

اثر دوره تصدی مدیریت بر ارزش شرکت، هزینه‌های نمایندگی و ریسک اطلاعاتی

زهرا دیان‌تی دیلمی*، مهدی مرادزاده فرد**، علی مظاهری***

تاریخ دریافت: ۹۱/۱۱/۱۰

تاریخ پذیرش: ۹۲/۰۲/۰۲

چکیده

در این مقاله ارتباط بین دوره تصدی مدیرعامل با ارزش شرکت، هزینه‌های نمایندگی و ریسک اطلاعاتی بررسی شده است. نمونه‌ای مشتمل بر ۹۶ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ انتخاب گردید. دوره تصدی به عنوان معیاری برای سنجش میزان افق تصمیم‌گیری مدیرعامل در نظر گرفته شد. آزمون‌های تجربی نشان داد که دوره تصدی بلندمدت مدیرعامل با ریسک اطلاعاتی و ارزش شرکت ارتباط دارد. ولی میان دوره تصدی مدیرعامل و هزینه‌های نمایندگی رابطه معنی‌داری مشاهده نشد.

واژه‌های کلیدی: دوره تصدی مدیرعامل، ارزش شرکت، هزینه‌های نمایندگی، ریسک اطلاعاتی

طبقه‌بندی موضوعی: D82, G34, G32

* استادیار حسابداری دانشگاه علوم اقتصادی (zahradianati@yahoo.com)

** دانشیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج (moradzadehfard@gmail.com)

*** کارشناسی ارشد دانشگاه علوم اقتصادی (نویسنده مسئول) (alimazaheri66@yahoo.com)

مقدمه

در دنیای امروز مدیریت نقش تعیین کننده در افزایش بازدهی و بهره وری شرکت‌ها دارد. در میان چهار عامل کلیدی موفقیت در سازمان‌ها شامل نیروی کار، سرمایه، مواد اولیه و مدیریت، امروزه نقش مدیریت بیش از هر زمان دیگری اهمیت یافته است. در دنیای رقابتی امروز فشار زیادی برای دستیابی سریع به نتایج مطلوب و به تبع آن تصمیم‌گیری‌های سریع وجود دارد که مدیران در اجرای این مهم نقش حیاتی دارند و گاه در اثر نرسیدن به نتایج مطلوب در زودترین زمان ممکن تغییرات مدیریتی در سازمان صورت می‌گیرد.

مدیران پس از اینکه به این سمت منصوب می‌شوند، به این دلیل که دوره تصدی بلند مدتی را برای خود پیش‌بینی نمی‌کنند صرفاً در جهت منافع سهامداران حرکت نمی‌کنند بلکه از مدت کوتاهی که در این سمت قرار دارند در راستای رسیدن به منافع خود استفاده می‌کنند. به همین دلیل ممکن است مدیران از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت، به دلیل این که در دوره تصدی آن‌ها به بازدهی نمی‌رسد خودداری کنند. به عبارت دیگر تصمیماتی که می‌تواند برای منافع شخصی مدیریت مفید باشد، ممکن است از نظر شرکت تصمیمات بهینه‌ای نباشد.

مدیران در ابتدای انتصاب به هر مسئولیت، دوره غیر موثر را می‌گذرانند و پس از آن دوره تاثیر مثبت فعالیت‌های آن‌ها شروع می‌شود. حال اگر مدیران قبل از رسیدن به این دوره از سمت خود برکنار شوند هزینه‌های زیادی برای شرکت ایجاد خواهد شد.

یکی از تضادهای بین مدیر و ذینفعان شرکت این است که افق تصمیم‌گیری مدیران برای شرکت کوتاه‌تر از افق سرمایه‌گذاری سهامداران می‌باشد. ادعای مدیران نسبت به شرکت تنها محدود به دوره تصدی آن‌ها می‌باشد. و همین مساله ممکن است باعث کاهش منافع سهامداران و ارزش شرکت شود.

مطالعات نظری نشان می‌دهند که فرصت‌طلبی مدیریت یک شاخص کلیدی برای اقتصاد "کوتاه مدت" می‌باشد. مدل خطر اخلاقی بر اساس عدم تقارن اطلاعاتی بیان می‌کند که مدیران به جای هزینه‌هایی که باعث ایجاد نتایج بلندمدت و بهینه برای شرکت می‌گردد، به دنبال نتایج زودگذری هستند که به منفعت خود آن‌ها هم باشد. به عبارت دیگر، تصمیماتی که برای منافع شخصی مدیریت مفید باشد، ممکن است از نظر شرکت تصمیمات بهینه‌ای نباشد.

اگر چه، تا آنجا که ما اطلاع داریم هیچ مطالعه‌ای بطور مستقیم این موضوع را که فرصت‌طلبی مدیریت باعث ایجاد شکست برای شرکت در انجام سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌گردد، مورد بررسی قرار نداده است ولی با این وجود مطالعات متعددی بین تمایل به سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و دوره تصدی محدود مدیران ارتباط برقرار کرده‌اند. در طول ۲۰ سال گذشته دوره تصدی مدیریت از حدود ۸ سال به کمتر از ۴ سال کاهش یافته است (لی برتون میلر، میلر ۲۰۰۶) و در نتیجه فشار بر روی مدیران عامل برای تسریع در رسیدن به نتایج به شدت افزایش یافته است. علاوه بر این تمایل به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدتی که در کوتاه‌مدت سودآوری به همراه ندارند، کاهش یافته است زیرا که مدیران این سودآوری‌های بلندمدت را تنها برای مدیران عامل بعد از خود مفید می‌دانند.

یکی از سه عامل ایجاد تضاد بین مدیران و ذینفعان شرکت، تفاوت در افق تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری بین مدیران و این ذینفعان می‌باشد (جنسن، اسمیت ۱۹۸۵). هنگامیکه عمر شرکت بیشتر از دوره‌ی خدمت مدیران باشد، ادعای مدیران نسبت به شرکت محدود به دوره‌ی تصدی ایشان در شرکت می‌باشد. از آنجا که افق تصمیم‌گیری مدیران محدود به دوره تصدی مورد انتظار آن‌ها می‌باشد، آن‌ها یا در حال نزدیک شدن به سن بازنشستگی هستند، یا تعویض آن‌ها محتمل است، بر این اساس آن‌ها تمایل زیادی برای توجه به جریان نقدی که بعد از دوره تصدیشان اتفاق می‌افتد از خود نشان نمی‌دهند. این دیدگاه باعث از بین رفتن برخی از فرصت‌های مناسب برای سرمایه‌گذاری می‌گردد.

در این مطالعه تمرکز بروی مدیران ارشد شرکت برای مثال مدیران عامل و ارتباط افق تصمیم‌گیری آن‌ها با عملکرد شرکت می‌باشد. ارتباط روشنی بین دوره تصدی مدیرعامل و مشکل مربوط به افق تصمیم‌گیری مدیر وجود دارد که توسط تحقیق انجام شده توسط اکازیو (۱۹۸۴) تایید می‌گردد. علاوه بر این، اعتقاد بر این است که مشکل مربوط به افق تصمیم‌گیری مدیرعامل هنگامی که دوره تصدی او در شرکت طولانی‌تر از حد معمول باشد مشکل حادتری بوجود خواهد آمد، زیرا که دوره تصدی طولانی مدیرعامل باعث افزایش تمایل او برای حفظ وضعیت موجود می‌گردد و استفاده از روش‌های جدید و بهبود یافته کاهش می‌یابد (همبریک و هم‌پژوهان، ۱۹۹۳). بر اساس این دیدگاه‌ها در این تحقیق، از طول تعداد سال‌هایی که مدیرعامل در شرکت فعالیت داشته است جاری برای تعیین معیار دوره تصدی، استفاده شده

است. آزمون‌های تجربی در این مطالعه شامل سه مرحله می‌باشد. در مرحله اول این موضوع مورد بررسی قرار گرفته است که آیا هزینه‌های نمایندگی هنگامی که مدیران عامل دارای دوره تصدی کوتاه‌تری می‌باشند، بیشتر است یا خیر؟ در مرحله دوم بیشتر بودن ریسک اطلاعاتی در صورتی که دوره تصدی مدیرعامل کوتاه‌تر باشد مورد بررسی قرار گرفته است. در نهایت این موضوع مورد بررسی قرار گرفته است که آیا دوره تصدی مدیرعامل به طور معنی‌داری با ارزش شرکت در ارتباط می‌باشد یا خیر؟ انتظار ما این است که دوره تصدی مورد انتظار طولانی‌تر می‌بایست باعث هزینه‌های نمایندگی و ریسک اطلاعاتی کمتر و ارزش بازار بیشتر گردد.

مروری بر پیشینه تحقیق

با توجه به این که تا پیش از انجام تحقیق حاضر، در داخل کشور بر روی دوره تصدی شرکت و اثرات آن بر روی شرکت تحقیقی صورت نگرفته است. در ادامه به مرور برخی از تحقیق‌های انجام شده مرتبط با این موضوع در خارج از کشور در سال‌های اخیر بیان می‌شود.

ال مک لیلند و هم‌پژوهان (۲۰۱۲) به بررسی افق حرفه‌ای و دوره تصدی مدیرعامل بر روی عملکرد آینده شرکت پرداختند. آن‌ها معتقد بودند که مدیرعامل با افق حرفه‌ای کوتاه‌مدت (این متغیر با استفاده از سن آن‌ها اندازه‌گیری شده است). استراتژی ریسک‌گریزی را استفاده خواهد کرد که این به طور متوسط باعث، تاثیر منفی بر روی عملکرد آینده شرکت می‌شود. علاوه بر این آن‌ها اعتقاد داشتند که سطح مالکیت بالای مدیرعامل به دلیل قدرت همراه آن، این رابطه را تشدید می‌کند. افزایش دوره تصدی مدیریت با استفاده از این پارادایم به عملکرد آینده شرکت به خصوص در صنایع پویا آسیب وارد می‌کند. به هر حال ممکن است این پارادایم در شرکت‌های ایستا باعث تاثیر منفی بر روی عملکرد نشود. با استفاده از نمونه‌ای مشتمل بر ۵۰۰ شرکت، از شرکت‌های مستقر در ایالات متحده آمریکا، آن‌ها از مفروضات خود دفاع کردند.

آنتیا و هم‌پژوهان (۲۰۱۰) به بررسی این موضوع پرداختند که افق تصمیم‌گیری کوتاه‌تر مدیرعامل با بیشتر شدن هزینه‌های نمایندگی، کاهش ارزش شرکت و سطح بالاتر ریسک اطلاعاتی در ارتباط می‌باشد. این نتایج با این دیدگاه مطابقت دارد که افق تصمیم‌گیری کوتاه‌مدت مدیرعامل باعث می‌شود سرمایه‌گذاری‌هایی در ارجحیت قرار گیرد که دارای

بازده سریعتر می باشد. و از سرمایه‌گذاری‌هایی که باعث ایجاد ارزش‌های بلندمدت می‌شود چشم‌پوشی خواهد شد.

ژنگ (۲۰۱۰) به مطالعه بر روی اثر دوره تصدی بر روی ساختار پاداش مدیر عامل پرداخت. به نظر وی رابطه بین پاداش و دوره تصدی مدیر عامل می‌تواند بستر خوبی برای آزمون موارد مختلفی باشد از جمله اثر قدرت مدیریتی، اثر در نظر گرفتن پورتنفوی، اثر آموزش و اثر نگرانی حرفه‌ای‌گری. او به این نتیجه رسید، برای مدیران خارج از هیئت مدیره در اوایل دوره تصدیشان، پاداش مبتنی بر درصد حقوق صاحبان سهام افزایش می‌یابد و برای مدیران داخلی در اواخر دوره تصدی‌شان کاهش پیدا می‌کند. همچنین قبل از بازنشستگی، مدیران خارج از هیئت مدیره نسبت به مدیران داخلی درصد رشد بیشتر و سریعتری برای پاداش مبتنی بر حقوق صاحبان سهام دارند.

وانگ و دیگران (۲۰۱۰) با استفاده از گردش مالی مدیر عامل از سال ۱۹۹۹ تا سال ۲۰۰۵، به این نتیجه رسیدند که مدیران عامل پس از قانون ساربنز آکسلی به صورت قابل توجهی ریسک‌گریز شده‌اند. آن‌ها شواهدی فراهم کردند که صورت‌های مالی تجدیدارائه شده بر روی دوره تصدی مدیر عامل و گردش مالی مدیر عامل تاثیر دارد. که این می‌تواند ناشی از تشدید فعالیت‌های نظارتی در قانون ساربنز آکسلی باشد. در برخی موارد به نظر می‌رسد، این قانون باعث تضعیف نظارت هیئت مدیره بر روی دوره تصدی مدیر عامل و اثر عملکرد شرکت بر روی ریسک‌گریزی می‌شود. اگرچه قانون ساربنز آکسلی به ریسک‌گریزی مدیران عامل کمک کرد اما تاثیر کمی بر روی صحت و شفافیت گزارشگری مالی داشته است.

بروکمن و دی‌تستل (۲۰۰۹) مبادرت به آزمون ریسک‌پایان کار مدیر عامل، عوامل موثر بر آن و اثر آن بر روی ارزش شرکت کردند. آن‌ها با استفاده از تحلیل بقا به این نتیجه رسیدند که برای حدود ۱۳ سال، ریسک‌پایان کار افزایش می‌یابد. ۸۲ درصد از مدیران عامل دارای دوره تصدی کمتر از ۱۳ سال می‌باشند. همچنین آن‌ها به این نکته پی‌بردند که دوره تصدی مدیریت با کارایی و پاداش افزایش می‌یابد و نظارت هیئت مدیره باعث کاهش دوره تصدی مدیریت می‌شود و تغییر در ریسک‌پایان کار مدیر عامل اثر قابل توجهی بر روی ارزش شرکت ندارد.

فرضیه های تحقیق

بر اساس تحقیقات پیشین صورت گرفته (جنسن ۲۰۰۴) اگر مدیران دوره تصدی کوتاه مدتی را برای خود پیش بینی نمایند دارای اهداف کوتاه مدتی خواهند بود. در این صورت مدیران با استفاده از اقلام تعهدی اقدام به اتخاذ تصمیم هایی می نمایند که هزینه های نمایندگی شرکت را افزایش می دهد. از جمله این تصمیمات می توان به شناخت زودتر از هنگام درآمدها و سودها که به عنوان منبعی برای افزایش هزینه نمایندگی می باشد اشاره کرد. از این رو فرضیه اول به صورت زیر مطرح می شود:

فرضیه اول: دوره تصدی مدیر عامل با میزان هزینه های نمایندگی شرکت رابطه عکس دارد. بیان آماری فرضیه اول به صورت زیر است:

$$\text{Agency Costs} = \alpha_0 + \alpha_1 f(\text{DH})$$

که:

Agency Costs: هزینه های نمایندگی شرکت

DH: دوره تصدی مدیر عامل

بر اساس استدلال فرانسیس و هم پزوهان (۲۰۰۵) ریسک اطلاعاتی در کیفیت اقلام تعهدی نمایان می شود بنابراین انتظار می رود دوره تصدی مدیریت و ریسک اطلاعاتی رابطه منفی داشته باشد.

این موضوع بر اساس شواهد فراهم شده توسط ایزلی و اوهارا (۲۰۰۴) و اوهارا (۲۰۰۳) از اهمیت زیادی برخوردار است زیرا اگر اطلاعاتی که توسط سرمایه گذاران در قیمت گذاری سهام مورد استفاده قرار می گیرد، دارای کیفیت پایین باشد، قیمت مورد استفاده با ریسک همراه خواهد بود.

از سوی دیگر نتایج تحقیقات پیشین نشان می دهد که:

به دنبال تغییر مدیر عامل سود کمتری گزارش می شود (ولز ۲۰۰۲).

به دنبال جانشینی مدیر عامل مدیریت سود صورت می گیرد (پورشایو ۱۹۹۳).

گردش مالی مدیریت با مدیریت سود رابطه مثبت دارد (دیویدسون و دیگران ۲۰۰۷).

بنابراین مشخص است که گردش مالی مدیر عامل نشان‌دهنده افق تصمیم‌گیری کوتاه مدت مدیر عامل است. همچنین بر اساس تحقیقات تجربی گذشته (فرانسیس ۲۰۰۴) اقلام تعهدی ضعیف باعث افزایش هزینه‌های بدهی و سرمایه می‌شود و در نتیجه منجر به کاهش ارزش شرکت می‌گردد. بنابراین فرضیه دوم به شرح زیر می‌باشد:

فرضیه دوم: دوره تصدی مدیر عامل با ریسک اطلاعاتی رابطه عکس دارد.

بیان آماری فرضیه دوم به صورت زیر است:

$$\text{Information Risk} = \alpha_0 + \alpha_1 f(\text{DH})$$

که:

Information Risk: ریسک اطلاعاتی شرکت

DH: دوره تصدی مدیر عامل

نتایج تحقیقات گذشته نشان می‌دهد که اگر مدیران داری دوره تصدی کوتاه مدت باشند تصمیماتی اتخاذ می‌کنند که در جهت افزایش منافع خود و کاهش هزینه‌های شرکت باشد و دیگر در پروژه‌های بلندمدتی که دارای ارزش فعلی مثبت هستند سرمایه‌گذاری نخواهند کرد (جنسن، ۲۰۰۴).

همچنین اگر مدیر دوره تصدی بلندمدت برای خود در شرکت انتظار داشته باشد فرصت پیدا خواهد کرد بر روی منافع سهامداران تمرکز کند و اگر قرار بر این است مزایای سرمایه‌گذاری از طریق استراتژی‌های بلندمدت نصیب سهامداران شود بهتر است مدیر نیز دارای دوره تصدی بلندمدت باشد. در مقابل مدیری که دارای دوره تصدی کوتاه مدت باشد بر اساس آینده‌نگری عمل نخواهد کرد و بیشتر بر روی افزایش ثروت و قیمت سهام در کوتاه مدت تاکید خواهد کرد (جنسن ۲۰۰۴) از اینرو فرضیه سوم ما به صورت زیر مطرح شده است:

فرضیه سوم: دوره تصدی مدیر عامل با ارزش شرکت رابطه مستقیم دارد.

بیان آماری فرضیه سوم به صورت زیر است:

$$\text{Firm Value} = \alpha_0 + \alpha_1 f(\text{DH})$$

که:

Firm Value: ارزش شرکت

DH: دوره تصدی مدیرعامل

نتایج تحقیقات گذشته نشان می‌دهد که اگر مدیران دارای دوره تصدی کوتاه مدت باشند تصمیماتی اتخاذ می‌کنند که در جهت افزایش منافع خود و کاهش هزینه‌های شرکت باشد و دیگر در پروژه‌های بلندمدتی که دارای ارزش فعلی مثبت هستند سرمایه‌گذاری نخواهند کرد (جنسن، ۲۰۰۴).

همچنین اگر مدیر دوره تصدی بلندمدت برای خود در شرکت انتظار داشته باشد فرصت پیدا خواهد کرد بر روی منافع سهامداران تمرکز کند و اگر قرار بر این است مزایای سرمایه‌گذاری از طریق استراتژی‌های بلندمدت نصیب سهامداران شود بهتر است مدیر نیز دارای دوره تصدی بلندمدت باشد. در مقابل مدیری که دارای دوره تصدی کوتاه‌مدت باشد بر اساس آینده‌نگری عمل نخواهد کرد و بیشتر بر روی افزایش ثروت و قیمت سهام در کوتاه‌مدت تاکید خواهد کرد (جنسن ۲۰۰۴) از اینرو فرضیه سوم ما به صورت زیر مطرح شده است:

فرضیه سوم: دوره تصدی مدیرعامل با ارزش شرکت رابطه مستقیم دارد.

بیان آماری فرضیه سوم به صورت زیر است:

$$\text{Firm Value} = \alpha_0 + \alpha_1 f(\text{DH})$$

که:

Firm Value: ارزش شرکت

DH: دوره تصدی مدیرعامل

روش تحقیق

این پژوهش از نوع تحقیقات همبستگی می‌باشد. در تحقیق‌های از نوع همبستگی رابطه میان متغیرها بر اساس هدف تحلیل می‌گردد. این تحقیق بر حسب هدف از نوع تحلیل رگرسیون

می‌باشد. در تحلیل رگرسیون هدف، پیش‌بینی تغییرات یک یا چند متغیر وابسته با توجه به تغییرات متغیرهای مستقل است (سرمد و دیگران ۱۳۷۶). برای کاهش مشکل رابطه درونی بین متغیرها در رگرسیون چند عامله، از مدل حداقل مربعات ۲ مرحله برای آزمون فرضیه‌های این تحقیق استفاده شده است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که طی دوره مورد بررسی گزارش خود را به بازار منتشر کرده‌اند. بنابراین در تحقیق حاضر نمونه آماری متشکل از شرکت‌هایی است که دارای شرایط زیر باشد:

۱. تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۷۹ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و تا پایان سال مالی ۱۳۸۹ از بورس خارج نشده باشند.
۲. برای وجود یکنواختی میان شرکت‌های مورد آزمون، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
۳. شرکت‌ها نباید سال مالی خود را طی دوره‌های مورد نظر تغییر داده باشند.
۴. به دلیل اینکه برای محاسبه Q توبین ارزش بازار سهام مورد نیاز است، می‌بایست شرکت‌های مورد نظر طی دوره تحقیق فعالیت مستمر داشته و سهام آن‌ها مورد معامله قرار گرفته باشد.
۵. اطلاعات مالی و مدیریتی مورد نیاز برای انجام این تحقیق (به خصوص یادداشتهای همراه صورت‌های مالی) را در دوره زمانی ۱۳۸۰ لغایت ۱۳۸۹ به طور کامل ارائه کرده باشند.
۶. برخی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار شامل بانک‌ها و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) جزء جامعه آماری قرار نمی‌گیرند دلایل زیر را می‌توان برای حذف این شرکت‌ها بیان نمود:
الف) نسبت‌های اهرمی بالای شرکت‌های غیر مالی نشانگر ریسک مالی این شرکت‌ها است، در حالی که برای شرکت‌های مالی این مساله کاملاً عادی است. لذا اگر شرکت‌های

مالی در این تحلیل مورد بررسی قرار گیرند منجر به استنتاج‌های اشتباه در مورد معنی دار بودن برخی متغیرها خواهد شد.

ب) روش‌های حسابداری مورد استفاده در شرکت‌های مالی با روش‌های مورد استفاده در شرکت‌های غیر مالی متفاوت است. بنابراین تفسیرها و توجیه‌های به کار گرفته شده برای عوامل پایه‌ای این دو گروه کاملاً متفاوتند.

با توجه به شرایطی که در بالا اشاره شد تعداد ۹۶ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۰ لغایت ۱۳۸۹ به عنوان نمونه انتخاب گردیده است.

نحوه گردآوری داده‌ها

در این تحقیق داده‌های مورد نیاز از نرم افزارهای تدبیرپرداز و ره‌آوردنویس، صورت‌های مالی شرکت‌ها و اسناد کاوی (بررسی یادداشت‌های توضیحی همراه صورت‌های مالی) استخراج شده است. همچنین صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه از سایت مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی دریافت شده است. به منظور اطمینان از صحت داده‌های استخراج شده از نرم افزارهای تدبیرپرداز و ره‌آوردنویس، به طور نمونه داده‌ها با صورت‌های مالی شرکت‌ها مطابقت داده شده است.

در این تحقیق برای مرتب کردن داده‌ها از نرم افزار اکسل استفاده شده است. همچنین با توجه به توابع موجود در این نرم‌افزار، برخی از این متغیرها به دست آمده است. علاوه بر این برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار SPSS استفاده شده است.

نحوه محاسبه متغیرهای تحقیق

الف) دوره تصدی مدیریت

برای هر سال برابر است با تعداد سال‌هایی که از زمان تصدی آن به عنوان مدیر عامل می‌گذرد (برای سال اول عدد ۱، سال دوم عدد ۲، سال سوم عدد ۳ و.....)

ب) ارزش شرکت

در این تحقیق برای اندازه‌گیری ارزش شرکت از مدل Q توبین استفاده می‌شود. Q توبین یکی از ابزارهای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها می‌باشد که از طریق تقسیم ارزش بازار

شرکت به ارزش دفتری و یا ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت به دست می‌آید. در طی سال‌های اخیر درصد بالایی از مقالات برای محاسبه ارزش شرکت از مدل Q توبین استفاده کرده‌اند که این موضوع نشان‌دهنده قدرت تبیین بیشتر این مدل به سایر روش‌ها می‌باشد. در تفسیر این شاخص اگر این نسبت در یک شرکت بزرگتر از یک باشد، معمولاً نشانه ارزشمندی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد شرکت است و سرمایه‌گذاران با انگیزه و اطمینان بیشتری می‌توانند اقدام به سرمایه‌گذاری کنند. این در حالی است که نسبت کمتر از یک برای شاخص Q توبین، بیانگر توقف سرمایه‌گذاری است.

نحوه محاسبه این شاخص به صورت زیر است:

$$Q = \frac{\text{بدهی های جاری} - \text{دارایی های جاری} - \text{بدهی بلند مدت} + \text{ارزش تسویه سهام ممتاز} + \text{ارزش بازار سهام عادی شرکت}}{\text{کل داراییها}}$$

ب) هزینه‌های نمایندگی

برای محاسبه هزینه‌های نمایندگی روش‌های متفاوتی وجود دارد لیکن در این تحقیق هزینه‌های نمایندگی به عنوان تابعی از تعامل بین جریان نقد آزاد و فرصت‌های رشد شرکت، در نظر گرفته شده است. این روش نسبت به دیگر روش‌ها دارای کاستی‌های کمتری می‌باشد. از جمله محققانی که از این روش برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی استفاده کرده است می‌توان به دوکاس، کیم و پانتزالیس مک نایت و ویر و دوکاس، مک نایت و پانتزالیس و هنری و نوروش و هم‌پژوهان (۱۳۸۸) اشاره نمود.

هزینه‌های نمایندگی به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{AGENCY COST} = \frac{\text{FCF}}{\text{TA}} \times \text{GROWTH}$$

FCF: برابر است با سود عملیاتی منهای مالیات بعلاوه استهلاک منهای مخارج سرمایه‌ای منهای تغییر در سرمایه در گردش.

GROWTH: یک شاخص متغیر است که اگر Q توین شرکت کمتر از ۱ باشد ارزشی برابر ۱ می‌گیرد (نشان‌دهنده مدیریت ضعیف شرکت و یا یک شرکت با فرصت رشد ضعیف) و برای مقادیر دیگر ارزشی برابر صفر می‌گیرد.

ت) ریسک اطلاعات

در این تحقیق جهت اندازه‌گیری ریسک اطلاعاتی (کیفیت اقلام تعهدی) از مدل فرانسیس و هم‌پژوهان (۲۰۰۵) استفاده خواهد شد زیرا این مدل اثر نوع صنعت را بر روی شرکت کنترل می‌کند و نسبت به سایر مدل‌ها جدیدتر می‌باشد و به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\frac{TCA_{i,t}}{TA_{i,t}} = \varepsilon_{i,t} + k_1 \frac{CFO_{i,t-1}}{TA_{i,t}} + k_2 \frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t}} + k_3 \frac{CFO_{i,t+1}}{TA_{i,t}} + k_4 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{TA_{i,t}} + k_5 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t}} + k_0$$

در این تحقیق از انحراف معیار باقیمانده‌های رابطه بالا به عنوان نمانگری برای کیفیت اقلام تعهدی استفاده شده است (آنتیا و دیگران ۲۰۱۰). از آنجا که $\varepsilon_{i,t}$ نشان‌دهنده خطای برآورد اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی می‌باشد، مقادیر بزرگتر (کوچکتر) نشان‌دهنده کیفیت ضعیف‌تر (بهرتر) اقلام تعهدی می‌باشد.

$TCA_{i,t}$ برابر است با کل اقلام تعهدی شرکت i در سال t که به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$TCA_{i,t} = (\Delta CA_{i,t} - \Delta CLI_{i,t} - \Delta CASH_{i,t} + \Delta STDEBT_{i,t} - DEPNI_{i,t})$$

$$\Delta CA_{i,t} = \text{تغییر در دارایی‌های جاری در شرکت } i \text{ بین سال } t \text{ و سال } t-1$$

$$\Delta CLI_{i,t} = \text{تغییر در بدهی‌های جاری در شرکت } i \text{ بین سال } t \text{ و سال } t-1$$

$$\Delta CASH_{i,t} = \text{تغییر در وجوه نقد در شرکت } i \text{ بین سال } t \text{ و سال } t-1$$

$$\Delta STDEBT_{i,t} = \text{تغییر در حصة جاری بدهی‌های بلندمدت در شرکت } i \text{ بین سال } t \text{ و سال } t-1$$

$$DEPNI_{i,t} = \text{هزینه‌های استهلاک و تهی شدن در سال } t$$

نگاره (۱): آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق

متغیر / شاخص	مدیران	Q توپین	معیار ریسک اطلاعاتی	هزینه‌های نمایندگی	کل دارایی‌ها
تعداد	۹۳۰	۹۳۰	۹۳۰	۹۳۰	۹۳۰
میانگین	۲/۸۵۰۵	۱/۰۸۸۴	-۰/۲۵۱۹	۰/۰۷۷۴	۱۸۷۵۵۱۳/۳۰
انحراف معیار	۲/۱۱۵۱۵	۱/۲۹۳۷۸	۰/۳۵۱۵۵	۰/۰۸۰۶۳	۶۷۴۹۹۶۷/۵۸۹
حداقل	۱/۰۰	-۰/۶۱	-۲/۱۰	۰/۰۰	۲۶۰۴۴
حداکثر	۱۰/۰۰	۹/۵۳	۳/۰۷	۰/۴۲	۷۶۶۰۱۶۱۵

$CFO_{i,t}$ = جریان وجه نقد حاصل از عملیات شرکت i در سال t

$\Delta SALES_{i,t}$ = تغییر در درآمد ناشی از فروش در شرکت i بین سال t و $t-1$.

$TA_{i,t}$ = برابر است با میانگین کل دارایی‌ها که برای کنترل اندازه شرکت تمامی متغیرها با استفاده از این متغیر استاندارد شده‌اند.

(ث) متغیر کنترل

به دلیل اینکه بزرگ بودن شرکت می‌تواند فرصت‌های رشد و موقعیت‌های مناسب سرمایه‌گذاری بیشتری برای مدیران خود فراهم کند و این شرایط می‌تواند نتایج حاصل از تحقیق را تحت تاثیر قرار دهد به همین دلیل در این تحقیق، اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترل در نظر گرفته شده است اندازه شرکت که از طریق لگاریتم کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود و به عنوان متغیر مستقل اثر آن کنترل شده است (آنتیا و هم‌پژوهان ۲۰۱۰).

یافته‌های تحقیق

آمار توصیفی: آمار توصیفی تحقیق در نگاره (۱) ارائه گردیده است. در این نگاره تعداد، میانگین، انحراف معیار، حداقل، و حداکثر ارائه گردیده است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول در نگاره (۲) ارائه شده است.

همان طور که مشاهده می شود مقدار محاسبه شده برای آماره ی F طبق نگاره ی مذکور $۶/۹۰۷$ می باشد و با توجه به احتمال آماره ی F که کوچک تر از ۰.۵% است بنابراین می توان نتیجه گرفت که H_0 در سطح معنی داری ۰.۵% رد می شود، پس کل مدل رگرسیون معنی دار می باشد.

علاوه بر این، بر اساس نگاره ی (۲)، مقدار آماره ی دوربین واتسون برابر $۱/۶۱۳$ است. بنابراین می توان نتیجه گرفت که میان جملات اختلال خودهمبستگی وجود ندارد و به دلیل اینکه این آماره در بازه $۱/۵$ تا $۲/۵$ قرار دارد، یافته های تحقیق با مدل کلاسیک سازگار است. بر اساس نگاره ی (۲)، ملاحظه می شود که سطح معناداری آزمون کمتر از ۰.۵% است و به این

نگاره (۲): نتایج بررسی فرضیه اول

متغیر توضیحی	ضریب	آماره ی t	معناداری	نتیجه
عرض از مبدا	۰/۰۶۹	۱۵/۴۱۵	۰/۰۰	معنی دار
دوره تصدی مدیرعامل	۰/۰۰۲	۱/۷۱۸	۰/۰۸۶	بی معنی

دوربین واتسون = $۱/۶۱۳$ ضریب تعیین تعدیل شده = $۱/۳$ درصد
 آماره $F = ۶/۹۰۷$ سطح معناداری $F = ۰/۰۰۱$

ترتیب فرض صفر تایید می شود و فرض اول تحقیق رد می شود. بنابراین دوره تصدی مدیریت، رابطه ی معنی داری با هزینه های نمایندگی ندارد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده ی مدل $۰/۰۱۳$ است، که این امر بیانگر این است که تقریباً $۱/۳\%$ تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل توضیح داده می شود.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم در نگاره (۳) ارائه شده است.

همان طور که مشاهده می شود مقدار محاسبه شده برای آماره ی F طبق نگاره ی مذکور $۲/۵۳۳$ می باشد و با توجه به احتمال آماره ی F که کوچک تر از ۰.۵% است بنابراین می توان نتیجه گرفت که H_0 در سطح معنی داری ۰.۵% رد می شود، پس کل مدل رگرسیون معنی دار می باشد.

علاوه بر این، بر اساس نگاره‌ی (۳)، مقدار آماره‌ی دوربین واتسون برابر $1/983$ است. به دلیل اینکه این آماره در بازه $1/5$ تا $2/5$ قرار دارد می‌توان نتیجه گرفت که میان جملات اختلال خودهمبستگی وجود ندارد و یافته‌های تحقیق با مدل کلاسیک سازگار است.

نگاره (۳): نتایج بررسی فرضیه دوم

متغیر توضیحی	ضریب	آماره‌ی t	معناداری	نتیجه
عرض از مبدا	۰/۰۱۱	۱/۱۰۷	۰/۲۶۸	بی معنی
دوره تصدی مدیرعامل	-۰/۰۰۶	-۲/۲۵۱	۰/۰۲۵	معنی دار
دوربین واتسون= $1/983$ ضریب تعیین تعدیل شده= $0/03$ آماره $F=2/533$ سطح معناداری $F=0/08$				

بر اساس نگاره‌ی (۳)، ملاحظه می‌شود که دوره تصدی مدیریت، رابطه‌ی منفی و معنی داری با ریسک اطلاعاتی دارد، بنابراین فرضیه دوم تایید می‌شود. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده‌ی مدل $0/03$ است، که این امر بیانگر این است که تقریباً $0/3\%$ تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل توضیح داده می‌شود.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

نگاره (۴): نتایج بررسی فرضیه سوم

متغیر توضیحی	ضریب	آماره‌ی t	سطح معناداری	نتیجه
عرض از مبدا	۱/۳۵۶	۱۸/۹۹۹	۰/۰۰	معنی دار
دوره تصدی مدیرعامل	-۰/۰۸۳	-۴/۲۰۴	۰/۰۰	معنی دار
دوربین واتسون= $1/801$ ضریب تعیین تعدیل شده= $2/3$ درصد آماره $F=12/050$ سطح معناداری $F=0/000$				

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم در نگاره (۴) ارائه شده است.

همان طور که مشاهده می‌شود مقدار محاسبه شده برای آماره‌ی F طبق نگاره‌ی مذکور $12/050$ می‌باشد و با توجه به احتمال آماره‌ی F که کوچک تر از 5% است بنابراین می‌توان

نتیجه گرفت که H_0 در سطح معنی داری ۵٪ رد می شود، پس کل مدل رگرسیون معنی دار می باشد.

علاوه بر این، بر اساس نگاره‌ی (۴)، مقدار آماره‌ی دوربین واتسون برابر $1/801$ است. بنابراین به دلیل اینکه این آماره در بازه $1/5$ تا $2/5$ قرار دارد، می توان نتیجه گرفت که میان جملات اختلال خود همبستگی وجود ندارد و یافته‌های تحقیق با مدل کلاسیک سازگار است. بر اساس نگاره‌ی (۴)، ملاحظه می شود که دوره تصدی مدیریت، رابطه‌ی منفی و معنی داری با ارزش شرکت دارد و به این ترتیب عکس فرضیه سوم اثبات شد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده‌ی مدل $0/023$ است، که این امر بیانگر این است که تقریباً $2/3$ ٪ تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل توضیح داده می شود.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها و مقایسه با تحقیق مشابه خارجی

نگاره (۵): مقایسه نتایج تحقیق حاضر و تحقیق مراد آنتیا و دیگران (۲۰۱۰)

فرضیه	نتیجه تحقیق مراد آنتیا و دیگران (۲۰۱۰)	نتیجه تحقیق حاضر
فرضیه اول	تایید شد	رد شد
فرضیه دوم	تایید شد	تایید شد
فرضیه سوم	تایید شد	عکس آن ثابت شد

نتیجه گیری و پیشنهادها

در نوشتار افق مدیریتی آمده است که مدیران به چشم پوشی سرمایه گذاری های بلندمدت که بیشتر از دوره تصدی مورد انتظار آنها می باشد تمایل دارند. همانطور که بیان شد تحقیقات خارجی به این نتیجه رسیده است که با کاهش دوره مدیریت از ۸ سال به ۴ سال فشار بر مدیران به صورت قابل توجهی برای دستیابی به نتایج سریع افزایش یافته است همچنین نتایج حاصل از تحقیق حاضر نشان می دهد دوره تصدی مدیرعامل در ۱۰ سال اخیر در ایران نیز کمتر از ۳ سال می باشد. یکی از تضادهای اساسی میان مدیران و سهامداران این است که افق تصمیم گیری مدیران کوتاه تر از افق سرمایه گذاری سهامداران است. ادعای مدیران نسبت به شرکت محدود به دوره تصدی آنها می باشد در حالی که عمر شرکت بسیار بیشتر است. به این دلیل که افق تصمیم گیری مدیران محدود به دوره تصدی آنها در شرکت می باشد،

رویکرد مدیرانی که زمان جایگزینی آن‌ها نزدیک است نزدیک بین می‌شود. به عبارت دیگر آن‌ها تمایل ندارند مبلغ زیادی برای دوران بعد از تصدی آن‌ها در شرکت سرمایه‌گذاری نمایند. بر اساس شواهد به دست آمده از این تحقیق مشخص گردید در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، میان دوره تصدی مدیرعامل و هزینه‌های نمایندگی شرکت رابطه معنی‌داری وجود ندارد. این موضوع می‌تواند ناشی از نحوه پرداخت هزینه‌های نمایندگی به عبارت دیگر جبران خدمات مدیران عامل باشد. هزینه‌های نمایندگی در این تحقیق با استفاده از جریان نقد آزاد و فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری محاسبه شده است اما ممکن است در عمل در کشور ما هزینه جبران خدمات مدیران صرف‌نظر از عملکرد مدیر پرداخت گردد. به عبارتی دیگر استفاده و یا عدم استفاده از جریان نقد آزاد و فرصت‌های رشد تاثیری بر روی هزینه‌های نمایندگی شرکت ندارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم حاکی از تایید این فرضیه می‌باشد. به این صورت که، با افزایش دوره تصدی مدیرعامل ریسک اطلاعاتی شرکت کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر هرچقدر دوره تصدی مدیر بیشتر شود وی کمتر از ارقام تعهدی برای تغییر سود شرکت استفاده می‌کند. به این ترتیب صورت‌های مالی که توسط شرکت ارائه می‌شود قابلیت اتکا بیشتری دارد. بر اساس نتایج این فرضیه و با توجه به اهمیت بازار سرمایه و نقش آن به عنوان یکی از ابزارهای تامین مالی و همچنین نقش آن در تخصیص بهینه منابع کشور، می‌توان از طریق افزایش دوره تصدی مدیران عامل در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ریسک اطلاعاتی را کاهش داد و به این ترتیب سرمایه‌گذاران با آسودگی بیشتری اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نمایند. نتیجه دیگر این تحقیق آن است که با افزایش دوره تصدی مدیرعامل ارزش شرکت کاهش می‌یابد. فرضیه سوم به این صورت بیان شده بود که با افزایش دوره تصدی مدیرعامل ارزش شرکت نیز افزایش می‌یابد زیرا از طریق افزایش دوره تصدی مدیرعامل می‌توان منافع مدیران و سهامداران را همسو نموده و مدیران فقط بر روی سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت متمرکز نشوند و با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت ارزش شرکت را افزایش دهند. یکی از دلایل اثبات عکس فرضیه سوم تحقیق می‌تواند ناشی از این موضوع باشد که مدیران با دوره تصدی طولانی‌تر به حفظ شرایط شرکت خود تمایل بیشتری دارند. همچنین ممکن است موفقیت‌های مدیرعامل در اجرای برنامه‌های خویش در ابتدای کار، وی را به تغییر در محیط خود مقاوم کند به این صورت که وی از الگوی ثابتی در مدیریت خود استفاده کند علاوه بر این دوره

تصدی طولانی ممکن است باعث ریسک‌گریزی مدیرعامل شود. یکی دیگر از دلایلی که می‌توان برای ثابت شدن عکس فرضیه سوم به آن اشاره کرد این است که ممکن است بقا و یا تغییر مدیران در گرو عملکرد آن‌ها نباشد چه بسا مدیرانی که دارای عملکرد ضعیف در شرکت هستند بنا بر شرایط حاکم بر شرکت، دوره تصدی بلندمدتی در شرکت داشته و مدیران با عملکرد خوب خیلی زود از سمت خود کنار گذاشته شوند. بر همین اساس پیشنهاد می‌شود مالکان برای انتخاب مدیران خود حساسیت بیشتری نشان دهند. همچنین شناسایی و ارزیابی عوامل موثر بر دوره تصدی مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بررسی و شناسایی عوامل موثر در تاثیر منفی افزایش دوره تصدی مدیر عامل بر ارزش شرکت می‌تواند موضوع تحقیقات آتی در مورد دوره تصدی مدیرعامل باشد.

منابع

- سرمد، زهره. بازرگان، عباس. حجازی، الهه. (۱۳۷۶). روش‌های تحقیقی در علوم رفتاری. موسسه انتشارات آگاه.
- نوروش، ایرج. کرمی، غلامرضا. وافی ثانی. جلال (۱۳۸۸). بررسی رابطه ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری*، ش ۱، صص ۴-۲۴.
- Davidson, W.N. Xie, B. Xu, W. Ning, Y. (2007). The influences of executive age, career horizon and incentives on pre-turnover earnings management. *Journal of Management Science* 11, 45-60.
- Easley, D. O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance* 59, 1553-1583.
- Francis, J. LaFond, R. Olsson, P. Schipper, K., (2004). Cost of equity and earnings attributes. *Accounting Review* 79, 967-1010.
- Hambrick, D.C. Geletkanycz, M.A. Fredrickson, J.W. (1993). Top executive commitment to the status quo: some tests of its determinants. *Strategic Management Journal* 14, 401-418.
- Hongxia Wang, Wallace N. Davidson, Xiaoxin Wang. (2010) "The Sarbanes-Oxley Act and CEO tenure, turnover, and risk aversion" *The Quarterly Review of Economics and Finance* 50, 367-376.
- Jeff Brookman, Paul D. Thistle (2009). CEO tenure, the risk of termination and firm value. *Journal of Corporate Finance* 15, 331-344.

- Jensen, M.C. (2004) . The agency costs of overvalued equity and the current state of corporate finance. *European Financial Management Journal* 10, 549–565.
- Jensen, M.C. Smith, C.W. (1985) . Stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory. In: Altman, E.I., Subrahmanyam, M.G. (Eds.) , *Recent advances in corporate finance*. Irwin, Homewood, IL.
- Jensen, M. Meckling, W. (1979) “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Le Breton-Miller, I. Miller, D. (2006) . Why do some family businesses out-compete? Governance, long-term orientations, and sustainable capability. *Entrepreneurship Theory and Practice* 30, 731–746.
- McClelland PL. Liang X. Barker III VL (2010) . CEO commitment to the status quo: replication and extension using content analysis. *Journal of Management*;36,125-177.
- Murad Antia. Christos Pantzalis. Jung Chul Park b. (2010) CEO decision horizon and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Corporate Finance* 1-14.
- Ocasio, W. (1994) . Political dynamics and the circulation of power: CEO succession in U.S. industrial corporations, 1960–1980. *Administrative Science Quarterly*, 39, 285–312.
- O'Hara, M. (2003) . Presidential address: liquidity and the price discovery. *Journal of Finance*, 58, 1334–1335.
- Patrick L. McClelland. Vincent L. Barker III , Won-Yong Oh (2012) . “CEO career horizon and tenure: Future performance implications under different contingencies”. *Journal of Business Research*, 07351; No of Pages 7.
- Pourciau, S. (1993) . Earnings management and non-routine executive changes. *Journal of Accounting and Economics*, 16, 317–336.
- Wells, P. (2002) . Earnings management surrounding CEO changes. *Accounting and Finance*, 42, 169–193.
- Yudan Zheng, (2010) , "The effect of CEO tenure on CEO compensation: Evidence from inside CEOs vs outside CEOs", *Managerial Finance*36, 832 – 859.