

In Search of the “Steve Jobs Effect”: How Influential Are Managers in Iranian Firms’ Decisions and Performance?

Ali Ebrahimnejad¹

Seyed Mahdi Barakchian²

Niloofar Bahadori³

brahimnejad@sharif.ir

m.barakchian@imps.ac.ir

20nb17@queensu.ca

Received: 14/03/2021 | Accepted: 16/06/2021

Abstract This paper aims to estimate the influence of managers, including CEOs and members of the board, on changing the firms’ policies and performances. To this end, we first assemble a hand-collected database on the composition of the boards of directors and CEOs across 488 firms listed on the Tehran Stock Exchange and Iran Fara Bourse Co. for the period 2010-2018. We provide an overview of the characteristics of the top executives of the Iranian firms for the first time. Some of the findings point out an average of two-year tenure for managers in companies, the presence of the majority of the board members in only one company over our sample period, the inverse relationship between the managers’ tenure and their level of education, and low participation of women as managers. Having combined these data with the data from the financial statements, we ran a set of regressions on a sample period of 2010-2016 to identify whether managers have significant effects on the firms’ behavior and performance. The results show a significant increase in the adjusted R² for the regressions of the firms’ performance - in contrast to the regressions of the firms’ policies - after adding managers fixed effects. Meanwhile, only a small fraction of managers have significant effects in the regressions, and for a small fraction of them the magnitude of the effects is large.

Keywords: Corporate Finance, Manager-Specific Effects, Financial Policies, Firm Performance, Investment Decisions, Panel Data.

JEL Classification: O16, G30, G31.

1. Assistant Professor, Graduate School of Management and Economics, Sharif University of Technology, Tehran, Iran.
2. Assistant Professor, Institute for Management and Planning Studies, Tehran, Iran.
3. M.A. in Economics, Graduate School of Management and Economics, Sharif University of Technology, Tehran, Iran (Corresponding Author).

در جستجوی «اثر استیو جابز»: مدیران تا چه اندازه در تصمیم‌ها و عملکرد شرکت‌های بورسی در ایران موثرند؟

علی ابراهیم‌نژاد | ebrahimnejad@sharif.ir

استادیار دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه صنعتی شریف، تهران، ایران.

سیدمهدی برکچیان | m.barakchian@imps.ac.ir

استادیار موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی، تهران، ایران.

نیلوفر بهادری | 20nb17@queensu.ca

کارشناسی ارشد علوم اقتصادی دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه صنعتی شریف، تهران، ایران (نویسنده مسئول).

مقاله پژوهشی

پذیرش: ۱۴۰۰/۰۳/۲۶

دریافت: ۱۳۹۹/۱۲/۲۴

چکیده: هدف اصلی این پژوهش، برآورد تاثیر مدیران بر تغییر سیاست و عملکرد بنگاه‌هاست. به این منظور، تاثیر مدیران بر سیاست‌های مالی و سرمایه‌گذاری و نیز عملکرد بنگاه‌ها بین سال‌های ۱۳۹۵-۱۳۸۹ با استفاده از رگرسیون داده‌های تابلویی بررسی می‌شود. علاوه بر این، توصیف جامعی از ویژگی‌های هیئت‌مدیره و ویژگی‌های مدیران ارشد شرکت‌های حاضر در بازار سهام ایران ارائه می‌شود. طول عمر مدیریتی به‌طور متوسط دوسال هر فرد در هیئت‌مدیره، عضویت بیش‌تر اعضای هیئت‌مدیره در تنها یک شرکت، رابطه معکوس تجربه و تحصیلات مدیران، و حضور بسیار کم‌رنگ زنان در ترکیب مدیریتی شرکت‌های بورسی برخی از این یافته‌ها هستند. یافته‌های اصلی پژوهش نشان می‌دهند که تاثیر مدیران بر متغیرهای عملکردی شرکت‌ها قابل توجه است و این اثر در مقایسه با تاثیر مدیران بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری و مالی بنگاه‌ها بزرگ‌تر است. دیگر این که تاثیر مدیران بر سیاست‌های مختلف بنگاه‌ها متفاوت است، در برخی سیاست‌ها این نقش پررنگ‌تر و در بخشی کم‌رنگ‌تر است. همچنین، درصد به‌نسبت کمی از مدیران بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری، مالی، و عملکرد شرکت‌ها اثر معنادار می‌گذارند و اندازه اثر برای درصد کمی از مدیران قابل توجه است.

کلیدواژه‌ها: اعضای هیئت‌مدیره، مدیرعامل، سیاست‌های سرمایه‌گذاری و مالی، عملکرد

بنگاه، داده‌های تابلویی.

مقدمه

یکی از نخستین آموزه‌های مالی شرکتی این است که مدیران شرکت‌ها بر اساس مجموعه‌ای از معیارهای کمی و غیرسلیقه‌ای همچون خالص ارزش حال مثبت^۱ و نرخ بازده داخلی^۲، تصمیم‌ها و سیاست‌های مالی و سرمایه‌گذاری بنگاه را تعیین می‌کنند و هدف بیشینه‌سازی ثروت سهامداران را محقق می‌سازند. بر اساس این آموزه‌ها، اعمال سلیقه و به‌اصطلاح «سبک مدیریتی» توسط مدیران در انتخاب سیاست‌های مالی و سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها جایگاهی ندارد و صرفاً شاخص‌ها و معیارهای کمی برای ارزیابی پروژه‌ها و سایر تصمیم‌های مالی بنگاه مدنظر قرار می‌گیرد. در نظریه‌های اقتصاد خرد نیز به نقش افراد در عملکرد و رفتار شرکت‌ها تقریباً توجهی نمی‌شود و در بررسی رفتار بنگاه به عنوان عامل اقتصادی که هدفش صرفاً بیشینه‌سازی سود است، بیش‌تر عوامل مربوط به مشخصات بنگاه و صنعت برای توضیح چرایی تفاوت موجود میان شرکت‌ها تحلیل می‌شود. اما به نظر می‌رسد شرکت‌ها در دنیای واقعی به‌گونه‌ی دیگری عمل می‌کنند. بخش زیادی از انرژی سهامداران و هیئت‌مدیره شرکت‌ها صرف انتخاب مدیران توانمند می‌شود. به علاوه، مدیران حقوق و پاداش قابل توجهی دریافت می‌کنند و در صورت عملکرد ضعیف شرکت برکنار می‌شوند. برای نمونه، بخش بزرگی از موفقیت و رشد شرکت اپل و افزایش سهم بازار آن از ۲ تا ۲۱۰ میلیارد دلار بین سال‌های ۲۰۱۰-۱۹۹۷ به استیو جابز، مدیرعامل این شرکت نسبت داده می‌شود. **کوچ و همکاران (۲۰۱۱)**^۳، نشان می‌دهند که هر اعلامیه‌ای از وضعیت سلامتی استیو جابز بر سهم بازار شرکت اپل اثرگذار بوده است، اگرچه این اثر همیشه منفی و معنادار نبوده است. به علاوه، در برخی پژوهش‌ها نشان داده می‌شود که مرگ مدیران عامل اثر منفی بر قیمت سهام شرکت‌ها دارد (Salas, 2010). به دلیل ویژگی‌های مدیریتی فوق‌العاده و غیرمتعارف استیو جابز در هنگام مدیرعاملی شرکت اپل، این شرکت برای سال‌ها با رشد خیره‌کننده‌ای توسعه پیدا کرد. همین قابلیت‌های ویژه جابز سبب شد که درگذشت او با نگرانی نسبت به آینده شرکت اپل و افت قابل‌ملاحظه قیمت سهام آن همراه شود. اصطلاح «اثر استیو جابز» که در سال‌های اخیر در بخشی از ادبیات مدیریت گسترش پیدا کرده، به همین قابلیت‌های فوق‌العاده برخی مدیران اشاره دارد. مرگ استیو جابز باعث افت ۱/۵ درصدی قیمت سهام شرکت اپل شد. همچنین، با اعلام خبر انتصاب مدیرعامل جدید، که سال‌ها در شرکت اپل به عنوان عضو هیئت‌مدیره کار کرده بود، سهام شرکت اپل ۵/۱۳ درصد افزایش یافت (Zhang, 2015). بنابراین در دنیای واقع، ظاهراً مدیران بسیار مهم‌تر از نظریه‌های اقتصادی و مالی هستند.

1. Net Present Value (NPV)
2. Internal Rate of Return (IRR)
3. Koch *et al.*

در ادبیات راهبرد {= استراتژی} و منابع انسانی نیز برخلاف ادبیات اقتصاد، نقش مدیران بسیار پررنگ است. این پژوهش به دنبال بررسی این پرسش است که آیا مدیران ارشد بنگاه‌ها - شامل مدیرعامل و اعضای هیئت‌مدیره - واقعاً در عملکرد و سیاست‌های مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تاثیرگذار هستند یا خیر. با وجود آن‌که بسیاری از شاخه‌های مدیریت با استفاده از ابزارهایی همچون مطالعات موردی^۱، به بررسی توانمندی‌ها و عملکرد مدیران می‌پردازند، اما به دلیل روش‌شناسی مبتنی بر مطالعات موردی یا نظرسنجی^۲، این پژوهش‌ها در مقایسه با ابزارهای اقتصادسنجی رایج در پژوهش‌های مالی شرکتی، در میان متخصصان حوزه مالی شرکتی از مقبولیت به نسبت کمی برخوردار هستند. بنابراین، نقطه قوت اصلی پژوهش حاضر را می‌توان در بکارگیری تکنیک‌های اقتصادسنجی برای پاسخ به یک پرسش ظاهراً کیفی و مدیریتی یعنی تاثیر مدیران بر سیاست‌های بنگاه دانست.

در ایران، پژوهش‌های تجربی اندکی پیرامون تاثیر مدیران عامل و اعضای هیئت‌مدیره بر خروجی‌های شرکت‌ها انجام شده است (باری و فتحی ارطه، ۱۳۹۵؛ ملازاده و همکاران، ۱۳۹۵؛ و Behmanesh et al., 2020). بر اساس بررسی‌های انجام‌شده در ادبیات داخلی، تاکنون پژوهشی در مورد تخمین اثرات ثابت مدیران و تاثیر آن‌ها بر تصمیم‌های مالی و سرمایه‌گذاری و عملکرد بنگاه‌ها انجام نشده است. این در حالی است که این موضوع در ایران از جنبه‌های مختلف جذابیت خاص خود را دارد. برای مثال، در کشور ما اعضای هیئت‌مدیره به‌طور معمول به نمایندگی از سهامداران حقوقی در هیئت‌مدیره حضور دارند و به عنوان عضو هیئت‌مدیره مستقل فعالیت نمی‌کنند. به عبارت دیگر، به‌طور معمول در ایران سهامداران حقوقی عضو هیئت‌مدیره هستند و افرادی صرفاً آن‌ها را نمایندگی می‌کنند. این موضوع می‌تواند بر میزان استقلال رأی اعضای هیئت‌مدیره و ویژگی‌های فردی و مدیریتی آن‌ها بر تصمیم‌های بنگاه اثر منفی داشته باشد. در مورد مدیران عامل هم با توجه به وابستگی بخش زیادی از بنگاه‌های بورسی به دولت یا نهادهای دولتی، شواهد عمومی حاکی از تغییرهای زیاد مدیریتی در این بنگاه‌هاست و بسیاری معتقدند مدیران صرفاً مجری دستورهای نهادهای بالاسری خود هستند و به‌طور مستقل قدرت تصمیم‌گیری ندارند. علاوه بر این، با توجه به بالا بودن نوسان‌های اقتصادی در ایران که تاثیر زیادی بر سودآوری و عملکرد شرکت‌ها دارد، ممکن است این طور به نظر برسد که این‌که چه کسی مدیر باشد اثر ناچیزی در مقابل اثر این نوسان‌ها دارد. به عبارت دیگر، عملکرد بنگاه بیش‌تر تحت تاثیر عوامل اقتصاد کلان و تلاطم‌های سیستماتیک تعیین

1. Case Study
2. Survey

می‌شود. با توجه به نکته‌های اشاره‌شده، این پرسش مهم و قابل توجه است که آیا در ایران، مدیران^۱ اصولاً اثر معناداری بر سیاست‌ها و عملکرد بنگاه‌ها دارند. برای پاسخ به این پرسش، رابطه میان اثرات ثابت مدیران^۲ بر عملکرد و سیاست‌های مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد.

در گام نخست، با استفاده از بزرگ‌ترین مجموعه داده در دسترس مربوط به ترکیب مدیران ۴۸۸ شرکت حاضر در بورس تهران و فرابورس ایران بین سال‌های ۱۳۹۷-۱۳۸۹ برای اولین بار توصیف جامعی از ویژگی‌های هیئت‌مدیره و ویژگی‌های مدیران ارشد شرکت‌ها ارائه می‌شود. برخی از شواهد آماری به دست آمده به این شرح هستند: زنان کمتر از ۲ درصد کل اعضای هیئت‌مدیره شرکت‌ها را تشکیل می‌دهند؛ حدود ۳۰ درصد اعضای هیئت‌مدیره به صورت موظف فعالیت می‌کنند؛ به طور متوسط سالانه یک سوم از اعضای هیئت‌مدیره هر شرکت تغییر می‌کنند؛ هر عضو هیئت‌مدیره به طور متوسط دو سال در یک شرکت حضور دارد؛ هر مدیرعامل نیز به طور متوسط دو سال در یک شرکت می‌ماند، و در یک چهارم شرکت‌ها عمر متوسط یک مدیرعامل کمتر از یک سال است^۳؛ تقریباً ۸۰ درصد اعضای هیئت‌مدیره دارای مدارک کارشناسی و کارشناسی ارشد هستند. در گام دوم، با ادغام مجموعه داده مشخصات اعضای هیئت‌مدیره با مجموعه داده‌های صورت‌های مالی شرکت‌ها، تاثیر مدیران بر سیاست‌های مالی و سرمایه‌گذاری و عملکرد بنگاه‌ها بین سال‌های ۱۳۹۵-۱۳۸۹ با استفاده از روش رگرسیون داده‌های تابلویی بررسی می‌شود.^۴ به این منظور، اثرهای منحصر به فرد مدیران به رگرسیون‌هایی شامل دیگر عوامل تعیین‌کننده تغییر سیاست‌ها و عملکرد بنگاه‌ها اضافه می‌شود تا مشاهده شود که آیا می‌توان بخشی از تغییرها را در سیاست‌ها و عملکرد بنگاه‌ها به مدیران حاکم بر آنها نسبت داد یا خیر. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهند که مدیران می‌توانند بخشی از تغییرها را در سیاست و عملکرد شرکت‌های خود توضیح دهند. البته نقش مدیران در توضیح خروجی‌های شرکت برای سیاست‌های مختلف متفاوت است؛ در برخی سیاست‌ها این نقش پررنگ‌تر و در بخشی

۱. منظور مدیران عامل و اعضای هیئت‌مدیره است.

2. Manager Fixed Effect

۳. این آمار نگران‌کننده در مورد جابه‌جایی سریع مدیران عامل از بی‌ثباتی مدیریتی در شرکت‌های بورسی حکایت می‌کند که به نوعی بهترین شرکت‌های کشور نیز محسوب می‌شوند.

۴. بخشی از داده‌ها بعد از ادغام دو مجموعه داده مورد استفاده از بین می‌روند، به همین دلیل، سال‌های مورد بررسی در گام دوم بازه کوتاه‌تری را شامل می‌شود.

کمرنگ‌تر است. علاوه بر این، یافته‌های مربوط به اندازه اثر مدیران در این پژوهش نشان می‌دهد که درصد بسیار کمی از مدیران (به‌ویژه مدیران عامل) نقش تعیین‌کننده‌ای در توضیح خروجی‌های بنگاه دارند و بیش‌تر مدیران نقش کوچک و نزدیک به صفر در توضیح تغییرها در خروجی بنگاه‌ها دارند. در ادامه، ابتدا ادبیات مربوط به پژوهش مرور می‌شود. سپس داده‌ها و نحوه محاسبه متغیرها توضیح داده می‌شود. سپس مدل و رگرسیون‌ها معرفی و نتایج توضیح داده می‌شوند. در پایان، بحث و نتیجه‌گیری ارائه می‌شود.

مبانی نظری پژوهش

همان‌طور که گفته شد، بخش عمده پژوهش‌های انجام‌شده در ادبیات علم اقتصاد، تاثیر منحصر به فرد مدیران را بر عملکرد بنگاه‌ها نادیده گرفته و در اغلب موارد برای توضیح رفتار و عملکرد شرکت بر مشخصات بازار، صنعت، و بنگاه اتکا کرده‌اند. در این پژوهش‌ها، بخش زیادی از ناهمگونی در عملیات بنگاه‌ها غیرقابل توضیح باقی مانده است (Kaplan & Zingales, 1997; Smith & Watts, 1992; Titman & Wessels, 1988). برای مثال، ادبیات گسترده‌ای در حوزه مالی شرکتی، وجود حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را مربوط به ناکارایی‌های بازار سرمایه و مشکلات نمایندگی^۱ می‌دانند، ولی نتوانسته‌اند تفاوت در حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را در میان شرکت‌ها به‌طور کامل توضیح دهند (Fazzari et al., 1987).

ادبیات گسترده‌ای نیز در علم اقتصاد مدعی بی‌تاثیر بودن ویژگی‌های مدیران بر رفتار و عملکرد بنگاه است. در دیدگاه نئوکلاسیک تنها نقش مدیر بیشینه کردن ثروت مالکان بنگاه است و مدیران، همگن و جانشین کامل همدیگر در نظر گرفته می‌شوند. نظریه نمایندگی^۲ برخی از ضعف‌های رویکرد نئوکلاسیک را حل کرده است. این نظریه تعارض منافع میان مدیران و سهامداران را مورد توجه قرار می‌دهد و فرض بیشینه کردن ثروت سهامداران توسط مدیران را زیر سوال می‌برد، اما همچنان مشکل تعارض منافع را برای همه مدیران یکسان می‌انگارد. بنابراین، تغییر در رفتار شرکت و تفاوت میان شرکت‌ها را به ناهمگونی در سازوکارهای حکمرانی شرکتی میان بنگاه‌ها نسبت می‌دهد (Hart, 1989). در این نظریه، مدیر زمانی می‌تواند ترجیح‌ها و اولویت‌های شخصی خود را به بنگاه اعمال کند که توانایی بنگاه در کنترل او ضعیف باشد. بنابراین در نظریه نمایندگی، برخی ترجیح‌ها و اولویت‌های مدیر مانند ریسک‌پذیری و میزان ثروت می‌تواند بر راهبردهای بنگاه تاثیر بگذارد که میزان این تاثیرگذاری به توانایی هیئت‌مدیره

1. Agency Problem
2. Agency Theory

در کنترل مدیران وابسته است (Bertrand & Schoar, 2003).

دو جریان دیگر نیز در ادبیات راهبرد با بررسی رابطه بین مدیر و بنگاه به نتایج مشابهی رسیده‌اند. دیدگاه کنترل بیرونی^۱ بیان می‌کند که محدودیت‌های سازمانی و محیطی، مثل هنجارها و فرهنگ، انتخاب‌های مدیران را در هنگام تصمیم‌گیری محدود می‌کنند، زیرا باعث می‌شود مدیران برای تطابق با انتظارات بیرونی برای نشان دادن رفتار عقلایی از دیگر مدیران تقلید کنند و در نتیجه این رفتار، مدیران همگن به نظر برسند (Lieberson & O'Connor, 1972). جریان دوم بیان می‌کند که فرایندهای انتخاب مدیران ارشد در شرکت‌هاست که به شباهت در پیش‌زمینه و تجربه مدیران منجر می‌شود و ناهمگونی میان مدیران را کاهش می‌دهد (Hiitt & Tyler, 1991). این سازوکار باعث می‌شود که افراد با ویژگی‌های مشابه، موقعیت‌های شغلی مشابهی را در شرکت‌های مختلف اشغال کنند (Hambrick, 2007).

در مقابل این ادبیات که از بی‌تاثیر بودن مدیر یا مشابه بودن اثرهای مدیران مختلف بر شرکت می‌گویند، پژوهش‌های گسترده‌ای بر اهمیت نقش مدیرعامل تاکید دارند. همبریک و میسون^۲ (۱۹۸۴)، نظریه رده‌های بالاتر^۳ را معرفی می‌کنند که تجربه‌ها، ارزش‌ها، و ویژگی‌های شخصیتی مدیران بر انتخاب‌های آن‌ها تاثیرگذار هستند. در این ادبیات برای توضیح چرایی رفتار و عملکرد بنگاه‌ها، اریب‌های رفتاری و شخصیتی مدیران بررسی می‌شوند. این اریب‌های رفتاری می‌تواند خوش‌بینی و اعتماد به نفس بیش از حد^۴ مدیرعامل باشد. برای مثال، اعتماد به نفس بیش از حد مدیر ممکن است اخلال‌هایی در سیاست سرمایه‌گذاری شرکت ایجاد کند. مدیری که اعتماد به نفس زیادی دارد، به صورت سیستماتیک بازدهی پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود را بیش از میزان واقعی برآورد می‌کند و تامین مالی خارجی را به دلیل ارزان پنداشتن سهام شرکت هزینه‌بر می‌داند. چنین مدیری اگر منابع مالی داخلی به حد کافی داشته باشد و توسط سازوکارهای حاکمیت شرکتی و بازار سرمایه محدود نباشد، نسبت به حالت بهینه بیش‌تر سرمایه‌گذاری می‌کند. از طرفی اگر منابع مالی نداشته باشد، سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد تا از منابع مالی خارجی استفاده نکند. از این‌رو، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی علاوه بر شرایط بازار و ویژگی‌های شرکت، تحت تاثیر ویژگی‌های فردی مدیران مانند اعتماد به نفس بیش از حد نیز هست (Heaton, 2005; Malmendier, 2005; Tate, 2005; 2008; Gervais et al., 2011). در همین ارتباط فدایی‌نژاد و همکاران (۱۳۹۱)، با

1. External Control
2. Hambrick & Mason
3. Upper Echelon Theory
4. Overconfidence

استفاده از اطلاعات شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران نشان می‌دهند در شرکت‌هایی که محدودیت مالی زیادی وجود دارد، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی منفی است. در پژوهشی دیگر ابراهیمی و احمدی مقدم (۱۳۹۵)، نشان می‌دهند مدیرانی که اعتماد به نفس بیش از حد دارند، دقت اطلاعات خود، و به دنبال آن سود و جریان نقدی آینده شرکت خود را بیش از حد تخمین می‌زنند. در نتیجه، این اعتماد به نفس زیاد بر مدیریت سود واقعی اثر مثبت و معناداری می‌گذارد و در ادامه هزینه‌هایی را بر سرمایه‌گذاران شرکت‌ها تحمیل می‌کنند.

بخش دیگری از این ادبیات رابطه بین مدیران و تغییر در عملیات بنگاه را بررسی می‌کند. یافته‌های مربوط به این ادبیات نشان می‌دهد که تغییر مدیران اتفاق مهمی برای شرکت‌هاست و باعث برگشت از تصمیم‌های پیشین و اتخاذ سیاست‌های جدید می‌شود. در این ادبیات بعد از تغییر مدیر، چه به صورت اجباری و چه به دلیل عوامل طبیعی مثل بازنشستگی یا مرگ، تغییرهای بزرگی در شرکت‌ها روی داده است (Denis & Denis, 1995; Weisbach, 1995; Bennedsen et al., 2006; Fee et al., 2013). بخشی از این ادبیات هم اثر منحصر به فرد مدیران را بر سیاست‌ها یا عملکرد بنگاه بررسی می‌کنند. برتراند و شوار (۲۰۰۳)، سبک مدیریت را یک ویژگی ذاتی، منحصر به فرد، و ثابت معرفی می‌کنند که برای تصمیم‌های سیاستی و عملکرد شرکت اهمیت دارد. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که اثرات ثابت مدیر، تعیین‌کننده طیف گسترده‌ای از متغیرهای شرکتی است و اضافه کردن آن به مدل‌هایی شامل اثرات ثابت بنگاه، به توضیح تغییر در عملکرد شرکت کمک شایانی می‌کند. پژوهش‌های مشابه نیز با تخمین اثرات ثابت مدیران نشان می‌دهند که مدیران عامل برای توضیح تغییر در عملیات بنگاه‌ها نقش کلیدی دارند (Adams et al., 2005; Bamber et al., 2010; Dyreng et al., 2010). پژوهش حاضر نیز با استفاده از رویکرد ادبیات مربوط به اثرات ثابت مدیر (Bertrand & Schoar, 2003)، به دنبال بررسی میزان اهمیت و تاثیرگذاری مدیران بر رفتار و عملکرد بنگاه‌هاست.

روش‌شناسی پژوهش

وقتی می‌خواهیم تفاوت‌های سیستماتیک میان عملکرد مدیران را بررسی کنیم، یک روش این است که معناداری اثرات ثابت مدیران را در بنگاه‌ها صرفاً با کنترل عوامل قابل‌مشاهده بنگاه‌ها بسنجیم. ولی مشکل این است که تفاوت در عملیات و عملکرد میان بنگاه‌ها ممکن است به دلیل عامل سومی باشد که غیرقابل‌مشاهده است و این عامل با اثرات ثابت مدیران نیز همبسته باشد. به همین دلیل در تصریح مدل رگرسیون، اثر ثابت مدیر و بنگاه به صورت جداگانه لحاظ می‌شود. بنابراین، برای

هر متغیر وابسته مورد بررسی رابطه (۱) مورد استفاده قرار می‌گیرد:

$$y_{it} = \alpha_t + \gamma_i + \beta X_{it} + \sum_{CEO=1}^{n-1} \lambda_{CEO} I_{CEO} + \sum_{board=1}^{m-1} \lambda_{board} I_{board} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

در این رگرسیون α_t اثر ثابت سال، γ_i اثر ثابت بنگاه، X_{it} بردار حاوی متغیرهای کنترلی متغیر با زمان در سطح شرکت، و y_{it} متغیرهای مورد بررسی شامل سیاست‌های سرمایه‌گذاری، سیاست‌های مالی، و عملکرد است. از آن‌جا که می‌خواهیم اثر مدیرعامل و اعضای هیئت‌مدیره شرکت را جداگانه شناسایی کنیم، دو گروه متغیر اثرات ثابت مدیر ایجاد می‌کنیم، یکی اثر ثابت مدیرعامل (I_{CEO}) و دیگری اثر ثابت عضو هیئت‌مدیره (I_{board}). متغیر مجازی I_{CEO} (I_{board}) برای هر فرد با یک کد ملی منحصر به فرد تعریف می‌شود. این متغیر، مقدار ۱ می‌گیرد، وقتی که آن فرد، در سال t مدیرعامل (عضو هیئت‌مدیره) شرکت i باشد، و در غیر این صورت (یعنی برای تمام شرکت سال‌هایی که این فرد مدیرعامل نباشد) مقدار ۰ می‌گیرد. در نتیجه برای n نفر مدیرعامل، $n - 1$ متغیر مجازی و برای m نفر هیئت‌مدیره، $m - 1$ متغیر مجازی به رگرسیون اضافه می‌شود. در تمامی رگرسیون‌ها برای حل مشکل مربوط به همبستگی سریالی^۲، خوشه‌بندی خطای استاندارد^۳ در سطح بنگاه انجام می‌شود. همان‌طور که می‌دانیم، همبستگی سریالی میان اجزای خطاها می‌تواند به تخمین اشتباه از خطاهای استاندارد و در نتیجه غیرمعتبر بودن آزمون‌های آماری منجر شود.

یکی از محدودیت‌های رابطه (۱) این است که تخمین اثرات ثابت مدیر برای مدیرانی که در دوره مورد بررسی هیچ‌گاه یک شرکت را ترک نکرده‌اند، امکان‌پذیر نیست. برای مثال، اثر یک مدیر مشخص که هرگز به شرکت‌های دیگر جابه‌جا نشده است و فقط در یک شرکت فعالیت کرده است، نمی‌تواند به‌طور مستقل از اثر ثابت بنگاه تخمین زده شود. در واقع، عاملی که کمک می‌کند بشود اثر مدیران را جدا از اثر بنگاهی که در آن حضور دارند تخمین زد، در نظر گرفتن مدیرانی است که در دوره مورد بررسی دست‌کم دوبار بنگاه خود را تغییر داده باشند. در غیر این صورت، اثر ثابت بنگاه و مدیر همخطی کامل^۴ پیدا می‌کنند. نیاز به تأکید است از آن‌جا که تخصیص مدیران به بنگاه‌ها تصادفی نیست (Gabaix & Landier, 2008)، و تغییر مدیران خود اتفاقی درون‌زاست، بنابراین انتظار نمی‌رود که بتوان اثر علی مدیران را بر سیاست‌ها و عملکرد بنگاه به‌دقت تخمین زد. در این‌جا به دنبال این هستیم که شواهدی مبنی بر همبستگی تغییر سیاست‌ها و عملکرد شرکت‌ها با تغییر اشخاص مدیران در این شرکت‌ها به‌دست آوریم.

1. Dummy Variable
2. Serial Correlation or Autocorrelation
3. Clustered Standard Errors
4. Perfect Collinearity

نیاز به یادآوری است، با توجه به ساختار هیئت‌مدیره شرکت‌ها در ایران، به‌طور معمول اعضای هیئت‌مدیره تابع سهامداران حقوقی شرکت هستند. بنابراین، رابطه‌ای که میان مدیران و رفتارهای بنگاه‌شناسایی می‌شود می‌تواند از اثر ناشی از سیاست‌های سهامداران حقوقی تاثیر بپذیرد. برای مثال، ممکن است بخش عمده سهام یک شرکت متعلق به یک مجموعه باشد و این مجموعه سه نماینده در هیئت‌مدیره شرکت داشته باشد و شرکت دیگری که سهام کم‌تری در این شرکت دارد فقط یک نماینده در شرکت داشته باشد. بنابراین، میان نماینده شرکت با سهام بزرگ‌تر و نمایندگی شرکت با سهام کوچک‌تر تفاوت وجود دارد و به‌احتمال قدرت و نفوذی که نماینده سهامدار بزرگ‌تر در تصمیم‌گیری دارد، بیش‌تر خواهد بود.^۱

تجزیه و تحلیل داده‌ها

حوزه بررسی این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران و فرابورس ایران هستند. به منظور گردآوری داده‌های مورد نیاز پژوهش، دو مجموعه داده جمع‌آوری شده است. یکی از آن‌ها از صورت‌های مالی سالانه شرکت‌ها از وبسایت مدیریت فناوری بورس تهران^۲ و نرم‌افزار ره‌آورد نوین^۳ گردآوری شده است. صورت‌های مالی گردآوری‌شده شامل ترازنامه، صورت سود و زیان، صورت جریان وجوه نقد، و صورت نسبت‌های مالی شرکت‌ها می‌شود. علاوه بر این، قیمت روزانه سهام شرکت‌های بورسی از سایت مدیریت فناوری بورس تهران استخراج شده است. مجموعه داده دیگر گردآوری‌شده اطلاعات مربوط به مدیرعامل و هیئت‌مدیره شرکت‌های بورسی است. داده‌های مربوط به اعضای هیئت‌مدیره و مدیرعامل شامل نام و نام خانوادگی، کد ملی، سمت، عضویت موظف یا غیرموظف، مدرک تحصیلی، و نام عضو حقیقی یا حقوقی است که فرد نمایندگی می‌کند و از راه اطلاعیه‌های «معرفی یا تغییر در ترکیب اعضای هیئت‌مدیره»^۴ از راه سامانه کدال^۴ به صورت دستی جمع‌آوری شده است. داده‌ها شامل ۴۸۸ شرکت بورس تهران و فرابورس ایران از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۷ است. انتخاب بازه زمانی با هدف جامعیت هرچه بیش‌تر نمونه و بیش‌ترین پوشش زمانی و البته با توجه به

۱. بر اساس قانون تجارت، هر عضو حقوقی فقط می‌تواند یک نماینده به هیئت‌مدیره شرکت معرفی کند، اما بسیاری از شرکت‌ها با اعطای سهام‌های کوچک به شرکت‌های زیرمجموعه خود نماینده‌های بیش‌تری از جانب خود، البته به صورت غیرمستقیم، در هیئت‌مدیره شرکتی که در آن سهام بزرگی دارند، منصوب می‌کنند.

2. www.tsetmc.com

۳. کد «ن - ۴۵»

4. www.codal.ir

دشواری و محدودیت‌های ناشی از جمع‌آوری دستی داده‌ها صورت گرفته است. با توجه به این‌که تاکنون پایگاه داده جامع و تصویر کلی از وضعیت و ویژگی‌های مدیران عامل و اعضای هیئت‌مدیره شرکت‌های بورسی در ایران ارائه نشده است، در گام نخست تلاش می‌شود یک تصویر کلی از ویژگی‌های هیئت‌مدیره شرکت‌ها و مدیران ارائه شود. در **جدول (۱)**، خلاصه آماری داده‌های مدیران ارائه می‌شود. نیاز به یادآوری است که این متغیرها ابتدا برای هر شرکت در تاریخ‌های مختلف میانگین گرفته شده است و سپس خلاصه آماری این متغیرها در مقطع شرکت‌ها ارائه می‌شود. اعضای هیئت‌مدیره شرکت‌ها موظف یا غیرموظف هستند. اعضای موظف علاوه بر عضویت در هیئت‌مدیره، در شرکت حضور دارند و به‌طور معمول دارای سمت اجرایی و شغل مستمری در شرکت هستند، ولی اعضای غیرموظف رابطه استخدامی با شرکت ندارند و فقط در تصمیم‌گیری‌های شرکت به عنوان عضو هیئت‌مدیره نقش دارند. انتخاب اعضای هیئت‌مدیره یکی از راه‌های نظارت مستقیم سهامداران بر شرکت‌هاست. از آن‌جا که ممکن است منافع سهامداران با اعضای هیئت‌مدیره موظف هم‌راستا نباشد، حضور اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره به عنوان یک سیاست در جهت بهبود نظام حاکمیتی شرکت شناخته می‌شود (Rasaiian, 2010). اگرچه **یزدی‌نیا و همکاران^۱ (۲۰۱۲)**، نشان می‌دهند که اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره در ایران نقش نظارتی چندانی ندارند و کمک چندانی به کاهش تضاد منافع میان سهامداران و مدیران شرکت نمی‌کنند. آن‌ها ادعا می‌کنند که با توجه به قانون تجارت ایران، که اعضای هیئت‌مدیره باید دست‌کم پنج نفر باشند، اعضای غیرموظف به عنوان ابزاری برای به حد نصاب رسیدن اعضای هیئت‌مدیره در شرکت‌ها استفاده می‌شوند. با توجه به سطر دوم **جدول (۱)**، هر شرکت در سال‌های نمونه به‌طور متوسط ۳۰/۵ درصد اعضای موظف دارد و نیمی از شرکت‌ها بیش از ۲۸ درصد از اعضای هیئت‌مدیره آن‌ها موظف هستند. علاوه بر این، در برخی شرکت‌ها هیچ عضو موظفی نبوده است و در برخی شرکت‌ها همه اعضا موظف بوده‌اند. بنابراین، به نظر می‌رسد در بیش‌تر شرکت‌ها، اکثریت هیئت‌مدیره با اعضای غیرموظف است.

درصد تغییر سالانه^۲ اعضای هیئت‌مدیره در هر شرکت در سال‌های نمونه به‌طور متوسط ۳۵ درصد است که نشان می‌دهد به‌طور متوسط سالانه یک‌سوم از اعضای هیئت‌مدیره هر شرکت تغییر می‌کنند. دو مورد بعدی که در **جدول (۱)** گزارش می‌شود، مدت زمان ماندگاری^۳ اعضای هیئت‌مدیره و مدیرعامل است. همان‌طور که در سطر چهارم جدول مشاهده می‌شود، هر عضو هیئت‌مدیره به‌طور

1. Izadinia et al.
2. Annual Turnover
3. Tenure

متوسط ۷۳۹ روز (حدود دو سال) در هر شرکت در این سمت مانده است که هم‌راستا با قانون تجارت است. به‌طور مشابه، هر مدیرعامل به‌طور متوسط ۷۸۵ روز در هر شرکت به عنوان مدیرعامل حضور داشته است، البته در حدود یک‌چهارم شرکت‌ها عمر متوسط مدیرعامل کم‌تر از یک‌سال بوده است. در سطر ششم **جدول (۱)** می‌توان دید که در هر شرکت احتمال این که مدیرعامل عضو هیئت‌مدیره آن شرکت باشد، به صورت متوسط ۳۷/۸ درصد است. در ادامه، خلاصه آماری حضور مدیران زن در شرکت‌های ایرانی گزارش می‌شود که کم‌تر از ۲ درصد از کل مدیران را شامل می‌شوند. دست‌کم در دوسوم شرکت‌ها، هیچ‌یک از اعضای هیئت‌مدیره و مدیرعامل زن نیست.

جدول ۱: خلاصه آماری مدیران شرکت‌های ایران از ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۷

تعداد مشاهده	میانگین استاندارد	خطای کم‌ترین	۲۵٪	میان ۷۵٪	بیش‌ترین		
۴۸۸	۵/۱	۰/۴۷	۵	۵	۵	۸/۷	تعداد اعضای هیئت‌مدیره
۴۸۸	۳۰/۵	۱۹/۲	۲۰	۲۸	۴۰	۱۰۰	درصد اعضای موظف
۴۸۷	۳۴/۹	۲۴/۹	۰	۲۱/۷	۳۳/۶	۴۶/۴	درصد تغییر سالانه هیئت‌مدیره
۶۱۱۸	۷۳۹/۳	۶۴۱/۹	۵	۲۲۷	۵۹۵	۱۱۲۳	مدت ماندگاری هیئت‌مدیره (روز)
۱۱۹۱	۷۸۵/۶	۵۷۶/۲	۱۸	۳۳۵	۶۸۰	۱۰۷۸	مدت ماندگاری مدیرعامل (روز)
۴۸۸	۳۷/۸	۲۶/۵	۰	۱۸/۲	۳۳/۳	۵۰	احتمال عضویت مدیرعامل در هیئت‌مدیره
۴۸۱	۱/۵۵	۵/۷۵	۰	۰	۰	۰	درصد مدیران زن در هیئت‌مدیره
۷۷	۸۵۳/۸	۸۸۷/۲	۲۵	۱۴۲	۶۲۰	۱۲۹۴	مدت ماندگاری زنان در هیئت‌مدیره (روز)

توضیحات: در این جدول اطلاعات مربوط به هیئت‌مدیره و مدیران عامل ۴۸۸ شرکت ارائه می‌شود که مشاهده‌ها در همه سطرها جدول، به‌جز سطرها مربوط به مدت ماندگاری مدیران، در سطح شرکت است. بدین صورت که ابتدا برای زمان‌های مختلف در هر شرکت میانگینی محاسبه، و سپس روی میانگین متغیرهای شرکت‌ها خلاصه آماری گزارش می‌شود. تعداد مشاهده‌ها در متغیرهای مربوط به مدت ماندگاری مدیران در هر شرکت در سطح شرکت - مدیر هستند. بدین صورت که ابتدا مدت ماندگاری هر مدیر در هر شرکتی که در آن حضور داشته تهیه، و سپس خلاصه آماری مدیران منحصر به فرد بر اساس کد ملی در شرکت‌ها گزارش می‌شود.

در **جدول (۲)**، خلاصه‌ای از چگونگی توزیع مدیران در شرکت‌ها آورده می‌شود. برای مثال، حدود ۹ درصد اعضای هیئت‌مدیره همزمان در دو شرکت مشغول به کار بوده‌اند.

جدول ۲: توزیع مدیران در شرکت‌ها

مدیرعامل	هیئت‌مدیره	
۱۰۰۷	۴۴۷۹	تعداد مدیران منحصر به فرد
%۹۱	%۷۸	درصد مدیرانی که فقط در یک شرکت بوده‌اند
%۷	%۱۵	درصد مدیرانی که در دو شرکت حضور داشته‌اند
%۴	%۹/۲	درصد مدیرانی که در دو شرکت همزمان حضور داشته‌اند
%۲/۹	%۲/۶	درصد مدیرانی که بعد از خروج از شرکت به شرکتی دیگر رفته‌اند
%۰/۶۲	%۱۳/۷	درصد شرکت‌هایی که در آن‌ها زنان حضور دارند

توضیحات: در این جدول اطلاعاتی از مدیران ۴۸۸ شرکت ایرانی در سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۷ ارائه می‌شود. در سطر اول، تعداد مدیران عامل و اعضای هیئت‌مدیره منحصر به فرد (بر اساس کد ملی) در این سال‌ها نشان داده می‌شود.

در **جدول (۳)**، خلاصه آماری میزان تحصیلات اعضای هیئت‌مدیره و مدیرعامل گزارش می‌شود. بیش‌ترین درصد گزارش شده سطح تحصیلات در میان اعضای هیئت‌مدیره کارشناسی و در میان مدیران عامل کارشناسی ارشد است. همچنین، در گذر سال‌ها درصد مدیران عامل با مدرک کارشناسی ارشد افزایش، و مدیران با مدرک کارشناسی کاهش یافته است^۱. علاوه بر این، مدت زمان ماندگاری اعضای هیئت‌مدیره و مدیرعامل بر اساس میزان تحصیلات آن‌ها در داده‌ها بررسی می‌شود که شواهد نشان می‌دهد هرچه سطح تحصیلات مدیران کم‌تر باشد، میزان ماندگاری آن‌ها در شرکت‌ها بیش‌تر است. اعضای هیئت‌مدیره و مدیرعامل با مدرک کم‌تر از کارشناسی، بیش‌ترین ماندگاری را در شرکت‌ها دارند، و مدیران با مدرک دکتری هم کم‌ترین میزان ماندگاری را در شرکت‌ها دارند. می‌توان حدس زد که مدیران با تحصیلات پایین‌تر، به احتمال سن بیش‌تر و تجربه بالاتری دارند، و سال‌های کمتری را در محیط تحصیلی گذرانده‌اند و زودتر وارد بازار کار شده‌اند.

۱. با هدف رعایت اختصار این اعداد گزارش نشده‌اند.

جدول ۳: میزان تحصیلات مدیران (درصد)

دکتری	کارشناسی ارشد	کارشناسی	کمتر از کارشناسی	
۱۸/۱۶	۳۸/۰۲	۴۱/۸۶	۱/۹۶	اعضای هیئت‌مدیره
۱۷/۹	۴۰/۶۲	۳۹/۹۸	۱/۵	مدیران عامل
۹/۳۶	۵۱/۸۵	۳۷/۰۴	۱/۸۵	اعضای زن هیئت‌مدیره

توضیحات: آمار این جدول بر اساس اطلاعات مدیران ۴۸۸ شرکت بورسی ایران در سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۷ ارائه می‌شود.

در ادامه، سیاست‌های سرمایه‌گذاری و مالی و عملکرد شرکت‌ها و تاثیر فردی مدیران بر آن‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرند. یکی از معیارهای ارزیابی سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت، نسبت مخارج سرمایه‌ای^۱ به کل دارایی‌های شرکت است. مخارج سرمایه‌ای، سرمایه‌گذاری در دارایی‌هایی هستند که از آن‌ها انتظار کسب منافع بلندمدت می‌رود (اکبری و همکاران، ۱۳۹۶). در این پژوهش، این متغیر برابر با وجه نقد پرداختی برای خرید دارایی‌های ثابت تقسیم بر کل دارایی‌های سال پیش شرکت در نظر گرفته می‌شود (Hemmati et al., 2015). دیگر معیارهای مربوط به سیاست‌های سرمایه‌گذاری مورد بررسی در این پژوهش، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی^۲ و کیوی توبین^۳ هستند. کیوی توبین که نشان از فرصت‌های رشد شرکت دارد، از تقسیم ارزش بازاری دارایی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها به دست می‌آید. ارزش بازاری دارایی‌ها برابر مجموع ارزش دفتری بدهی‌ها و ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام است. ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام از حاصل ضرب قیمت سهام در تعداد سهم هر شرکت به دست می‌آید. این شاخص از ارزش سهام می‌تواند روی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران تاثیر بگذارد. از طرف دیگر، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، هزینه بالای تامین مالی خارجی را نسبت به تامین مالی داخلی نشان می‌دهد (Fazzari et al., 1987). چرا که شواهد نشان می‌دهد هر زمان جریان نقد کم‌تر باشد، سرمایه‌گذاری کم‌تر از حالت بهینه صورت می‌گیرد و همچنین هر زمان جریان نقد در شرکت بیش‌تر باشد، سرمایه‌گذاری بیش از حد اتفاق می‌افتد. در این پژوهش، جریان نقدی به عنوان خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی بر خالص دارایی‌های ثابت اندازه‌گیری می‌شود. تغییر در کل دارایی‌ها از تغییر در دارایی‌های جاری مثل موجودی انبار و حساب‌های دریافتی ناشی می‌شود که ممکن است تابع عوامل خارج

1. Capital Expenditure
2. Investment to Cash Flow Sensitivity
3. Tobin's Q

از کنترل مدیر باشد. در حالی که تغییر در دارایی‌های ثابت می‌تواند تصمیم‌های آگاهانه مدیران را منعکس کند، بنابراین انتخاب مناسب‌تری برای محاسبه نسبت جریان نقد به نظر می‌رسد. دسته دیگر سیاست‌های مالی مورد بررسی شرکت‌ها شامل اهرم مالی^۱ و سیاست تقسیم سود^۲ می‌شود. اهرم مالی به صورت ارزش دفتری بدهی‌ها بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود. نسبت تقسیم سود در این پژوهش، از نسبت سود نقدی پرداختی بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود. سیاست تقسیم سود به تصمیم‌های شرکت در رابطه با پرداخت سود نقدی به سهامداران اشاره دارد.^۳ برای بررسی تغییر در عملکرد بنگاه‌ها نیز از بازده دارایی‌ها^۴ و بازده عملیاتی دارایی‌ها^۵ استفاده می‌شود. بازده دارایی‌ها از نسبت سود و زیان پس از کسر مالیات بر کل دارایی‌ها و بازده عملیاتی دارایی‌ها از نسبت جریان نقدی عملیاتی بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید. جریان نقدی عملیاتی نیز از صورت جریان وجوه نقد استخراج می‌شود. در این پژوهش، به این دلیل از شاخص دیگری علاوه بر بازده دارایی‌ها استفاده می‌شود که ممکن است نرخ بازده دارایی‌ها شاخصی دقیق و واقعی از عملکرد مدیران نباشد. زیرا این شاخص عملکرد در معرض دستکاری توسط مدیران قرار دارد، در حالی که جریان نقدی عملیاتی کم‌تر در معرض این دستکاری است و به احتمال بهتر می‌تواند عملکرد را نشان دهد. در این پژوهش، دو مجموعه داده جمع‌آوری شده از مدیران و صورت‌های مالی شرکت‌ها با هم ادغام می‌شوند. در مجموعه داده نهایی می‌توان اطلاعات شرکت‌ها را در کنار اطلاعات مربوط به مدیران این شرکت‌ها در طول زمان مشاهده کرد. در ادامه نیز دو فیلتر بر مجموعه داده ادغام شده اعمال می‌شود. نخست این که مدیرانی در نمونه نگه داشته می‌شوند که بیش‌تر از یک سال در هر شرکت مانده‌اند تا دست کم زمان معقولی برای بروز اثرات احتمالی مدیران بر عملکرد بنگاه وجود داشته باشد. سپس داده‌های شرکت‌هایی نگه داشته می‌شوند که دست کم یک مدیر آن‌ها در دست کم یک شرکت دیگر مشاهده شده باشد، زیرا با توجه به استفاده از اثرات ثابت بنگاه در رگرسیون‌ها، مشاهده‌های مربوط به مدیرانی که صرفاً در یک شرکت بوده‌اند، عملاً حذف خواهد شد. برای هر بنگاهی که این شرایط را داشته باشد، همه مشاهده‌ها را اعم از سال‌هایی که مدیران شرکت در شرکت‌های دیگر حضور نداشته‌اند، نگه

1. Leverage

2. Dividend Policy

۳. مطابق قانون تجارت در ایران، تصمیم نهایی درباره میزان سود تقسیمی در مجمع و با رأی‌گیری از سهامداران انجام می‌شود.

4. Return on Assets

5. Operating Return on Assets

می‌داریم. پس از اعمال این فیلترها، داده نهایی شامل ۱۶۰ شرکت با ۱۷۰ عضو هیئت‌مدیره و ۲۵۸ مدیرعامل از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ است.^۱ در جدول (۴)، خلاصه آماری متغیرهای سیاستی و عملکردی شرکت‌ها در مجموعه داده نهایی که گزارش می‌شود با داده‌های مدیران ادغام شده است.

جدول ۴: خلاصه آماری متغیرهای سیاستی و عملکردی شرکت‌ها

تعداد مشاهده میانگین خطای استاندارد	۲۵٪	میان	۷۵٪	
۵۸۶	۱۴/۹	۱/۸	۱۳/۸	لگاریتم کل دارایی‌ها
۵۱۰	۰/۰۳	۰/۰۶	۰/۰۲	سرمایه‌گذاری
۵۲۷	۱/۶	۵/۶	۰/۵	جریان نقدی ^۲
۵۸۶	۱/۲	۰/۵	۱/۰	کیوی توپین
۵۸۶	۰/۵	۰/۳	۰/۵	اهرم مالی
۵۸۶	۰/۷	۴/۲	۰/۷	نسبت تقسیم سود
۵۸۶	۹/۲	۱۴/۱	۱/۹	بازده دارایی‌ها (درصد)
۵۸۶	۱۱	۱۳	۲	بازده عملیاتی دارایی‌ها (درصد)

توضیحات: آمار این جدول بر اساس اطلاعات ۱۶۰ شرکت بورسی ایران در سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ و بعد از اعمال فیلتر روی داده‌های مدیران ارائه می‌شود. تعداد مشاهده‌ها بر اساس اطلاعات شرکت‌ها در سطح زمان است.

حال به بررسی نتایج آزمون فرضیه‌ها پرداخته می‌شود. نتایج به‌دست‌آمده از رگرسیون (۱) برای متغیرهای سیاستی (به عنوان متغیر وابسته) در جداول (۵)، (۶)، و (۷) آورده می‌شود. برای هر متغیر سیاستی در ستون اول نتایج رگرسیون بدون اثرات ثابت مدیر گزارش می‌شود. به این صورت که ابتدا رگرسیونی شامل اثرات ثابت بنگاه، اثرات ثابت سال، و عوامل متغیر با زمان بنگاه تخمین زده می‌شود. سپس در ستون دوم، همین رگرسیون به اضافه اثرات ثابت مدیرعامل برآورد می‌شود و در ستون سوم به اضافه اثرات ثابت جداگانه مدیرعامل و اعضای هیئت‌مدیره تخمین زده می‌شود. با توجه به نتایج می‌توان گفت، اگرچه اثرات مختص مدیران بر تصمیم‌گیری‌های سیاستی شرکت‌ها چندان قابل ملاحظه نیست (چون R^2 تعدیل شده افزایش اندکی دارد)، اما تاثیر مدیران بر متغیرهای

۱. نیاز به یادآوری است که تعداد اعضای هیئت‌مدیره منحصر به فردی که در این مرحله باقی می‌ماند، ۱۰۶۵ نفر است که چون نمی‌شود این تعداد متغیر مجازی را در رگرسیون‌ها گذاشت، فقط آن بخشی از اعضای هیئت‌مدیره نگه داشته شده‌اند که در بیش از یک شرکت حضور داشته‌اند.

۲. جریان نقدی بخش کوچکی از شرکت‌ها به دلیل غیرمتعارف و پرت بودن از میانگین داده‌ها حذف شده‌اند.

عملکردی شرکت‌ها قابل توجه است. اضافه کردن متغیرهای اثرات ثابت مدیرعامل و هیئت‌مدیره R^2 تعدیل شده، رگرسیون بازده دارایی‌ها را به میزان ۱۰ درصد و رگرسیون بازده عملیاتی دارایی‌ها را به میزان بیش از ۲۰ درصد افزایش می‌دهد. همچنین، آماره F آزمون معناداری اثرات مدیران در تمام جداول، بزرگ و مقدار - پی^۱ آن‌ها نزدیک به صفر است و از این‌رو، می‌توان فرض صفر بودن همه اثرات ثابت مدیران را رد کرد. نیاز به یادآوری است که فرض صفر این آزمون فرض قوی‌ای است که بیان می‌کند اثر همه افراد به صورت همزمان صفر است. بنابراین، رد شدن این فرض به معنای معنادار بودن اثر تک‌تک مدیران در این دو دسته نیست، بلکه به معنای معنادار بودن اثر دست‌کم یک یا چند مدیر است. همان‌طور که در بخش داده‌ها اشاره شد، فقط اعضای هیئت‌مدیره‌ای در نمونه نگه داشته شدند که دست‌کم در دو شرکت حضور داشته باشند، و البته لزومی به همزمان بودن حضور در شرکت‌های مختلف نیست. این فیلتر به این دلیل بر داده‌های پژوهش اعمال می‌شود که با توجه به حجم محدود نمونه در دسترس (حدود ۵۰۰ مشاهده برای هر رگرسیون)، کنترل کردن ۱۰۶۵ اثر ثابت برای هیئت‌مدیره در رگرسیون‌ها با توجه به درجات آزادی مقدور نیست. بنابراین، معناداری آزمون فیشر گزارش شده در جداول می‌تواند به این خاطر باشد که اعضای هیئت‌مدیره در نظر گرفته شده در نمونه، به احتمال عملکرد و قدرت و نفوذ بالاتری در شرکت‌ها دارند که در دو یا چند شرکت حضور دارند. از این‌رو، نمی‌توان اثر تخمین زده شده را به همه اعضای هیئت‌مدیره شرکت‌ها (که تعداد قابل ملاحظه‌ای از آن‌ها فقط در یک شرکت حضور داشته‌اند و در رگرسیون‌ها لحاظ نشده‌اند) تعمیم داد.

در **جدول (۵)**، سه متغیر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بررسی می‌شوند. متغیر نخست نسبت مخارج سرمایه‌ای به کل دارایی‌هاست که برای آن علاوه بر اثرات ثابت بنگاه و سال، جریان نقدی، لگاریتم کل دارایی‌ها در دوره قبل، و کیوی توبین دوره قبل کنترل می‌شود. متغیر کیوی توبین اهمیت قابل توجهی در تصمیم‌گیری‌های مربوط به سرمایه‌گذاری برای توسعه دادن سرمایه دارد، و همان‌طور که دیده می‌شود، در تمامی رگرسیون‌های این جدول ضریب کیوی توبین مثبت است، به این معنا که هرچه فرصت‌های پیشروی شرکت بیش‌تر باشد، سرمایه‌گذاری داخلی بیش‌تری صورت می‌پذیرد. متغیرهای وابسته بعدی در **جدول (۵)** «حساسیت سرمایه‌گذاری به کیوی توبین» و «حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی» هستند و معادله تخمین این رگرسیون‌ها با رابطه (۱) که در بخش پیشین آورده می‌شود، متفاوت است. در واقع، علاوه بر این‌که ممکن است مدیران بر میزان سرمایه‌گذاری تاثیر داشته باشند، تاثیر آن‌ها بر میزان حساسیت سرمایه‌گذاری به فرصت‌های رشد و جریان‌ات نقدی

شرکت مورد بررسی قرار می‌گیرد. در تخمین این حساسیت‌ها از ضرب متغیرها استفاده می‌شود و رگرسیون حساسیت سرمایه‌گذاری به کیوی توپین به صورت رابطه (۲) نوشته می‌شود:

(۲)

$$inv_{it} = \alpha_t + \gamma_i + \gamma_i \times tobin\ q + \beta X_{it} + \sum_{CEO=1}^{n-1} \rho I_{CEO} \times tobin\ q + \sum_{board=1}^{m-1} \mu I_{board} \times tobin\ q + \varepsilon_{it}$$

در رابطه (۲)، متغیر سمت چپ سرمایه‌گذاری است و در سمت راست، علاوه بر اثرات ثابت سال (α_t) و بنگاه (γ_i) و متغیرهای کنترلی شامل لگاریتم دارایی‌های کل در دوره پیش، جریان نقدی، و کیوی توپین در دوره پیش، متغیر حاصل ضرب اثر ثابت بنگاه در متغیر وقفه کیوی توپین و متغیر حاصل ضرب اثر ثابت مدیران در وقفه کیوی توپین به معادله رگرسیون اضافه می‌شود. ضرایب مورد علاقه در این رگرسیون ضرایب ρ و μ هستند، که بررسی می‌کنند آیا حساسیت سرمایه‌گذاری به فرصت‌های رشد متأثر از مدیران و اعضای هیئت‌مدیره است یا خیر. همان‌طور که می‌دانیم، اضافه کردن اثر ثابت یک متغیر به رگرسیون اجازه می‌دهد عرض از مبدأ آن متغیر در شرایط مختلف متفاوت باشد. این در حالی است که اضافه کردن عبارت حاصل ضرب آن متغیر در متغیر کنترلی اجازه می‌دهد شیب رگرسیون برای شرایط مختلف تغییر کند. در ستون‌های بعدی، برای تخمین حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی به جای کیوی توپین، متغیر جریان نقدی قرار می‌گیرد.

نتایج **جدول (۵)** نشان می‌دهد که با اضافه کردن عبارت حاصل ضرب اثر ثابت مدیرعامل و کیوی توپین قدرت توضیح‌دهندگی مدل از ۹۲ به ۹۶ درصد افزایش یافته است. به علاوه، آزمون معناداری فیشر برای اثر ثابت مدیرعامل نشان می‌دهد که فرض بی‌معنا بودن اثرات مدیران رد می‌شود. رگرسیون آخر که علاوه بر مدیرعامل، اثر ثابت هیئت‌مدیره را نیز شامل می‌شود، نتایج مشابهی را نشان می‌دهد. **ستون آخر جدول (۵)**، نتایج رابطه (۲) را برای حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی نشان می‌دهد که به جای کیوی توپین در این معادله جریان نقدی گذاشته شده است.

جدول ۵: اثرات مدیران بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت

سرمایه‌گذاری	سرمایه‌گذاری	سرمایه‌گذاری	سرمایه‌گذاری	سرمایه‌گذاری	سرمایه‌گذاری	سرمایه‌گذاری	سرمایه‌گذاری	سرمایه‌گذاری
کیوی توپین	کیوی توپین	کیوی توپین	کیوی توپین	کیوی توپین	کیوی توپین	کیوی توپین	کیوی توپین	کیوی توپین
۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۳۵***	۰/۰۰۲۶	۰/۱۶۹	۰/۱۲۸	۰/۱۸۵***
(۰/۰۰۳)	(۰/۰۰۱)	(۰/۰۰۱)	(۰/۰۰۱)	(۰/۰۰۰۵)	(۰/۰۰۱۴)	(۰/۰۰۹۱)	(۰/۰۰۷۸)	(۰/۰۰۶۱)
۰/۰۱۶**	۰/۰۳۲***	۰/۰۴۱***	۰/۰۳۳	۰/۰۲۸۳	۰/۰۱۵	۰/۰۲۲۳***	۰/۰۴۵***	۰/۰۵۷***
(۰/۰۰۷)	(۰/۰۱۲)	(۰/۰۱۳)	(۰/۰۰۹)	(۰/۰۰۵)	(۰/۰۰۱۵)	(۰/۰۰۵)	(۰/۰۰۷)	(۰/۰۰۷)
۰/۰۴۲***	۰/۰۶۷***	۰/۰۶۳***	۰/۰۳۱۵***	۰/۰۲۸	۰/۰۶۳***	۰/۰۲۳***	۰/۰۶۳***	۰/۰۷۳***
(۰/۰۰۸)	(۰/۰۲۵)	(۰/۰۱۶)	(۰/۰۰۸)	(۰/۰۰۹)	(۰/۰۰۸)	(۰/۰۰۶)	(۰/۰۰۸)	(۰/۰۰۸)
۹/۸	۱۱/۵	۴/۲۸	۴/۲۸	۵/۷۸	۴/۵۷	۲/۸۵	۲/۸۵	۴/۵۷
(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	(۰/۰۰)
۱۶/۳	۱۵/۵	۲۴/۲	۱۹	۴/۸۵	۳/۶۴	۴/۸۵	۴/۸۵	۳/۶۴
(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	(۰/۰۰)	(۰/۰۰)
۰/۷۵۸۱	۰/۷۵۹۸	۰/۸۱۰۹	۰/۹۲۹۹	۰/۹۶۳۵	۰/۹۸۳۲	۰/۹۴۹۴	۰/۹۶۶۷	۰/۹۸۳۲
بله	بله	بله	بله	بله	بله	بله	بله	بله
بله	بله	بله	بله	بله	بله	بله	بله	بله
۴۶۲	۴۶۲	۴۶۲	۴۶۲	۴۶۲	۴۶۲	۴۶۲	۴۶۲	۴۶۲

توضیحات: در این جدول ضرایب متغیرهای کنترل شده در رگرسیون‌ها همراه با خطای استاندارد این ضرایب گزارش شده‌اند. در ردیف‌های چهار و پنج جدول آماره F برای آزمون معناداری مشترک اثرات ثابت مدیرعامل و هیئت‌مدیره گزارش شده و داخل پرانتز، مقدار پی‌آزمون آمده است. برای رگرسیون‌های «حساسیت سرمایه‌گذاری به کیوی توپین» و «حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی» آماره F برای آزمون معناداری مشترک متغیر ضرب بین اثرات ثابت مدیر و متغیر کیوی توپین یا جریان نقدی گزارش شده است. در سطح ۶، درصد مدیرانی که در هر رگرسیون اثر معنادار داشته‌اند گزارش شده است. نمادهای **،***،* و * به ترتیب نشانگر معناداری در سطح ۱ درصد، ۵ درصد، و ۱۰ درصد است.

جدول (۶)، نتایج رابطه (۱) را برای متغیرهای اهرم مالی و سود تقسیمی گزارش می‌کند. مشابه نتایج مربوط به سرمایه‌گذاری در **جدول (۵)**، قدرت توضیح‌دهندگی مدل با اضافه کردن اثرات ثابت مدیرعامل و اثرات ثابت هیئت‌مدیره به میزان اندکی افزایش پیدا می‌کند. فرض صفر آزمون فیشر مبنی بر تاثیرگذار نبودن مدیران در این رگرسیون‌ها رد می‌شود که نشان می‌دهد تفاوت‌های میان مدیران می‌تواند بخشی از تغییرها را در سیاست‌ها توضیح دهد.

جدول ۶: اثرات مدیران بر سیاست‌های مالی شرکت‌ها

اهرم مالی	اهرم مالی	اهرم مالی	تقسیم سود	تقسیم سود	تقسیم سود	تقسیم سود
۰/۰۲۳۵	۰/۰۰۱۵	-۰/۰۴۰۱	-۰/۰۷۲۴	۰/۰۷۰۴	۰/۰۴۳۷	لگاریتم کل دارایی‌ها (1-t)
(۰/۰۱۸۹)	(۰/۰۲۰۸)	(۰/۰۲۸۶)	(۰/۱۶۹۰)	(۰/۲۱۴۶)	(۰/۱۱۴۰)	
-۰/۰۰۵۸***	-۰/۰۰۶۵***	-۰/۰۰۶۴***	۰/۰۰۱۴***	۰/۰۰۲۷***	۰/۰۰۵۹***	بازده دارایی‌ها
(۰/۰۰۰۶)	(۰/۰۰۰۶)	(۰/۰۰۰۹)	(۰/۰۰۴۹)	(۰/۰۰۱۰)	(۰/۰۰۲۷)	
۹/۱۷	۷/۴			۲/۳۸	۱۱/۵	آزمون فیشر - اثرات ثابت مدیرعامل
(۰/۰۰)	(۰/۰۰)			(۰/۰۱)	(۰/۰۰)	
	۳/۷۸				۲۴/۳۸	آزمون فیشر - اثرات ثابت هیئت‌مدیره
	(۰/۰۰)				(۰/۰۰)	
۱۶/۸	۹/۸			۵/۴	۱۰/۳	درصد مدیران موثر
۰/۹۴۹۱	۰/۹۵۲۷			۰/۹۸۱۷	۰/۹۹۷۶	تعدیل شده
بله	بله	بله	بله	بله	بله	اثر ثابت سال
بله	بله	بله	بله	بله	بله	اثر ثابت بنگاه
۵۱۴	۵۱۴	۵۱۴	۵۸۵	۵۸۵	۵۸۵	تعداد مشاهده

توضیحات: در این جدول، نتایج رگرسیون‌های دو متغیر سیاست مالی بر متغیرهای سمت راست جدول آورده می‌شود. در سطرهای اول و دوم، داخل پرانتز خطای استاندارد ضرایب می‌آید. در سطر سوم و چهارم، نتایج آزمون فیشر برای معناداری مدیران و داخل پرانتز مقدار - پی آزمون می‌آید. در هر رگرسیون که مدیران در آن حضور دارند، درصد مدیرانی که اثر معنادار دارند، در جدول آورده می‌شود. نمادهای **، *، و * به ترتیب نشانگر معناداری در سطح ۱، ۵، و ۱۰ درصد هستند.

جدول ۷: اثرات مدیران بر عملکرد شرکت‌ها

بازده دارایی‌ها	بازده دارایی‌ها	بازده دارایی‌ها	بازده دارایی‌ها	بازده دارایی‌ها	بازده دارایی‌ها
۰/۰۴۸۲ (۰/۰۳۴۶)	۰/۱۰۲۵ ^{***} (۰/۰۲۸۵)	۰/۰۴۱۹ (۰/۰۲۲۶)	۶/۷۴۰۷ ^{***} (۲/۷۵۲۵)	۵/۳۶۱۵ ^{***} (۲/۱۲۷۲)	۳/۰۱۵۶ (۱/۶۷۱)
۶/۱۶ (۰/۰۰)	۹/۴ (۰/۰۰)		۶/۶ (۰/۰۰)	۱۰/۳ (۰/۰۰)	آزمون فیشر - اثرات ثابت مدیرعامل
۴/۵ (۰/۰۰)			۵/۰۰ (۰/۰۰)		آزمون فیشر - اثرات ثابت هیئت‌مدیره
۱۳/۷	۱۷/۲		۱۶/۲	۲۱/۴	درصد مدیران موثر
۰/۷۸۱۵	۰/۶۹۱۶	۰/۵۷۷۴	۰/۸۸۰۶	۰/۸۴۲۴	۰/۷۸۹۲
بله	بله	بله	بله	بله	بله
بله	بله	بله	بله	بله	بله
۵۸۶	۵۸۶	۵۸۶	۵۸۶	۵۸۶	۵۸۶

توضیحات: در این جدول، نتایج رگرسیون‌های دو متغیر بازدهی بر متغیرهای سمت راست جدول آورده می‌شود. در سطر اول داخل پرانتز خطای استاندارد ضریب می‌آید. در سطر دوم و سوم، نتایج آزمون فیشر برای معناداری مدیران و داخل پرانتز مقدار - پی آزمون می‌آید. در هر رگرسیون که متغیر اثر ثابت مدیران حضور دارند، درصد مدیرانی که اثر معنادار دارند، در جدول گزارش می‌شود. نمادهای **، *، و * به ترتیب نشانگر معناداری در سطح ۱، ۵، و ۱۰ درصد هستند.

در نهایت در **جدول (۷)**، دو شاخص از عملکرد شرکت شامل بازده دارایی‌ها و بازده عملیاتی دارایی‌ها با استفاده از رابطه (۱) بررسی می‌شود که در این رگرسیون‌ها اثر ثابت بنگاه، اثر ثابت سال، و لگاریتم کل دارایی‌ها کنترل می‌شوند. نتایج به دست آمده از رگرسیون‌ها نشان می‌دهد که اضافه کردن اثر مدیران، R^2 تعدیل شده را به میزان قابل توجهی (بین ۱۰ تا ۲۰ درصد) افزایش می‌دهد. آزمون‌های فیشر بر اثرات ثابت مدیرعامل و اثر ثابت هیئت‌مدیره مجدداً فرض بی‌اثر بودن مدیران را رد می‌کند، ضمن این که درصد مدیران با ضریب تاثیر معنادار حتی تا ۲۱ درصد هم افزایش پیدا می‌کند (در رگرسیون مربوط به اثر مدیران عامل بر بازده دارایی‌ها). این نتایج گویای آن است که اثر ناشی از توانایی‌های مدیران بر عملکرد بنگاه‌ها قابل توجه است و این اثر در مقایسه با اثر مدیران بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری و مالی بنگاه‌ها بزرگ‌تر است. در رگرسیون مربوط به بازده دارایی‌ها که ۲۱ درصد کل مدیران اثر معناداری داشتند، حدود ۳۲ درصد اثر مثبت، و حدود ۶۸ درصد از مدیران اثر منفی بر بازده دارایی‌ها دارند که نکته دارای اهمیتی است. به منظور بررسی پایداری و اعتبار

نتایج، از آنجا که این امکان وجود دارد که محرک نتایج به‌دست‌آمده در بخش قبل شرکت‌هایی با شاخص‌های عملکردی یا سرمایه‌گذاری و مالی خیلی بالا یا خیلی پایین باشند، ابتدا ۵ درصد بالا و پایین داده‌های مربوط به متغیرهای وابسته حذف شدند و دوباره رگرسیون‌ها با داده‌های محدود شده اجرا شدند. جدول نتایج به‌دست‌آمده از این رگرسیون‌ها به دلیل اختصار در متن آورده نشده‌اند. نتایج به‌دست‌آمده از تحلیل حساسیت نیز بیانگر نتایج پیشین هستند و حاکی از آن هستند که مدیران، به‌ویژه مدیران عامل، اثر معناداری بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری و مالی و عملکرد شرکت‌ها دارند و توانستند بخش قابل‌توجهی از تغییرها را در متغیرهای سرمایه‌گذاری، مالی، و عملکردی شرکت‌ها توضیح دهند.

توزیع اندازه اثرات ثابت مدیران

در جدول (۸)، توزیع اثرات ثابت مدیران برای همه متغیرهای سیاستی و عملکردی شرکت‌ها گزارش می‌شود. به منظور تسهیل در تفسیر اثرات ثابت مدیران، هر اثر ثابت با تقسیم بر میانگین متغیر وابسته در همان رگرسیون، نرمالایز، و سپس صدک‌های توزیع آن استخراج می‌شود. نتایج گزارش‌شده در جدول (۸) نشان می‌دهد که (۱) اثرات ثابت بخش مهمی از مدیران بسیار اندک و در حدود صفر است (به دلیل خلاصه کردن جدول، اعداد مربوط به دهک‌های ۳ تا ۷ که عمدتاً نزدیک صفر است، در جدول گزارش نشده است). (۲) درصد اندکی از مدیران تاثیرات قابل‌ملاحظه‌ای بر سیاست‌ها (به‌جز اهرم مالی) و عملکرد شرکت‌ها دارند (نگاه کنید به ستون‌های مربوط به صدک‌های ۱۰ و ۹۰). (۳) واریانس اثرات ثابت مدیران برای تمام متغیرهای سیاستی و عملکردی (به‌جز اهرم مالی) بزرگ است. هم‌آماره انحراف معیار حاکی از این موضوع است و هم اختلاف بین صدک ۱۰ و صدک ۹۰ در تمام سطرها قابل‌ملاحظه است. برای نمونه، سطر یک نشان می‌دهد در حالی که برخی مدیران عامل باعث می‌شوند میزان سرمایه‌گذاری شرکت به اندازه نیمی از متوسط سرمایه‌گذاری در هر شرکت کاهش یابد، برخی دیگر از مدیران عامل سبب می‌شوند که سرمایه‌گذاری تا ۷۰ درصد متوسط سرمایه‌گذاری هر شرکت افزایش یابد. (۴) برای همه متغیرهای سیاستی و عملکردی (به‌جز بازدهی روی دارایی) اثرات ثابت مدیران عامل در مقایسه با اثرات ثابت هیئت‌مدیره بزرگ‌تر و مثبت‌تر است. در مجموع، به نظر می‌رسد برخی از مدیران عامل تاثیرات چشمگیری بر سیاست‌ها (به‌جز اهرم مالی) و عملکردهای شرکت‌ها دارند.

جدول ۸: توزیع اثرات ثابت مدیران

اثرات ثابت مدیران عامل							
میانگین	خطای استاندارد	۱۰٪	۲۰٪	۳۰٪	میان ۷۰٪	۸۰٪	۹۰٪
سرمایه‌گذاری	۰/۰۹۶۰	۱/۰۵۴۴	-۰/۵۳۴۲	.	.	.	۰/۷۱۹۲
حساسیت							
سرمایه‌گذاری	۰/۴۷۶۹	۶/۰۴۰۲	-۰/۰۵۸۹	.	.	.	۰/۳۹۳۸
به کیوی توپین							
حساسیت							
سرمایه‌گذاری	۴/۴۷۰۱	۷۵/۲۵۹	-۰/۳۸۸۴	.	.	.	۰/۳۰۷۵
به جریان نقدی							
اهرم مالی	۰/۰۰۲۱	۰/۱۸۰۳	-۰/۱۲۸۱	.	.	.	۰/۱۹۱۳
تقسیم سود	-۰/۰۷۰۱	۱/۳۶۹۵	-۰/۱۸۶۱	-۰/۰۶۱۴	-۰/۰۰۱۲	.	۰/۳۰۳۲
بازدهی روی دارایی‌ها	-۰/۰۹۲۰	۰/۷۸۸۱	-۰/۷۴۹۵	-۰/۰۹۷۳	.	.	۰/۵۶۵۱
اثرات ثابت هیئت‌مدیره							
میانگین	خطای استاندارد	۱۰٪	۲۰٪	۳۰٪	میان ۷۰٪	۸۰٪	۹۰٪
سرمایه‌گذاری	-۰/۰۱۲۲	۰/۹۹۰۰	-۰/۶۱۹۴	-۰/۱۵۲۲	.	.	۰/۲۰۱۹
حساسیت							
سرمایه‌گذاری	-۰/۰۱۵۷	۰/۵۲۰۴	.	.	.	.	۰/۰۵۷۱
به کیوی توپین							
حساسیت							
سرمایه‌گذاری	-۰/۰۴۶۷	۱/۸۷۱۷	.	.	.	.	۰/۰۹۸۰
به جریان نقدی							
اهرم مالی	۰/۰۰۸۱	۰/۱۱۷۰	-۰/۰۷۷۲	-۰/۰۱۴۶	.	.	۰/۱۱۳۱
تقسیم سود	۰/۰۴۰۲	۱/۶۷۸۲	-۰/۳۲۶۱	-۰/۰۱۲۹	.	.	۰/۳۱۴۱
بازدهی روی دارایی‌ها	۰/۰۲۷۷	۰/۵۵۰۵	-۰/۴۴۵۱	-۰/۱۶۲۴	-۰/۰۰۴۷	.	۰/۴۶۶۹

توضیحات: در این جدول، خلاصه آماری اثرات ثابت تخمین زده شده برای مدیران عامل و هیئت‌مدیره به صورت جداگانه آورده می‌شود. این اثرات از برآورد رگرسیون‌های داده تابلویی برای ۱۶۰ شرکت در دوره ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ به دست می‌آید. به منظور تسهیل در تفسیر اثرات ثابت مدیران، هر اثر ثابت با تقسیم بر میانگین متغیر وابسته در همان رگرسیون، نرمالایز، و سپس صدک‌های توزیع آن استخراج می‌شود.

بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش، با استفاده از اطلاعات ۴۸۸ شرکت حاضر در بورس تهران و فرابورس ایران در سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۷ ابتدا تلاش شد یک تصویر کلی از ویژگی‌های هیئت‌مدیره و ویژگی‌های مدیران شرکت‌های حاضر در بورس تهران و فرابورس ایران ارائه شود. سپس با ادغام داده‌های مربوط به مدیران با صورت‌های مالی شرکت‌ها، نمونه اصلی پژوهش به هدف بررسی نقش مدیران در تصمیم‌های مالی و سرمایه‌گذاری و عملکرد بنگاه‌ها شکل گرفت.

برخی از شواهد آماری به‌دست‌آمده از مدیران ۴۸۸ شرکت به این شرح هستند: زنان کم‌تر از ۲ درصد کل اعضای هیئت‌مدیره شرکت‌ها را تشکیل می‌دهند؛ حدود ۳۰ درصد اعضای هیئت‌مدیره به صورت موظف فعالیت می‌کنند؛ به‌طور متوسط سالانه یک‌سوم از اعضای هیئت‌مدیره هر شرکت تغییر می‌کنند؛ تقریباً ۸۰ درصد اعضای هیئت‌مدیره شرکت‌ها صرفاً در یک شرکت حضور داشته‌اند؛ هر عضو هیئت‌مدیره و مدیرعامل به‌طور متوسط ۲ سال در یک شرکت حضور داشته است؛ و در یک‌چهارم شرکت‌ها عمر متوسط یک مدیرعامل کم‌تر از یک سال است که این آمار نگران‌کننده در مورد جابه‌جایی سریع مدیران عامل از بی‌ثباتی مدیریتی در شرکت‌های بورسی حکایت می‌کند.

به منظور بررسی پرسش اصلی پژوهش، با استفاده از رگرسیون داده‌های تابلویی در سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ نشان داده شد که می‌توان بخش قابل‌توجهی از تغییر سیاست‌ها و عملکرد شرکت‌ها را به مدیران حاکم بر آن‌ها نسبت داد. یافته‌ها نشان می‌دهند که حدود ۲۰-۱۰ درصد از مدیران بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری، مالی، و عملکرد شرکت‌ها تاثیر معنادار می‌گذارند. همچنین، تاثیرگذاری مدیران بر متغیرهای عملکردی شرکت‌ها بیش‌تر از متغیرهای سیاست‌گذاری و مالی است و افزودن متغیرهای مجازی اثرات مثبت مدیران، R^2 تعدیل‌شده رگرسیون‌های مربوط به متغیرهای عملکردی را بین ۱۰ تا ۲۰ درصد افزایش می‌دهد. در حالی که برای رگرسیون‌های مربوط به متغیرهای سیاستی افزایش R^2 تعدیل‌شده کم‌تر از ۵ درصد است. همچنین، بررسی اندازه اثرات مثبت مدیران نشان می‌دهد در حالی که اندازه اثرات مثبت برای بیش‌تر مدیران نزدیک صفر است، اندازه اثر مثبت تعداد کمی از مدیران عامل بسیار بزرگ است.

به‌طور کلی با توجه به یافته‌ها می‌توان استنتاج کرد که تعداد کمی از مدیران بورسی در تغییر سیاست‌های شرکت نقش بزرگ و تعیین‌کننده‌ای دارند، و نقش بسیاری دیگر از مدیران بسیار کوچک است. می‌توان ادعا کرد مدیرانی که نقش بزرگی در تغییر سیاست‌ها و عملکرد شرکت خود داشته‌اند، قابلیت‌های غیرمتعارفی نسبت به بیش‌تر مدیران دارند. با توجه به کم بودن تعداد مشاهده‌های نمونه و

زیاد شدن متغیرهای مستقل، اثرات ثابت سهامداران حقوقی در مجموعه رگرسیون‌ها کنترل نشده‌اند که از محدودیت‌های این پژوهش به‌شمار می‌رود. در پژوهش‌های آینده در صورت جمع‌آوری نمونه بزرگ‌تری از داده‌ها می‌توان نقش سهامداران حقوقی را از نقش مدیران تفکیک کرد. همچنین، برای پژوهش‌های آینده پیشنهاد می‌شود زمان‌بندی و پویایی‌های تاثیر تغییرات مدیران بر سیاست‌ها، عملکرد، و تغییر قیمت سهام شرکت‌ها بررسی شود.

اظهاریه

این پژوهش از توصیه‌های علمی ارزنده داوران ناشناس و ویراستار علمی نشریه «برنامه‌ریزی و بودجه» (مازایار چابک) برخوردار شده است که بدین وسیله از ایشان قدردانی می‌شود.

منابع

الف) انگلیسی

- Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance. *The Review of Financial Studies*, 18(4), 1403-1432. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi030>
- Bamber, L. S., Jiang, J., & Wang, I. Y. (2010). What's My Style? The Influence of Top Managers on Voluntary Corporate Financial Disclosure. *The Accounting Review*, 85(4), 1131-1162. <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.4.1131>
- Behmanesh, M., Totianisfahani, S., & Mirsepasi, N. (2020). The Investigation of the Association between CEO Financial Expertise and Financial Policies in Firms Enlisted Tehran Stock Exchange. *Journal of Business Management*, 12(47), 267-290. http://bmj.iauctb.ac.ir/article_677475.html
- Bennedsen, M., Perez-Gonzalez, F., & Wolfenzon, D. (2006). Do CEOs Matter? *Working Paper / Department of Economics. Copenhagen Business School, No. 13-2007*. <http://hdl.handle.net/10419/208545>
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169-1208. <https://doi.org/10.1162/003355303322552775>
- Denis, D. J., & Denis, D. K. (1995). Performance Changes Following Top Management Dismissals. *The Journal of Finance*, 50(4), 1029-1057. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04049.x>
- Dyregang, S. D., Hanlon, M., & Maydew, E. L. (2010). The Effects of Executives on Corporate Tax Avoidance. *The Accounting Review*, 85(4), 1163-1189. <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.4.1163>

- Fazzari, S., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1987). Financing Constraints and Corporate Investment. *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper Series No. 2387*.
- Fee, C. E., Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. (2013). Managers With and Without Style: Evidence Using Exogenous Variation. *The Review of Financial Studies*, 26(3), 567-601. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs131>
- Gabaix, X., & Landier, A. (2008). Why Has CEO Pay Increased So Much? *The Quarterly Journal of Economics*, 123(1), 49-100. <https://doi.org/10.1162/qjec.2008.123.1.49>
- Gervais, S., Heaton, J. B., & Odean, T. (2011). Overconfidence, Compensation Contracts, and Capital Budgeting. *The Journal of Finance*, 66(5), 1735-1777. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01686.x>
- Hambrick, D. C. (2007). Upper Echelons Theory: An Update. *Academy of Management Journal*, 32(2), 334-343. <https://doi.org/10.5465/amr.2007.24345254>
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206. <https://doi.org/10.5465/amr.1984.4277628>
- Hart, O. (1989). Economist's Perspective on the Theory of the Firm. *Columbia Law Review*, 89(7), 1757-1774.
- Heaton, J. B. (2005). Managerial Optimism and Corporate Finance. In *Advances in Behavioral Finance, Volume II* (pp. 667-684): Princeton University Press. <https://doi.org/10.1515/9781400829125-022>
- Hemmati, H., Faraj Zadeh Dehkordi, H., & Asefi Yeganmahalleh, F. (2015). The Investigation of the Effect of Cash Flow Uncertainty on the Investment-Dividends Sensitivity. *Financial Management Strategy*, 3(2), 107-126. <https://dx.doi.org/10.22051/jfm.2015.2170>
- Hitt, M. A., & Tyler, B. B. (1991). Strategic Decision Models: Integrating Different Perspectives. *Strategic Management Journal*, 12(5), 327-351. <https://doi.org/10.1002/smj.4250120502>
- Izadinia, N., Rasaiian, A., & Rezaei-Rajaei, A. (2012). The Relationship of Dividend Smoothing with Corporate Governance Tools and Stock Liquidity. *The Journal of Planning and Budgeting*, 17(3), 53-77. <http://jpbud.ir/article-1-636-en.html>
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169-215. <https://doi.org/10.1162/003355397555163>
- Koch, J. V., Fenili, R. N., & Cebula, R. J. (2011). Do Investors Care If Steve Jobs Is Healthy? *Atlantic Economic Journal*, 39(1), 59-70. <https://doi.org/10.1007/s11293-010-9261-z>
- Lieberson, S., & O'Connor, J. F. (1972). Leadership and Organizational Performance: A Study of Large Corporations. *American Sociological Review*, 37(2), 117-130. <https://doi.org/10.2307/2094020>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20-43. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.002>
- Rasaiian, A. (2010). Analyzing the Impact of Board Characteristics on the Capital Structure of the Corporations Accepted in Tehran Stock Exchange. *The Journal of Planning and*

- Budgeting*, 15(1), 191-204. <http://jpbud.ir/article-1-80-en.html>
- Salas, J. M. (2010). Entrenchment, Governance, and the Stock Price Reaction to Sudden Executive Deaths. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 656-666. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.09.002>
- Smith Jr, C. W., & Watts, R. L. (1992). The Investment Opportunity set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263-292. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90029-W](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90029-W)
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Weisbach, M. S. (1995). CEO Turnover and the Firm's Investment Decisions. *Journal of Financial Economics*, 37(2), 159-188. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00793-Z](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00793-Z)
- Zhang, Y. (2015). How Does Untimely Death of an Executive Affect Stock Prices and Company Performance? *All Graduate Plan B and other Reports*. 454. <https://digitalcommons.usu.edu/gradreports/454>

ب) فارسی

- ابراهیمی، سیدکاظم، و احمدی مقدم، منصور (۱۳۹۵). تاثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر مدیریت سود واقعی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *نشریه چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۶(۱۵)، ۲۳-۹. http://jfmp.sbu.ac.ir/article_94950.html
- اکبری، محسن؛ فتحی، سعید؛ فرخنده، مهسا، و ایاغ، زهرا (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی. *نشریه چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۷(۱۷)، ۶۸-۴۹. http://jfmp.sbu.ac.ir/article_95057.html
- فدایی‌نژاد، محمد اسماعیل؛ اسدی، غلامحسین، و اقبال‌نیا، محمد (۱۳۹۱). بررسی اثر محدودیت‌های مالی روی حساسیت سرمایه‌گذاری بر جریان‌های نقدی. *نشریه چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۱(۷)، ۳۱-۹. http://jfmp.sbu.ac.ir/article_94201.html
- ملازاده، محمد؛ لاری دشت بیاض، محمود، و ساعی، محمدجواد (۱۳۹۵). تاثیر دانش مالی مدیرعامل بر روی مدیریت سود. *نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۸(۳۰)، ۶۰-۳۷. http://faa.iauctb.ac.ir/article_525407.html
- یاری، فرانک، و فتحی ارطه، کیوان (۱۳۹۵). تاثیر قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *نشریه مطالعات مدیریت و حسابداری*، ۲(۳)، ۳۰۰-۲۸۵.