



تأثیر تجربه اعضای غیر موظف هیئت مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری

الناز تجویدی^۱ ©

استادیار حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

سید حسین سجادی

استاد حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

نوید رحمانی

کارشناس ارشد حسابداری مدیریت، دانشگاه شهید بهشتی، تهران

(تاریخ دریافت: ۹ بهمن ۱۳۹۸؛ تاریخ پذیرش: ۳ مهر ۱۳۹۹)

تصمیمات سرمایه‌گذاری از جمله موارد بااهمیت در هر شرکتی است که هیئت مدیره به اظهار نظر درباره آن خواهد پرداخت. از سوی دیگر اعضای غیرموظف هیئت مدیره دسترسی کم‌تری به اطلاعات مربوط به این سرمایه‌گذاری‌ها دارند. در حالی که عده‌ای از پژوهشگران معتقدند این اعضا می‌توانند با عضویت در هیئت مدیره دیگر شرکت‌ها کسب تجربه نموده و بدین صورت کمبود اطلاعاتی خود را جبران نمایند. لذا پژوهش حاضر به بررسی تأثیر تجربه اعضای غیرموظف هیئت مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته است.

برای انجام این پژوهش، داده‌های مربوط به ۱۱۲ شرکت بورسی برای سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. برای آزمون فرضیه پژوهش از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. همچنین، روش آماری مورد استفاده، داده‌های ترکیبی بوده است. نتایج پژوهش نشان داد تجربه اعضای غیر موظف هیئت مدیره تأثیر معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نداشته است.

بنابراین می‌توان نتیجه گرفت عضویت اعضای غیرموظف در هیئت مدیره دیگر شرکت‌های ایرانی، بر تجربیات سرمایه‌گذاری آنان اثر چندانی ندارد.

واژه‌های کلیدی: کارایی سرمایه‌گذاری، تجربه اعضای غیر موظف هیئت مدیره، راهبری شرکتی.

مقدمه

در هر سازمان، ساختار هیئت مدیره آن نقش مهم و اساسی در پیشبرد اهداف آن ایفا می‌کند. در واقع، نفوذ چشم‌گیر هیئت مدیره در تصمیم‌گیری‌ها موجب تغییر وضعیت شرکت در محیط رقابتی خواهد شد [۷].

سرمایه‌گذاری در امور مختلف توسط شرکت‌ها، همواره به عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت و جلوگیری از رکود و عقب‌ماندگی، مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است که افزون بر توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، از اهمیت فراوانی برخوردار شود [۶]. در تعیین کارایی سرمایه‌گذاری حداقل دو معیار نظری وجود دارد. معیار نخست بیان می‌کند به منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری نیاز به گردآوری منابع وجود دارد. در یک بازار کارا تمام پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت باید تأمین مالی شوند، گرچه محدودیت مالی توانایی مدیران را محدود می‌سازد. معیار دوم نیز بیان می‌کند اگر شرکت تصمیم به تأمین مالی بگیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی با آن انجام شود. به عنوان مثال، مدیران ممکن است در جهت منافع خویش اقدام به سرمایه‌گذاری ناکارآمد نمایند [۳۳].

سرمایه تأمین شده توسط سرمایه‌گذاران برای شرکت‌های دولتی و خصوصی به عنوان یک نیروی حیاتی در بازارها محسوب می‌شود. بنابراین، حمایت از سرمایه‌گذار برای دستیابی به سرمایه‌گذاری مطلوب و کارا برای حیات و رقابت‌پذیری شرکت‌ها در بازارهای سرمایه، ضروری است. سرمایه‌گذاران نه تنها باید تشویق شده و برای سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه پاداش بگیرند، بلکه باید از طریق مقررات مناسب راهبری شرکتی و همچنین مکانیزم‌های نظارتی بازار، حمایت شوند [۲۰].

از سوی دیگر به طور عمده مدیران برای حداکثر کردن منافع خود، دارای دید کوتاه مدت هستند. زیرا، آنان بر اساس عملکرد کوتاه مدت پاداش می‌گیرند، لذا کوتاه مدت‌نگر هستند. این کوتاه‌نگری تا حدی ناشی از عملکرد بازار سرمایه است، زیرا بازار سرمایه بر اساس عملکرد مناسب در کوتاه‌مدت، به آنان پاداش می‌دهد. بنابراین، مدیران منافع بلندمدت را فدای منافع کوتاه‌مدت می‌نمایند. در نتیجه، دست به اقداماتی می‌زنند که ممکن است عدم کارایی سرمایه‌گذاری را برای شرکت در پی داشته باشد [۳۱].

بدون وجود مکانیزم‌های راهبری شرکتی مناسب احتمال بیشتری وجود دارد که مدیران از حداکثرسازی منافع سهامداران منحرف شوند و ممکن است تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در راستای منافع سهامداران و سرمایه‌گذاران نباشد. یکی از تصمیمات مهم شرکت، تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری است که برای حیات شرکت ضروری است. به دلیل اینکه مدیران نقش مؤثری در اتخاذ تصمیمات دارند، ممکن است از تصمیمات مطلوب سرمایه‌گذاری منحرف شوند. بنابراین، وجود سیستم نظارتی مناسب موجب می‌شود مدیران در دنبال کردن اهداف خود و ضرر رساندن به منافع سهامداران دلسرد شوند [۲۱].

در این میان وجود اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره شرکت، از مهم‌ترین مکانیزم‌های راهبری شرکتی است که میزان انحراف از تصمیمات سرمایه‌گذاری مطلوب را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و رفع مشکلات نمایندگی کاهش داده و از این طریق میزان کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهند [۱۸]. زیرا

هیئت مدیره خوب شرکت را قادر می‌سازد تا سرمایه‌های فیزیکی، مالی و فکری را جذب کرده و با استفاده اثربخش از این سرمایه‌ها و ایجاد ارزش اقتصادی بلندمدت برای سهامداران و سایر ذینفعان به فعالیت خود تداوم بخشد [۲۷].

مبانی نظری

هیئت مدیره شرکت، نهاد هدایت‌کننده‌ای است که نقش نظارت بر کار مدیران اجرایی را به منظور حفظ منافع مالکیتی سهامداران بر عهده دارد. معمولاً بیان می‌شود که موفقیت شرکت، در گروی هدایت مطلوب آن است. در گزارش کدبری توصیه شده که بین اعضای هیئت مدیره، توازن قوا وجود داشته باشد تا هیچ کس قادر به کنترل بی قید و شرط فرآیند تصمیم‌گیری در شرکت نباشد. در شرکت‌های دارای ساز و کارهای مطلوب راهبری از قبیل تفکیک وظایف و یا ترکیب بهینه‌ای از مدیران موظف و غیرموظف (غیراجرایی)؛ احتمالاً نظارت مؤثرتری بر مدیریت صورت می‌گیرد. از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف و مستقل در هیئت مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آنان به عنوان افرادی مستقل؛ به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت کمک شایانی می‌کند [۱۰]. البته باید توجه داشت هیئت مدیره شرکت فی نفسه موجبات افزایش کارایی و اثربخشی عملکرد شرکت را فراهم نمی‌آورد، بلکه ویژگی‌های آن از قبیل تجربه و ترکیب اعضای موظف و غیر موظف، عوامل مهمی در تعیین اثربخشی آن هستند. این بدین معنا است که ویژگی‌های خاص هیئت‌مدیره می‌تواند منجر به بهبود عملکرد شرکت شود [۱۵].

از سوی دیگر، کشورها برای حل مشکلات اقتصادی خود نیازمند راهکارهای مناسب برای استفاده بهتر از امکانات و ثروت‌های خدادادی خود هستند. در این راستا، یکی از راهکارهای مهم بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است [۴]. بنگاه‌های اقتصادی با هدف بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود به منظور کسب بازده و ایجاد ارزش برای تأمین‌کنندگان منابع مالی به انجام سرمایه‌گذاری مبادرت می‌ورزند [۳].

انجام هر سرمایه‌گذاری به خودی خود مناسب و موجه نیست. شرکت در انجام سرمایه‌گذاری باید به مفهوم کارایی سرمایه‌گذاری نیز توجه نماید. به طور مفهومی کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت تنها در تمام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری نمایند. البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد [۱۷]. افزون بر این، کارایی سرمایه‌گذاری مستلزم این است که از یک سو از مصرف منابع در فعالیت‌هایی جلوگیری شود که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد مطلوب انجام شده است و از سوی دیگر، منابع به سمت فعالیت‌هایی هدایت شود که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد [۱۴].

بنابراین، شناخت عوامل مهم و تأثیرگذار بر سطح کارایی سرمایه‌گذاری‌ها، در ارزیابی، شناسایی و تعیین سطح بهینه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، بسیار حائز اهمیت است. فلیکس^۱ [۲۵] به این نتیجه رسید که وقتی

¹ Felix

اعضای غیرموظف هیئت مدیره شرکت در شرکت‌های دیگر حضور داشته و در نتیجه تجربه بیشتری داشته باشند، شرکت‌ها سطح بیشتری از کارایی سرمایه‌گذاری دارند. لذا یکی از عوامل تأثیرگذار بر کارایی سرمایه‌گذاری، تجربه اعضای غیرموظف هیئت مدیره است.

با توجه به اینکه حقوق و دستمزد مدیران به عملکرد شرکت بستگی دارد، آنان به پروژه‌های کوتاه‌مدت با درآمد سریع تمایل بیشتری نشان می‌دهند. به دیگر سخن، بر اساس تئوری نمایندگی مدیران به طور معمول اغلب ترجیح می‌دهند از سود کوتاه‌مدت بهره‌مند شوند. لذا ممکن است اقدامات مدیران مانع بازدهی بلندمدت منابع و سرمایه‌گذاری‌ها شود [۳۴]. این موضوع ممکن است در درازمدت توان رقابتی شرکت را در بازار کاهش دهد و در نهایت در رسیدن به هدف اصلی خود (حداکثرسازی ارزش شرکت و کسب حداکثر بازدهی در سرمایه‌گذاری‌ها)، بازماند. این موضوع می‌تواند موجب افزایش تضاد منافع مدیران و مالکان گردد. در راستای این تضاد منافع، سهامداران باید ساز و کارهای راهبری شرکتی را ارتقا داده تا مدیران را برای حداکثر کردن ارزش سرمایه‌گذاری خود تشویق کنند. در واقع راهبری شرکتی راه حلی برای حداقل کردن تضاد منافع مدیر و مالک است که اعمال مناسب ساز و کارهای آن تأثیر مستقیمی بر توانایی سرمایه‌گذاران برای وادار کردن مدیریت به استفاده کارآ از منابع موجود در سازمان‌ها خواهد داشت [۸].

ساختار هیئت مدیره، می‌تواند ابزار مهمی در ایجاد ارزش و بهبود کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری باشد. در واقع، حضور مدیران مستقل (غیرموظف) در ترکیب هیئت مدیره شرکت، به کاهش تعارضات منافع سهامداران و مدیریت شرکت کمک می‌کند زیرا، آنان از طریق ارائه رای مستقل به هیئت مدیره نقش نظارتی ایفا می‌کنند و رفتار فرصت طلبانه مدیر باید توسط مدیران غیر موظف تحت نظارت و کنترل قرار گیرد. بنابراین، هنگامی که هیئت مدیره از نسبت بالای اعضای غیرموظف تشکیل شده باشد تصمیمات مدیریت و عملکرد یک شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند [۵].

از سوی دیگر، با توجه به اینکه تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری به عنوان یک فعالیت مهم شرکت به حساب می‌آید، باید در نهایت توسط هیئت مدیره تایید شود [۲۴]. البته باید این موضوع را نیز در نظر گرفت که تهیه اطلاعات با جزئیات برای مدیر عامل می‌تواند یک شمشیر دولبه باشد. از یک سو، با اطلاعات بهتر، اعضای هیئت مدیره می‌توانند نظرات ارزشمندی به مدیر عامل ارائه کنند. اما از سوی دیگر، هنگامی که اعضای هیئت مدیره اطلاعات بیشتری دریافت می‌کنند، احتمال بیشتری دارد که پروژه‌های مورد نظر مدیر عامل را به چالش بکشند. در نتیجه، مدیران عامل می‌توانند اطلاعات را برای اجتناب از موشکافی پروژه محدود کنند. در نتیجه، مدیران غیر موظف برای ارزیابی مناسب سرمایه‌گذاری‌ها با اطلاعات کمتری رو به رو هستند [۱۶]. این در حالی است که اثربخشی اعضای غیر موظف هیئت مدیره در ارزیابی پروژه‌های سرمایه‌گذاری به دسترسی آن‌ها به اطلاعات مناسب وابسته است.

یکی از راهکارهایی که می‌تواند به عنوان جایگزینی عمل کند تا کمبود اطلاعات اعضای غیرموظف هیئت مدیره را درباره طرح‌های سرمایه‌گذاری جبران کند، این است که این اعضای غیرموظف هیئت مدیره

شرکت در هیئت مدیره دیگر شرکت‌ها نیز حضور داشته باشند و از این طریق، تجربیات کسب شده در زمینه طرح‌های سرمایه‌گذاری را در شرکت به کار گرفته و باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شوند [۲۵].

پیشینه پژوهش

فلیکس [۲۵] در پژوهشی به بررسی رابطه بین تجربه اعضای غیرموظف هیئت مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری پرداخت. وی با استفاده از روش داده کاوی و مراجعه به بانک اطلاعاتی رایانه‌ای اوراق بهادار و صورت‌های مالی شرکت‌های سهامی عام در آمریکا، اقدام به مطالعه نمونه‌ای متشکل از ۱۶۹۱۳ سال - شرکت (بازه زمانی ۱۹۹۶-۲۰۱۲) نمود. وی به این نتیجه رسید وقتی اعضای غیرموظف هیئت مدیره شرکت در شرکت‌های دیگر حضور داشته و در نتیجه تجربه بیشتری داشته باشند، شرکت‌ها سطح بیشتری از کارایی سرمایه‌گذاری دارند.

چونگ و همکاران^۱ [۲۲] به بررسی سازوکارهای راهبری شرکتی، سرمایه‌گذاری و ارزیابی شرکت در بازارهای آسیا پرداختند. آنان پس از بررسی‌های متعدد به این نتیجه رسیدند یک نظام راهبری شرکتی خوب به تصمیمات سرمایه‌گذاری بهتر و کارا تر منجر می‌شود.

بیلت و همکاران^۲ [۱۸] نشان دادند، مکانیزم‌های راهبری شرکتی همچون وجود مدیران غیر موظف عضو هیئت مدیره و تمرکز مالکیت، میزان انحراف از تصمیمات سرمایه‌گذاری مطلوب را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و رفع مشکلات نمایندگی کاهش می‌دهند.

براون^۳ [۱۹] نشان داد مدیرانی که تجربه هیئت مدیره های مختلفی را دارند، تجارب ارزشمند را بدست می‌آورند، و می‌توانند آن را به شرکت داخلی ارائه دهند. بسیاری از مطالعات تجربی نشان می‌دهند شرکتی که دارای مدیران باتجربه است، احتمالاً این مدیران منجر به افزایش گزینه های سرمایه گذاری و استفاده مطلوب از معافیت های مالیاتی می‌شود. این موضوع زمانی اتفاق می‌افتد که مدیران اطلاعات موثق را بین شرکت‌های خود منتقل می‌کنند.

مک دونالد و همکاران^۴ [۲۹] در پژوهشی با عنوان "آنها چه می‌دانند؟ تأثیر کسب تجربه مدیریت از خارج شرکت بر بازدهی و عملکرد شرکت"، به این نتیجه رسیدند اگر شرکت‌ها مدیران و هیئت مدیره با تجربه‌ای داشته باشند، آنان می‌توانند شرکت را در کسب بازده بیشتری کمک کنند. البته به شرطی که مدیران تجارب سرمایه‌گذاری خود را در شرکت به کار ببرند.

لین و پارک^۵ [۲۸] به بررسی رابطه بین سیاست اعطای پاداش به اعضای غیرموظف هیئت مدیره و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت پرداختند. آنان دریافتند اعضای غیرموظف هیئت مدیره تأثیر قابل توجهی بر نتایج سرمایه‌گذاری یک شرکت دارد.

¹ Cheung et al.

² Billett et al.

³ Brown

⁴ McDonald et al.

⁵ Linn and Park

پنگ و همکاران^۱ [۳۲] در پژوهشی به بررسی رابطه مثبت حضور اعضای غیرموظف هیئت مدیره با عملکرد شرکت در کشور روسیه پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد رابطه مثبت مفروض در سطح معناداری ۵ درصد، تأیید نشده است.

مک نولتی و پتی گرو^۲ [۳۰] پژوهشی با عنوان "نظریه پردازان در هیئت مدیره" انجام دادند. آنان با مصاحبه با مدیران و اعضای هیئت مدیره شرکت‌ها دریافتند اعضای غیرموظف هیئت مدیره به طور منظم بر تصمیم‌نهایی مدیران در انتخاب سرمایه‌گذاری‌ها تأثیر می‌گذارند و مدیریت معمولاً پیشنهاد طرح خود را به وسیله مشورت غیر رسمی با هیئت‌مدیره مورد بازبینی قرار می‌دهد.

کانیون و پک^۳ [۲۳] دریافتند زمانی که سهام مدیران موظف در هیئت مدیره زیاد باشد، مدیران اختیار بیشتری در مورد تصمیمات سرمایه‌گذاری دارند. با توجه به این که رشد شرکت وابسته به مخارج تحت اختیار مدیران است. به احتمال زیاد سهامداران و اعتباردهندگان خواستار نظارت بیشتر اعضای هیئت مدیره غیرموظف بر اقدامات هیئت مدیره مؤلف هستند. به بیان دیگر، سهامداران و اعتباردهندگان تمایل بیشتری به افزایش تعداد مدیران غیرموظف برای حفاظت از سلامت سرمایه‌گذاری‌های شرکت دارند. در نتیجه، با این کار هزینه‌های نمایندگی تعدیل شده و با نظارت مؤثر بر رفتار مدیران، کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت بهبود می‌یابد.

شعری و همکاران [۱۱] به بررسی رابطه راهبری شرکتی و ابعاد آن با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. ارزیابی راهبری شرکتی و ابعاد آن شامل شفافیت، اثربخشی هیئت مدیره، حقوق سهامداران و اثر مالکیت بر اساس طیف متنوعی از شاخص‌ها (۹۳ شاخص) بر مبنای مدل رتبه‌بندی ارائه شده از سوی حساس یگانه و سلیمی (۱۳۹۰) و سنجش کارایی سرمایه‌گذاری بر اساس مدل ریچاردسون^۴ (۲۰۰۶) صورت گرفت. به طور کلی، نتایج پژوهش نشان داد راهبری شرکتی و ابعاد آن، اثر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری داشته است.

فروغی و همکاران [۱۳] در پژوهش خود به بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر کارایی سرمایه‌گذاری و هم‌چنین بررسی اثر کیفیت گزارشگری مالی بر شدت اثرگذاری توانایی مدیریتی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران پرداختند و نشان دادند مدیران توانا تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حد داشته‌اند. افزون بر این، نتایج نشان داد کیفیت گزارشگری مالی باعث کاهش تأثیر مثبت توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شده است.

دیدار و همکاران [۹] به بررسی عوامل مؤثر بر کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به درجه انعطاف‌پذیری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد در شرکت‌هایی که از انعطاف‌پذیری بیشتری برخوردار بوده‌اند متغیرهای کیفیت گزارشگری مالی و اهرم مالی و نوع

¹ Peng et al.

² McNulty and Pettigrew

³ Conyon and Peck

⁴ Richardson

صنعت بر کارایی شرکت‌ها تأثیر داشته اما، در دیگر سطوح انعطاف‌پذیری (پایین و متوسط) رابطه معناداری مشاهده نشده است.

فرضیه پژوهش

بر اساس مبانی نظری پژوهش، فرضیه پژوهش به صورت زیر تدوین شده است. تجربه اعضای غیرموظف هیئت مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معنادار مستقیم دارد.

روش پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، از دسته کاربردی به شمار می‌رود و از نظر روش، پژوهش توصیفی مبتنی بر تحلیل رگرسیون چند متغیره است که در آن، از تحلیل داده‌های ترکیبی استفاده شده است. داده‌های مورد نیاز از طریق مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، بانک جامع اطلاعاتی پایگاه اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار (کدال) و نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری شده است. به‌منظور آزمون فرضیه پژوهش از مدل فلیکس [۲۵] به شرح زیر استفاده شده است:

$$\text{Investment Efficiency}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{Informed outsider}_{i,t} + \beta_2 \text{Log assets}_{i,t} + \beta_3 M/B_{i,t} + \beta_4 \text{Age}_{i,t} + \beta_5 \text{CFO_sd}_{i,t} + \beta_6 \text{Sales_sd}_{i,t} + \beta_7 \text{Loss}_{i,t} + \beta_8 \text{Tangible assets}_{i,t} + \beta_9 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_{10} \text{Dividend}_{i,t} + \beta_{11} \text{Operating cycle}_{i,t} + \beta_{12} \text{Percent of outsiders}_{i,t} + \beta_{13} \text{Board size}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل مزبور، متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی به شرح زیر تعریف و اندازه‌گیری شده‌اند:

متغیر وابسته

$\text{Investment Efficiency}_{i,t}$ = کارایی سرمایه‌گذاری شرکت i در سال t است و برای محاسبه آن، از مدل پیشنهادی چین و همکاران [۲۰] اصلاح شده توسط بیدل و همکاران^۱ [۱۷] به شرح زیر استفاده شده است:

$$\text{Invest}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{NEG}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Growth}_{i,t-1} + \beta_3 \text{NEG}_{i,t-1} * \text{Growth}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

که در مدل مزبور:

$\text{Invest}_{i,t}$ = سرمایه‌گذاری شرکت i در سال t ، برابر با نسبت جریان نقد خالص فعالیت‌های سرمایه‌گذاری (مستخرج از صورت جریان وجه نقد) به کل دارایی‌ها دارایی‌ها تعریف شده است.

$\text{NEG}_{i,t-1}$ = کاهش فروش شرکت i در سال $t-1$ که اگر درآمد فروش شرکت در سال $t-1$ نسبت به سال $t-2$ کاهش یافته باشد، برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر بوده است.

$\text{Growth}_{i,t-1}$ = رشد فروش شرکت i در سال $t-1$ که برابر است با درآمد فروش در سال $t-1$ منهای درآمد فروش در سال $t-2$ تقسیم بر درآمد فروش در سال $t-2$.

¹ Biddle et al.

اگر سرمایه‌گذاری سال آینده، بیش‌تر از رشد درآمد فروش بوده است، باقی‌مانده مدل مثبت بوده است و به این معنا است که سرمایه‌گذاری بیش از حد انجام شده و اگر سرمایه‌گذاری سال آینده، کم‌تر از رشد درآمد فروش بوده است، باقی‌مانده مدل منفی بوده است و به این معنا است که سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد انجام شده است. بنابراین، برای محاسبه کارایی سرمایه‌گذاری، از قدرمطلق مقدار مذکور ضربدر منفی یک استفاده شده است. لذا هرچه حاصل بزرگ‌تر باشد، کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر است [۲، ۱۲].

متغیر مستقل

$\text{Informed outsider}_{i,t}$ = تجربه اعضای غیرموظف هیئت مدیره شرکت i در سال t که اگر یکی از اعضای غیرموظف هیئت مدیره شرکت در هیئت مدیره دیگر شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، عضویت داشته باشد، این متغیر برابر یک قرار می‌گیرد و در غیر این صورت برابر صفر است [۲۵].

متغیرهای کنترلی

$\text{Log assets}_{i,t}$ = اندازه شرکت i در سال t که برابر است با لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت.
 $M/B_{i,t}$ = فرصت‌های رشد شرکت i در سال t که برابر است با نسبت با ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام. این متغیر تفاوت چشم انداز رشد شرکت را کنترل می‌کند [۱].
 $\text{Age}_{i,t}$ = عمر شرکت i در سال t که برابر است با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که تأسیس شرکت می‌گذرد.

$\text{CFO_sd}_{i,t}$ = نوسان‌های جریان نقدعملیاتی شرکت i در سال t برابر با انحراف معیار نسبت جریان نقدعملیاتی به کل دارایی‌ها طی سه سال اخیر بوده است.

$\text{Sales_sd}_{i,t}$ = نوسان‌های درآمدفروش شرکت i در سال t برابر با انحراف معیار نسبت درآمدفروش به کل دارایی‌ها طی سه سال اخیر بوده است.

$\text{Loss}_{i,t}$ = زیان‌دهی شرکت i در سال t که اگر شرکت زیان خالص داشته باشد، این متغیر برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر بوده است.

$\text{Tangible assets}_{i,t}$ = دارایی‌های مشهود شرکت i در سال t برابر با نسبت با دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌ها تعریف شده است.

$\text{Leverage}_{i,t}$ = اهرم مالی شرکت i در سال t برابر با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها تعریف شده است. این متغیر نشان‌دهنده میزان نظارت اعتبار دهندگان است که می‌تواند توانایی شرکت برای سرمایه‌گذاری بیش از حد را محدود کند [۲۶].

$\text{Dividend}_{i,t}$ = سودنقد تقسیمی شرکت i در سال t برابر با نسبت کل سودنقد تقسیمی به دارایی‌ها تعریف شده است.

$\text{Operating cycle}_{i,t}$ = چرخه عملیاتی شرکت i در سال t برابر با لگاریتم طبیعی نسبت متوسط حساب‌های دریافتی به درآمدفروش به‌اضافه نسبت متوسط موجودی کالا به بهای تمام شده کالای فروخته شده ضربدر ۳۶۵ تعریف شده است.

$\text{Percent of outsiders}_{i,t}$ = درصد مدیران غیرموظف هیئت مدیره شرکت i در سال t برابر با نسبت تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره به تعداد کل اعضای هیئت مدیره بوده است.
 $\text{Board size}_{i,t}$ = اندازه هیئت مدیره شرکت i در سال t برابر با تعداد اعضای هیئت مدیره شرکت بوده است.

به دلیل اینکه روش مورد استفاده در این پژوهش، روش رگرسیون بوده است، برای اینکه بتوان مشخص کرد آیا داده‌های پانل برای برآورد تابع مورد نظر کارآمدتر خواهد بود یا نه فرضیه‌ای آزمون شده است که در آن کلیه عبارات ثابت برآورد با یکدیگر برابر هستند. در این آزمون فرضیه صفر یعنی یکسان بودن عرض از مبداها در مقابل فرضیه غیرصفر یعنی ناهمسانی عرض از مبداها قرار می‌گیرد. در صورتی که فرضیه صفر پذیرفته شود به معنای یکسان بودن شیب‌ها برای مقاطع مختلف بوده و قابلیت ترکیب شدن داده‌ها و استفاده از مدل رگرسیون ترکیب شده مورد تأیید آماری قرار می‌گیرد. اما در صورت رد فرضیه صفر روش داده‌های پانل پذیرفته می‌شود و می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده کرد که برای این کار از آزمون چاو استفاده می‌شود. به منظور اینکه مشخص شود کدام روش (اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) برای برآورد مناسب‌تر است از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. برای بررسی معنادار بودن مدل رگرسیون از آماره F استفاده می‌شود.

برای بررسی استقلال باقیمانده‌ها از آماره دوربین-واتسون استفاده شده است. در صورتی که مقدار آماره دوربین-واتسون بین $1/5$ و $2/5$ باشد، همبستگی بین باقیمانده‌ها وجود ندارد. به منظور بررسی رابطه بین کارایی سرمایه‌گذاری و هر یک از تغییرهای مستقل (سمت راست رگرسیون) از ضریب همبستگی تعدیل شده استفاده شده است. برای اطمینان از این که ارتباط خطی بین متغیرهای مستقل، بر نتایج پژوهش اثر نامطلوبی خواهد گذاشت یا خیر؛ عامل تورم واریانس (وی آی اف) محاسبه شده است. اگر عامل تورم واریانس متغیرهای مدل کم‌تر از 10 به دست آید، وجود این هم‌خطی مشکلی برای نتیجه‌گیری بر مبنای مدل ایجاد نخواهد کرد. تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار Eviews نگارش 10 انجام شده است.

جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی ده ساله از سال 1387 تا 1395 بوده است. برای اینکه شرکت‌های مورد بررسی از لحاظ بازه زمانی و ماهیت فعالیت همگن بوده و در نتیجه پژوهش از دقت و قابلیت مقایسه بیشتری برخوردار باشد، نمونه آماری به روش غربالگری و حذف سیستماتیک پس از اعمال محدودیت‌های زیر انتخاب شده است:

- (۱) در طول دوره پژوهش، تغییر در دوره مالی نداشته باشند.
- (۲) جزو شرکت‌های فعال در حوزه فعالیت‌های مالی، از جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه‌ها و موسسات مالی نباشند. به دلیل این که این موسسات از لحاظ ماهیت فعالیت، متفاوت بوده و درآمد اصلی آن‌ها حاصل از سرمایه‌گذاری است و وابسته به فعالیت سایر شرکت‌ها هستند، لذا ماهیتاً با دیگر شرکت‌ها متفاوت هستند. بنابراین، از نمونه مورد بررسی حذف خواهند شد.
- (۳) داده‌های مورد نیاز برای متغیرهای پژوهش، در دوره زمانی 1387 الی 1396 ، موجود باشند.

۴) در دوره مورد بررسی توقف معامله یا تغییر دوره مالی نداشته باشند. بر این اساس، تعداد ۱۱۲ شرکت (۱۱۲۰ سال - شرکت) به عنوان نمونه نهایی به منظور تجزیه و تحلیل فرضیات انتخاب شدند.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. نگاره (۱)، آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی را برای نمونه‌ای شامل ۱۱۲۰ شرکت - سال در فاصله زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ نشان می‌دهد.

نگاره (۱): آمارهای توصیفی متغیرهای مورد مطالعه

| متغیرها | میانگین | میانه | بیشینه | کمینه | انحراف معیار | چولگی | کشیدگی |
|--------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|
| کارایی سرمایه‌گذاری | -۰/۰۴۳ | -۰/۰۲۸ | ۰/۰۰۰ | -۰/۳۰۹ | ۰/۰۴۸ | -۲/۳۹۸ | ۹/۵۶۳ |
| تجربه اعضای غیرموظف هیئت مدیره | ۰/۲۹۷ | ۰/۰۰۰ | ۱/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۴۵۷ | ۰/۸۸۶ | ۱/۷۸۶ |
| اندازه شرکت | ۱۳/۶۳۷ | ۱۳/۶۳۴ | ۱۸/۸۱۷ | ۸/۸۹۹ | ۱/۸۷۸ | -۲/۳۱۲ | ۲۱/۵۷۴ |
| فرصت‌های رشد | ۲/۰۰۰ | ۱/۶۱۵ | ۹/۴۰۲ | ۰/۱۹۳ | ۱/۴۳۷ | ۱/۸۰۱ | ۷/۱۲۵ |
| عمر شرکت | ۳/۴۸۳ | ۳/۵۸۳ | ۳/۹۸۸ | ۲/۱۹۷ | ۰/۳۸۳ | -۰/۶۸۴ | ۲/۶۳۴ |
| نوسانات جریان نقد عملیاتی | ۰/۰۶۲ | ۰/۰۵۱ | ۰/۳۵۸ | ۰/۰۰۱ | ۰/۰۴۶ | ۱/۶۶۸ | ۷/۳۲۲ |
| نوسانات درآمد فروش | ۰/۱۲۰ | ۰/۰۸۶ | ۰/۸۹۱ | ۰/۰۰۰ | ۰/۱۱۳ | ۲/۵۶۶ | ۱۲/۰۱۵ |
| زیان دهی | ۰/۱۱۵ | ۰/۰۰۰ | ۱/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۳۱۹ | ۲/۴۱۰ | ۶/۸۱۲ |
| دارایی‌های مشهود | ۰/۲۶۸ | ۰/۲۲۷ | ۰/۸۵۸ | ۰/۰۱۳ | ۰/۱۸۰ | ۰/۹۱۴ | ۳/۳۸۱ |
| اهرم مالی | ۰/۵۶۶ | ۰/۵۹۶ | ۰/۸۹۹ | ۰/۰۰۰ | ۰/۱۹۹ | -۰/۷۷۷ | ۳/۳۴۳ |
| سود نقد تقسیمی | ۰/۰۴۵ | ۰/۰۲۲ | ۰/۱۸۸ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۵۱ | ۰/۹۹۷ | ۲/۸۷۴ |
| چرخه عملیاتی | ۵/۴۵۶ | ۵/۵۰۲ | ۷/۱۹۱ | ۲/۸۵۹ | ۰/۶۱۵ | -۰/۴۴۳ | ۳/۶۹۸ |
| درصد مدیران غیرموظف هیئت مدیره | ۰/۶۲۷ | ۰/۶ | ۱/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۲۲۳ | -۰/۶۹۴ | ۳/۷۴۴ |
| اندازه هیئت مدیره | ۵/۰۶ | ۵/۰۰۰ | ۷/۰۰۰ | ۵/۰۰۰ | ۰/۳۴۳ | ۵/۴۷۴ | ۳۰/۹۷۲ |

میانگین، اصلی‌ترین و مهم‌ترین شاخص مرکزی به شمار می‌آید که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. همان‌طور که در نگاره (۱) مشاهده می‌شود، مقدار میانگین متغیر کارایی سرمایه‌گذاری، -۰/۰۴۳ است. میانه نقطه‌ای است که یک نمونه را به دو قسمت مساوی تقسیم می‌نماید. به بیان دیگر،

۵۰ درصد مشاهدات قبل و ۵۰ درصد مشاهدات پس از آن قرار دارند. همان طور که در نگاره مزبور نشان داده شده است، مقدار میانه متغیر کارایی سرمایه‌گذاری، ۰/۰۲۸- است. به طور کلی، معیارهای پراکندگی، معیارهایی هستند که پراکندگی مشاهدات را حول میانگین بررسی و مقایسه می‌نمایند. یکی از مهم‌ترین معیارهای پراکندگی، انحراف معیار است. با توجه به نتایج مندرج در نگاره (۱)، این معیار برای متغیر کارایی سرمایه‌گذاری، ۰/۰۴۸ است. گفتنی است بیشترین مقدار متغیر کارایی سرمایه‌گذاری برابر با ۰/۰۰۰ و کمترین مقدار آن برابر با ۰/۳۰۹- بوده است. چولگی و کشیدگی متغیر مزبور نیز به ترتیب برابر ۲/۳۹۸- و ۹/۵۶۳ بوده است.

میانگین تجربه اعضای غیرموظف هیئت مدیره شرکت ۰/۲۹۷ بوده است و این مقدار بیانگر این است که حدود ۳۰ درصد از اعضای غیرموظف هیئت مدیره شرکت در دیگر شرکت‌ها نیز دارای مسئولیت اجرایی بوده‌اند.

همچنین، میانگین زیان دهی شرکت‌ها ۰/۱۱۵ است و بدان معنی است که بیش از ۱۱ درصد شرکت‌های بورسی دارای عملکرد زیان‌ده بوده‌اند. مقدار میانگین برای سود نقد تقسیمی به کل دارایی‌ها ۰/۰۴۵ است و نشان دهنده این است که شرکت‌ها به نسبت ۵ درصد از کل دارایی‌ها سود تقسیم نموده‌اند. ویژگی‌های توصیفی دیگر متغیرها نیز در نگاره (۱) مشهود است.

نتایج آزمون فرضیه

ابتدا برای تعیین روش به کارگیری داده‌های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن آن‌ها از آزمون چاو و آماره F لیمر استفاده شده است.

در صورتی که نتایج این آزمون، مبنی بر به کارگیری داده‌ها به صورت داده‌های پانلی شود، باید برای تخمین مدل پژوهش از یکی از مدل‌های اثرات ثابت یا اثرات تصادفی استفاده شود.

نگاره (۲): نتایج آزمون چاو و هاسمن

| نوع آزمون | مقدار آماره | سطح معناداری | نتیجه آزمون |
|-------------|-------------|--------------|--|
| آزمون چاو | ۱/۸۰۰ | ۰/۰۰۰ | استفاده از مدل داده‌های تابلویی (پانل) |
| آزمون هاسمن | ۲۴/۶۹۳ | ۰/۰۰۰ | استفاده از مدل اثرات ثابت |

نتیجه آزمون چاو(نگاره ۲)، نشان داد احتمال به دست آمده برای آماره F کمتر از ۵ درصد بوده است. بنابراین، برای آزمون این مدل، داده‌ها به صورت تابلویی مورد استفاده قرار می‌گیرند. همچنین، نتیجه

آزمون هاسمن نشان داد، سطح معناداری آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ بوده است، لذا برای برآورد ضرایب مدل مزبور، باید از مدل اثرات ثابت استفاده نمود. نتیجه آزمون فرضیه پژوهش در نگاره (۳) ارائه شده است.

نگاره (۳): نتایج آزمون فرضیه

| متغیر | ضرایب | خطای استاندارد | آماره t | سطح معناداری | VIF |
|--------------------------------|--------|----------------|----------------------|--------------|-------|
| مقدار ثابت | -۰/۰۷۴ | ۰/۰۳۱ | -۲/۳۶۳ | ۰/۰۱۸ | - |
| تجربه اعضای غیرموظف هیئت مدیره | ۰/۰۰۲ | ۰/۰۰۱ | ۱/۵۶۲ | ۰/۱۱۸ | ۱/۱۰۶ |
| اندازه شرکت | -۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | -۰/۳۳۹ | ۰/۷۳۴ | ۱/۱۰۴ |
| فرصت‌های رشد | ۰/۰۰۱ | ۰/۰۰۰ | ۲/۳۳۱ | ۰/۰۲۰ | ۱/۰۵۵ |
| عمر شرکت | -۰/۰۰۱ | ۰/۰۰۹ | -۰/۲۰۸ | ۰/۸۳۴ | ۱/۴۹۰ |
| نوسان‌های جریان نقدعملیاتی | ۰/۰۳۰ | ۰/۰۱۷ | ۱/۷۱۸ | ۰/۰۸۶ | ۱/۰۴۲ |
| نوسان‌های درآمدفروش | -۰/۰۱۲ | ۰/۰۱۰ | -۱/۱۸۹ | ۰/۲۳۴ | ۱/۲۷۸ |
| زیان‌دهی | -۰/۰۰۲ | ۰/۰۰۲ | -۰/۹۵۶ | ۰/۳۳۸ | ۱/۱۲۳ |
| دارایی‌های مشهود | ۰/۰۱۵ | ۰/۰۰۷ | ۲/۱۰۷ | ۰/۰۳۵ | ۱/۱۵۱ |
| اهرم مالی | ۰/۰۰۴ | ۰/۰۰۴ | ۱/۱۰۰ | ۰/۲۷۱ | ۱/۰۸۶ |
| سودنقد تقسیمی | -۰/۰۳۸ | ۰/۰۱۶ | -۲/۳۵۱ | ۰/۰۱۸ | ۱/۱۱۹ |
| چرخه عملیاتی | ۰/۰۰۳ | ۰/۰۰۲ | ۱/۴۶۵ | ۰/۱۴۳ | ۱/۳۲۶ |
| درصد مدیران غیرموظف هیئت مدیره | -۹/۲۱۰ | ۰/۰۰۴ | -۰/۰۲۰ | ۰/۹۸۳ | ۱/۱۰۲ |
| اندازه هیئت مدیره | ۰/۰۰۲ | ۰/۰۰۱ | ۱/۴۹۶ | ۰/۱۳۴ | ۱/۰۵۷ |
| آماره F | ۵/۲۲۵ | | ضریب تعیین | ۰/۴۲۵ | |
| سطح معناداری آماره F | ۰/۰۰۰ | | ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۳۴۴ | |
| | | | مقدار دوربین- واتسون | ۲/۰۴۵ | |

استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی (EGLS)

برای بررسی معناداری کل مدل از آماره فیشر (F) استفاده شده است. با توجه به نتایج مندرج در نگاره (۳)، مقدار احتمال معناداری آماره فیشر ۰/۰۰۰ بوده است. این مقدار کمتر از ۵ درصد بوده است. بنابراین، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده است. یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنادار بوده و حداقل یکی از ضرایب مدل رگرسیونی مخالف صفر بوده است.

آماره t متغیر تجربه اعضای غیر موظف هیئت مدیره ۰/۰۰۲ بوده است و سطح معناداری آن ۰/۱۱۸ بوده که بیش از ۵ درصد بوده است. بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵ درصد تجربه اعضای غیرموظف هیئت مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری نداشته است. بنابراین، فرضیه پژوهش مورد تأیید قرار نگرفته است.

متغیرهای کنترلی فرصت‌های رشد و دارایی‌های ثابت مشهود رابطه مثبت و معناداری با متغیر وابسته داشته‌اند و متغیر کنترلی سود نقد تقسیمی رابطه منفی و معناداری با متغیر وابسته داشته است. دیگر نکته قابل توجه در نگاره (۳)، ضریب تعیین تعدیل شده مدل است. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل مورد استفاده حدود ۳۴ درصد بوده است و این موضوع نشان می‌دهد حدود ۳۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است که مقدار قابل توجهی است.

مقدار آماره دوربین-واتسون مدل نیز ۲/۰۴۵ بوده است که بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد و حاکی از عدم خود همبستگی بین باقیمانده‌ها (که یکی دیگر از فروض رگرسیون است) است. از سوی دیگر، برای اطمینان از این که ارتباط خطی بین متغیرهای مستقل، بر نتایج پژوهش اثر نامطلوبی خواهد گذاشت یا خیر؛ عامل تورم واریانس (VIF) محاسبه شده است. مقدار شاخص عامل تورم واریانس برای تمامی متغیرها کم‌تر از ۱۰ به دست آمد. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت وجود این همخطی مشکلی برای نتیجه‌گیری بر مبنای مدل ایجاد نخواهد کرد.

نتیجه‌گیری

نتایج پژوهش بیانگر این است که ارتباط معناداری بین تجربه اعضای غیر موظف هیئت مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت وجود نداشته است.

در راستای توضیح نتایج به دست آمده در این پژوهش باید گفت شرکت به منظور تخصیص برخی از منابع خود برای سرمایه‌گذاری به تصمیم‌گیری نیاز دارد. به طور معمول، مدیریت به دنبال فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالقوه متفاوتی خواهد بود. اما از آنجا که تصمیمات سرمایه‌گذاری از جمله موضوعات مهم و تأثیرگذار شرکتی محسوب می‌شود، لذا باید در نهایت توسط هیئت مدیره تأیید شوند.

از سوی دیگر، با توجه به اینکه اعضای غیر موظف هیئت مدیره در جریان فعالیت‌های روزمره شرکت نبوده و مستقل از آن هستند، طبیعی است که اطلاعات کم‌تری در رابطه با پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت داشته باشند و در این رابطه باید بر اطلاعاتی که از جانب مدیریت شرکت درباره پروژه‌های بالقوه سرمایه‌گذاری ارائه می‌شود، تکیه نمایند و یا از اطلاعاتی که در این زمینه در اختیار عموم قرار می‌گیرد، استفاده کنند. با این حال، برای مدیر عامل، تهیه اطلاعات با جزئیات زیاد می‌تواند به مثابه یک شمشیر دولبه باشد. از یک سو، با اطلاعات بهتر، اعضای غیرموظف هیئت مدیره می‌توانند نظرات ارزشمندی به مدیر عامل ارائه کنند. اما از سوی دیگر، هنگامی که این اعضا اطلاعات بیشتری دریافت کنند، ممکن است که پروژه‌های مورد نظر مدیر عامل شرکت را تأیید نکنند. بنابراین، مدیران عامل می‌توانند اطلاعات را برای اجتناب از موشکافی پروژه محدود کنند. در نتیجه، اعضای غیر موظف هیئت مدیره برای ارزیابی

مناسب سرمایه‌گذاری‌ها اطلاعات کم‌تری دارند و این در حالی است که اثربخشی اعضای غیر موظف هیئت مدیره در ارزیابی پروژه‌های سرمایه‌گذاری به دسترسی آن‌ها به اطلاعات مناسب وابسته است. نتایج پژوهش حاضر بدان معنی است که تجربه اعضای غیر موظف هیئت مدیره در دیگر شرکت‌ها، لزوماً باعث نمی‌شود که عدم تقارن اطلاعاتی بین اعضای غیرموظف و موظف هیئت مدیره به طور معناداری کاهش یافته و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری نیز بهبود یابد. لذا اعضای غیرموظف به دلیل کسری اطلاعاتی که دارند، کم‌تر تصمیمات مدیریت شرکت را در خصوص طرح‌های سرمایه‌گذاری به چالش می‌کشند.

نتیجه به دست آمده در مطالعه حاضر مبنی بر این‌که ارتباطی معنادار و مستقیم بین تجربه اعضای غیرموظف هیئت مدیره (حضور آنان در هیئت مدیره دیگر شرکت‌ها) و کارایی سرمایه‌گذاری برقرار نیست با نتایج مطالعه فلیکس [۲۵] مطابقت ندارد؛ زیرا وی به این نتیجه رسید که تجربه اعضای غیرموظف هیئت مدیره رابطه مثبت و معناداری با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت دارد.

از سوی دیگر، نتایج پژوهش حاضر با پژوهش آدامز و فریرا [۱۶] مطابقت داشته است؛ زیرا آنان به این نتیجه رسیدند که به دلیل محدودیت در دسترسی اعضای غیرموظف هیئت مدیره به اطلاعات، تجربه این اعضا تأثیرگذاری معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت نداشته است.

پیشنهادها

پیشنهادهای کاربردی

بر مبنای یافته‌های حاصل از پژوهش، پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود:

- (۱) با توجه به اینکه اعضای غیر موظف هیئت مدیره عمدتاً دسترسی کمتری به منابع اطلاعاتی شرکت در رابطه با پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت دارند، به نهادهای نظارتی و استاندارددگذار از قبیل سازمان حسابرسی و بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود تا ساز و کارهایی را فراهم نمایند که شرکت‌ها را ملزم نماید تا اعضای غیر موظف نیز همچون اعضای موظف هیئت مدیره به اطلاعات کافی دسترسی داشته باشند.
- (۲) به سهامداران شرکت‌های بورسی پیشنهاد می‌شود در زمان انتخابات اعضای هیئت مدیره، اقدام به بررسی سابقه و پیشینه اعضای هیئت مدیره از نظر دانش و تجربه آنان در رابطه با طرح‌های سرمایه‌گذاری کنند.
- (۳) به نهادهای استاندارد گذار و نظارت کننده پیشنهاد می‌شود به این موضوع توجه داشته باشند که عضویت همزمان اعضای غیرموظف در هیئت مدیره چند شرکت ممکن است باعث کاهش اثربخشی آنان شود. این در حالی است که نظارت بر مدیریت نیازمند تلاش زیاد و اختصاص زمان کافی است. برای نمونه می‌توان از اعضای غیرموظف هیئت مدیره که عضو کمیته حسابرسی، کمیته راهبری شرکتی یا ناظر بر پروژه‌های خاص در شرکت می‌گردند، نام برد. این مبحث در ایران کمی مغفول مانده است.

۴) باتوجه به نتایج به دست آمده در مطالعه حاضر، به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران بازار سرمایه کشور توصیه می‌شود به منظور افزایش بازدهی سرمایه‌گذاری‌های خود، به سود نقد تقسیمی شرکت، توجه ویژه داشته باشند. توضیح این‌که ارتباط و معناداری بین سود نقد تقسیمی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت برقرار است، لیکن این رابطه منفی است. بنابراین، آنان باید به این موضوع توجه داشته باشند که پرداخت سود نقدی از جانب شرکت، لزوماً نمی‌تواند در نتیجه کارایی بالای شرکت در سرمایه‌گذاری‌های خود باشد.

پیشنهاد برای پژوهش‌های آینده

برخی از موضوعات مهمی که می‌توانند در پژوهش‌های آینده مورد بررسی قرار گیرند، عبارتند از:

- ۱) در این مطالعه، به منظور محاسبه کارایی سرمایه‌گذاری از مدل بیدل و همکاران [۱۷] استفاده شد. پیشنهاد می‌شود در مطالعات آینده، از دیگر معیارهای سنجش سطح کارایی سرمایه‌گذاری مانند تفاوت سطح سرمایه‌گذاری شرکت با متوسط سطح سرمایه‌گذاری صنعت، مدل گماریز و بالستا (۲۰۱۳) و غیره استفاده شود و نتایج مورد مقایسه قرار گیرند.
- ۲) به منظور بررسی اثربخشی تجربه اعضای غیرموظف هیئت مدیره (حضور اعضای غیرموظف هیئت مدیره در هیئت مدیره دیگر شرکت‌ها)، در مطالعه حاضر از تأثیر متغیر مزبور بر کارایی سرمایه‌گذاری استفاده شد اما، می‌توان در مطالعات آینده، تأثیر حضور اعضای غیرموظف هیئت مدیره در هیئت مدیره دیگر شرکت‌ها را بر دیگر معیارهای متداول مانند بازدهی دارایی‌ها، بازدهی سهام، رشد فروش شرکت و غیره مورد آزمون قرار داد و نتایج پژوهش‌های صورت گرفته را مقایسه نمود.

پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های جداگانه‌ای تأثیر دیگر ویژگی‌های هیئت مدیره از قبیل اندازه، دانش مالی اعضای هیئت مدیره، دوگانگی نقش مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره و استقلال هیئت مدیره بر عملکرد و بازدهی طرح‌های سرمایه‌گذاری شرکت بررسی شود.

فهرست منابع

۱. آقای، محمدعلی؛ حسن زاده، بهروز. (۱۳۹۷). "مقایسه پذیری حسابداری و تأثیر آن بر کارایی سرمایه‌گذاری". **دانش حسابداری**، ۹(۲)، ۷-۳۴.
۲. انواری رستمی، علی اصغر؛ تجویدی، الناز و جهانگردی، میثم (۱۳۹۴). تأثیر ساختار سرمایه و پاداش هیئت مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری. **پژوهش‌های تجربی حسابداری**، ۱۸، ۱۰۹-۱۲۹.
۳. بادآورنهندی، یونس؛ تقی‌زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۳). "ارتباط بین برخی مکانیزم‌های راهبری شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر". **دانش حسابداری**، ۵(۱۸)، ۱۱۳-۱۴۰.
۴. تهرانی، رضا و نوریخس، عسکر. (۱۳۸۵). **مدیریت سرمایه‌گذاری**، تهران، نگاه دانش.
۵. تنانی محسن، رجیبی هادی. (۱۳۹۳). "بررسی تأثیر اندازه و استقلال هیات مدیره بر هزینه‌های نمایندگی". **حسابداری مالی**، ۶(۲۳)، ۸۶-۱۰۳.
۶. ثقفی، علی؛ معتمدی فاضل، مجید. (۱۳۹۰). "رابطه میان کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با امکانات سرمایه‌گذاری بالا". **پژوهش‌های مالی حسابداری**، ۳(۴)، ۱-۱۴.

۷. حیدری، مهدی؛ رنجبری، علی. (۱۳۹۴). "بررسی تأثیر پاداش هیئت مدیره و پیش‌بینی سود". **دانش حسابداری**، ۱۴ (۸۵)، ۹۰-۱۰۶.
۸. خدادادی، ولی؛ رشیدی باغی، محسن؛ قربانی، رامین؛ کاویانی، مریم. (۱۳۹۲). "تأثیر ساختار مالکیت بر ارتباط بین جریانهای نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی". **فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی**، ۱(۱)، ۹۳-۱۰۸.
۹. دیدار، حمزه؛ لطفی، سعید؛ مسلم‌پور، حسین. (۱۳۹۲). "بررسی عوامل موثر بر کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به درجه انعطاف‌پذیری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **اولین کنفرانس بین‌المللی حماسه سیاسی (با رویکردی بر تحولات خاورمیانه) و حماسه اقتصادی (با رویکردی بر مدیریت و حسابداری)**، تهران.
۱۰. شعری، صابر؛ مرفوع، محمد. (۱۳۸۷). "رابطه درصد اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره و سرمایه‌گذاران نهادی با پیش‌بینی سود شرکت‌ها". **فصلنامه مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۱۷(۲)، ۶۳-۱۰۳.
۱۱. شعری، صابر؛ حساس یگانه، یحیی؛ سدید، مهدی و نرهدی، بنیامین. (۱۳۹۵). "تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران، حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری". **حسابداری مالی**، ۸(۳۲)، ۳۷-۱.
۱۲. فروغ‌نژاد، حیدر؛ مرادی جز، محسن؛ حیدری، حسین؛ معصومی خانقاه، قادر. (۱۳۹۵). "نقدشوندگی سهام، کارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری**، ۵(۱۸)، ۱۷۹-۱۹۶.
۱۳. فروغی، داریوش؛ ساکیانی، امین. (۱۳۹۵). "توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی". **پژوهش‌های تجربی حسابداری**، ۶(۱)، ۶۳-۹۰.
۱۴. مدرس، احمد؛ حصارزاده، رضا. (۱۳۸۷). "کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری". **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، ۱(۲)، ۱-۲۰.
۱۵. نمازی، محمد؛ ابراهیمی، فهیمه. (۱۳۹۲). "تأثیر ترکیب هیئت‌مدیره بر عملکرد با تأکید بر کارایی ارزش افزوده منابع شرکت". **فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی**، ۱۱(۴۰)، ۱-۲۶.
۱۶. Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). "A theory of friendly boards". **The Journal of Finance**, 62(1), 217-250.
۱۷. Biddle, G., Hilary, G, and Verdi, R.S. (2009). "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets". **The Accounting Review**, 86 (4), 1255-1288.
۱۸. Billett, M. T., Garfinkel, A., and Jiang, Y. (2011). "The influence of governance on investment: Evidence from a hazard model". **Journal of Financial Economics**, 102 (3): 643-670.
۱۹. Brown, J. (2011). "The spread of aggressive corporate tax reporting: A detailed examination of the corporate-owned life insurance shelter". **The Accounting Review**, 86(1), 23-57.
۲۰. Chen, F., Hope, O.K., Li, Q., and Wang, X. (2011). "Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets". **The Accounting Review**, 86 (4): 1255-1288.

٢١. Chen, L., Chunlei, L., and Guanyu, W. (2013). "Financial constraints, investment efficiency and corporate governance: Empirical evidence from China", **Service Systems and Service Management (ICSSSM).10th International conference.**
٢٢. Cheung, Y., Stouraitis, A., and Tan, W. (2014). "Corporate governance, investment, and firm valuation in Asian emerging markets". **Journal of International Financial Management & Accounting**, 22 (3), 246-273.
٢٣. Conyon, M.J., and Peck, S.I., (1998). "Board control, remuneration committees, and top management compensation". **Academy of Management Journal**, 41 (2): 146-157.
٢٤. Deloitte Development LLC. (2012). "The board of directors and capital allocation". **Hot Topics January 2012**, 1-3.
٢٥. Felix, R. (2018). "The Effect of Informed Outside Directors on Investment Efficiency". **Advances in Management Accounting**, 14, 99-127.
٢٦. Goodman, T. H., Shroff, N., Neamtiu, M., and White, H. D. (2014). "Management Forecast Quality and Capital Investment Decisions". **The Accounting Review**, 89, 331-365.
٢٧. Gregory, H. J. (2001). "International Comparison of Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice—Developing and Emerging Markets". **New York, NY: Weil, Gotshal and Manges LLP.**
٢٨. Linn, S. C., & Park, D. (2005). "Outside directors compensation policy and the investment opportunity set". **Journal of Corporate Finance**, 11(4), 680-715.
٢٩. McDonald, M. L., Westphal, J. D., & Graebner, M. E. (2008). "What do they know? The effects of outside director acquisition experience on firm acquisition performance". **Strategic Management Journal**, 29(11), 1155-1177.
٣٠. McNulty, T., & Pettigrew, A. (1999). "Strategists on the board". **Organization studies**, 20(1), 47-74.
٣١. Mueller, D. C., and Peev, E. (2007). "Corporate governance and investment in Central and Eastern Europe". **Journal of Comparative Economics**, 35 (2):414- 437.
٣٢. Peng, Mike W., Buck, Trevor, and Filatotchev. (2003). "Do outside directors and new managers help improve firm performance? An exploratory study in Russian privatization". **Journal of World Business**, 38, pp: 348- 360.
٣٣. Stein, j. (2003). "Agency Information and Corporate Investment". **Handbook of the Economic of Finance**, editet by George Constantinides, Milt Harris and Rene Stulz, Elsevier. 111-165.
٤٤. Wang, Y. Chen, C.W. (2016). "Directors' and officers' liability insurance and the sensitivity of directors' compensation to firm performance". **International Review of Economics & Finance**, 45, 286-297.



The Effect of Informed Outside Directors on Investment Efficiency

Elnaz Tajvidi¹©

Assistant Prof. of Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran

Seyed Hosien Sajadi

Prof. of Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran

Navid Rahmani

Msc. Of Management Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran

(Received: January 29, 2020; Accepted: September 24, 2020)

Investment decisions are among the most important issues in any company that the board of directors will comment on. On the other hand, non-executive directors have less access to information about these investments. While some researchers believe that these members can gain experience by joining the board of directors of other companies and thus compensate for their lack of information. Therefore, the present study investigates the impact of non-performing board members' experience on investment efficiency.

To conduct this study, data on 112 stock companies for the years 2008-2018 were analyzed. Multivariate linear regression model was used to test the research hypothesis. Also, the statistical method used was hybrid data.

The results showed that the experience of non-executive members of the board of directors had no significant effect on corporate investment efficiency.

Therefore, it can be concluded that the membership of non-executive members of the board of directors of other Iranian companies has little effect on their investment experience.

Keywords: Investment Efficiency, Outside Director Experience, Corporate Governance.

¹ elnajtaj@gmail.com© (Corresponding Author)