

## بررسی تأثیر کارایی هیئت مدیره بر موفقیت بلند مدت شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران

رقیه مرادنژاد

کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، واحد علوم و تحقیقات تهران، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران  
r.moradnezhad88@gmail.com

چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره سوم)  
شماره ۲۶ / تابستان ۱۳۹۹ (جلد دوم) / صص ۱۳۱-۱۴۸

### چکیده

واحدهای تجاری، به منظور انجام سرمایه‌گذاری لازم است که با توجه به محدودیت منابع و کارا بودن منابع در طرح‌های دارای خالص ارزش فعلی مثبت، سرمایه‌گذاری کند. در واقع، بیش سرمایه‌گذاری بیانگر عدم کارایی سرمایه‌گذاری است و به دلیل وجود تضاد منافع بین مدیران و سرمایه‌گذاران اتفاق می‌افتد. از این رو هدف این پژوهش بررسی تأثیر کارایی هیئت‌مدیره بر موفقیت بلندمدت شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ با نمونه مشتمل بر ۲۲۵ شرکت است. برای بررسی فرضیه از رگرسیون خطی چند متغیره و داده‌های ترکیبی با استفاده از مدل حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه نشان داد که کارایی هیئت‌مدیره بر موفقیت بلندمدت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. ما شواهد محکمی پیدا می‌کنیم که پویایی هیئت‌مدیره با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت ارتباط مثبت دارند. این یافته‌ها از این دیدگاه پشتیبانی می‌کنند که منابع بنگاه و فرآیندهای داخلی که تابلوها را قادر به جمع‌آوری این منابع می‌کنند تا بتوانند وظایف پیچیده را برطرف سازند، برای موفقیت طولانی مدت یک شرکت بسیار مهم است. در نتیجه، هیئت مدیره قادر به تصمیم‌گیری است که منجر به کارایی سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود.

**واژگان کلیدی:** کارایی هیئت‌مدیره، موفقیت بلندمدت، سرمایه‌گذاری.

### مقدمه

در دنیای امروز مدیریت، نقش تعیین‌کننده در افزایش بازدهی و بهره‌وری 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. مدیران پس از اینکه به این سمت منصوب می‌شوند، به این دلیل که دوره تصدی بلندمدتی 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 (مرادی، ۱۳۹۷).

همچنین مدیران عامل به شهرت و اعتبار خود علاقه‌مند می‌باشند و همین امر منجر به عملکرد محافظه‌کارانه آنان در ارتباط با گزارش زیان می‌گردد. از طرفی در ابتدای دوره تصدی، حتی در شرایط بد بازار، عملکرد نامناسب شرکت به حساب ضعف مدیرعامل گذاشته می‌شود. بنابراین در ابتدای دوره تصدی، مدیران عامل سعی می‌کنند عملکرد مناسبی از خود نشان دهند تا بدین ترتیب برای خود اعتبار بی‌افزایند. پس از اینکه مدیرعامل به شهرت و اعتبار دست‌یافت، سعی در حفظ شهرت خود دارد. از این‌رو شروع به گزارشگری محافظه‌کارانه می‌کنند. یعنی شهرت وی، محرکی برای کاهش گزارشگری جسورانه می‌گردد؛ زیرا مدیرعاملی که شهرت وی بیشتر است. اگر گزارشگری جسورانه‌اش فاش شود در مقایسه با یک مدیرعامل با شهرت و اعتبار پایین، بیشتر متضرر می‌گردد (ژانگ، ۲۰۱۶). مدیران پس از اینکه به این سمت منصوب می‌شوند، به این دلیل که دوره تصدی بلند مدتی را برای خود پیش بینی 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 بلند مدت، 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 (دیانتی و همکاران، ۱۳۹۵).

وی تینگ (۲۰۱۶) بیان می‌دارد که دوره تصدی مدیر عامل شرکت یکی از معیارهای اندازه‌گیری کیفیت مدیریتی است که به تعداد سالهایی که یک شخص در پست مدیر عامل یک شرکت می‌باشد اطلاق می‌شود. انجام عملیات مدیریتی شرکت توسط یک شخص طی سنوات متمادی، به دلیل آشنایی تیم مدیریتی با عملیات مدیریتی شرکت، می‌تواند مؤثرتر صورت گیرد. چنانچه مدیر عامل شرکت تجربه انجام مدیریت شرکت را برای چندین سال داشته باشد، شناخت بیشتری نسبت به کار و نوع فعالیت شرکت خواهد داشت که موجب تسریع در انجام عملیات مدیریت و کاهش هزینه‌های مدیریت و افزایش کیفیت مدیریت می‌گردد. نتایج تحقیق وی تینگ (۲۰۱۶)، نشان می‌دهد که بالا بودن دوره تصدی مدیر عامل شرکت، موجب افزایش شناخت و تخصص مدیریت در صنعت صاحب کار مربوطه شده و همچنین موجب بالا رفتن سطح کیفیت مدیریت خواهد شد. امروزه هیئت مدیره نقش حیاتی و ضروری در اداره کردن شرکت دارد که نه تنها در اقتصاد کشور بلکه در سطح جهانی نقش به‌سزایی دارد و اندازه‌های اعضای موجود در هیئت مدیره شرکت‌ها جنبه حیاتی در ارزیابی بهره‌وری از هیئت مدیره است. دو دیدگاه پیرامون نقش اندازه هیئت مدیره بر استقلال آن وجود دارد. دیدگاه اول بیان می‌دارد که هیئت مدیره با تعداد اعضای زیاد باعث بوجود آمدن مشکلات نمایندگی می‌شود. زیرا ممکن است تعدادی از اعضای هیئت مدیره به عنوان افراد بی‌منفعت عمل کنند و کنترل و نظارت بر مدیر عامل به صورت کارا صورت نگیرد. از سوی دیگر دیدگاه دوم هیئت مدیره کوچک‌تر از مزیت‌ها و منافع نظرات و پیشنهادهای تخصصی و متنوع که در هیئت مدیره بزرگ‌تر وجود دارد، محروم است. یک هیئت مدیره با تعداد اعضای کم ممکن است توسط مدیر عامل آسان‌تر کنترل شود، در حالیکه نفوذ و سیطره مدیر عامل بر یک هیئت مدیره با تعداد اعضای بیشتر دشوارتر است (آقایی، ۱۳۹۷). همچنین توانایی هیئت مدیره به عنوان سازوکار نظارتی اثربخش به استقلال آن در هیئت مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آن‌ها به عنوان افرادی مستقل به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت در جلسات هیئت مدیره، کمک شایان توجهی می‌کند. بدین ترتیب هیئت مدیره شرکت با دارا بودن استقلال، یک سازوکار بالقوه توانمند شرکت به حساب می‌آید (طالب‌نیا،

(۱۳۹۶).

با گسترش شرکت‌های سهامی و افزایش وظایف و اختیارات هیئت مدیره شرکت‌ها، این سوال مطرح می‌گردد که مدیران چگونه پی‌گیر منافع سهامداران خواهند بود و چه تضمینی برای تأمین منافع کلیدی و سهامداران و سایر گروه‌های ذینفع وجود دارد؟ زیرا همواره به طور بالقوه این امکان وجود دارد که مدیران اقداماتی انجام دهند که در جهت منافع خودشان و عکس منافع سهامداران باشد. این امر ناشی از وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران شرکت می‌باشد. به این دلیل که برای مدیران امکان دسترسی انحصاری به بخشی از اطلاعات و نیز تهیه و ارائه اطلاعاتی همچون اطلاعات مالی وجود دارد و سهامداران نمی‌توانند اعمال و فعالیت‌های مدیران را به طور مستمر مشاهده و کنترل نمایند. استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی نیز همواره از عدم تقارن اطلاعات حسابداری ناراضی بوده‌اند و همواره به دنبال اطلاعاتی هستند که بتوانند جهت تصمیم‌گیری‌های منطقی از آن استفاده نمایند. در صورتی که اطلاعاتی قابل اتکاء وجود داشته باشد که بتوان از آن‌ها در فرآیند تصمیم‌گیری استفاده نمود، آنگاه اطلاعات مذکور، مربوط تلقی خواهند. بنابراین شناسایی سازوکارهایی که بتواند به ایجاد معیارهای با قابلیت اتکاء و کاهش تضاد منافع موجود بین ذینفعان کمک نماید، بسیار حائز اهمیت خواهد بود. این امر منجر به بحث‌های متعددی شده است که موضوع حاکمیت شرکتی از اصلی‌ترین آن‌هاست. حاکمیت شرکتی راهکاری جهت از بین بردن عدم تقارن اطلاعاتی موجود بین مدیران و سهامداران، از طریق تضاد منافع می‌باشد و یکی از مهم‌ترین مکانیزم‌های آن بهبود ساختار هیئت مدیره می‌باشد (پروین، ۱۳۹۷). تفکیک مالکیت از مدیریت در سطح شرکت‌ها باعث به وجود آمدن ناسازگاری میان مدیران و مالکان می‌شود. هیئت مدیره واحدی مهم در ساختار سازمانی هر شرکت می‌باشد که محور ارتباطی میان سهامداران و مدیران تلقی می‌شود و به واسطه همین موضوع، ایفا کننده نقش مهمی در حاکمیت شرکتی در سطح شرکت‌هاست (حساس‌یگانه و معیری، ۱۳۸۷).

واحد‌های تجاری، به منظور انجام سرمایه‌گذاری لازم است که با توجه به محدودیت منابع و کارا بودن منابع در طرح‌های دارای خالص ارزش فعلی مثبت، سرمایه‌گذاری کند. در واقع، بیش سرمایه‌گذاری بیانگر عدم کارایی سرمایه‌گذاری است و به دلیل وجود تضاد منافع بین مدیران و سرمایه‌گذاران اتفاق می‌افتد. بیش سرمایه‌گذاری باعث حداکثر سازی منافع شخصی مدیران می‌شود ولی از طرف دیگر ارزش شرکت را کاهش می‌دهد (استالز، ۲۰۱۹). نظریه سرمایه‌گذاری بیش از حد براساس تضاد میان مدیران و سهامداران شکل می‌گیرد. مدیران تمایل دارند اندازه شرکت را بزرگ نمایند، گرچه مجبور باشند پروژه‌های ضعیف را بپذیرفته و ثروت سهامداران را کاهش دهند. نظریه بیش سرمایه‌گذاری بیان می‌کند، شرکت‌هایی که بیشتر از سطح بهینه سرمایه‌گذاری کنند، از مشکل بیش سرمایه‌گذاری آسیب می‌بینند (بهرامی، ۱۳۹۸). سرمایه‌گذاری در زمینه‌های مختلف، همواره به‌عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است تا علاوه بر توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری نیز از اهمیت فراوانی برخوردار باشد (الهایی و اسکندر، ۱۳۹۶؛ ثقفی و همکاران، ۱۳۹۰). مطابق با تئوری نئوکلاسیک، شرکت‌ها برای بیشینه‌سازی ارزش خود، تا آنجا که درآمد نهایی با هزینه نهایی این سرمایه‌گذاری برابر شود، به سرمایه‌گذاری خود ادامه می‌دهند (صفری گرایلی و رعنائی، ۱۳۹۶؛ هایاشی<sup>۱</sup>، ۱۹۸۲؛ آبل<sup>۲</sup>، ۱۹۸۳). گرچه، در چارچوب عقاید کینز و پیروانش در سال ۱۹۰۹ (گوردن<sup>۳</sup>، ۱۹۹۲) انتظار می‌رود که میزان سرمایه‌گذاری از طریق اولویت رشد یا امنیت مالی قابل‌تعیین باشد ولی در چارچوب نمایندگی مایرز<sup>۴</sup> (۱۹۷۷) مسئله

<sup>1</sup> Hayashi

<sup>2</sup> Abel

<sup>3</sup> Gorden

<sup>4</sup> Myers

عدم تقارن اطلاعات مطرح می‌شود. مطابق با این تئوری شرکت‌ها ممکن است از سطوح سرمایه‌گذاری بهینه منحرف شده و دچار کم سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup> (سرمایه‌گذاری کمتر از انتظار) یا بیش سرمایه‌گذاری<sup>۲</sup> (سرمایه‌گذاری بیش از انتظار) شوند. زمانی واحد تجاری در سرمایه‌گذاری کارا تعریف می‌شود که همه پروژه‌هایی را که خالص ارزش فعلی مثبت داشته باشند، انتخاب نماید. صرف نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری که خالص ارزش فعلی مثبت دارند، سرمایه‌گذاری کمتر از حد محسوب شده و همچنین انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی به معنای سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌باشد که هر دو حالت بیانگر عدم کارایی سرمایه‌گذاری است (صفری گرایلی و رعناپی، ۱۳۹۶). دی فرانکو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۱) بر این باورند زمانی که شرکت‌ها مقایسه پذیری حسابداری بالایی با شرکت‌های همتا در صنعت داشته باشند، می‌توانند از طریق یادگیری از نحوه سرمایه‌گذاری شرکت‌های همتا، سرمایه‌گذاری‌های خود را بهبود ببخشند. همچنین بسیاری از محققان بر این استدلال هستند که از طریق دسترسی به اطلاعات قابل فهم و قابل درک، مدیران می‌توانند ارزیابی بهتری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت داشته باشند (وی چن و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶؛ چیرکوب و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۶؛ بیٹی و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۳؛ آقایی و حسن زاده، ۱۳۹۷). همچنین لینگ و همکاران (۲۰۱۶) بر این باورند که وجود مدیران با قدرت سیاسی (ارتباطات سیاسی) باعث کاهش نرخ بازده دارایی‌ها (عملکرد مالی شرکت) می‌گردد. همچنین می‌تواند باعث عدم کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها گردد. از این رو در پژوهش حاضر به دنبال پاسخ به این سوال هستیم که آیا کارایی هیئت مدیره بر موفقیت بلندمدت شرکت تاثیر دارد؟

## مبانی نظری

### سرمایه گذاری

سرمایه گذاری یعنی صرف جوه در حال حاضر، به امید دریافت عایدات بیشتر در آینده که باعث رشد و توسعه اقتصادی، ایجاد اشتغال و درآمد، افزایش مستمر تولید و صادرات و در نتیجه دستیابی به رفاه مادی و مقابله ریشه‌ای با پدیده نفرت انگیز فقر عمومی می‌شود. استاندارد حسابداری ۱۵ در تعریف سرمایه گذاری چنین بیان میدارد، سرمایه گذاری نوعی دارایی است که واحد سرمایه گذار برای افزایش منافع اقتصادی از طریق توزیع منافع (به شکل سود سهام، سود تضمین ده و اجاره) افزایش ارزش یا سایر مزایا (مانند مزایای ناشی از مناسبات تجاری) نگهداری می‌کنند.

محدودیت در منابع موجب شده است که علاوه بر توسعه سرمایه گذاری، افزایش کارایی سرمایه گذاری، از اهمیت فراوانی برخوردار گردد. به طور کلی، کارایی سرمایه گذاری، انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت است (تقفی و معتمدی فاضل، ۱۳۹۰). برای کارایی سرمایه گذاری حداقل دو عامل تعیین کننده می‌تواند وجود داشته باشد. نخست شرکت به منظور تامنی مالی فرصت‌های سرمایه گذاری آن نیازمند افزایش سرمایه است؛ که در این صورت در یک بازار کارا، همه پروژه‌ها با ارزش فعلی خالص مثبت باید تامنی مالی شود به عبارت دیگر هرگاه مدیران به فرصتی جهت سرمایه گذاری در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت دست یابند باید قادر به تامنی مالی آن باشند. دوم، حتی اگر شرکت تصمیم به افزایش سرمایه داشته

<sup>1</sup> Low investment

<sup>2</sup> Over investment

<sup>3</sup> DeFranco et al

<sup>4</sup> WeiChen et al

<sup>5</sup> Chircop et al

<sup>6</sup> Beatty

باشد تضمینی وجود ندارد که سرمایه گذاری صحیح انجام شود. برای نمونه مدیران می توانند با گزینش نامناسب پروژه ها یا حتی اختلاس منابع موجود سرمایه گذاری های ناکارآمد را انجام دهند (سادات افشارزاده، ۱۳۹۱).  
زمانی واحد تجاری در سرمایه گذاری کارا تعریف می شود که همه پروژه هایی را که خالص ارزش فعلی مثبت داشته باشند، انتخاب نماید. صرف نظر کردن از فرصت های سرمایه گذاری که خالص ارزش فعلی مثبت دارند، سرمایه گذاری کمتر از حد و همچنین انتخاب پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی به معنای سرمایه گذاری بیشتر از حد هست که هر دو حالت بیانگر عدم کارایی سرمایه گذاری است. در این پژوهش از اندازه گیری کیفیت ارقام تعهدی به عنوان شاخصی برای کیفیت گزارشگری مالی استفاده شده است. استفاده از کیفیت ارقام تعهدی بر این حقیقت استوار است که ارقام تعهدی برآوردهایی از جریان های نقدی و درآمدهای آتی هستند. کیفیت گزارشگری مالی می تواند کارایی سرمایه گذاری را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به دو روش بهبود بخشد:

۱. کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سهامداران و سپس کاهش هزینه های افزایش سرمایه شرکت
۲. کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران و سپس کاهش هزینه های سهامداران برای نظارت بر مدیران و بهبود انتخاب پروژه های سرمایه گذاری.

کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری، دو عنصر اصلی ساختار این پژوهش هست. به لحاظ سرمایه گذاری شرکت هایی کارا می باشند که تحت شرایط بازاری که اختلافاتی نظیر انتخاب ناسازگار و هزینه های کارگزاری در آن وجود ندارد، همه و تنها پروژه های با خالص ارزش فعلی مثبت را انتخاب نماید؛ بنابراین عدم کارایی سرمایه گذاری شامل صرف نظر کردن از فرصت های سرمایه گذاری است که در شرایط عدم وجود انتخاب ناسازگار، خالص ارزش فعلی مثبت دارند (سرمایه گذاری کمتر از حد) و همچنین انتخاب پروژه های با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه گذاری بیشتر از حد). کارایی سرمایه گذاری را به عنوان انحرافات از سرمایه گذاری مورد انتظار در یک مدل که سرمایه گذاری مورد انتظار را به عنوان تابعی از فرصت های رشد پیش بینی می کند، اندازه گیری می کنند (توبین، ۱۸۹۲). در نتیجه، هم سرمایه گذاری کمتر از حد (انحرافات منفی از سرمایه گذاری مورد انتظار) و هم سرمایه گذاری بیشتر از حد (انحرافات مثبت از سرمایه گذاری مورد انتظار) عدم کارایی سرمایه گذاری در نظر گرفته می شود. کیفیت گزارشگری مالی، دقت و صحت گزارش های مالی در بیان اطلاعات مربوط به عملیات شرکت، خصوصاً جریان های نقدی مورد انتظار، به منظور آگاه نمودن سرمایه گذاران هست. طبق بیانیه مفهومی شماره یک هیئت استانداردهای حسابداری مالی، گزارشگری مالی باید «اطلاعات سودمندی فراهم نماید که سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه را در انجام تصمیم گیری های منطقی یاری نماید». همچنین طبق بیانیه شماره ۸۹ هیأت استانداردهای حسابداری مالی، «گزارشگری مالی اطلاعاتی فراهم می کند که سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه را در ارزیابی مبالغ، زمان بندی و عدم قطعیت وجوه نقد دریافتی آتی یاری می نماید». لذا از اندازه گیری کیفیت ارقام تعهدی به عنوان شاخصی برای کیفیت گزارشگری مالی استفاده می شود. بر اساس این دیدگاه ارقام تعهدی، ارزش اطلاعاتی سود را با کاهش اثر نوسانات ناپایدار در جریان های نقدی بهبود می بخشد. همچنین ارقام تعهدی، برآوردهایی از جریان های نقدی و درآمدهای آتی هستند (وردی، ۲۰۱۱)

### استقلال هیئت مدیره

اعضای مستقل هیئت مدیره از طریق نظارت بر مدیران موظف، بر روی تصمیمات آنان نظارت دارند. در نتیجه ترکیب هیئت مدیره می تواند بر عملکرد مالی شرکت ها اثرگذار باشد. در صورتیکه اکثریت اعضای هیئت مدیره را مدیران مستقل

غیرموظف تشکیل دهد، هیئت مدیره از کارایی بیشتری برخوردار خواهد بود. تئوری نمایندگی برای افزایش استقلال هیئت مدیره از مدیریت، از این ایده پشتیبانی می کند که هیئت مدیره می بایست تحت اختیار مدیران بیرونی (غیر اجرایی) باشد؛ زیرا رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت باید توسط مدیران غیراجرایی شرکت تحت کنترل و نظارت باشد. وجود چنین مدیرانی می تواند کیفیت تصمیمات مدیریت را تحت تأثیر قرار داده و راهکارهای مناسب که باید توسط مدیریت انجام شود تا عملکرد شرکت بهبود یابد را در اختیار وی قرار می دهد (اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۹). اثر بخشی تفکیک تصمیم گیری توسط مدیریت و کنترل توسط هیئت مدیره از آنجا نشأت می گیرد که مدیران غیرموظف به دلیل منافعشان حاضر به تبانی با مدیران اجرایی نمی باشند. از آنجا که مدیران غیرموظف اکثراً در سایر شرکت ها دارای سمتهای اجرایی مدیریت یا تصمیم گیری می باشند انگیزه بالایی برای کسب شهرت به عنوان تخصص امر تصمیم گیری و برخورداری از فرصت های شغلی بهتر در آینده دارند. عدم همسویی انگیزه مدیران برای استفاده از ثروت مالکان برای منافع شخصی خویش با انگیزه مدیران غیر موظف برای کسب شهرت باعث بهبود نظارت بر مدیریت شرکت شده و کاهش هزینه های نمایندگی را در پی خواهد داشت (جنسن، ۲۰۱۷).

### پیشینه پژوهش

نگوین و همکاران (۲۰۱۹) پژوهشی را با عنوان بررسی نقش تعدیلگر بدهی و تقسیم سود بر رابطه بین بیش سرمایه گذاری و عملکرد شرکت در ۳۵۹ شرکت در طی سال های ۲۰۱۶-۲۰۰۶ در ویتنام انجام دادند. نتایج نشان داد که سرمایه گذاری بیش از حد بر عملکرد شرکت تأثیر منفی دارد. همچنین اثر مضر سرمایه بیش از حد را می توان با استفاده از بدهی یا پرداخت سود سهام تسکین داد.

کیانگ و همکاران (۲۰۱۹) پژوهشی را با عنوان بررسی رابطه سرمایه گذاری بیش از حد با عملکرد شرکت در ۳۲۰ شرکت در طی سال های ۲۰۱۶ - ۲۰۱۰ لندن انجام دادند. نتایج آن ها بیانگر این مطلب بود که سرمایه گذاری بیش از حد با عملکرد شرکت ارتباط مثبتی دارد.

ولتا و همکاران (۲۰۱۸) پژوهشی را با عنوان بررسی جریان نقد آزاد و بیش سرمایه گذاری بر عملکرد شرکت با بررسی ۱۱۰ مشاهده در طی سال های ۲۰۱۷ - ۲۰۱۴ در چین انجام دادند. آنان در تحقیق خود نشان دادند بیش سرمایه گذاری در شرکت ها به جریان نقد آزاد مثبت در شرکت بیشتر حساس است و بیش سرمایه گذاری با عملکرد شرکت رابطه مثبتی دارد.

لینگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی ارتباطات سیاسی، بیش سرمایه گذاری و عملکرد شرکت پرداختند. شرکت های مورد بررسی شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین است. روش تحقیق حاضر از نوع توصیفی و همبستگی و از نظر روش اجرا کاربردی محسوب می گردد. نتایج نشان دادند که ارتباطات سیاسی به طور منفی با بزاده دارایی ها مرتبط است. علاوه بر این، شرکت هایی که ارتباطات سیاسی قوی دارند، از طریق وام های بانکی بلندمدت تأمین مالی می شوند و به احتمال زیاد این شرکت ها بیش سرمایه گذار هستند. نتایج کلی نشان داد که رشد ارتباطات سیاسی می تواند موجب سرمایه گذاری پر ریسک برای شرکت شود.

<sup>1</sup> Ling et al

نمه و جیزی<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) در پژوهش خود با عنوان تأثیر کار آیی هیئت‌مدیره بر هزینه‌های حسابرسی که در بین مؤسسات مالی FTSE بین سال‌های ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۵ انجام دادند به این نتیجه دست یافتند که هیئت‌مدیره با اندازه بزرگ‌تر و استقلال بیشتر، هزینه‌های حسابرسی بیشتری را برای افزایش ظرفیت نظارت و محافظت از گروه وسیعی از سهامداران پرداخت می‌کنند. رحمان و سایما<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی کارایی ترکیب هیئت‌مدیره بر عملکرد شرکت: شواهد تجربی از شرکت‌های تولیدی بنگلادش بین سال‌های ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۶ را مورد بررسی قرار دادند و آن‌ها به دنبال یافتن کارایی هیئت‌مدیره از طریق اندازه هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره و تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره بر عملکرد شرکت بودند که نتایج یافته‌های آنان نشان داد هیئت‌مدیره‌های بزرگ در بهبود عملکرد شرکت مؤثر هستند اما استقلال هیئت‌مدیره و تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره ارتباط معناداری با عملکرد شرکت ندارند که این امر نشان می‌دهد که سازوکار سازمانی اداره شرکت به‌ویژه کارایی ترکیب هیئت‌مدیره بسیار ضعیف است.

برندک و منصوری (۱۳۹۸)، در بررسی کارایی هیئت‌مدیره و عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت: نقش تعدیلی پیشینه دانش مالی مدیرعامل پرداخته‌اند. فرضیه‌های تحقیق با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۱۰۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ و با بهره‌گیری از الگوی رگرسیون چند متغیره مبتنی بر فن داده‌های تابلویی مورد آزمون قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که کارایی هیئت‌مدیره رابطه معنادار با عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت دارد. هرچقدر هیئت‌مدیره‌ها از کارایی بیشتری برخوردار باشند شرکت‌های نیز در همان جهت عملکرد مسئولیت اجتماعی بهتری از خود نشان می‌دهند. از این رو پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها برای داشتن عملکرد بهتر در زمینه مسئولیت اجتماعی از هیئت‌مدیره‌هایی با کارایی بالا انتخاب کنند نتایج فرضیه دوم نشان داد پیشینه مالی مدیرعامل رابطه بین کارایی هیئت‌مدیره و عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت را تعدیل می‌کند از این رو می‌توان پیشنهاد نمود شرکت‌ها برای مطلوبیت در گزارش‌دهی عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت از داشتن مدیرعامل‌هایی با پیشینه دانش مالی غافل نشوند.

بادآور نهندی؛ تقی زاده خانقاه (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای دستیابی به هدف پژوهش، ۱۱۰ شرکت از تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ انتخاب شد و با استفاده از رویکرد داده‌های ترکیبی، فرضیه‌های پژوهش آزمون شدند. نتایج نشان می‌دهد ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تأثیر مثبتی داشته و بر عملکرد شرکت تأثیر منفی می‌گذارد. ارتباطات سیاسی می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا منابع مالی بیشتری به‌دست آورند، اما دسترسی به وام‌های تجاری نشئت گرفته از ارتباطات سیاسی، اعتبار مضاعفی ایجاد کرده و هزینه‌های مالی را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، دخالت سیاستمداران ممکن است موجب تحریف در تخصیص منابع اجتماعی شده و به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و تضعیف عملکرد شرکت منجر شود.

اعتمادی و احمدی گورجی (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر ارتباط سیاسی بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۰ با استفاده از یک نمونه متشکل از ۱۳۵ شرکت پرداختند. روش تحقیق حاضر از نوع توصیفی و همبستگی است. یافته‌ها حاکی از آن است که ارتباط سیاسی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مؤثر بوده و سبب کاهش محدودیت جریان تأمین مالی شرکت‌ها گشته است. نتایج پیامدهای عملی این پژوهش

<sup>1</sup> Nehme, R., & Jizi, M

<sup>2</sup> Rahman, M., & Saima, N. F

برای مدیران مالی جهت استفاده از این اطلاعات در تنظیم کردن سیاست های مالی و عملیاتی شرکت مهم است. همچنین برای سرمایه گذاران جهت ارزیابی وضعیت مالی شرکت های ایرانی و تصمیم گیری در رابطه با سرمایه گذاری های خود، مفید می باشد.

هادیان و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر کارایی سرمایه گذاری در سودآوری و «بازده خرید و نگهداری تعدیل شده آینده» با در نظر گرفتن سطح محدودیت مالی پرداختند. برای تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها از الگوهای رگرسیون چندمتغیره و داده های ترکیبی استفاده شد. شاخص محدودیت مالی شرکت با استفاده از رگرسیون لاجیت رتبه ای برآورد شده است. نمونه آماری برای آزمون فرضیه های پژوهش، متشکل از ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ است. یافته های پژوهش نشان دهنده تأثیر متفاوت سرمایه گذاری در سودآوری آینده در شرکت های با محدودیت مالی نسبت به شرکت های بدون محدودیت مالی است. این یافته ها با مبانی نظری سازگار است؛ اما شواهدی دال بر تأثیر متفاوت سرمایه گذاری در بازده خرید و نگهداری تعدیل شده آینده شرکت های با محدودیت مالی نسبت به شرکت های بدون محدودیت مالی یافت نشد.

نخعی، نخعی و مهرپرور (۱۳۹۵) در بررسی ارتباط بین کارایی هیئت مدیره و ریسک کوتاه مدت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ انجام دادند به این نتیجه دست یافتند که بین کارایی هیئت مدیره (اعضای غیرموظف هیئت مدیره و تفکیک وظایف مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره) و ریسک کوتاه مدت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد.

### فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: کارایی هیئت مدیره بر موفقیت بلندمدت شرکت های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

### روش پژوهش

پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت، یک پژوهش توصیفی با تأکید بر روابط همبستگی است، زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می کند و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون تعیین می نماید. علاوه بر این در حوزه مطالعات پس رویدادی قرار می گیرد و مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سایر اطلاعات واقعی است که با روش استقرایی به کل جامعه آماری قابل تعمیم خواهد بود. برای جمع آوری داده های متغیرهای پژوهش از صورت های مالی شرکت ها و از منابع مختلفی همچون نرم افزار ره آورد نوین و سایت اینترنتی متعلق به مرکز مدیریت پژوهش و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایت کدال استفاده شده است. قلمرو زمانی این پژوهش از سال ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ است.

### جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند. نمونه آماری به روش حذفی و اعمال شرایط زیر تعیین شد:



۱. برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری آن‌ها، سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشد.
  ۲. طی قلمرو زمانی پژوهش، توقف فعالیت نداشته و دوره مالی خود را تغییر نداده باشند.
  ۳. کلیه اطلاعات موردنیاز از شرکت‌ها برای پژوهش در دسترس باشد.
  ۴. شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۹۳ در بورس پذیرفته شده باشند.
  ۵. شرکت‌ها جزء شرکت‌های بیمه، بانکی و واسطه‌گری مالی نباشند.
- با مد نظر دادن محدودیت‌های بالا تعداد ۲۲۵ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند.

## متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

### متغیر وابسته

**موفقیت بلند مدت** در این تحقیق بر اساس تحقیق هی و همکاران (۲۰۲۰)، چن و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) طبق مدل سرمایه‌گذاری کل بیان شده است. برای برآورد سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، و کمتر از حد، سرمایه‌گذاری کل را تعریف کردند. به عقیده آن‌ها سرمایه‌گذاری کارا به سرمایه‌گذاری‌هایی اشاره دارد که تنها پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت تأمین مالی شوند. مشابه مدل بیدل و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) آن‌ها از معیار کیوتوبین و رشد فروش برای پیش‌بینی سطح سرمایه‌گذاری استفاده کردند که مطابق با رابطه (۱) است.

رابطه (۱):

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_1 \Delta Sale_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

تعریف متغیرهای این رابطه به شرح زیر است:

$INV_{i,t}$ : سرمایه‌گذاری کل شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$Q_{i,t-1}$  (کیوتوبین): مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر دارایی‌های کل.

$\Delta Sale_{i,t-1}$  (درصد تغییرات فروش): درصد تغییر درآمد فروش از سال جاری نسبت به سال قبل.

شرکت‌هایی با باقیمانده خطای مدل رگرسیونی که به صورت منفی می‌باشند، شرکت‌های کم سرمایه‌گذار تلقی می‌شوند و شرکت‌هایی با باقی مانده خطای مدل رگرسیونی که به صورت مثبت می‌باشند، نشان‌دهنده شرکت‌های بیش سرمایه‌گذار هستند (چن و همکاران، ۲۰۱۳).

### متغیر مستقل

**کارایی هیئت مدیره:** متغیرهای مستقلی که در رابطه با متغیر وابسته کارایی هیئت مدیره مطابق با پژوهش (برندک و منصور، ۱۳۹۸؛ رزمیان فیض‌آبادی و هشی، ۱۳۹۲؛ نمه و جیزی، ۲۰۱۸؛ رحمان و سایما، ۲۰۱۸) در این پژوهش مورد بررسی خواهند گرفت عبارتند از استقلال هیئت مدیره که در ادامه توضیح داده شده است:

✓ استقلال هیئت مدیره (BRDIND)<sup>۳</sup>: در پژوهش حاضر از نسبت مدیران غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضا برای

<sup>1</sup> Chen et al

<sup>2</sup> Biddle et al

<sup>3</sup> Board Independence

سنجش میزان استقلال اعضا هیئت مدیره استفاده خواهد شد. عضو غیر موظف هیئت مدیره عضوی است که فاقد مسئولیت اجرای در شرکت است.

### متغیرهای کنترلی

جدول (۱): متغیرهای کنترلی پژوهش

LEV	استقراض‌ها تقسیم‌بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت	اهرم مالی شرکت (leverage)	
SIZE	لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت	اندازه شرکت (size)	
ROA	درآمد خالص تقسیم‌بر کل دارایی‌ها	قابلیت سودآوری دارایی‌های مشهود (profitability, tangible assets)	
PPE	نسبت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات بر کل دارایی‌ها	دارایی‌های مشهود (Tangible assets)	
CASH	نسبت مجموع وجوه نقد بر کل دارایی‌ها	نگهداشت وجه نقد (cash holdings)	
MTB	ارزش بازار سهام، تقسیم‌بر ارزش دفتری سهام	فرصت‌های رشد (growth opportunities)	
Z-Score	برای سنجش خطر ورشکستگی از رابطه زیر (ضریب آئمن تعدیل شده) استفاده می‌شود: $Z_{SCORE} = (6.56)X_1 + (3.26)X_2 + (6.72)X_3 + (1.05)X_4 + X_5$ که در معادله بالا: $X_1$ = سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها. $X_2$ = سود (زیان) به مجموع دارایی‌ها $X_3$ = سود قبل از مالیات تقسیم به مجموع دارایی‌ها $X_4$ = ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به مجموع بدهی‌ها	خطر ورشکستگی (bankruptcy risk)	
DACC	که از طریق معادله زیر سنجیده می‌شود: $TA = \alpha + \frac{\beta_1}{Assets_{it-1}} + \beta_2 \Delta SALES_{it} + \beta_3 PPE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$ که در معادله بالا: TA = ارقام تعهدی اختیاری = سود خالص منهای جریان نقد عملیاتی Assets = مجموع دارایی‌ها $\Delta SALES$ = تغییر در فروش سالیانه (فروش سال جاری منهای فروش سال قبل تقسیم‌بر فروش سال قبل) ROA = سود خالص تقسیم‌بر مجموع دارایی‌ها PPE = اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات	کیفیت حسابداری (accounting quality)	

	باقی مانده معادله = کیفیت حسابداری	
BLOCK	مجموع درصد سهام سرمایه گذارانی که بیشتر یا مساوی ۱۰ درصد سهام را در اختیار دارند.	حضور سهامداران عمده (the presence of blockholders)
PIvol	انحراف معیار سود قبل از کسر مالیات (نسبت به سه سال قبل) تقسیم بر مجموع دارایی‌ها	نوسان درآمد قبل از مالیات (the volatility of pre-tax income)
CFOvol	انحراف معیار وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی (نسبت به سه سال قبل) تقسیم بر مجموع دارایی‌ها	نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی (the volatility of cash flow from operations)
SALES GROWTH	فروش سال جاری منهای فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل	رشد فروش (SALES GROWTH)

### یافته‌های پژوهش

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول ۲، آمار توصیفی داده های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق را نشان می‌دهد. آمار توصیفی مربوط به ۲۲۵ شرکت نمونه طی دوره زمانی ۵ ساله (۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷) می‌باشد.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
موفقیت بلندمدت	INV	-۰.۰۵	-۰.۰۵	۰.۶۷	-۰.۱۷	۰.۱۲
استقلال هیئت مدیره	BRDIND	۰.۶۶	۰.۶۱	۱.۰۰	۰.۰۰	۰.۲۱
حضور سهامداران عمده	BLOCK	۰.۶۵	۰.۶۹	۰.۹۹	۰.۰۰	۰.۲۳
نگهداشت وجه نقد	CASH	۰.۰۳	۰.۰۲	۰.۵۴	۰.۰۰۰۱	۰.۰۴
نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی	CFOVOL	۰.۰۶	۰.۰۵	۰.۳۴	۰.۰۰	۰.۰۴
کیفیت حسابداری	DACC	۰.۰۰	۰.۰۰۳	۰.۵۸	-۰.۶۱	۰.۰۹
اهرم مالی	LEV	۰.۵۹	۰.۶۰	۱.۹۷	۰.۰۱	۰.۲۴
فرصت های رشد	MTB	۳.۱۳	۲.۳۶	۶۳.۷۳	-۷.۲۴	۳.۸۳
مالیات نوسان درآمد قبل از	PIVOL	۰.۰۵	۰.۰۴	۰.۷۳	۰.۰۰	۰.۰۵
دارایی های مشهود	PPE	۰.۲۵	۰.۲۰	۰.۹۳	۰.۰۰	۰.۱۸
مشهود قابلیت سودآوری دارایی	ROA	۰.۱۰	۰.۰۸	۰.۶۳	-۰.۶۱	۰.۱۴
اندازه شرکت	SIZE	۱۴.۳۱	۱۴.۱۰	۱۹.۷۴	۱۰.۱۶	۱.۵۵
خطر ورشکستگی	ZSCORE	۵.۱۳	۳.۶۸	۳۶.۴۲	-۸.۴۱	۶.۰۹
فروش رشد	SALES GROWTH	۰.۲۴	۰.۱۳	۴۳.۵۶	-۱.۰۰	۱.۱۹

با نگاهی به جدول (۲) می‌توان دریافت که در بین متغیرها، اندازه شرکت با مقدار (۱۴/۳۱) دارای بیشترین میانگین و موفقیت بلند مدت با مقدار (-۰/۰۵) دارای کمترین میانگین است. با مقایسه انحراف معیار متغیرهای مورد بررسی به این نتیجه می‌رسیم که متغیر خطر ورشکستگی (۶/۰۹) نسبت به سایر متغیرها دارای بیشترین پراکندگی است و این بدان معناست که این متغیر نوسانات شدیدتری دارد و متغیر نگهداشت وجه نقد و نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی (۰/۰۴) دارای کمترین پراکندگی است.

### آزمون مانایی

برای بررسی مانایی از آزمون ریشه‌ی واحد<sup>۱</sup> استفاده شده است. فرض‌های آماری مربوط به آزمون وجود ریشه‌ی واحد به‌قرار زیر است:

فرضیه‌ی صفر ( $H_0$ ): ریشه‌ی واحد وجود دارد و متغیر موردنظر مانا نیست.

فرضیه‌ی مقابل ( $H_1$ ): ریشه‌ی واحد وجود ندارد و متغیر موردنظر مانا است.

جدول (۳): آزمون لوین، لین و چو

نتیجه	سطح معناداری	آماره آزمون	نماد	متغیر
مانا	۰/۰۰۰۰	-۹۱/۹۹	INV	موفقیت بلندمدت
مانا	۰/۰۰۰۰	-۶۹/۱۴	BRDIND	استقلال هیئت مدیره
مانا	۰/۰۰۰۰	-۲۶/۶۱	BLOCK	حضور سهامداران عمده
مانا	۰/۰۰۰۰	-۵۷/۶۰	CASH	نگهداشت وجه نقد
مانا	۰/۰۰۰۰	-۲۷/۰۲	CFOVOL	نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی
مانا	۰/۰۰۰۰	-۴۴/۲۴	DACC	کیفیت حسابداری
مانا	۰/۰۰۰۰	-۲۰/۹۱	LEV	اهرم مالی
مانا	۰/۰۰۰۰	-۱۱/۴۶	MTB	فرصت‌های رشد
مانا	۰/۰۰۰۰	-۲۴/۳۶	PIVOL	نوسان درآمد قبل از مالیات
مانا	۰/۰۰۰۰	-۲۵/۹۹	PPE	دارایی‌های مشهود
مانا	۰/۰۰۰۰	-۲۴/۳۲	ROA	قابلیت سودآوری دارایی مشهود
مانا	۰/۰۰۰۰	-۳۰/۸۸	SIZE	اندازه شرکت
مانا	۰/۰۰۰۰	-۲۱/۶۹	ZSCORE	خطر ورشکستگی
مانا	۰/۰۰۰۰	-۲۸/۹۷	SALES_GROWTH	رشد فروش

با توجه به نتایج ۳ می‌توان گفت از آنجایی که احتمال‌های محاسبه شده در آزمون لوین، لین و چو کوچکتر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرضیه صفر که مبنی بر وجود ریشه واحد برای متغیرها پذیرفته نمی‌شود و تمامی متغیرها در سطح مانا هستند.

<sup>1</sup> Unit Root Test

### آزمون اف لیمر (چاو)

این آزمون برای تشخیص بین الگوهای اثرات معمولی (pool) و داده‌های تابلویی (panel) صورت می‌گیرد. نتایج حاصل از آزمون اف لیمر برای مدل پژوهش بدین شرح می‌باشد:

جدول (۴): نتایج آزمون اف لیمر (چاو)

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
مدل اصلی	۱۲/۱۳	۰/۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی

نتایج حاصل در جدول ۴ نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون برای مدل اصلی کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر پذیرش الگوی داده‌های تابلویی (پانل) می‌باشد.

### آزمون هاسمن

در صورتی که میزان معناداری آماره‌ی چاو (prob) کمتر از سطح ۰,۰۵ باشد ساختار داده‌ای panel انتخاب می‌شود. در این حالت برای تشخیص اثرات ثابت یا تصادفی باید آزمون هاسمن نیز انجام شود.

جدول (۵): نتایج آزمون هاسمن

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
مدل اصلی	۱۳۶/۰۲	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت عرض از مبدأ

نتایج حاصل در جدول ۵ نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون مدل اصلی کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر پذیرش اثرات ثابت می‌باشد.

### آزمون ناهمسانی واریانس

اگر خطاهای رگرسیون ناهمسان باشند اما محقق بدون در نظر گرفتن این موضوع به فرایند برآورد و استنباط ادامه دهد در این حالت، انحراف معیار می‌تواند اشتباه باشد و بنابراین هرگونه استنباطی که صورت گرفته، می‌تواند گمراه‌کننده باشد بنابراین از آزمون والد تعدیل شده برای بررسی ناهمسانی واریانس جملات اخلاص استفاده شده است.

جدول (۶): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
فرضیه اصلی	۳/۵۴	۰,۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس

نتایج حاصل در جدول ۶ نشان می‌دهد که سطح معنی داری آزمون در مدل کمتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص می‌باشد که این مشکل در تخمین نهایی مدل با وزن دادن به مدل بصورت حداقل مربعات تعمیم

یافته تخمین زده شده تا این مشکل رفع گردد. برای تخمین الگوهای اقتصادی، روش‌های متفاوتی وجود دارد. با لحاظ کردن فروض کلاسیک، روش حداقل مربعات معمولی<sup>۱</sup> بر اساس قضیه گاوس-مارکف بهترین تخمین زننده خطی بدون تورش است؛ اما در صورت وجود ناهمسانی واریانس دیگر روش حداقل مربعات معمولی روش مناسبی برای تخمین نیست که از این رو با وزن دادن<sup>۲</sup> به رفع آن پرداخته و مدل مناسب برای تخمین آزمون فرضیه‌ها روش حداقل مربعات تعمیم یافته<sup>۳</sup> خواهد بود.

### نتایج مدل پژوهش برای فرضیه پژوهش

فرضیه اصلی: کارایی هیئت مدیره بر موفقیت بلندمدت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. مدل: معادله رگرسیون مورد تخمین در این تحقیق به صورت زیر می‌باشد:

$$INV_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BRDIND_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 PPE_{it} + \beta_6 CASH_{it} + \beta_7 Pivol_{it} + \beta_8 CFOvol_{it} + \beta_9 MTB_{it} + \beta_{10} Z - Score_{it} + \beta_{11} DACC_{it} + \beta_{12} BLOCK_{it} + \beta_{13} SALES GROWTH_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول (۷): نتایج تخمین فرضیه اصلی تحقیق

متغیرها	ضرایب (آماره)	همخطی
عرض از مبدا	۰,۵۳(۱۷/۸۲)*	-
کارایی هیئت مدیره	۰,۰۲(۳/۰۲)*	۱,۰۳۱۸۷۴
اهرم مالی	-۰,۰۰۹(-۱/۶۹)***	۱,۸۰۶۷۰۲
اندازه شرکت	-۰,۰۳(-۱۶/۴۰)*	۱,۸۱۹۷۹۹
قابلیت سودآوری دارایی مشهود	۰,۰۲(۲/۶۶)*	۲,۸۸۸۳۰۳
دارایی‌های مشهود	۰,۰۱(۳/۳۴)*	۱,۰۸۸۶۵۶
نگهداشت وجه نقد	-۰,۰۱(-۰/۷۶)	۲,۳۸۲۷۶۵
نوسان درآمد قبل از مالیات	-۰,۰۳(-۲/۲۰)***	۱,۱۹۷۹۹۳
نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت عملیاتی	-۰,۰۳(-۲/۰۲)***	۱,۱۶۷۵۱۹
فرصت‌های رشد	-۰,۰۰۱(-۳/۶۸)*	۱,۲۸۷۸۶۷
خطر ورشکستگی	-۰,۰۰۱(-۶/۱۷)*	۱,۲۸۰۳۵۲
کیفیت حسابداری	۰,۰۱(۴/۱۳)*	۱,۱۵۸۹۴۳
حضور سهامداران عمده	۰,۰۰۳(۰/۷۲)	۴,۱۷۹۷۶۳
رشد فروش	۰,۰۰۰۲(۰/۶۱)	۱,۰۷۴۲۷۰

<sup>1</sup> OLS

<sup>2</sup> Cross-section weights

<sup>3</sup> GLS

-	۰,۳۸۸(۱۵/۱۷)*	AR(۱)
	۰/۷۷	ضریب تعیین
	۰/۷۳	ضریب تعیین تعدیل شده
	۱۸/۷۸	F آماره
	۰/۰۰*	F سطح معناداری
	۱/۷۴	دوربین واتسون

\* سطح اطمینان ۱٪    \*\* سطح اطمینان ۵٪    \*\*\* سطح اطمینان ۱۰٪

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که سطح معناداری آماره F از ۱ درصد کوچکتر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی دار بوده و فرضیه  $H_1$  آزمون F در سطح اطمینان ۹۹ درصد پذیرفته می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۷۷ درصد متغیر موفقیت بلندمدت شرکت توسط متغیرهای توضیحی تبیین می گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۷۳ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود اما چون مقدار آماره دوربین واتسون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ واقع نشد (وجود خودهمبستگی مرتبه اول) می بایست اقداماتی در راستای رفع این مشکل انجام می شد. یکی از روش های رایج، اضافه کردن وقفه ای مرتبه اول متغیر وابسته به عنوان متغیر توضیحی در مدل است. برای این منظور، کافی است هنگام معرفی مدل عبارت را به عنوان یکی از متغیرهای توضیحی به مدل اضافه کرد و پس از برآورد مدل، آماره دوربین واتسون مجددا بررسی شود که در این آزمون چون مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۷۴ به دست آمده و بین بازه قابل قبول قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می شود. همچنین آزمون همخطی نشان داد که متغیرهای پژوهش با توجه به اینکه مقدار آن کمتر از ۱۰ می باشد از این رو مشکل همخطی در مدل وجود ندارد.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه تحقیق متغیر کارایی هیئت مدیره (استقلال هیئت مدیره) با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۱ درصد است که نشان دهنده رابطه معنادار با موفقیت بلندمدت شرکت است. لذا فرضیه تحقیق در سطح اطمینان ۹۹ درصد تایید می شود. همچنین متغیرهای کنترلی اهرم مالی، اندازه شرکت، قابلیت سودآوری دارایی های مشهود، دارایی های مشهود، نوسان درآمد قبل از مالیات، نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی، فرصت رشد، خطر ورشکستگی و کیفیت حسابداری با توجه به سطح معناداری آن رابطه معناداری با موفقیت بلندمدت شرکت دارند. اما متغیر کنترلی نگهداشت وجه نقد، حضور سهامداران عمده و رشد فروش با توجه به سطح معناداری آن رابطه معناداری با موفقیت بلندمدت شرکت ندارد.

### نتیجه گیری

با گسترش شرکت های سهامی و افزایش وظایف و اختیارات هیئت مدیره شرکت ها، این سوال مطرح می گردد که مدیران چگونه پی گیر منافع سهامداران خواهند بود و چه تضمینی برای تأمین منافع کلیدی و سهامداران و سایر گروه های ذینفع وجود دارد؛ زیرا همواره به طور بالقوه این امکان وجود دارد که مدیران اقداماتی انجام دهند که در جهت منافع خودشان و عکس منافع سهامداران باشد. این امر ناشی از وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران شرکت می باشد. واحدهای

تجاری، به منظور انجام سرمایه گذاری لازم است که با توجه به محدودیت منابع و کارا بودن منابع در طرح های دارای خالص ارزش فعلی مثبت، سرمایه گذاری کند. در واقع، بیش سرمایه گذاری بیانگر عدم کارایی سرمایه گذاری است و به دلیل وجود تضاد منافع بین مدیران و سرمایه گذاران اتفاق می افتد. بیش سرمایه گذاری باعث حداکثر سازی منافع شخصی مدیران می شود ولی از طرف دیگر ارزش شرکت را کاهش می دهد. سرمایه گذاری در زمینه های مختلف، همواره به عنوان یکی از راه های مهم توسعه شرکت ها مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است تا علاوه بر توسعه سرمایه گذاری، افزایش کارایی سرمایه گذاری نیز از اهمیت فراوانی برخوردار باشد. از این رو هدف این پژوهش این بود که بررسی کند آیا کارایی هیئت مدیره بر موفقیت بلندمدت شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد؟ جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند. که در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به نتایج آزمون فرضیه تحقیق متغیر کارایی هیئت مدیره (استقلال هیئت مدیره) با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۱ درصد است که نشان دهنده رابطه معنادار با موفقیت بلندمدت شرکت است. لذا فرضیه تحقیق در سطح اطمینان ۹۹ درصد تایید می شود. از این رو نتایج این تحقیق با نتایج لیو و همکاران (۲۰۲۰) همسو است. یافته های این مطالعه تایید می کند که هیئت مدیره نقش مهمی در تصمیم گیری سرمایه گذاری شرکت ها دارد. کارایی هیئت مدیره یک تابع پتانسیل هیئت مدیره و پویایی هیئت مدیره است. در حالی که دانش، تجربه و شبکه های اجتماعی که مدیران به شرکت می آورند، پتانسیل تابلوها را برای حل مشکلات منعکس می کند، فرآیندهای داخلی چگونگی استفاده از تابلوها امکان استفاده از منابع به طور مؤثر، برای تابلوها مهم است که نتایج سازماندهی مثبتی داشته باشند. در نتیجه، هیئت مدیره قادر به تصمیم گیری است که منجر به کارایی سرمایه گذاری شرکت می شود.

## منابع

- ✓ اعتمادی، حسین، احمدی گورجی، جلیل، (۱۳۹۶)، بررسی اثر ارتباط سیاسی بر سرمایه گذاری و کاهش محدودیت های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۹، دوره ۲، صص ۴-۲۳.
- ✓ آقایی، محمدعلی، حسن زاده، بهروز، (۱۳۹۷)، مقایسه پذیری حسابداری و تأثیر آن بر کارایی سرمایه گذاری، دانش حسابداری، دوره ۹، شماره ۲، صص ۷-۳۴.
- ✓ آقایی، ناصر، (۱۳۹۷)، رابطه مسئولیت اجتماعی با عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های تجربی حسابداری، سال سوم، شماره ۹، صص ۱-۱۰.
- ✓ بادآور نهندی، یونس، تقی زاده خانقاه، وحید، (۱۳۹۷)، تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت، دوره ۲۵، شماره ۲، صص ۱۸۱-۱۹۸.
- ✓ برندک، سجاد، منصوری حبیب آبادی، فاطمه، (۱۳۹۸)، کارایی هیئت مدیره و عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت: نقش تعدیلی پیشینه دانش مالی مدیرعامل، چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۲، شماره ۱۹، صص ۱۰۸-۱۲۷.
- ✓ پروین، سپیده، (۱۳۹۷)، بررسی تأثیر کارایی هیئت مدیره بر مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی علامه نایینی.
- ✓ ثقفی، علی، بولو، قاسم، محمدیان، محمد، (۱۳۹۰)، کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه گذاری بیش از حد، جریان نقد آزاد. پیشرفت های حسابداری، پیاپی ۱/۳، صص ۳۷-۶۳.



- ✓ ثقفی، علی، معتمد فاضل، مجید، (۱۳۹۰)، رابطه میان کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه گذاری در شرکت های با امکانات سرمایه گذاری بالا، مجله پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۳، شماره ۴، صص ۱-۱۴.
- ✓ اعتمادی، حسین، آذر، عادل، ناظمی اردکانی، مهدی، (۱۳۸۹)، بررسی نقش حسابرس در صنعت بر مدیریت واقعی سود و عملکرد عملیاتی آتی، مجله دانش حسابداری، سال ۱، شماره ۱، صص ۹-۲۸.
- ✓ حساس یگانه، یحیی، معیری، مرتضی، (۱۳۸۷)، حاکمیت شرکتی، حسابرسی و کمیته حسابرسی، نشریه حسابدار، شماره ۲۰۰، صص ۵۷-۶۶.
- ✓ دیانتی، عباس، محمودی، علی، باقری، جواد، (۱۳۹۵)، ارائه مولفه ها و شاخص های بعد اجتماعی مسئولیت شرکت ها و وضعیت موجود آن در ایران، فصلنامه مطالعات توسعه اجتماعی - فرهنگی، دوره دوم، شماره ۱، صص ۲۰۹-۲۳۴.
- ✓ رزمیان فیض آبادی، علیرضا، هشی، عباس، (۱۳۹۲)، تأثیر ترکیب هیئت مدیره بر محتوای اطلاعاتی و کیفیت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری، دوره ۴، شماره ۱۳، صص ۱۰۵-۱۲۷.
- ✓ سادات افشارزاده، زهرا، (۱۳۹۱)، تأثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه گذاری، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
- ✓ صفری گرایلی، مهدی، رعنائی، فاطمه، (۱۳۹۶)، بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه گذاری و تأثیر ساختار سررسید بدهی ها بر این رابطه، مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۵، شماره ۱، صص ۸۳-۹۸.
- ✓ طالب نیا، احمد، (۱۳۹۶)، بررسی فرهنگ سازمان و مسئولیت اجتماعی سازمان ها، جامعه شناسی کاربردی، شماره ۴۰.
- ✓ مرادی، فرهاد، (۱۳۹۷)، مطالعه رابطه سطح افشای مسئولیت اجتماعی و تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران. مجله دانش حسابداری سال هفتم، شماره ۲۴، صص ۱۵۵-۱۸۰.
- ✓ نخعی، حبیب الله، نخعی، کریم، مهرپرور، بهروز، (۱۳۹۵)، بررسی ارتباط بین کارایی هیئت مدیره و ریسک کوتاه مدت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس جامع علوم مدیریت و حسابداری، تهران، دبیرخانه کنفرانس جامع علوم مدیریت و حسابداری.
- ✓ الهایی سحر، مهدی، اسکندر، هدی، (۱۳۹۶)، اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر انواع عدم کارایی سرمایه گذاری، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۹، شماره ۳۵، صص ۹۵-۱۲۰.
- ✓ Abel, A. (1983), "Optimal Investment under Uncertainty", American Economic Review, Vol.73, PP. 228-233
- ✓ Beatty, A., Liao, S., Yu, J.J. (2013). The spillover effect of fraudulent financial reporting on peer firms investments. Journal of Accounting and Economics. 55, 183-205.
- ✓ Chircop, J., Collins, W.D., Helgehass, L. (2016). Accounting comparability and corporate innovative efficiency. Working Paper. The management school, Lancaster University.
- ✓ Gorden, M.J., (1992), "The Neoclassical and a Post Keynesian Theory of Investment", Journal of Post Keynesian economics, Vol.14, PP. 425-443.
- ✓ Hayashi, F., (1982), "Tobin's Marginal Q and Average Q: a Neoclassical Interpretation", Econometrica, Vol.50, PP. 213-224.
- ✓ Johnson. K. (2017). Political ideologies of CEOs: The influence of executives' values on corporate social responsibility. Administrative Science Quarterly, 58, 197-232.

- ✓ Ling, L., Zhou, X., Ling, Q., Song, P., & Zeng, H. (2016). Political connections, overinvestments and firm performance: Evidence from Chinese listed real estate firms. *Finance Research Letters*, 18 (August), 328-333.
- ✓ Myers, S.C., (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol.5, PP. 147-175
- ✓ Nehme, R., & Jizi, M. (2018). The efficiency of corporate boards and firms' audit fees: the case of the FTSE financial institutions. *Pacific Accounting Review*, 30(3), 297-317
- ✓ Nehme, R., & Jizi, M. (2018). The efficiency of corporate boards and firms' audit fees: the case of the FTSE financial institutions. *Pacific Accounting Review*, 30(3), 297-317
- ✓ Nguyen, M, Aramvalarthan, S. Miller, M., Relationships among Business Strategy, Environmental Uncertainty and Performance of firms Operating in Transport Equipment Industry in India (2019).
- ✓ Qiang, R.A., Myers, S.C., Allen, F.: Brealey, Myers, and Allen on real options. *J. Appl. Corp. Finan.* 20(4), 58-71 (2019).
- ✓ Verdi, A., (2011). Wath Determines Change in Financial Reporting Quality? Job Market paper.
- ✓ Volta, Y, Hung, M., Wang, Y. The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities: evidence from China. *J. Account. Econ.* (2018).
- ✓ Wei Ting, S. (2016). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, 37, 1597-1614.
- ✓ WeiChen, C., W-Collins, D., Kravet, T., Mergenthaler, R. (2016). Financial statement comparability and the efficiency of acquisition decisions. Working Paper, University of Illinois at Urbana-Champaign
- ✓ Zhang, B. (2016). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review*, 4, 497-505.