

بررسی نقش تعدیل گر درصد مدیران غیر موظف بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی

محسن اکبری^۱، محمد حسن قلی زاده^۲، مهسا فرخنده^۳

چکیده

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۴/۰۷

تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۷/۱۳

در تئوری نمایندگی، کنترل مهم‌ترین وظیفه هیئت مدیره است. در این راستا حضور مدیران غیر موظف در ترکیب هیئت مدیره نقش ارزنده‌ای را در سازماندهی بهتر درونی و بهبود فرایندهای تصمیم‌گیری و به تبع بهبود عملکرد شرکت ایفا می‌کند. هدف از این پژوهش بررسی نقش تعدیل گر مدیران غیر موظف بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این تحقیق اطلاعات مالی ۸۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ جمع‌آوری گردید. نتایج پژوهش حاکی از آن است که درصد مدیران غیرموظف در رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی نقش تعدیل‌گری ایفا می‌کنند. یافته‌ها نشان می‌دهد که مدیران غیر موظف با نظارت بیشتر، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی را کاهش و از این طریق تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر عملکرد مالی را در شرکت‌های مورد مطالعه افزایش داده‌اند.

واژه‌های کلیدی: درصد مدیران غیرموظف، عملکرد مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نسبت ارزش

بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها.

طبقه‌بندی موضوعی: G32

کد DOI مقاله: 10.22051/ijar.2017.10538.1150

^۱ استادیار مدیریت دانشگاه گیلان، (نویسنده مسئول)، (Aakbarimohsen@yahoo.com)

^۲ دانشیار مدیریت دانشگاه گیلان، (gholizadeh@guilan.ac.ir)

^۳ کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی دانشگاه گیلان، (mahsa.farkhonde85@yahoo.com)

مقدمه

یکی از عوامل اصلی بهبود کارایی اقتصادی، نظام راهبری بنگاه یا حاکمیت شرکتی است که دربرگیرنده مجموعه‌ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیئت‌مدیره، سهامداران و سایر گروه‌های ذینفع است (یاسیم و الحداد، ۲۰۱۲). نظام راهبری بنگاه ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن هدف‌های بنگاه تنظیم و وسایل دستیابی به هدف‌ها و نظارت بر عملکرد تعیین می‌شود. این نظام، انگیزه لازم برای تحقق اهداف بنگاه را در مدیریت ایجاد کرده و زمینه نظارت مؤثر را فراهم می‌کند (مکرمی، ۱۳۸۵). اساسی‌ترین و مهم‌ترین سازوکار حاکمیت شرکتی، هیئت‌مدیره است که در ادبیات حاکمیت شرکتی و در کشورهای توسعه‌یافته و نوظهور بسیار به آن پرداخته‌شده و مورد توجه بوده است (مانندی و هیلر، ۲۰۱۴). مسئولیت‌های مهم هیئت‌مدیره در کاهش تعارضات نمایندگی، جایگاه ویژه‌ای را در ساختار حاکمیتی شرکت به هیئت‌مدیره داده است. به‌طور کلی هیئت‌مدیره دو وظیفه اصلی شامل ۱) مدیریت تصمیم، مانند تعیین راهبرد بلندمدت شرکت، تصمیم‌گیری در مورد تأمین مالی و سرمایه‌گذاری و ۲) وظیفه کنترل تصمیم، مانند استخدام، تعیین پاداش و برکناری مدیران ارشد و کنترل تصمیمات تخصیص سرمایه را بر عهده دارد (فاما و جنسن، ۱۹۸۳).

از مباحث مهم در حوزه هیئت‌مدیره، ترکیب هیئت‌مدیره است. ترکیب هیئت‌مدیره به عنوان نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره به کل تعداد اعضای هیئت‌مدیره تعریف شده است. تئوری نمایندگی برای افزایش استقلال هیئت‌مدیره از مدیریت، از این ایده پشتیبانی می‌کند که هیئت‌مدیره می‌بایست تحت اختیار مدیران بیرونی (غیر اجرایی) باشد (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۳)، زیرا رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت باید توسط مدیران غیراجرایی شرکت تحت کنترل و نظارت باشد. وجود چنین مدیرانی می‌تواند کیفیت تصمیمات مدیریت را تحت تأثیر قرار داده و راهکارهای مناسبی که باید توسط مدیریت انجام شود تا عملکرد شرکت بهبود یابد را در اختیار وی قرار می‌دهد (مانندی و همکاران، ۲۰۱۴). یکی از سؤالاتی که در این حوزه مطرح می‌گردد این است که مدیران غیرموظف تا چه حد تصمیمات آنها منجر به سرمایه‌گذاری‌های موفق و کشف فرصت‌های سودآور شده است. در راستای اهمیت این موضوع در این پژوهش به بررسی تأثیر مدیران غیرموظف بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی پرداخته شده است.

ساختار مقاله در ادامه به شرح زیر است که در ابتدا به بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش پرداخته می‌شود، سپس فرضیه‌های پژوهش، روش و مدل پژوهش، یافته‌های پژوهش و در نهایت، نتیجه‌گیری بیان می‌شوند.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

ترکیب هیئت‌مدیره در مرکز توجه مطالعات بحث هیئت‌مدیره است (احمد و همکاران، ۲۰۰۶). ترکیب هیئت‌مدیره به‌عنوان نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره به کل تعداد اعضای هیئت‌مدیره نگریسته می‌شود. هر چه ترکیب هیئت‌مدیره از اعضای مستقل‌تری تشکیل شده باشد، مشکلات نمایندگی کم‌تر می‌گردد (هر ماشین و ویسیج، ۱۹۹۱). شرکت‌ها باید از ساختاری استفاده نمایند که در آن رفتار مدیران موظف به‌وسیله مدیران غیرموظف کنترل شود و بنابراین تضاد منافع بین مدیریت و سهامداران کاهش یابد. تفاوت این دو دیدگاه بر اساس سطح کنترل اعمال‌شده بر مدیران موظف توسط سهامداران است. درواقع اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره از طریق نظارت بر مدیران موظف، بر تصمیمات آنان نظارت دارند. درنتیجه ترکیب هیئت‌مدیره می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت‌ها اثرگذار باشد. در صورتی که اکثریت اعضای هیئت‌مدیره را مدیران مستقل غیرموظف تشکیل دهد، هیئت‌مدیره از کارایی بیشتری برخوردار خواهد بود (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۰). نتایج پژوهش‌های مختلف در رابطه با ارتباط بین استقلال هیئت‌مدیره و عملکرد مالی تاکنون مبهم، غیرقطعی و متضاد بوده است و به همین دلیل محققان به نتیجه واحد پذیرفته‌شده‌ای دست نیافته‌اند. ازجمله کامل و همکاران (۲۰۱۰) و المناصر و همکارانش (۲۰۱۲) بر وجود رابطه مثبت بین نسبت اعضای غیرموظف و عملکرد تأکید کردند. همبریک و جکسون (۲۰۰۰) معتقدند هر چه تعداد اعضای مستقل هیئت‌مدیره در ترکیب هیئت‌مدیره بیشتر باشد، عملکرد شرکت بهتر خواهد بود؛ نتیجه‌ای که محققانی همچون دونالدسون و دیویس (۱۹۹۱) خلاف آن را به تائید رسانده‌اند. هارت بر اساس نظریه مباشرت بیان می‌دارد که بازار با سازوکارهای خود راه‌حلی طبیعی برای رفع مسئله نمایندگی ارائه می‌کند. درنتیجه وجود مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره غیرضروری به نظر می‌رسد. مرادی و همکارانش در پژوهش خود بیان کردند که اثربخش‌ترین هیئت‌مدیره، متشکل از اعضای است که در میان مدیران موظف و غیرموظف آن تعادل برقرار باشد، زیرا عدم تعادل شدید به نفع هر یک از طرفین، موجب جابجایی موازنه قدرت به سمتی نادرست خواهد گردید (مرادی و

همکاران، ۲۰۱۲). یاسر (۲۰۱۱) و نیک‌بخت و همکاران (۱۳۸۹) هم بر پژوهش خود بر عدم وجود رابطه معنی‌دار بین نسبت اعضای غیرموظف و عملکرد اشاره دارند. در پژوهش خدای پور (۱۳۹۳) و نمازی (۱۳۹۲) نیز وجود رابطه معنی‌دار بین درصد مدیران غیرموظف و عملکرد مورد تایید قرار نگرفت.

از سوی دیگر یکی از عوامل مؤثر بر بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها فرصت‌های رشد است، زیرا نشان‌دهنده استعداد بالقوه شرکت در سودآوری و سرمایه‌گذاری است. فرصت‌های رشد، نیروی محرکی هستند که ایجاد انگیزه کرده و برای سرمایه‌گذاران پاداش محسوب می‌شوند؛ بنابراین آنچه در شرایط کنونی باعث موفقیت می‌گردد، شناخت صحیح محرک‌های سرمایه‌گذاری و استفاده بهینه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود است (مرینو، ۲۰۰۴). بر این اساس وظیفه مدیران، تلاش در جهت تأمین منابع مالی، سرمایه‌گذاری به موقع در طرح‌های سودآور، تخصیص بهینه منابع سودآور و استفاده بهینه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری است (سان، لن و ما، ۲۰۱۴). با توجه به تفکیک اعضای هیئت‌مدیره به اعضای موظف و غیرموظف، این تفکر وجود دارد که اعضای برون‌سازمانی هیئت‌مدیره یا غیرموظف می‌توانند با انتقال تجارب و دانشی خارج از شرکت، فرصت‌های رشد را دریابند و موجب ارتقای سطوح عملکرد مالی شرکت‌ها و ایجاد ارتباط شرکت با سایر سازمان‌ها شوند (مانیندی و هیلر، ۲۰۱۴). گاور (۱۹۹۳) بیان کرد که عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های رشد یافته بیشتر نمایان است و این منجر به انتقال حجم عظیمی از ثروت به سهامداران و مدیران درونی می‌گردد. از این رو حضور بیشتر مدیران غیرموظف می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را در ارتباط با به‌کارگیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری کاهش دهد (سان، لن و ما، ۲۰۱۴). هیلر و مانیندی (۲۰۱۴)، سان و همکارانش (۲۰۱۴) و هاجینسون (۲۰۱۲) در پژوهش خود نشان دادند که نظارت توسط درصد بیشتری از مدیران غیرموظف، تأثیر فرصت‌های رشد بر عملکرد مالی را بهبود می‌بخشد. این در حالی است که هاگات و بلک (۲۰۰۲) و آدام و فریا (۲۰۰۷) بیان کردند که مدیران درونی از اطلاعات بهتری نسبت به مدیران بیرونی برخوردارند، در نتیجه توانایی بهتری در تصمیم‌گیری بهینه در سرمایه‌گذاری و به‌کارگیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارند. مک‌لین (۱۹۹۸) به پیروی از فاما و جنسن (۱۹۸۳) بیان کردند که نظارت هیئت‌مدیره بر استراتژی‌های بلندمدت سرمایه‌گذاری به میزان زیادی توسط مدیران غیرموظف اتخاذ می‌گردد (مانیندی و هیلر، ۲۰۱۴). با توجه بر عدم

توافق نظر در این زمینه در این پژوهش سعی شده است که نقش تعدیل گر درصد حضور مدیران غیرموظف در رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران موردسنجش و بررسی قرار گیرد.

فرضیات پژوهش

با توجه به ادبیات و پژوهش‌های صورت گرفته، هدف از این پژوهش بررسی نقش درصد مدیران غیرموظف بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ است. در این پژوهش به منظور سنجش عملکرد مالی از دو متغیر نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام استفاده شده است که از مهم‌ترین و رایج‌ترین معیارهای ارزیابی عملکرد است که برای سرمایه‌گذاران، سهامداران، مدیران، اعتباردهندگان و تحلیلگران اوراق بهادار از اهمیت زیادی برخوردار است. با توجه به مزیت در دسترس بودن اطلاعات موردنیاز در این مدل‌ها و آسانی محاسبات مربوط به آن، این گروه از معیارهای ارزیابی عملکرد به شکل گسترده‌ای توسط استفاده‌کنندگان قرار می‌دهد که در تصمیم‌گیری‌های آن‌ها بسیار مؤثر است. بدین ترتیب فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر مطرح شده‌اند:

۱. درصد مدیران غیرموظف بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نرخ بازده دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.
۲. درصد مدیران غیرموظف بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نرخ حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ جهت‌گیری پژوهش، کاربردی است. همچنین از لحاظ هدف، از نوع علی است که درصدد تحلیل روابط بین متغیرها با استفاده از آزمون‌های آماری است. در این پژوهش برای گردآوری داده‌ها در بخش مبانی نظری و پیشینه پژوهش، از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. همچنین برای گردآوری داده‌های موردنیاز برای آزمون فرضیه‌ها از روش اسناد کاوی استفاده شده است و داده‌های موردنیاز به صورت سالانه از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و بانک‌های اطلاعاتی

موجود در این زمینه، از قبیل نرم افزار «ره آورد نوین» جمع آوری شده است. جامعه مورد مطالعه در این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۸-۱۳۹۴ است که با توجه به شرایط زیر ۸۵ شرکت به عنوان نمونه مطالعاتی این پژوهش در نظر گرفته شدند:

۱. حداقل از ابتدای سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
۲. اطلاعات مورد نیاز جهت متغیرهای پژوهش در مورد آن شرکت ها، در طول دوره پژوهش در دسترس باشد.
۳. معاملات سهام شرکت ها طی سال های مورد مطالعه وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشد. هدف از در نظر گرفتن این شرط، مورد توجه قرار دادن شرکت هایی است که از فعالیت و گردش معاملات بالایی برخوردار باشند.
۴. جزء شرکت های واسطه گری، تأمین مالی و سرمایه گذاری نباشد، زیرا این شرکت ها دارای ساختار سرمایه متفاوتی از سایر شرکت های تولیدی هستند.
۵. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد و شرکت در دوره مورد مطالعه سال خود را تغییر نداده باشد.
۶. زیان ده نباشد.

مدل پژوهش

برای آزمون فرضیه پژوهش، مدلی طراحی گردید که برگرفته از مدل مانیندی و هیلر (۲۰۱۵) است؛ بدین ترتیب مدل های رگرسیون به صورت زیر مطرح می گردند:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 board' independency + \beta_2 MBA + \beta_3 directors' independency * MBA + \beta_4 Firm Size + \beta_5 Firm Age + \beta_6 Leverage + \varepsilon_{it} \quad (\text{مدل ۱})$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 board' independency + \beta_2 MBA + \beta_3 directors' independency * MBA + \beta_4 Firm Size + \beta_5 Firm Age + \beta_6 Leverage + \varepsilon_{it} \quad (\text{مدل ۲})$$

Board independency: درصد مدیران غیرموظف،

MBA: ارزش بازار به ارزش دفتری (معیار اندازه فرصت‌های سرمایه‌گذاری)،

FSIZE: اندازه شرکت، لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها،

Leverage: اهرم مالی، حاصل تقسیم مجموع بدهی‌ها بر مجموع دارایی‌ها و

Age: سن شرکت از لگاریتم طبیعی عمر شرکت از زمان ثبت محاسبه می‌شود.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته: متغیر وابسته تحقیق عملکرد مالی است. برای ارزیابی عملکرد مالی شاخص‌های زیادی وجود دارد که از رایج‌ترین آنها می‌توان به نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام اشاره نمود (مانیندی و همکاران، ۲۰۱۴). در این پژوهش نیز به منظور سنجش عملکرد مالی شرکت از این دو معیار استفاده می‌گردد.

نرخ بازده دارایی‌ها: (ROA) میزان واقعی سوددهی شرکت را نشان می‌دهد که منعکس‌کننده این است که دارایی‌های شرکت با چه کارایی و اثربخشی مورد استفاده قرار می‌گیرند. هر چه سود خالص برای مقدار مشخصی از دارایی‌ها بیشتر باشد بازده بیشتر است.

$$ROA = \frac{\text{سود خالص}}{\text{مجموع دارایی‌ها}}$$

نرخ بازده حقوق صاحبان سهام: (ROE) میزان کارایی یک شرکت، در خلق سود خالص برای سهامداران را بررسی می‌کند. در واقع این نسبت بیان می‌نماید که بنگاه اقتصادی به اجزاء هر یک واحد سرمایه‌گذاری سهام‌داران، به چه میزان سود خالص برای آنها کسب می‌کند. همچنین نرخ بازده حقوق صاحبان سهام نیز از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$ROE = \frac{\text{سود خالص}}{\text{حقوق صاحبان سهام}}$$

متغیرهای مستقل: در پژوهش حاضر فرصت‌های سرمایه‌گذاری به‌عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است که در این پژوهش همانند پژوهش ماینیدی و همکاران (۲۰۱۴) و تیم و همکاران (۲۰۰۳)، به‌وسیله نسبت ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها (MBA) اندازه‌گیری می‌شود. در این رابطه ارزش بازار دارایی‌ها به‌صورت زیر محاسبه شده است:

ارزش بازار دارایی‌ها = جمع ارزش بازار سهام + (جمع ارزش دفتری سهام - جمع ارزش دفتری دارایی‌ها)

جمع ارزش دفتری دارایی‌ها = جمع ارزش دفتری دارایی‌ها در تاریخ ترازنامه.

متغیر تعدیل گر: متغیر تعدیل گر در این پژوهش درصد مدیران غیرموظف است. درصد مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره شرکت (نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره به کل تعداد اعضای هیئت‌مدیره) است. این متغیر در پژوهش‌های فیلدز و همکاران (۲۰۱۰) و اندرسون (۲۰۰۴) و خواجه‌وی و زارع (۱۳۹۱) نیز با همین تعریف به‌کاررفته است.

متغیرهای کنترلی: متغیرهای کنترلی در این پژوهش شامل اندازه (Size) است که همانند پژوهش (مالین و همکاران، ۲۰۱۴) از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت به‌دست می‌آید. همچنین سن شرکت (Age) به‌عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شد، سن شرکت نیز از طریق لگاریتم طبیعی عمر شرکت از زمان ثبت شرکت مورد محاسبه قرار گرفت و در نهایت اهرم مالی نیز به‌عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شد. مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) ابتدا معتقد بودند که اهرم مالی نباید روی عملکرد شرکت تأثیرگذار باشد، اما بعداز آن در سال ۱۹۶۳ پذیرفتند که صرفه‌جویی‌های مالیاتی ناشی از بهره‌دهی‌ها باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود. تحقیقات انجام شده در ایران در مورد تأثیر اهرم مالی بر جنبه‌های مختلف عملکرد شرکت‌ها نشان‌دهنده شواهد مختلف در این زمینه می‌باشند. بنابراین به‌عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شد که از تقسیم مجموع بدهی‌های شرکت بر جمع کل دارایی‌های شرکت به‌دست می‌آید.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در نگاره شماره (۱) آورده شده است که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. داده‌های این بخش شامل اطلاعات مربوط به نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)، نرخ حقوق صاحبان سهام (ROE)، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها (MBA)، استقلال هیئت مدیره ($board' independency$)، اندازه شرکت ($Size$)، اهرم مالی در اول دوره (Lev) و سن شرکت (Age) در بورس اوراق بهادر تهران است.

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرها

Age	Lev	Size	directors' independency	MBA	ROA	ROE	نماد متغیر
۲/۸۰۷	۰/۶۰۴	۵/۱۷۷	۰/۲۹۹	۱/۳۳۹	۰/۳۴۱	۱/۸۱۱	میانگین
۲/۸۹۰	۰/۶۰۸	۸/۳۳۳	۳۳۳/۰	۱/۱۵۰	۰/۱۲۱	۰/۳۴۲	میانه
۴/۰۶۰	۰/۰۱۱	۴/۵۲۵	۰/۶۳۱	۸/۸۶۳	۳۴/۱۸	۴۲۵/۲۴	بیشینه
۰/۰۰۰	۰/۰۱۱	۲/۴۲۵	۰/۰۰۰۱	۰/۵۰۷	۰/۱۰۹	۰/۰۲۲۱	کمینه
۰/۸۰۸	۰/۳۱۰	۰/۴۶۵	۰/۲۸۷	۰/۷۳۶	۲/۳۲	۲۲/۱۶	انحراف معیار
۰/۴۲۶	۴/۹۱	۰/۵۷۶	۱۶۰/۰	۴/۳۹۶	۱۳/۷۱	۱۷/۹۵	چولگی
۲/۶۸۰	۵۰/۰۱۱	۳/۰۰۴	۴۸۲/۱	۳۳/۷۹۰	۱۹۲/۳۳	۳۳۷/۲۵	کشیدگی
۵۹۵							تعداد مشاهدات

نتایج آزمون فرضیه اول

در این مدل برای تشخیص کارآمدی روش داده‌های پانل در برآورد مدل، آزمون چاو اجرا شد. آزمون هاسمن نیز برای تعیین روش اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی به اجرا درآمد که نتایج این آزمون‌ها در نگاره ۲ آمده است. با توجه به نگاره ۲، از آنجا که مقدار احتمال آزمون چاو در مدل کمتر از ۰/۰۵ است، ناهمسانی عرض از مبدأها پذیرفته می‌شود. بنابراین برای برآورد مدل، باید روش داده‌های پانل اجرا شود. همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن، مقدار احتمال در مدل (کمتر از ۰/۰۵) نشان می‌دهد که مدل باید به کمک روش اثرهای ثابت برآورد شود.

نگاره (۲): نتایج انتخاب الگو برای برآورد مدل فرضیه اول پژوهش

مقدار احتمال	درجه آزادی	مقدار آماره آزمون	آماره آزمون	نوع آزمون	
۰/۰۰۰۰	(۸۴، ۴۲۷)	۴/۸۳۹	F	آزمون چاو	با متغیر تعدیلگر
۰/۰۰۰۰	۴	۴۲/۸۶۶۸	λ^2	آزمون هاسمن	
۰/۰۰۰۰	(۸۴، ۴۲۵)	۴/۸۴۸۸	F	آزمون چاو	بدون متغیر تعدیلگر
۰/۰۰۰۰	۶	۴۲/۷۳۳۹	λ^2	آزمون هاسمن	

نگاره ۳ نتایج رگرسیون کلاسیک و برآورد مدل را نمایش می‌دهد. در بررسی این فرضیه یک بار فرضیه بدون متغیر تعدیل گر و بار دیگر با حضور متغیر تعدیل گر مورد بررسی قرار گرفته است. همانطور که نتایج نشان می‌دهد در آزمون فرضیه اول، زمانی که متغیر تعدیل گر در نظر گرفته نمی‌شود، بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی رابطه معناداری وجود دارد، اما وجود رابطه معنادار بین درصد مدیران غیرموظف و نرخ بازده دارایی‌ها موردتأیید قرار نگرفت. زمانی که متغیر تعدیل گر وارد مدل می‌گردد، نتایج نشان می‌دهد که نه تنها بین درصد مدیران غیرموظف و نرخ بازده دارایی‌ها رابطه معنادار وجود دارد، بلکه درصد مدیران غیرموظف بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نرخ بازده دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری داشته و نقش تعدیل‌کننده در این رابطه ایفا می‌کند. این تأثیر به صورت مثبت و مستقیم است. همچنین نتایج نشان می‌دهد که ضریب متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (معیار اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری) افزایش یافته است.

در رابطه با متغیرهای کنترل همان‌طور که مشاهده می‌شود بین تمام متغیرهای کنترل و متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد. ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل فوق ۸۷ درصد است. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که در معادله‌های رگرسیونی مزبور، حدود ۸۷ درصد از تغییرات نرخ بازده دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل مزبور تبیین می‌شوند. در این نگاره اعداد مثبت (منفی) در ستون مقدار ضریب نشان‌دهنده میزان تأثیر مستقیم (معکوس) هر یک از متغیرها بر نرخ بازده دارایی‌ها است. برای بررسی همسانی واریانس‌ها، آزمون بروش-پاگان اجرا شد. مقدار احتمال این آزمون در مدل کمتر از ۰/۰۵ به دست آمد که ناهمسانی واریانس باقی‌مانده‌های مدل را گزارش می‌دهد. این مشکل به کمک روش حداقل مربعات

تعمیم یافته برطرف شد؛ بدین ترتیب که هنگام برآورد، به مدل ضرایب وزنی اختصاص یافت. در نهایت همان طور که مشاهده می شود، آماره دورین واتسون هم بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد که این حاکی از عدم وجود خودهمبستگی است. در بررسی معنادار بودن کلی مدل، با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره F در مدل از ۰/۰۵ کوچک تر است با اطمینان ۹۵ درصد، معناداری کلی مدل تأیید می شود.

نگاره (۳): نتایج برآورد مدل فرضیه اول پژوهش

برآورد مدل با متغیر تعدیل گر				برآورد مدل بدون متغیر تعدیل گر				متغیرها
معنی داری	انحراف معیار	آماره t	ضریب	معنی داری	انحراف معیار	آماره t	ضریب	
۰/۰۰۰۰	۱۰/۷۶۵	۰/۴۲۰۴	۴/۵۲۶	۰/۰۰۰۰	۱۰/۹۳	۰/۴۲	۴/۶۲۲	B _i
۰/۰۳۶۱	۲/۱۰۲	۰/۱۵۴	۰/۳۲۵	۰/۹۹۴۰	-۰/۰۰۷	۰/۰۶۶	-۰/۰۰۰۵	Directors Independence
۰/۰۳۰۹	۲/۱۶۵	۰/۰۵۸	۰/۱۲۷	۰/۰۱۰۷	۱/۲۶۲	۰/۰۳۴	۰/۰۴۳۸	MBA
۰/۰۳۱۷	۲/۱۵۵	۰/۰۹۲	۰/۱۹۹	-	-	-	-	Directors Independence *MBA
۰/۰۴۴۲	-۱/۹۲۲	۰/۰۷۶	-۰/۱۴۶	۰/۰۴۲۳	-۱/۹۴۲	۰/۰۷۷	-۰/۱۴۹	FSIZE
۰/۰۰۰۰	-۲۳/۲۳	۰/۱۶۶	-۳/۸۷۹	۰/۰۰۰۰	-۲۲/۵۲	۰/۱۶۹	-۳/۸۱۹	LEV
۰/۰۰۰۰	-۶/۹۹	۰/۰۷۸	-۰/۵۴۹	۰/۰۰۰۰	-۶/۷۱۶	۰/۰۸۱	-۰/۵۴۵	AGE
۰/۸۹				۰/۸۹				ضریب تعیین
۰/۸۷				۰/۸۷				ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۵۲				۱/۵۱				آماره دورین-واتسون
۴۵/۳۵ (۰/۰۰۰۰)				۴۸/۹۴ (۰/۰۰۰۰)				آماره F (احتمال)
۸/۳۹ (۰/۰۰۰۰)				۸/۵۲ (۰/۰۰۰۰)				آماره بروش پاگان (احتمال)

نتایج آزمون فرضیه دوم

در این مدل برای تشخیص کارآمدی روش داده های پانل در برآورد مدل، آزمون چاو اجرا شد. آزمون هاسمن نیز برای تعیین روش اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی به اجرا درآمد که نتایج این آزمون ها در نگاره ۴ آمده است. با توجه به نگاره ۴، از آنجا که مقدار احتمال آزمون چاو در مدل کمتر از ۰/۰۵ است، ناهمسانی عرض از مبدأها پذیرفته می شود. بنابراین برای برآورد مدل،

باید روش داده‌های پانل اجرا شود. همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن، مقدار احتمال در مدل (کمتر از ۰/۰۵) نشان می‌دهد که مدل باید به کمک روش اثرهای ثابت برآورد شود.

نگاره (۴): نتایج انتخاب الگو برای برآورد مدل فرضیه اول پژوهش

مقدار احتمال	درجه آزادی	مقدار آماره آزمون	آماره آزمون	نوع آزمون	
۰/۰۰۰۱	(۸۴،۴۲۷)	۱/۸۴۴۵	F	آزمون چاو	با متغیر تعدیلگر
۰/۰۰۰۲	۴	۲۲/۳۷۵۶	λ^2	آزمون هاسمن	
۰/۰۰۰۲	(۸۴،۴۲۵)	۱/۸۱۲۲	F	آزمون چاو	بدون متغیر تعدیلگر
۰/۰۰۰۵	۶	۲۴/۲۹۷	λ^2	آزمون هاسمن	

نگاره ۵ نتایج رگرسیون کلاسیک و برآورد مدل را نمایش می‌دهد. در بررسی این فرضیه یک بار فرضیه بدون متغیر تعدیل گر و بار دیگر با حضور متغیر تعدیل گر مورد بررسی قرار گرفته است. همانطور که نتایج نشان می‌دهد در آزمون فرضیه دوم، زمانی که متغیر تعدیل گر در نظر گرفته نمی‌شود، بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی رابطه معناداری وجود دارد، اما وجود رابطه بین درصد مدیران غیرموظف و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام مورد تأیید قرار نگرفت. همچنین زمانی که متغیر تعدیل گر وارد مدل می‌گردد، نتایج نشان می‌دهد که نه تنها بین درصد مدیران غیرموظف و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنادار وجود دارد، بلکه درصد مدیران غیرموظف بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری داشته و نقش تعدیل‌کننده در این رابطه ایفا می‌کند. این تأثیر به صورت مثبت و مستقیم است. همچنین نتایج نشان می‌دهد که ضریب متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (معیار اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری) افزایش یافته است. در رابطه با متغیرهای کنترل همان‌طور که مشاهده می‌شود بین تمام متغیرهای کنترل و متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد. ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل فوق ۶۹ درصد است. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که در معادله‌های رگرسیونی مزبور، حدود ۶۹ درصد از تغییرات نرخ بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل مزبور تبیین می‌شوند. در این نگاره اعداد مثبت (منفی) در ستون مقدار ضریب نشان‌دهنده میزان تأثیر مستقیم (معکوس) هر یک از متغیرها بر بازده سالانه سهام است. برای بررسی همسانی واریانس‌ها، آزمون بروش - پاگان اجرا شد. مقدار احتمال این آزمون در

مدل کمتر از ۰/۰۵ به دست آمد که ناهمسانی واریانس باقی مانده‌های مدل را گزارش می‌دهد. این مشکل به کمک روش حداقل مربعات تعمیم یافته برطرف شد؛ بدین ترتیب که هنگام برآورد به مدل ضرایب وزنی اختصاص یافت. در نهایت همان‌طور که مشاهده می‌شود، آماره دورین واتسون هم بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد که این حاکی از عدم وجود خودهمبستگی است. در بررسی معنادار بودن کلی مدل، با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره F در مدل از ۰/۰۵ کوچک‌تر است و با اطمینان ۹۵ درصد، معناداری کلی مدل تأیید می‌شود.

نگاره (۵): نتایج برآورد مدل فرضیه دوم پژوهش

برآورد مدل با متغیر تعدیل گر				برآورد مدل بدون متغیر تعدیل گر				متغیرها
معنی داری	انحراف معیار	آماره t	ضریب	معنی داری	انحراف معیار	آماره t	ضریب	
۰/۰۰۰۰	۷/۳۳۵	۰/۱۴۹	۱/۰۹۸	۰/۰۰۰	۷/۴۲۴	۰/۱۴۶	۰/۰۹۰	β_1
۰/۰۰۱۳	۳/۲۳۴	۰/۰۵۰۴	۰/۱۶۳	۰/۴۶۱۶	-۰/۷۳۷	۰/۰۲۱	-۰/۰۱۵	Directors Independence
۰/۰۰۰۰	۵/۰۵۱	۰/۰۲۱	۰/۱۰۸	۰/۰۰۰۱	۴/۰۱۷	۰/۰۱۳	۰/۰۵۵	MBA
۰/۰۰۰۵	-۳/۵۰۳	۰/۰۳۷۷	-۰/۱۳۲	-	-	-	-	Directors Independence *MBA
۰/۰۰۰۱	-۴/۰۲۳	۰/۰۲۶۵	-۰/۱۰۶	۰/۰۰۰۱	-۳/۸۹۳	۰/۰۲۵	-۰/۰۹۸	FSIZE
۰/۰۴۸۱	۱/۹۸۲	۰/۰۵۹۴	۰/۱۱۷۸	۰/۰۰۹۶	۲/۶۰۲	۰/۰۵۷	۰/۱۴۹	LEV
۰/۰۰۰۰	-۵/۲۲۷	۰/۰۲۱۷	-۰/۱۱۳	۰/۰۰۰۰	-۴/۵۲۸	۰/۰۲۴	-۰/۱۱۱	AGE
۰/۷۴				۰/۷۵				ضریب تعیین
۰/۶۹				۰/۷۰				ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۵۴				۱/۵۱				آماره دورین-واتسون
۱۵/۹۶ (۰/۰۰۰۰)				۱۶/۹۳ (۰/۰۰۰۰)				آماره F (احتمال)
۲۰/۳۵ (۰/۰۰۰۰)				۲۳/۱۰ (۰/۰۰۰۰)				آماره بروش پاکان (احتمال)

بحث و نتیجه گیری

هدف از این پژوهش بررسی نقش درصد مدیران غیرموظف بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی بود. در این پژوهش به منظور سنجش عملکرد مالی از دو متغیر نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ حقوق صاحبان سهام استفاده گردید. بنابراین با استفاده از داده‌های ۸۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴، فرضیه‌های

پژوهش یک بار بدون در نظر گرفتن متغیر تعدیل گر و یک بار با حضور متغیر تعدیل گر مورد آزمون قرار گرفت. زمانی که مدل رگرسیون بدون توجه به متغیر تعدیل گر مورد آزمون قرار گرفت، نتایج نشان داد که بین درصد مدیران غیرموظف و عملکرد مالی رابطه معناداری وجود ندارد، اما زمانی که اثر تعدیل درصد مدیران غیرموظف در مدل آزمون فرضیه قرار گرفت، وجود رابطه معنادار بین حضور مدیران غیرموظف و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مورد تایید قرار گرفت. این دستاورد با پژوهش وانگا و همکارانش (۲۰۱۲) همخوانی دارد. نتایج تحقیق حاضر نیز بیان گر هم‌خوانی نقش مدیران غیرموظف در ایران با نظریه مباشرت است. بنابراین پیشنهاد می‌شود در سازوکار مشخص شده در آیین‌نامه نظام راهبری شرکت‌ها به خصوصیات مدیران غیرموظف نیز توجه شود و با ارائه راهکارهایی، عملکرد مدیران غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره را تقویت کرد.

همچنین نتایج بیان می‌کند که حضور مدیران غیرموظف در رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی نقش تعدیل‌گری ایفا می‌کند؛ این نتیجه با یافته‌های پژوهش مانیندی و هیلر (۲۰۱۴) و سان، لن و ما (۲۰۱۴) و هاجینسون (۲۰۱۲) مطابقت دارد. این نتیجه حاکی از آن است که مدیران غیرموظف می‌توانند با نظارت بیشتر، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهند که این امر تأثیر فرصت‌های رشد بر سودآوری و افزایش ثروت سهام‌داران را افزایش خواهد داد، در نتیجه عملکرد بهتری را برای شرکت‌ها به ارمغان می‌آورد. به محققان پیشنهاد می‌گردد که در پژوهش‌های آتی به بررسی نقش تعدیل گر سایر ویژگی‌های هیئت‌مدیره (خصوصاً اندازه، استقلال، چند عضویتی بودن و غیره) بر تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر عملکرد مالی به تفکیک صنعت و برای دوره‌های مختلف بپردازند.

منابع

- Adams, R. , Ferreira, D. (2007). A Theory of Friendly Boards, *Journal of Finance*, 62 (1): 217-250.
- Ahmed, K. , Hossain, M; Adams, M. B. (2006). The Effects of Board Composition and Board Size on the Informativeness of Annual Accounting Earnings. *Corporate Governance*, 14 (5): 418- 431.
- Al-Haddad, W; Alzurqan, S. T; Al-Sufy, F. J. (2011). The effect of corporate governance on the performance of Jordanian industrial companies: An empirical study on Amman Stock Exchange. *International Journal of Humanities and Social Science*, 1 (4): 55-69.

- Bergmann, B; Holt, S. (2012). Determinants of Board Size and Composition: An Empirical Study of Danish Medium and Large Firms, Master thesis submitted to fulfill M. Sc. in Applied Economics and Finance, Copenhagen Business School.
- Bhagat, S; Black, B. (2002). The Non-correlation between Board Independence and Long Term Firm Performance. *Journal of Corporate Law*, 27 (2): 231-275.
- Brown, R; Caylor L. (2011). Corporate Governance and Firm Performance. Working Paper, Georgia State University.
- Cheng Y. K. (2004). Corporate Governance And Earnings Management: The Implications of Corporate Governance Best-Practice Principles for Taiwanese Listed Companies, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*. 3 (2): 1- 47.
- Fama, E. F. ; and M. C. Jensen (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26: 301–25.
- Ghalibaf Asl, H. , Rezaie, F. (2008). A study of The Relation Between Board Composition and Firm Performance In TSE, *Journal of Financial Research*, 9 (2): 33-48. (In Persian)
- Hassas Yeganeh, Y. , Raeesi, Z. , Hoseini, M. (2009). Relationship between Quality of Corporate Governance and Corporate Performance in Tehran Stock Exchange, *Iran Management Science*, 4 (13): 75-100. (In Persian)
- Hermalin, B. E; Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct Incentives on firm performance. *Financial Management. Financial Management Association*, 20: 101–112.
- Hutchinson, M. (2012). An Analysis of the Association Between Firms' Investment Opportunities, Board Composition, and Firm Performance, *Asia-Pacific. Journal of Accounting & Economics*, 9 (1): 17-38.
- Khodami Var, A. , Ghorbani, R. , Nik Kar, R. , Bazrayi, Y. (2014). Investigating Impact of Board Features on Firm Performance in Market Competition of Different Levels, *Auditing and accounting studies*, 24: 1-24. (In Persian)
- Mokarami, Y. , (1385). Principles of Corporate Governance, *Auditor Quarterly*, 3: 40-45. (In Persian)
- Moradi, M. , Habibzade, J. , Najariyan, M. , Taghavi, A. (2012). Applying Fuzzy Regression in Defining the Relationship between Board Characteristics and Firm Performance of Listed Companies in Tehran Stock Exchange (TSE) , *Journal of Accounting Advances*, 4 (2): 119-149. (In Persian)
- Moradi, M. , Salehi, M; Habibzadeh, S. J; Najari, N. (2012). A study of relationship between board characteristics and earning management: Iranian scenario. *Universal Journal of Management and Social Sciences*, 2 (3): 12-29.
- Munianday,B; Hiller,J. (2014). Board independence, investment opportunity set and performance of South African firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35: 108-124.
- Namazi, M. , Kermani, E. (2009). Investigating the Effects of Ownership Structure on The Performance of the Companies Accepted in the Tehran Stock Exchange, *Journal of The Accounting and Auditing Review*, 15 (3): 83-100. (In Persian)

- Nikbakht, M. , Seyedi, A. , Hashem Alhoseini, R. (2008). Investigating Effect of Board Features on Firm Performance, *Journal of Accounting Advances*, 2 (1): 251-270. (In Persian)
- Shleifer, A; Vishny. W. (1986). Large shareholders and corporate control, *Journal of political Economy*, 95: 461-488.
- Shoorvarzi, M. , Azadvar, I. (2015). An Analysis of the Association Between Firm Investment Opportunities and Firm Performance, *Management Accounting*, 3 (6): 13-23. (In Persian)
- Sun, J. , Lan, G; Ma, Z. (2014). Investment opportunity set, board independence, and firm performance. *Management Finance*. 40 (5): 454-468.
- Tiam, A. (2003). The Investment Set and its Proxy Variables: Theory and Evidence, *Journal of Financial Research*, 31 (1): 41-63
- Van Der Walt, N; Ingley, C. (2003). Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors. *Corporate governance*, 11 (3): 218-234.
- Van, Y and Aet, R. (2002) , *Corporate Governance, Disclosure Method and Information Asymmetry*. Master of Sciences Thesis. Available at URL: <http://proquest.umi.com>.
- Yasser, Q. R. , Entebang, H. & Mansor, S. A. (2011). Corporate governance and firm performance in Pakistan: The case of Karachi Stock Exchange (KSE). *Journal of Economics and International Finance*, 3 (8): 482-491.
- 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