران (Manzaneque, et al., 2011) اقدام به بررسی نمونه‌ای شامل همه شرکت‌های غیر مالی درج شده در سیستم معاملات رایانه‌ای اسپانیا (SIBE) برای دوره ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۹ کرده‌اند. با توجه به تفاوت‌های بنگاه‌های مرتبط با برخی گروه‌های واسطه‌گری مالی (بانک، بیمه) به دلیل الزامات قانونی و استانداردهای گزارشگری مالی از نمونه حذف کرده و به بررسی نمونه‌ای از ۷۶

شرکت از کل ۱۲۵ شرکت درج شده در سیستم مذکور پرداختند. در خصوص پاداش نقدی پرداختی به اعضای هیأت‌مدیره، آنها نشان دادند که یک رابطه معنی دار و منفی بین درصد سهام متعلق به هیأت‌مدیره و مجموع کل پاداش دریافتی توسط آنان وجود دارد. این نتایج این نکته نظر را که مالکیت سهام، انگیزه دریافت پاداش را بی‌اهمیت می‌کند را تأیید می‌کند؛ زیرا اعضا هیأت‌مدیره در حال حاضر توسط درآمد نقدی سهامی که نگهداری می‌کنند، دریافت نقدی دارند. تعداد اعضای هیأت‌مدیره و درصد اعضای غیر موظف هیأت‌مدیره نیز رابطه منفی قابل توجهی با پاداش نقدی هیأت‌مدیره نشان می‌دهند. همسانی مدیرعامل و عضویت در هیأت‌مدیره که نمایش دهنده تمرکز قدرت می‌باشد، دارای رابطه مثبتی بر پاداش نقدی اعضای هیأت‌مدیره است. آنان همچنین با در نظر گرفتن ویژگی‌های شرکت، نشان دادند اندازه شرکت و سودآوری شرکت با پاداش نقدی هیأت‌مدیره رابطه مثبت و معنی داری دارد.

با توجه به توضیحات فوق، فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود:

H1: رابطه منفی بین مالکیت هیأت‌مدیره و پاداش پرداختی به هیأت‌مدیره وجود دارد.

H2: رابطه مثبت بین هم‌زمانی ریاست هیأت‌مدیره و مدیر اجرایی بودن و پاداش پرداختی به هیأت‌مدیره وجود دارد.

H3: رابطه منفی بین نسبت تعداد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و پاداش پرداختی به هیأت‌مدیره وجود دارد.

H4: رابطه منفی بین اندازه هیأت‌مدیره و پاداش پرداختی به هیأت‌مدیره وجود دارد.

مدل تحقیق

به منظور بررسی رابطه نظام راهبری شرکتی و پاداش هیأت‌مدیره در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از مدل مبتنی بر نظریه عاملیت و برگرفته از چندین مطالعه مختلف از جمله مطالعات مانزانگه و همکاران (Manzaneque, et al., 2011)، ارتقروول و همکاران (Ertugrul, et al., 2008) و رایان و همکاران (Ryan, et al., 2004) به شرح ذیل استفاده گردیده است.

جدول (۱): مدل تحقیق

متغیر وابسته	متغیر مستقل	متغیر کنترل
پاداش هیأت مدیره	نظام راهبری شرکتی (ویژگی های هیأت مدیره)	
پاداش نقدی هیأت مدیره	مالکیت سهام هیأت مدیره	اندازه شرکت
	دوگانگی مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره	سود دهی
	هیأت مدیره خارجی	صنعت
	اندازه هیأت مدیره	

روش شناسی پژوهش

پژوهش پیش رو با توجه به شیوه جمع آوری داده ها توصیفی و از نوع تحلیل همبستگی است. همچنین این پژوهش از دید هدف، کاربردی است.

قالب اصلی مدل پژوهش که برگرفته از مدل مطالعه مانزانگه (Manzaneque, et al., 2011)

است را می توان به صورت زیر نشان داد.

$$y_{it} = \alpha + \sum_{k=1}^4 \beta_k X_{kit} + \sum_{m=1}^2 \beta_m Cv_{mit} + u_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{رابطه ۱})$$

که در آن متغیرها به صورت جدول ۲ بکار رفته اند:

جدول (۲): معرفی متغیرهای مدل تحقیق

متغیر درونزا y_{it}	
لگاریتم پاداش هیأت مدیره	CASH
$\sum_{k=1}^4 \beta_k X_{kit}$ متغیرهای مستقل هستند که شامل:	
مالکیت هیأت مدیره	PPC _{it}
دوگانگی بین رئیس هیأت مدیره و مدیرعامل	PCE _{it}
نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره به کل اعضا	OTS _{it}
اندازه هیأت مدیره	NMCA _{it}
$\sum_{m=1}^2 \beta_m Cv_{mit}$ متغیرهای کنترل می باشند که شامل:	
اندازه شرکت	SIZ _{it}
نرخ بازدهی دارایی ها	ROA _{it}

سنجش متغیرهای تحقیق

پاداش نقدی هیأت‌مدیره^۱ عبارت است از مبلغ پاداش مصوب مجمع عمومی عادی سالیانه که از صورت‌حساب سود و زیان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به دست آمده است. مقادیر این متغیر از اطلاعات موجود در سایت سیستم جامع اطلاع رسانی ناشران (شبکه کدال)^۲، بورس اوراق بهادار تهران^۳، سایت اینترنتی متعلق به مرکز مدیریت پژوهش و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار^۴ و بانک‌های اطلاعاتی نرم افزاری موجود همچون «ره‌آورد نوین» جمع‌آوری گردیده است.

درصد مالکیت اعضای هیأت‌مدیره^۵ درصد مالکیت اعضای هیأت‌مدیره به مالکیت درصدی از سهام واحد تجاری اطلاق می‌شود که با استفاده از آن بتوان بخشی از مدیریت واحد تجاری را بدست آورد. در این تحقیق شرکت در مدیریت واحد تجاری بصورت توان انتخاب حداقل یک عضو هیأت‌مدیره تعریف شده است و با استفاده از حاصل تقسیم درصد سهام شرکت کننده در جلسه مجمع بر تعداد اعضای هیأت‌مدیره بعلاوه یک بدست می‌آید. البته این درصد در تمام شرکت‌ها یکسان نیست؛ زیرا درصد سهام شرکت کننده در جلسات مجمع در شرکت‌های مختلف و در سال‌های متمادی برابر نیست. از این رو در ابتدا با استفاده از اطلاعاتی‌های تصمیمات مجمع شرکت‌ها، درصد سهام شرکت کننده در جلسات مجمع مشخص شده و سپس با استفاده از فرمول ذکر شده، درصد مالکیت اعضای هیأت‌مدیره به صورت تجمعی بدست آمده و سپس درصد یاد شده با بررسی اعضای هیأت‌مدیره شرکت‌ها، مجدداً بررسی و مورد آزمون قرار گرفته است. با استفاده از معیار حساب شده، درصد مالکیت اعضای هیأت‌مدیره در شرکت‌های مختلف در جامعه مورد بررسی، استخراج شده است (مشایخ و اسماعیلی، ۱۳۸۵).

دوگانگی مسئولیت مدیر عامل و رئیس هیأت‌مدیره^۶ به حالتی اطلاق می‌گردد که سمت مدیرعامل و رئیس یا نایب‌رئیس هیأت‌مدیره در فرد واحدی جمع باشد. برای نشان دادن این موضوع از متغیر مجازی استفاده شده است بدین نحو که اگر رئیس (یا نایب رئیس) هیأت‌مدیره، مدیر عامل هم باشد، مقدار آن یک و در غیر این صورت، مقدار آن صفر منظور می‌شود.

1. Cash Compensation

2. www.codal.ir

3. www.tse.ir

4. www.rdis.com

5. Board Ownership

6. CEO and Board Chair duality

نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیأت مدیره^۱ این نسبت به صورت نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره به کل اعضای هیأت اندازه گیری می شود. اندازه هیأت مدیره^۲ کل تعداد اعضای هیأت مدیره را شامل می شود. اندازه شرکت^۳ با استفاده از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری مجموع دارایی های شرکت در پایان سال مالی محاسبه گردیده است. سودآوری^۴ برای اندازه گیری عملکرد شرکت از نرخ بازگشت دارایی ها (ROA) به صورت حاصل تقسیم سود عملیاتی بر کل دارایی های شرکت استفاده شده است.

جامعه و نمونه آماری

به منظور انجام تحقیق، جامعه آماری از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده است. این جامعه شامل شرکت هایی است که مجموعه شرایط زیر را داشته باشند:

۱. قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 ۲. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به اسفند ماه باشد.
 ۳. شرکت ها نباید سال مالی خود را طی دوره های مورد نظر تغییر داده باشند.
 ۴. جزو بانک ها و مؤسسات مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، شرکت های هلدینگ، بانک ها و لیزینگ ها) نباشند؛ زیرا افشاهای مالی و ساختارهای نظام راهبری شرکت در آنها متفاوت است (مشایخ و اسماعیلی، ۱۳۸۵).
 ۵. اطلاعات مالی مورد نیاز به منظور استخراج داده ها در دسترس باشند.
 ۶. در طی دوره مورد مطالعه سهام شرکت به طور مستمر معامله شده باشد.
- با توجه به شرایط ذکر شده، تعداد ۱۸۰ شرکت در دوره زمانی ابتدای سال ۱۳۸۵ لغایت پایان سال ۱۳۹۱ حائز شرایط اولیه می باشند.
- به منظور انتخاب نمونه مورد پژوهش از تعداد اعضای جامعه که شرایط قرارگیری در جامعه پژوهش را دارند با استفاده از فرمول کوکران، تعداد ۱۲۳ شرکت به شرح ذیل به عنوان نمونه انتخاب شد و مورد ارزیابی قرار گرفت.

1. Outside Directors
2. Board Size
3. Firm Size
4. Profitability

بررسی رابطه نظام راهبری شرکتی و پاداش هیأت‌مدیره در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس ... = ۱۰۳

$$n = \frac{\frac{z^2 pq}{d^2}}{1 + \frac{1}{N} \left(\frac{z^2 pq}{d^2} - 1 \right)} \quad (\text{رابطه ۲})$$

در فرمول فوق، حداکثر اشتباه مجاز (d) معادل ۰/۰۵ درصد، ضریب اطمینان ۹۵ درصد و ۱/۹۶ = Z در نظر گرفته شده است همچنین جهت ارزیابی حداکثر مقدار نمونه، p و q نیز معادل ۰/۵ قرارداد شده‌اند.

با توجه به اینکه جامعه هدف پژوهش از چندین گروه-صنعت مختلف تشکیل گردیده، لازم است نمونه تحقیق به نحوی انتخاب شود که مشاهدات کافی از گروه - صنعت‌ها در نمونه وجود داشته‌باشد. جهت تعیین نمونه آماری، در ابتدا شرکت‌هایی که شرایط جامعه آماری را دارا می‌باشند در قالب طبقه‌های دورقم سیستم^۱ ISIC مرتب شده‌اند، سپس با توجه به کاربردها و ویژگی‌های مختلف نمونه‌گیری، طرح نمونه‌گیری گروهی^۲ برای انتخاب اعضای نمونه تحقیق استفاده شد. لذا به‌منظور انتخاب نمونه از گروه - صناعی که فراوانی بیشتری (بیش از پنج شرکت) داشتند جهت بررسی استفاده گردید. این نوع انتخاب ما را در بررسی تأثیر متغیر کنترلی صنعت در موضوع مورد پژوهش یاری می‌کند. جدول شماره ۳ سهم هر گروه-صنعت را در نمونه مشخص می‌کند.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی

-
1. International Standard Industrial Classification of All Economic Activities
 2. Stratified Sampling Method

جدول (۳): تعداد اعضاء هر گروه-صنعت در نمونه انتخابی

عنوان گروه صنعت	سهم گروه - صنعت در نمونه ^۱
خودرو و ساخت قطعات	۱۸
سیمان، آهک و گچ	۹
فلزات اساسی	۱۰
کاشی و سرامیک	۵
کانه‌های فلزی	۵
کانی غیر فلزی	۵
ماشین آلات و تجهیزات	۹
محصولات شیمیایی	۸
محصولات غذایی و آشامیدنی به جز قند و شکر	۷
مواد و محصولات دارویی	۱۶
	۹۲

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

برای ارائه نمای کلی از خصوصیات متغیرهای پژوهش، در جدول ۴ برخی شاخص‌های توصیفی از جمله میانگین، انحراف معیار، کمترین و بیشترین مقدار محاسبه شده است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی

۱. سهم هر گروه در نمونه = حجم نمونه به دست آمده از فرمول کوکران × سهم هر گروه در جامعه؛ برای گروه-صنعت‌های بزرگتر از ۵ عضو در فراوانی جامعه می‌باشد

بررسی رابطه نظام راهبری شرکتی و پاداش هیأت‌مدیره در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس ... = ۱۰۵

جدول (۴): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	انحراف معیار	کمترین مقدار	بیشترین مقدار	تعداد مشاهدات
پاداش نقدی هیأت‌مدیره	۸۶۱	۹۹۳	۰	۹۷۵۰	۶۴۴
درصد مالکیت اعضای هیأت‌مدیره (PPC)	۰/۶۹	۰/۱۰۹	۰/۰۰	۰/۹۳	۴۸۰
دوگانگی مسئولیت مدیر عامل و رئیس هیأت‌مدیره (PCE)	۰/۲۰	۰/۴۰	۰/۰۰	۱	۶۴۴
نسبت اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره به کل اعضاء (OTS)	۰/۶۵	۰/۲۰	۰/۰۰	۱	۶۴۴
اندازه هیأت‌مدیره (NMCA)	۵/۰۲	۰/۳۳	۴	۱۰	۶۴۴
اندازه شرکت	۲۵۸۶۱۱۲	۱۰۲۳۸۶۶۱	۱۸۴۲۶	۱۰۳۴۴۵۵۲۶	۶۴۴
سودآوری (ROA)	۰/۱۳	۰/۱۳	-۰/۲۹	۱/۰۵	۶۴۴

آزمون معنی دار بودن اثرات گروه

قبل از ورود به بحث و بررسی و تفسیر نتایج لازم است نسبت به همگن بودن متغیرهای مورد آزمون بررسی صورت پذیرد. در این آزمون که به وسیله آماره آزمون F صورت می‌گیرد رد فرضیه صفر به معنی استفاده از روش داده‌های پانل^۱ و عدم رد فرضیه صفر به معنی استفاده از روش حداقل مربعات معمولی تجمیع شده می‌باشد. در جدول ۵ نتایج حاصل از برآورد مدل به روش اثرات ثابت و همچنین آماره F با استفاده از نرم‌افزار استاتا ارائه شده است.

1. Panel Data
2. Fixed Effects
3. STATA

جدول (۵): نتایج حاصل از تخمین مدل به روش اثرات ثابت

متغیر	ضریب	آماره t	سطح احتمال
nmcs	-۰/۰۲	-۰/۰۸	۰/۹۳
roa	۶/۳۲***	۶/۷۲	۰/۰۰
size	۰/۲۹	۱/۱۴	۰/۲۵
otc	۰/۳۰	۰/۴۱	۰/۶۸
pce	۰/۳۴	۰/۹۵	۰/۳۴
ppc	-۰/۰۶	-۰/۱۱	۰/۹۱
عرض از مبدأ	۰/۵۴	۰/۱۴	۰/۸۹
آماره F	۳/۱۰		۰/۰۰

***, **, * به ترتیب نشان دهنده معنی داری متغیر در سطح ۱ درصد، ۵ درصد و ۱۰ درصد می باشد.

نتایج آزمون معنی دار بودن اثرات گروه با استفاده از آماره آزمون F بیان گر رد فرضیه صفر و لزوم استفاده از روش داده‌های تابلویی می باشد. بنابراین اولین مرحله در بکارگیری داده‌های پانلی جهت برآورد مدل برآورد مدل به روش اثرات ثابت می باشد که نتایج آن در جدول ۵ ارائه شده است. با توجه به جدول تنها ضریب متغیر سودآوری مثبت و معنی دار می باشد.

در جدول ۶ نتایج حاصل از برآورد مدل به روش اثرات تصادفی و همچنین آماره آزمون بروش-پاگان^۱ ارائه شده است. آزمون بروش-پاگان همگن بودن مقاطع را مورد بررسی قرار می دهد و فرضیه صفر دلالت بر عدم وجود اثرات تصادفی می باشد. نتایج حاصل از این آزمون در جدول زیر مشاهده می شود.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی

1. Breusch – Pagan Test

بررسی رابطه نظام راهبری شرکتی و پاداش هیأت‌مدیره در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس ... = ۱۰۷

جدول (۶): نتایج حاصل از تخمین مدل به روش اثرات تصادفی

متغیر	ضریب	آماره z	سطح احتمال
nmcs	-۰/۱۸	-۰/۷۱	۰/۴۸
roa	۸/۲۶***	۱۰/۸۴	۰/۰۰
size	۰/۳۴***	۳/۳۲	۰/۰۰
otc	۰/۳۴	۰/۵۸	۰/۵۶
pce	۰/۵۲**	۱/۸۰	۰/۰۷
ppc	-۰/۲۵	-۰/۵۱	۰/۶۱
عرض از مبدأ	۰/۶۰	۰/۳۱	۰/۷۵
آماره بروش پیاگان	۵۷/۹۸		۰/۰۰

***, **, * به ترتیب نشان دهنده معنی‌داری متغیر در سطح ۱ درصد، ۵ درصد و ۱۰ درصد می‌باشد.

با توجه به جدول ۶ مشاهده می‌شود تنها متغیرهای سودآوری و دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و رئیس هیأت‌مدیره دارای اثر مثبت و معنی‌دار می‌باشد. همچنین نتایج آزمون بروش پیاگان نشان می‌دهد در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرضیه صفر آزمون رد شده و اثرات تصادفی وجود دارد.

آزمون هاسمن^۱

جهت انتخاب روش مناسب از بین اثرات تصادفی و ثابت برای تخمین مدل از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. جدول ۷ نتایج آزمون هاسمن برای تخمین مدل را نشان می‌دهد. نتایج حاصل از آماره هاسمن بیانگر این است که برآوردهای اثرات ثابت کاراتر از برآوردهای اثرات تصادفی خواهد بود.

جدول (۷): نتایج حاصل از آزمون هاسمن

ارزش احتمال (P-value)	کای ۲ (Chi2)
۰/۰۰	۱۷/۶۴

1. Hausman Test

بررسی وضعیت ناهمسانی واریانس

برای انجام آزمون ناهمسانی واریانس بین جملات اختلال دو مدل رگرسیون مقید و نامقید تخمین زده می‌شود. در مدل مقید فرض همسانی واریانس یا فرض توزیع یکسان و مستقل^۱ جملات اختلال در نظر گرفته می‌شود در حالی که در مدل نامقید فرض بر یکسان نبودن واریانس جملات اختلال بین واحدهای مقطعی (ناهمسانی واریانس) می‌باشد. در مرحله بعد با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته، هر دو مدل فوق تخمین زده می‌شوند و سپس بر اساس آماره آزمون نسبت راست‌نمایی^۲ به آزمون فرضیه ناهمسانی واریانس پرداخته می‌شود.

جدول (۸): نتایج حاصل از تخمین مدل نامقید

متغیر	ضریب	آماره z	سطح احتمال
nmcs	-۰/۳۰	-۰/۱۳	۰/۲۶
roa	۹/۶۶***	۱۴/۳۲	۰/۰۰
size	۰/۳۳***	۴/۴۷	۰/۰۰
otc	۰/۲۷	۰/۵۲	۰/۶۰
pce	۰/۷۴***	۲/۹۱	۰/۰۰
ppc	-۰/۵۶	-۱/۱۱	۰/۲۶
عرض از مبدأ	۱/۳۸	-۰/۸۲	۰/۴۱

***, **, * به ترتیب نشان دهنده معنی‌داری متغیر در سطح ۱ درصد، ۵ درصد و ۱۰ درصد می‌باشد.

جدول (۹): نتایج حاصل از تخمین مدل مقید (بارف واریانس ناهمسانی)

متغیر	ضریب	آماره z	سطح احتمال
nmcs	-۰/۲۰***	-۲/۷۶	۰/۰۰
roa	۲/۴۱***	۱۶/۳۶	۰/۰۰
size	۰/۳۶***	۲۰/۳۹	۰/۰۰
otc	۰/۱۹	۱/۶۱	۰/۱۱
pce	۰/۰۷**	۱/۷۳	۰/۰۸
ppc	۰/۱۵	۱/۵۰	۰/۱۳
عرض از مبدأ	۲/۲۷***	۶/۱۳	۰/۰۰

***, **, * به ترتیب نشان دهنده معنی‌داری متغیر در سطح ۱ درصد، ۵ درصد و ۱۰ درصد می‌باشد.

1. Independently Identically Distributed
2. Likelihood Ratio

بررسی رابطه نظام راهبری شرکتی و پاداش هیأت‌مدیره در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس ... = ۱۰۹

حال برای آزمون ناهمسانی واریانس از آماره نسبت راست نمائی استفاده می‌کنیم. نتایج مربوط به آزمون ناهمسانی واریانس در جدول ۱۰ ارائه شده است.

جدول (۱۰): نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس (نسبت راست‌نمائی)

ارزش احتمال (P-value)	کای ۲ (Chi2)
۰/۰۰	۷۱۹/۷۶

همانگونه که در جدول ۱۰ ارائه شده است فرض صفر مبنی بر عدم ناهمسانی در مدل رد شده بنابراین مدل برآوردی دارای ناهمسانی واریانس می‌باشد. یکی از روش‌های رفع ناهمسانی واریانس در داده‌های پانل برآورد مدل به صورت حداقل مربعات وزنی انعطاف‌پذیر (FGLS) می‌باشد که در این مطالعه نیز از این روش جهت مرتفع نمودن مشکل ناهمسانی واریانس استفاده شده است. از طرفی با توجه به طبقه‌بندی صنایع و امکان تفاوت صنایع در پرداختی پاداش و همچنین با توجه به مطالعه مانزانگه و همکاران (Manzaneque, et al., 2011) برای بررسی اثر صنعت بر پاداش پرداختی هیأت‌مدیره، به تعداد هر صنعت متغیر موهومی به مدل اضافه گردید؛ پس از برآورد مدل و عدم معنی‌داری اثر صنایع با کد صنعت‌های ۵۴ (کانی‌های غیر فلزی) و ۴۲ (محصولات غذایی و آشامیدنی به جز قند و شکر)، به منظور جلوگیری از کاهش درجه آزادی متغیرهای موهومی صنایع مذکور از مدل برآوردی حذف گردیده و مدل مطالعه با رفع ناهمسانی واریانس و در نظر گرفتن اثر صنایع برآورد گردید. در جدول ۱۱ نتایج برآورد مدل مطالعه با حذف ناهمسانی واریانس، با و بدون در نظر گرفتن اثر صنایع ارائه شده است.

جدول (۱۱): نتایج برآورد مدل با در نظر گرفتن ناهمسانی واریانس و در دو حالت با و بدون در نظر گرفتن اثر صنایع

FGLS (with dummy variable)		FGLS		متغیر
آماره z	ضریب	آماره z	ضریب	
-۰/۹۱	-۰/۰۹	-۲/۷۶	-۰/۲۰***	nmcs
۸/۷۴	۱/۰۳***	۱۶/۳۶	۲/۴۱***	roa
۱۳/۳۷	۰/۲۵***	۲۰/۳۹	۰/۳۶***	size
-۰/۱۶	۰/۰۲	۱/۶۱	۰/۱۹	otc
۴/۳۹	۰/۲۰***	۱/۷۳	۰/۰۷**	pce
۵/۶۸	۰/۲۰***	۱/۵۰	۰/۱۵	ppc
۶/۲۸	۳/۱۸***	۶/۱۳	۲/۲۷***	عرض از مبدأ
Yes		-		dummy
*** ** * به ترتیب نشان دهنده معنی‌داری متغیر در سطح ۱ درصد، ۵ درصد و ۱۰ درصد می‌باشد.				

با توجه به جدول ۱۱ در مدل برآوردی با در نظر گرفتن اثر صنایع از ۱۰ صنعت متفاوت در نمونه انتخابی، در ۸ صنعت پرداختی پاداش معنی دار وجود داشته و بنابراین می توان ادعا نمود که اثر صنایع اثر معنی داری بر پاداش نقدی هیأت مدیره دارد. همچنین مشاهده می شود تفاوت دو مدل برآوردی با و بدون در نظر گرفتن اثر صنایع، در معنی داری و عدم معنی داری متغیرهای اعضای هیأت مدیره و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره می باشد. تمامی ضرایب و جهت اثر آنها در دو مدل برآوردی در جهت تأیید یکدیگر می باشند.

بر آورد پویای مدل

در معادلاتی که در تخمین آنها اثرات غیر قابل مشاهده خاص هر مقطع و وجود وقفه متغیر وابسته در متغیرهای توضیحی مشکل اساسی است از تخمین زن گشتاور تعمیم یافته (GMM)^۱، که مبتنی بر مدل های پویای پانلی است استفاده می شود.

جدول (۱۲): نتایج حاصل از تخمین مدل پانل پویا

متغیر	ضریب	آماره z	سطح احتمال
L1.cash	۰/۲۵**	۱/۷۵	۰/۰۸
nmcs	-۰/۱۱	-۰/۲۱	۰/۸۳
roa	۱۰/۳۳***	۵/۲۱	۰/۰۰
size	-۱/۲۷***	-۲/۶۰	۰/۰۰
otc	۱/۳۷	۱/۱۱	۰/۲۶
pce	-۱/۰۱	-۰/۰۲	۰/۹۸
ppc	۱/۱۸**	۱/۸۹	۰/۰۶
عرض از مبدأ	۱۸/۵۷	۲/۷۷	۰/۰۰
آماره سارگان	۲۰/۵۵		۰/۱۱

***, **, * به ترتیب نشان دهنده معنی داری متغیر در سطح ۱ درصد، ۵ درصد و ۱۰ درصد می باشد.

با توجه به جدول ۱۲ متغیرهای سودآوری، اندازه شرکت، درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره و وقفه اول پاداش نقدی معنی دار و سایر متغیرهای مدل غیر معنی دار شدند. از بین متغیرهای دارای اثر معنی دار متغیرهای سودآوری، درصد مالکیت و وقفه پاداش نقدی دارای اثر مثبت و متغیرهای اندازه شرکت و دوگانگی مسئولیت دارای اثر منفی بر پاداش نقدی هیأت مدیره می باشند. از طرفی آزمون

1. Generalized Method of Moments

بررسی رابطه نظام راهبری شرکتی و پاداش هیأت‌مدیره در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس ... = ۱۱۱

سارگان از محدودیت‌های بیش تعیین شده است و برای تعیین هر نوع همبستگی بین ابزارها و خطاها به کار برده می‌شود. برای این که ابزارها معتبر باشند، باید بین ابزارها و جملات خطا همبستگی وجود نداشته باشد. فرضیه صفر برای این آزمون این است که ابزارها تا آنجا معتبر هستند که با خطاها در معادله تفاضلی مرتبه اول همبسته نباشند. عدم رد فرضیه صفر می‌تواند شواهدی را دال بر مناسب بودن ابزارها فراهم آورد. بنابراین با توجه به آماره سارگان در جدول ۱۲ فرضیه صفر آزمون سارگان (متغیرهای ابزاری استفاده شده با پسماندها همبسته نیستند) را نمی‌توان رد کرد.

انتخاب مدل نهایی

با توجه به مدل‌های برآوردی ارائه شده با عنایت به وجود ناهمسانی در مدل، نتایج ارائه شده در جدول ۱۱ با در نظر گرفتن اثر صنایع به عنوان مدل نهایی جهت تفسیر نتایج انتخاب می‌گردد؛ چراکه این مدل برآوردی با رفع ناهمسانی واریانس موجود بین واحدها، اثر صنایع مختلف را که معنی‌دار نیز می‌باشند در نظر گرفته است. از طرف دیگر معنی‌داری ضرایب در این مدل برآوردی به مراتب بهتر و مناسب‌تر از سایر مدل‌های برآوردی می‌باشد؛ بنابراین مدل ارائه شده در جدول ۱۱ با در نظر گرفتن اثر صنایع به عنوان مدل نهایی انتخاب می‌گردد. بدین ترتیب نتایج فرضیه‌ها به شرح ذیل حاصل می‌شوند:

جدول (۱۳): نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج آزمون	فرضیه
تأیید نمی‌شود	رابطه منفی بین مالکیت هیأت‌مدیره و پاداش پرداختی به هیأت‌مدیره وجود دارد
تأیید می‌شود	رابطه مثبت بین هم‌زمانی ریاست هیأت‌مدیره و مدیر اجرایی بودن و پاداش پرداختی به هیأت‌مدیره وجود دارد
تأیید نمی‌شود	رابطه منفی بین نسبت تعداد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و پاداش پرداختی به هیأت‌مدیره وجود دارد
تأیید نمی‌شود	رابطه منفی بین اندازه هیأت‌مدیره و پاداش پرداختی به هیأت‌مدیره وجود دارد

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این مقاله رابطه نظام راهبری شرکتی و پاداش هیأت‌مدیره در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های این پژوهش مشاهده می‌گردد متغیرهای سودآوری، اندازه شرکت، درصد مالکیت و دوگانگی مسئولیت دارای ضریب مثبت و معنی‌دار بر پاداش هیأت‌مدیره و در مقابل متغیر تعداد اعضا دارای ضریب منفی و غیرمعنی‌دار و متغیر نسبت اعضا نیز دارای ضریب مثبت و غیرمعنی‌دار می‌باشد. عرض از مبدأ مدل نیز مثبت و معنی‌دار می‌باشد.

از دیدگاه مطالعات نظری، ترکیب و ساختار هیأت‌مدیره یکی از سازوکارهای کنترل حقوق و مزایای هیأت‌مدیره می‌باشد؛ در نتیجه ویژگی‌هایی مانند اندازه هیأت‌مدیره، اضافه شدن مدیران مستقل و غیر موظف به ترکیب اعضای هیأت‌مدیره، جدا بودن نقش‌های رئیس (یا نایب رئیس) هیأت‌مدیره از مدیریت اجرایی شرکت و همسویی منافع اعضای هیأت‌مدیره با سهامداران از طریق مالکیت سهام هیأت‌مدیره، از سازوکارهای ضروری برای انطباق بین کارکردهای کنترلی منتسب به اعضای هیأت‌مدیره است. با بسط مطالعات پیشین خارجی و با انگیزه گرفتن کمبود پژوهش در مورد ارتباط ویژگی‌های هیأت‌مدیره و پاداش آنان، این پژوهش می‌تواند قابل توجه بوده و بخشی از افزایش شفافیت اطلاعات در زمینه نظام راهبری شرکتی و پاداش هیأت‌مدیره، که امروزه با کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران به هیأت‌مدیره مورد انتقاد قرار گرفته را فراهم آورد.

بطور خلاصه نتایج این پژوهش نشان می‌دهد هرچند سازوکارهای نظام راهبری شرکتی به منظور جلوگیری از پرداخت پاداش‌های غیرضروری و مازاد در شرکت‌ها الزامی است اما این حقیقت نیز وجود دارد، به دلیل عدم الزام به اجرای اصول نظام راهبری شرکتی، که ناشی از عدم تصویب و ابلاغ دستورالعمل‌های نظام راهبری شرکتی است، به توصیه‌های رایج در اینگونه دستورالعمل‌ها پرداخته نمی‌شود. بدین منظور با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش (فرضیه اول، دوم، سوم و چهارم) پیشنهاد می‌شود آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی توسط بورس اوراق بهادار تهران (ویا سازمان بورس و اوراق بهادار) تصویب و بر اجرای آن نظارت گردد. افزون بر این، زمینه‌سازی برای ایجاد و آغاز فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی و الزام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به ارائه رتبه نظام راهبری شرکتی خود و شرکت‌های زیرمجموعه نیز از راه کارهای پیشنهادی محققان این مقاله می‌باشد.

در پایان باید یادآور شد، این پژوهش محدودیت‌های بخصوصی در جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات پاداش نقدی هیأت‌مدیره داشته است؛ همچنین پاداش‌های غیر نقدی به دلیل عدم گزارش‌دهی، در این پژوهش مورد بررسی قرار نگرفته است. از آنجایی که نمی‌توان تمامی متغیرهای مؤثر بر پاداش پرداختی هیأت‌مدیره را در قالب تنها یک مدل مورد بررسی قرار داد و نیز بر اساس تجربیات به‌دست آمده از این مطالعه، تغییر در روش‌شناسی مقاله حاضر و استفاده از مدل‌های جدید با متغیرهای جدید، می‌تواند نتایج این پژوهش را تکمیل نماید.

منابع و مأخذ

۱. حساس یگانه، یحیی. (۱۳۸۸). فلسفه حسابرسی، چاپ دوم، تهران: انتشارات علمی و فرهنگی.
۲. سیداحمدی سجادی، سیدعلی. (۱۳۸۸). «نظریه نمایندگی در نظام راهبری شرکتی»، فصلنامه حقوق، شماره ۴، صص ۲۵۷-۲۷۶.
۳. مشایخ، شهناز و اسماعیلی، مریم. (۱۳۸۵). «بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران»، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۵، صص ۲۵-۴۴.
۴. نمازی، محمد. (۱۳۸۴). «بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت»، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره ۲۲، شماره ۲، پیاپی ۴۳، صص ۱۴۷-۱۶۴.
۵. نمازی، محمد و کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). «تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۳، صص ۸۳-۱۰۰.
۶. نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا و وافی ثانی، جلال. (۱۳۸۸). «بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات حسابداری.
۷. نیک بخت، محمدرضا؛ سیدی، سیدعزیز و هاشم‌الحسینی، روزبه. (۱۳۸۹). «بررسی تأثیر ویژگی‌های هیأت‌مدیره بر عملکرد شرکت»، پیشرفت‌های حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز). شماره اول، پیاپی ۵۸.۳، صص ۲۵۱-۲۷۰.
8. Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). "CEO compensation, director compensation, and firm performance: evidence of cronyism?", *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403-423.
9. Bryan, S., Hwang, L. S., Klein, A., & Lilien, S. B. (2000). "Compensation of Outside Directors: An Empirical Analysis of Economic Determinants", Available at SSRN 244540.
10. Eisenhardt, K. M. (1989). "Agency theory: An assessment and review", *Academy of management review*, 14(1), 57-74.
11. Ertugrul, M., & Hegde, S. (2008). "Board compensation practices and agency costs of debt", *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 512-531.
12. Fama, E. F. (1980). "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The Journal of Political Economy*, 288-307.
13. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). "Separation of ownership and control", *Journal of law and economics*, 301-325.

14. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
15. Manzanque, M., Merino, E., & Banegas, R. (2011). "Corporate governance issues and director compensation structure in Spanish companies", *African Journal of Business Management*, 5(22), 9164-9179.
16. Minnick, K., & Zhao, M. (2009). "Backdating and director incentives: money or reputation?", *Journal of Financial Research*, 32(4), 449-477.
17. Ryan Jr, H. E., & Wiggins III, R. A. (2004). "Who is in whose pocket? Director Compensation, board independence, and barriers to effective monitoring", *Journal of Financial Economics*, 73(3), 497-524.
18. Solomon, J. & Solomon, A. (2005). *Corporate governance and accountability*. John Wiley & Sons.
19. Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). "Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model", *Journal of management*, 15(2), 291-334.

