

بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر روی اعتماد بیش از حد مدیریتی

غلامرضا دهقانی

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد واحد بین‌المللی کیش

navid13482003@gmail.com

چکیده

در این پژوهش به بررسی رابطه بین ویژگی‌های هیئت مدیره و اعتماد بیش از حد مدیریتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۱ پرداخته شده است. از اطلاعات سال مالی ۱۳۸۴ نیز در محاسبه متغیرهای پژوهش استفاده گردید. برای انجام این پژوهش تعداد ۱۰۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از تحلیل رگرسیونی ترکیبی/تلفیقی و مدل رگرسیونی حداکثر درست‌نمایی-لوجیت باینری (لجستیک) در نرم‌افزار EViews استفاده شده است. جهت تعیین شاخص اعتماد بیش از حد مدیریتی، از دو معیار مخارج سرمایه‌ای و سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌ها، استفاده و همچنین به منظور سنجش ویژگی‌های هیئت مدیره از سه معیار اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و دوگانگی وظیفه مدیر عامل استفاده بعمل آمد. از متغیر کنترلی عمر شرکت نیز استفاده گردید. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین استقلال هیئت مدیره و مخارج سرمایه‌ای، رابطه منفی و معنی‌دار و همچنین بین استقلال هیئت مدیره و سرمایه‌گذاری بیش از حد، رابطه منفی و معنی‌دار (البته در سطح اطمینان ۹۰٪)، وجود داشته است. دیگر نتایج حاکی از عدم تأثیر اندازه هیئت مدیره و دوگانگی وظیفه مدیر عامل بر اعتماد بیش از حد مدیریتی است. عمر شرکت بر روی مخارج سرمایه‌ای، تأثیر مستقیم و معنی‌دار دارد.

واژگان کلیدی: استقلال هیئت مدیره، وظیفه مدیر عامل، اعتماد بیش از حد مدیریتی، مخارج سرمایه‌ای و سرمایه‌گذاری بیش از حد.

مقدمه

در طول سالیان گذشته، توجه رو به رشدی به اهمیت ویژگی‌های مختلف حاکمیت شرکتی به عنوان مکانیزم نظارتی به منظور کنترل اختیار مدیران شده است. بیشتر سرمایه‌گذاران و تدوین‌کنندگان قوانین اعتقاد دارند که برخی از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی مانند وجود اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره یا استقلال اعضای هیئت‌مدیره به حفظ منافع سهامداران کمک نموده و هرگونه تضاد منافع بین آن‌ها و مدیریت را کاهش می‌دهند (سولانگ و مت نور^۱، ۲۰۱۰). نیاز به حاکمیت شرکتی از تضاد منافع بالقوه بین افراد حاضر در ساختار شرکت ناشی می‌شود. فرایند هیأت مدیره منعکس‌کننده فعالیت‌های تصمیم‌گیری، سبک‌های هیئت مدیره، تعداد و مدت جلسات هیئت مدیره، رعایت تشریفات برنامه‌های هیئت مدیره و فرهنگ هیئت مدیره در خصوص ارزشیابی عملکرد اعضا (مدیران) می‌باشد (قالیباف اصل و رضایی، ۱۳۸۶، ۳۵).

تحقیقات پیشین نشان می‌دهد که اعتماد بیش از حد مدیریتی بر روی سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و سیاست‌های تقسیم سود شرکت تأثیر دارد (مالمندی‌یر و تاته، ۲۰۰۸؛ کوردیرو^۲، ۲۰۰۹؛ دشماخ و همکاران^۳، ۲۰۱۰؛ مالمندی‌یر و همکاران^۴، ۲۰۱۱ و هیرشلیفر و همکاران^۵، ۲۰۱۲). بررسی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر روی سیاست‌های شرکت از قبیل خطمشی و سیاست‌های حسابداری شرکت موضوع مهمی است؛ چرا که اعتماد بیش از حد می‌تواند منجر به تصمیماتی گردد که ارزش شرکت را از بین می‌برد. اختلال در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و سیاست‌های حسابداری می‌تواند هزینه‌بر باشد (مالمندی‌یر و تاته، ۲۰۰۵ و ۲۰۰۸ و بن-دیوید و همکاران^۶، ۲۰۱۰). از سوی دیگر، اعتماد بیش از حد مدیریتی می‌تواند تحت شرایطی منجر به ایجاد منفعی برای شرکت گردد. برای مثال، انگیزه ریسک‌پذیری به وسیله مدیران دارای اعتماد بیش از حد نسبت به سایر مدیران دارای هزینه کمتری است (گرویس و همکاران^۷، ۲۰۱۱ و کمپبل و همکاران^۸، ۲۰۱۱).

در واقع با توجه به مطالب فوق‌الذکر، این پژوهش به دنبال پاسخ به سؤالات ذیل است:

۱. آیا ویژگی‌های هیئت مدیره (با فرض عقلایی بودن) بر مقوله اعتماد بیش از حد مدیریتی تأثیر دارد یا خیر؟
۲. تأثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر مقوله اعتماد بیش از حد مدیریتی مثبت است یا منفی؟ فرض بر این است که اگر اعضای هیئت مدیره دارای رفتار منطقی و عقلایی باشند، این تأثیر منفی باشد.
۳. کدام ویژگی‌های هیئت مدیره تأثیر بهتری در پیشگیری از مقوله اعتماد بیش از حد مدیریتی دارد؟

فرضیه‌های پژوهش

همان گونه که تشریح شد، پژوهش حاضر درصدد روشن ساختن تأثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر اعتماد بیش از حد مدیریتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، با توجه به این مقدمه این پژوهش دارای ۳ فرضیه اصلی به شرح ذیل است:

۱. تعداد اعضای هیئت مدیره بر روی اعتماد بیش از حد مدیریتی، تأثیر مثبت دارد.
۲. استقلال هیئت مدیره منجر به کاهش اعتماد بیش از حد مدیریتی می‌شود.

¹ Sulong & MatNor

² Cordeiro

³ Deshmukh et al.

⁴ Malmendier et al.

⁵ Hirshleifer et al.

⁶ Ben-David

⁷ Gervais et al.

⁸ Campbell et al.

۳. دوگانگی وظیفه مدیر عامل تأثیر مثبت و فزاینده بر روی اعتماد بیش از حد مدیریتی دارد.

روش تحقیق

. متغیرهای پژوهش

۴-۱. متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل مورد استفاده شامل موارد ذیل می باشد:

۱. اندازه هیئت مدیره^۹: این متغیر برابر با تعداد کل اعضای هیئت مدیره در پایان دوره مالی است.

۲. استقلال هیئت مدیره^{۱۰}: این متغیر از طریق نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره در پایان دوره مالی محاسبه می شود.

۳. دوگانگی وظیفه مدیر عامل^{۱۱}: در صورتی که مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره در طی دوره مالی، یکی باشند، مقدار این متغیر برابر با ۱ فرض می شود و در غیر این صورت مقدار آن ۰ خواهد بود.

۴-۲. متغیر وابسته

متغیر وابسته این پژوهش، شاخص اعتماد بیش از حد مدیریتی^{۱۲} است.

۴-۳. متغیر کنترلی

متغیر کنترلی عمر شرکت است که این متغیر بر اساس تعداد سال های فعالیت شرکت از زمان تأسیس تا سال مورد نظر در دوره پژوهش محاسبه می شود.

۵. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۱ (دوره ۸ ساله) تشکیل شده است که شرایط زیر را داشته باشند:

۱- تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و سال مالی آن ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.

۲- شرکت ها نایستی سال مالی خود را در طی دوره های مورد نظر تغییر داده باشند.

۳- این شرکت ها طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد.

۴- اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۱ به طور کامل ارائه کرده باشد.

۵- جزء شرکت های سرمایه گذاری، بانک ها و واسطه گری مالی نباشند.

با توجه به شرایط مذکور ۱۰۷ شرکت به عنوان نمونه انتخاب و بررسی شده است.

⁹ BS

¹⁰ BI

¹¹ Duality

¹² Managerial Overconfidence

۱-۱-۶. روش پژوهش و گردآوری داده‌ها

فرضیه‌های پژوهش بر اساس تحلیل رگرسیونی ترکیبی/تلفیقی و مدل رگرسیونی حداکثر درست‌نمایی-لوجیت باینری (لجستیک)، آزمون و تحلیل‌های آماری به کمک نرم افزار 6 EViews انجام شده است.

۷. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌های پژوهش یعنی بررسی رابطه بین ویژگی‌های هیئت مدیره و اعتماد بیش از حد مدیریتی، مدل رگرسیونی در حالت ترکیبی/تلفیقی در سطح کل شرکت‌ها به صورت ذیل تخمین زده شد (باک‌کار و همکاران^{۱۳}، ۲۰۱۳):

$$MOC_{it} = \beta_0 + \beta_1 * BS_{it} + \beta_2 * BI_{it} + \beta_3 * Duality_{it} + \beta_4 * FirmAge_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

MOC_{it} = شاخص اعتماد بیش از حد مدیریتی در پایان دوره مالی t برای شرکت i که برای محاسبه آن از دو معیار ۱. مخارج سرمایه‌ای و ۲. سرمایه-گذاری بیش از حد در دارایی‌ها استفاده شده است.

BS_{it} = اندازه هیئت مدیره شرکت i در پایان سال مالی t

BI_{it} = استقلال هیئت مدیره شرکت i در پایان سال مالی t

$Duality_{it}$ = دوگانگی وظیفه مدیر عامل شرکت i در پایان سال مالی t

$FirmAge_{it}$ = عمر شرکت i در پایان سال مالی t

ε_{it} = باقی‌مانده رگرسیونی شرکت i در پایان سال مالی t .

لازم به ذکر است که ضریب تعیین مک فادن در روش رگرسیونی حداکثر درست‌نمایی-لوجیت باینری معادل ضریب تعیین در رگرسیون معمولی است. پس از انتخاب مدل مناسب باید نسبت به پایا بودن سری‌های زمانی و غیرکاذب بودن رگرسیون اطمینان حاصل کرد (بالتاگی^{۱۴}، ۲۰۰۵، ۴۹). جهت تعیین نرمال بودن متغیرهای پژوهش در نرم افزار EViews از آماره جارک-براک^{۱۵} استفاده می‌شود، به این صورت که اگر احتمال آماره مذکور برای متغیری بیش‌تر از ۵٪ باشد، توزیع آن متغیر نرمال و در غیر این صورت غیر نرمال است. اعتماد بیش از حد مدیریتی از تحلیل‌های رگرسیونی حداکثر درست‌نمایی-لوجیت باینری (لجستیک) استفاده گردید؛ چرا که متغیر وابسته پژوهش در این حالت (شاخص اعتماد بیش از حد مدیریتی) به صورت متغیر مجازی (دو وجهی) می‌باشد. در مدل‌های حداکثر درست‌نمایی-لوجیت باینری (لجستیک) به منظور تعیین معنی‌داری کل مدل رگرسیونی از آماره ضریب تعیین مک فادن و آماره نسبت درست‌نمایی استفاده می‌گردد (شیرین بخش و حسن خونساری، ۱۳۸۴).

۸. تحلیل داده‌های پژوهش

۸-۱. بررسی پایایی متغیرهای پژوهش

¹³ Baccar et al.

¹⁴ Baltagi

¹⁵ Jarque-Bera

نتایج پایایی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارائه شده است. بر اساس آزمون‌های ریشه واحد از نوع آزمون لوین، لین و چو^{۱۶} چون مقدار P-Value کم‌تر از ۵٪ بوده است، کل متغیرهای پژوهش طی دوره در سطح^{۱۷} پایا بوده‌اند.

جدول ۱: آزمون پایایی (ایستایی) متغیرها در طی دوره پژوهش

متغیرها	نوع آزمون	مقدار آماره لوین، لین و چو	احتمال آماره لوین، لین و چو
متغیر مجازی مخارج سرمایه‌ای		----	----
سرمایه‌گذاری بیش از حد		-۱۹/۰۶	۰/۰۰۰۰
اندازه هیئت مدیره		-۹/۵۸	۰/۰۰۰۰
استقلال هیئت مدیره		-۱۱/۳۸	۰/۰۰۰۰
متغیر مجازی دوگانگی وظیفه مدیر عامل		----	----
عمر شرکت		----	----

۸-۲. بررسی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۲ ارائه شده است. مقایسه ضریب تغییرات، نشان می‌دهد متغیر مخارج سرمایه‌ای دارای کم‌ترین ضریب تغییرات و پراکندگی و در نتیجه بیش‌ترین ثبات و پایداری و در مقابل، متغیر سرمایه‌گذاری بیش از حد دارای بیش‌ترین ضریب تغییرات و پراکندگی و در نتیجه کم‌ترین ثبات و پایداری طی دوره پژوهش بوده است. این امر نشان می‌دهد که متغیر مخارج سرمایه‌ای در تعیین اعتماد بیش از حد مدیریتی طی دوره پژوهش از قابل اتکای بیش‌تری برخوردار است. با مقایسه ضریب تغییرات معیارهای مختلف اعتماد بیش از حد مدیریتی و ویژگی‌های هیئت مدیره طی دوره ۷ ساله پژوهش، به این نتیجه می‌رسیم که ویژگی‌های هیئت مدیره در مقایسه با معیارهای مختلف اعتماد بیش از حد مدیریتی دارای ضریب تغییرات و پراکندگی بسیار کم‌تر در نتیجه ثبات و پایداری بسیار بیش‌تری بوده‌اند. این امر حاکی از آن است که معیارهای مختلف اعتماد بیش از حد مدیریتی در شرکت‌های مورد بررسی باید علاوه بر ویژگی‌های هیئت مدیره، تحت تأثیر عوامل دیگری نیز باشند که در این پژوهش از تعدادی از آنها تحت عنوان متغیر کنترلی نام برده شده است. با مقایسه ضریب تغییرات ویژگی‌های هیئت مدیره طی دوره پژوهش، به این نتیجه می‌رسیم که در بین متغیرهای مذکور، متغیر اندازه هیئت مدیره دارای کم‌ترین ضریب تغییرات و پراکندگی و در نتیجه بیش‌ترین ثبات و پایداری و در مقابل، متغیر استقلال هیئت مدیره دارای بیش‌ترین ضریب تغییرات و پراکندگی و در نتیجه کم‌ترین ثبات و پایداری طی دوره پژوهش بوده است. این امر حاکی از آن است که شرکت‌های نمونه مورد بررسی، علی‌رغم ثبات نسبی در تعداد اعضای هیئت مدیره، از نظر ترکیب هیئت مدیره (مؤلف و غیرمؤلف بودن) از پراکندگی بیش‌تری برخوردار بوده‌اند. دیگر نتایج آمار توصیفی حاکی از آن است که شرکت‌های مورد بررسی به طور متوسط از عمر ۳۷ سال قدمت و میانگین استقلال هیئت مدیره ۵۹٪ برخوردار بوده‌اند. نتایج آماره جاک برا حاکی از نرمال بودن متغیر وابسته سرمایه‌گذاری بیش از حد طی دوره پژوهش است. نرمال بودن متغیر وابسته یکی از پیش‌فرض‌های مدل‌های رگرسیونی حداقل مربعات معمولی است.

¹⁶ Levin, Lin & Chu

¹⁷ Level

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	معیارها	تعداد	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	ضریب تغییرات	آماره جارک-جارک	احتمال جارک-برا
مخارج سرمایه‌ای		۷۴۹	۰/۳۷	۰	۱	۰	۰/۴۸	۱/۳۰	۱۲۷/۶	۰/۰۰۰
سرمایه‌گذاری بیش از حد		۷۴۹	-۰/۰۱	-۰/۰۱	۱/۱۵	-۰/۹۶	-۰/۰۵	۵	۲/۷۸۸	۰/۲۴۸
اندازه هیئت مدیره		۷۴۹	۵/۲۸	۵	۷	۵	۰/۶۷	۰/۱۳	۷۵۲/۵	۰/۰۰۰
استقلال هیئت مدیره		۷۴۹	۰/۵۹	۰/۶۰	۰/۸۶	۰	۰/۲۰	۰/۳۴	۷۸/۰۳	۰/۰۰۰
دوگانگی وظیفه مدیر عامل		۷۴۹	۰/۹۳	۱	۱	۰	۰/۲۶	۰/۲۸	۳۵۳/۶	۰/۰۰۰
عمر شرکت		۷۴۹	۳۷/۰۷	۴۰	۶۰	۸	۱۱/۴۷	۰/۳۱	۴۱/۳۸	۰/۰۰۰

۳-۸. بررسی همبستگی بین متغیرهای پژوهش

نتایج آزمون همبستگی بین متغیرهای پژوهش در دوره ۷ ساله پژوهش، در جدول ۳ ارائه شده است. همبستگی بین متغیرهای پژوهش در جدول ۳-۴ نشان می‌دهد که طی دوره پژوهش، بین معیارهای مختلف اعتماد بیش از حد مدیریتی (مخارج سرمایه‌ای و سرمایه‌گذاری بیش از حد) و استقلال هیئت مدیره به ترتیب همبستگی $-۰/۰۹$ و $-۰/۰۷$ وجود داشته است ولی تنها رابطه بین استقلال هیئت مدیره و مخارج سرمایه‌ای، معنی‌دار بوده است. این موضوع نشان می‌دهد که با افزایش استقلال هیئت مدیره، اعتماد بیش از حد مدیریتی در شرکت به طور قابل توجهی کاهش می‌یابد. دیگر نتایج مهم همبستگی حاکی از همبستگی مثبت و معنی‌دار عمر شرکت با میزان مخارج سرمایه‌ای است. این امر حاکی از بالا بودن میزان مخارج سرمایه‌ای در شرکت‌های بزرگتر است. استقلال هیئت مدیره همبستگی مثبت با اندازه هیئت مدیره داشته است. این موضوع نشان می‌دهد که با زیاد شدن تعداد اعضای هیئت مدیره شرکت، تعداد اعضای غیرمؤلف هیئت مدیره نیز، به طور چشمگیری افزایش می‌یابد. سایر نتایج همبستگی در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. همبستگی بین متغیرهای پژوهش

متغیرها	مخارج سرمایه‌ای	سرمایه‌گذاری	اندازه هیئت مدیره	استقلال هیئت مدیره	مدیر عامل وظیفه دوگانگی	عمر شرکت
مخارج سرمایه‌ای	۱	۰/۰۳	-۰/۰۲	***-۰/۰۹	۰/۰۱	**۰/۰۸
سرمایه‌گذاری بیش از حد		۱	۰/۰۰۳	***-۰/۰۷	-۰/۰۰۵	-۰/۰۳
اندازه هیئت مدیره			۱	***۰/۰۹	-۰/۰۶	۰/۰۳
استقلال هیئت مدیره				۱	-۰/۰۰۳	-۰/۰۵
دوگانگی وظیفه مدیر عامل					۱	۰/۰۵
عمر شرکت						۱

*** معنی‌دار در سطح اطمینان ۹۹٪

** معنی‌دار در سطح اطمینان ۹۵٪

* معنی‌دار در سطح اطمینان ۹۰٪

۸-۴. آزمون فرضیه اول پژوهش

۱. تعداد اعضای هیئت مدیره بر روی اعتماد بیش از حد مدیریتی، تأثیر مثبت دارد.

این فرضیه یک بار با متغیر مخارج سرمایه‌های و یک بار هم با متغیر سرمایه‌گذاری بیش از حد آزمون شده است.

۱-۱. تعداد اعضای هیئت مدیره بر روی مخارج سرمایه‌های تأثیر مثبت دارد.

جهت آزمون این فرضیه از روش رگرسیونی حداکثر درست‌نمایی - لوجیت باینری (لجستیک) استفاده شده است. مدل رگرسیونی تأثیر اندازه هیئت مدیره بر روی مخارج سرمایه‌های در جدول ۴ آورده شده است. نتایج نشان می‌دهد که تأثیر اندازه هیئت مدیره بر روی مخارج سرمایه‌های، منفی (۰/۰۶-) ولی با توجه به احتمال آماره Z (۰/۶۱۳۴) غیرمعنی‌دار بوده است. این امر نشان می‌دهد که اندازه هیئت مدیره بر روی مخارج سرمایه‌های تأثیر ندارد. نتایج همچنین نشان می‌دهد که عمر شرکت بر مخارج سرمایه‌های، تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد. این امر حاکی از آن است در شرکت‌های بورسی با قدمت و عمر بیشتر، میزان مخارج سرمایه‌های نیز بیشتر است. یعنی؛ در شرکت‌های با عمر بیشتر، میزان اعتماد بیش از حد مدیریتی بر اساس انجام مخارج سرمایه‌های، بیشتر است. با توجه به ضریب تعیین مک فادن، تنها ۰/۰۰۵ از تغییرات مخارج سرمایه‌های طی دوره پژوهش تحت تأثیر اندازه هیئت مدیره و متغیر کنترلی عمر شرکت بوده است. نتایج مربوط به احتمال آماره نسبت درست‌نمایی (۰/۰۸۶۷) حاکی از معنی‌دار بودن مدل رگرسیونی در حالت کلی تنها در سطح اطمینان ۹۰٪ است. با توجه به معنی‌دار نبودن تأثیر اندازه هیئت مدیره بر روی مخارج سرمایه‌های، فرضیه اول پژوهش در سطح مخارج سرمایه‌های مورد تأیید واقع نمی‌شود.

جدول ۴. مدل رگرسیونی حداکثر درست‌نمایی - لوجیت باینری تأثیر اندازه هیئت مدیره بر روی مخارج سرمایه‌های

عمر شرکت	اندازه هیئت مدیره	مقدار ثابت	متغیر وابسته: مخارج سرمایه‌های
۰/۰۱	-۰/۰۶	-۰/۷۷	ضرایب رگرسیونی
۲/۱۵	-۰/۵۱	-۱/۱۹	مقدار آماره Z
۰/۳۱۴	۰/۶۱۳۴	۰/۲۳۴۶	مقدار احتمال Z
مقدار احتمال		آماره نسبت درست‌نمایی	
۰/۰۸۶۷		۴/۸۹	
مقدار آماره LR		ضریب تعیین مک فادن	
۰/۰۰۵			

۱-۲. تعداد اعضای هیئت مدیره بر روی سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌ها تأثیر مثبت دارد.

قبل از آزمون فرضیه فوق در سطح سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌ها، به انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیونی پرداخته شد. نتیجه آزمون F لیمر در جدول ۵ ارائه شده است. مقدار احتمال F لیمر در جدول ۵ بیش‌تر از سطح معنی‌داری ۵٪ بوده و لذا، برای آزمون این فرضیه در سطح سرمایه‌گذاری بیش از حد، استفاده از روش داده‌های تلفیقی مناسب است.

جدول ۵. انتخاب داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی

مدل	$OVERINVEST_{it} = \beta_0 + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$		
نوع آزمون	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
F لیمر	۰/۵۴۲	(۶۴۰ و ۱۰۶)	۰/۹۹۹۹

مدل رگرسیونی تلفیقی تأثیر اندازه هیئت مدیره بر روی سرمایه‌گذاری بیش از حد در سطح کل شرکت‌ها در جدول ۶ ارائه شده است. نتایج حاصله در جدول ۶ نشان می‌دهد که تأثیر اندازه هیئت مدیره بر روی سرمایه‌گذاری بیش از حد، مثبت (۰/۰۰۱) ولی با توجه به احتمال آماره t (۰/۹۱۶۰) معنی‌دار نمی‌باشد. این امر نشان می‌دهد که اندازه هیئت مدیره بر روی سرمایه‌گذاری بیش از حد نیز تأثیر ندارد. عبارت دیگر، انجام سرمایه‌گذاری بیش از حد به عنوان یکی از معیارهای دیگر اعتماد بیش از حد مدیریتی نیز، مستقل از تعداد اعضای هیئت مدیره شرکت‌های بورسی است. نتایج همچنین نشان می‌دهد که عمر شرکت بر روی سرمایه‌گذاری بیش از حد، تأثیر ندارد.

نتایج مربوط به آماره F نیز نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار نبوده ولی با توجه به آماره دوربین-واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی است. علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در کل دوره پژوهش تنها ۰/۱٪ از تغییرات سرمایه‌گذاری بیش از حد در سطح کل شرکت‌ها تحت تأثیر اندازه هیئت مدیره و متغیر کنترلی عمر شرکت بوده است. مقادیر باقی‌مانده‌های رگرسیونی مدل مذکور دارای آماره جاکوب برا برابر با ۲/۶۴۳ و احتمال آماره جاکوب برا برابر با ۰/۲۶۷ بوده که حاکی از نرمال بودن باقی‌مانده‌های رگرسیونی است. با توجه به معنی‌دار نبودن تأثیر اندازه هیئت مدیره بر روی سرمایه‌گذاری بیش از حد، فرضیه اول پژوهش در سطح سرمایه‌گذاری بیش از حد هم مورد تأیید واقع نمی‌شود.

جدول ۶. تأثیر اندازه هیئت مدیره بر روی سرمایه‌گذاری بیش از حد

متغیرها		ضرایب رگرسیونی		آماره‌ها	
مقدار ثابت	مقدار آماره t	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t	احتمال آماره t
	۰/۱۴	۰/۰۱	۰/۱۴	۰/۸۹۲۰	
اندازه هیئت مدیره	۰/۱۱	۰/۰۰۱	۰/۱۱	۰/۹۱۶۰	
عمر شرکت	-۰/۸۰	-۰/۰۰۰۶	-۰/۸۰	۰/۴۲۲۵	
ضریب تعیین شده	ضریب تعیین تعدیل شده	مقدار جاکوب برا	مقدار جاکوب برا	احتمال جاکوب برا	احتمال آماره F
۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۲/۶۴۳	۲/۶۴۳	۰/۲۶۷	۰/۷۲۲۵
				آماره دوربین-واتسون	۲/۳۵۳

۵-۸. آزمون فرضیه دوم پژوهش

۲. استقلال هیئت مدیره منجر به کاهش اعتماد بیش از حد مدیریتی می‌شود.

این فرضیه هم یک بار با متغیر مخارج سرمایه‌ای و یک بار هم با متغیر سرمایه‌گذاری بیش از حد آزمون شده است.

۱-۲. استقلال هیئت مدیره منجر به کاهش مخارج سرمایه‌ای می‌شود.

مدل رگرسیونی تأثیر استقلال هیئت مدیره بر روی مخارج سرمایه‌ای در جدول ۷ آورده شده است. نتایج نشان می‌دهد که تأثیر استقلال هیئت مدیره بر روی مخارج سرمایه‌ای، منفی (۰/۸۵-) و با توجه به احتمال آماره Z (۰/۰۲۱۸) معنی‌دار بوده است. این امر نشان می‌دهد که استقلال هیئت مدیره بر روی مخارج سرمایه‌ای تأثیر معکوس دارد. به عبارت دیگر، در شرکت‌های دارای تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره بیشتر، انجام مخارج سرمایه‌ای به عنوان یکی از معیارهای اعتماد بیش از حد مدیریتی، کمتر است. با توجه به ضریب تعیین مک فادن، حدود ۰/۰۱ از تغییرات مخارج سرمایه‌ای طی دوره پژوهش تحت تأثیر استقلال هیئت مدیره و متغیر کنترلی عمر شرکت بوده است. نتایج مربوط به احتمال آماره نسبت درست‌نمایی (۰/۰۰۷۱) حاکی از معنی‌دار بودن مدل رگرسیونی در حالت کلی است. با توجه به منفی و معنی‌دار بودن تأثیر استقلال هیئت مدیره بر روی مخارج سرمایه‌ای، فرضیه دوم پژوهش در سطح مخارج سرمایه‌ای مورد تأیید واقع می‌شود.

جدول ۷. مدل رگرسیونی حداکثر درست‌نمایی-لوجیت باینری تأثیر استقلال هیئت مدیره بر روی مخارج سرمایه‌ای

عمر شرکت	استقلال هیئت مدیره	مقدار ثابت	متغیر وابسته: مخارج سرمایه‌ای
۰/۰۱	-۰/۸۵	-۰/۵۴	ضرایب رگرسیونی
۲/۰۲	-۲/۳۹	-۱/۵۶	مقدار آماره Z
۰/۰۴۳۸	۰/۰۲۱۸	۰/۱۱۹۷	مقدار احتمال Z
مقدار احتمال		مقدار آماره LR	
۰/۰۰۷۱		۹/۸۹	
ضریب تعیین مک فادن ۰/۰۱۰			

۲-۲. استقلال هیئت مدیره منجر به کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌ها می‌شود.

مقدار احتمال F لیمر در جدول ۸ نیز بیش‌تر از سطح معنی‌داری ۵٪ بوده و لذا، برای آزمون فرضیه دوم در سطح سرمایه‌گذاری بیش از حد، استفاده از روش داده‌های تلفیقی مناسب است.

جدول ۸. انتخاب داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی

مدل	$OVERINVEST_{it} = \beta_0 + \beta_1 BI_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$		
نوع آزمون	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
F لیمر	۰/۵۳۶	(۱۰۶ و ۶۴۰)	۰/۹۹۹۹

مدل رگرسیونی تلفیقی تأثیر استقلال هیئت مدیره بر روی سرمایه‌گذاری بیش از حد در سطح کل شرکت‌ها در جدول ۹ نشان می‌دهد که تأثیر استقلال هیئت مدیره بر روی سرمایه‌گذاری بیش از حد، منفی (۰/۰۸-) و با توجه به احتمال آماره t (۰/۰۶۸۳) تنها در سطح اطمینان ۹۰٪ معنی‌دار می‌باشد. نتایج مربوط به آماره F نیز نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار نبوده ولی با توجه به آماره دوربین-واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی است. علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در کل دوره پژوهش تنها ۰/۳٪ از تغییرات سرمایه‌گذاری بیش از حد در سطح کل شرکت‌ها تحت تأثیر استقلال هیئت مدیره و متغیر کنترلی عمر شرکت بوده است. مقادیر باقی‌مانده‌های رگرسیونی مدل مذکور دارای آماره جاک‌برا برابر با ۳/۹۳۷ و احتمال آماره جاک‌برا برابر با ۰/۱۴۰ بوده که حاکی از نرمال بودن باقی‌مانده‌های

رگرسیون است. با توجه به معنی دار بودن تأثیر استقلال هیئت مدیره بر روی سرمایه‌گذاری بیش از حد (البته در سطح اطمینان ۹۰٪)، فرضیه دوم پژوهش در سطح سرمایه‌گذاری بیش از حد تنها در سطح اطمینان ۹۰٪، مورد تأیید واقع می‌شود.

جدول ۹. تأثیر استقلال هیئت مدیره بر روی سرمایه‌گذاری بیش از حد

متغیرها		آماره‌ها		ضرایب رگرسیونی		مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت				۰/۰۷		۱/۶۶	۰/۰۹۶۷
استقلال هیئت مدیره				-۰/۰۸		-۱/۸۳	۰/۰۶۸۳
عمر شرکت				-۰/۰۰۰۷		-۰/۸۹	۰/۳۶۹۵
ضریب تعیین شده	ضریب تعیین تعدیل	مقدار جاکر برا	مقدار جاکر برا	احتمال جاکر برا	احتمال آماره	آماره دوربین - واتسون	
۰/۰۰۵	۰/۰۰۳	۳/۹۳۷	۳/۹۳۷	۰/۱۴۰	۰/۱۳۷۷	۲/۳۵۶	

۸-۶. آزمون فرضیه سوم پژوهش

۳. دوگانگی وظیفه مدیر عامل تأثیر مثبت و فزاینده بر روی اعتماد بیش از حد مدیریتی دارد.

این فرضیه هم یک بار با متغیر مخارج سرمایه‌ای و یک بار هم با متغیر سرمایه‌گذاری بیش از حد آزمون شده است.

۳-۱. دوگانگی وظیفه مدیر عامل تأثیر مثبت و فزاینده بر روی مخارج سرمایه‌ای دارد.

مدل رگرسیونی تأثیر دوگانگی وظیفه مدیر عامل بر روی مخارج سرمایه‌ای در جدول ۱۰ نشان می‌دهد که تأثیر دوگانگی وظیفه مدیر عامل بر روی مخارج سرمایه‌ای، مثبت (۰/۰۲) ولی با توجه به احتمال آماره Z (۰/۹۴۰۸) غیرمعنی دار بوده است. این امر نشان می‌دهد که دوگانگی وظیفه مدیر عامل بر روی مخارج سرمایه‌ای تأثیر ندارد. با توجه به ضریب تعیین مک فادن، تنها ۰/۰۰۵ از تغییرات مخارج سرمایه‌ای طی دوره پژوهش تحت تأثیر دوگانگی وظیفه مدیر عامل و متغیر کنترلی عمر شرکت بوده است. نتایج مربوط به احتمال آماره نسبت درست‌نمایی (۰/۰۹۸۳) حاکی از معنی دار بودن مدل رگرسیونی در حالت کلی تنها در سطح اطمینان ۹۰٪ است. با توجه به معنی دار نبودن تأثیر دوگانگی وظیفه مدیر عامل بر روی مخارج سرمایه‌ای، فرضیه سوم پژوهش در سطح مخارج سرمایه‌ای مورد تأیید واقع نمی‌شود.

جدول ۱۰. مدل رگرسیونی حداکثر درست‌نمایی - لوجیت باینری تأثیر دوگانگی وظیفه مدیر عامل بر روی مخارج سرمایه‌ای

عمر شرکت	دوگانگی وظیفه مدیر عامل	مقدار ثابت	متغیر وابسته: مخارج سرمایه‌ای
۰/۰۱	۰/۰۲	-۱/۰۹	ضرایب رگرسیونی
۲/۱۳	۰/۰۷	-۲/۹۷	مقدار آماره Z
۰/۰۳۳۱	۰/۹۴۰۸	۰/۰۰۳۰	مقدار احتمال Z
مقدار احتمال		مقدار آماره LR	
۰/۰۹۸۳		۴/۶۴	
۰/۰۰۵		ضریب تعیین مک فادن	

بحث و نتیجه گیری:

نتایج نشان می‌دهد که در بین ویژگی‌های هیئت مدیره، تنها تأثیر استقلال هیئت مدیره بر روی اعتماد بیش از حد مدیریتی در سطح کل شرکت‌ها، منفی و معنی‌دار است. به عبارت دیگر، در شرکت‌های دارای تعداد اعضای غیرمؤلف هیئت مدیره بیش‌تر، انجام مخارج سرمایه‌ای و سرمایه‌گذاری بیش از حد، کمتر است. یعنی؛ استقلال هیئت مدیره عاملی بازدارنده و کنترل‌کننده رفتارهای غیرعقلایی و غیرمنطقی مدیریت ناشی از تورش‌های رفتاری مدیران اجرایی شرکت است. تأثیر معکوس استقلال هیئت مدیره بر روی معیارهای مختلف اعتماد بیش از حد مدیریتی حاکی از این است که مقوله اعتماد بیش از حد مدیران در بورس اوراق بهادار تهران، با افزایش تعداد اعضای غیرمؤلف هیئت مدیره شرکت‌ها به طور معنی‌داری کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر، استقلال هیئت مدیره، منجر به کاهش تورش‌های رفتاری از قبیل خوش‌بینی و اعتماد بیش از حد مدیریتی می‌شود. این نتایج به ادبیات حاکمیت شرکتی کمک می‌کند چرا که می‌تواند مبنای نقش نوین حاکمیت شرکتی به عنوان یک عامل قوی در حذف یا کاهش تصمیمات انحرافی شرکت مبتنی بر عوامل رفتاری بجز نقش سنتی حاکمیت شرکتی باشد. لذا، مجامع باید به تعداد کافی اعضای غیرمؤلف در هیئت مدیره منصوب کنند که بتوانند در زمینه‌هایی که امکان بالقوه تضاد منافع وجود دارد، قضاوت مستقل ارائه کنند. مثال‌هایی از چنین مسئولیت‌های کلیدی طبق دیدگاه سازمان همکاری و توسعه اقتصادی عبارتند از: تضمین سلامت گزارشگری مالی و غیر مالی، بررسی معاملات با اشخاص وابسته، معرفی نامزدهای عضویت در هیئت مدیره و مدیران اجرایی اصلی و تصمیم‌گیری در مورد حق‌الزحمه هیئت مدیره.

در رابطه با تأثیر معکوس استقلال هیئت مدیره بر معیارهای مختلف اعتماد بیش از حد مدیریتی، نتایج پژوهش حاضر، موافق با نتایج پژوهش‌های قبلی باک‌کار و همکاران (۲۰۱۳) و جوهانسون و اولوبرینک (۲۰۱۳) است.

در مورد عدم تأثیر اندازه هیئت مدیره بر معیارهای مختلف اعتماد بیش از حد مدیریتی، نتایج این پژوهش، مغایر با نتایج پژوهش قبلی باک‌کار و همکاران (۲۰۱۳) است.

در رابطه با عدم تأثیر دوگانگی وظیفه مدیر عامل بر معیارهای اعتماد بیش از حد مدیریتی، نتایج پژوهش حاضر، مغایر با نتایج پژوهش‌های قبلی بیچاک و همکاران (۲۰۰۹) و باک‌کار و همکاران (۲۰۱۳) و موافق با نتایج پژوهش قبلی جوهانسون و اولوبرینک (۲۰۱۳) است.

پیشنهادات:

با توجه به نتایج این پژوهش می‌توان پیشنهادات زیر را ارائه داد:

۱- با توجه به عدم تأثیر دوگانگی وظیفه مدیر عامل بر معیارهای مختلف اعتماد بیش از حد مدیریتی، به نظر می‌رسد که مقوله اعتماد بیش از حد مدیران، تحت تأثیر دوگانگی وظیفه مدیر عامل در شرکت‌ها نمی‌باشد. لذا، به استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و به ویژه به سهامداران پیشنهاد می‌شود که در ارزیابی

شرکت‌های بورسی و به ویژه در ارزیابی ویژگی‌های شتصیتی و رفتاری مدیران به منظور تصمیم‌گیری جهت سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مذکور، نگران دوگانگی وظیفه مدیران نباشند.

۲- با توجه به تأثیر مستقیم عمر شرکت بر مخارج سرمایه‌ای، به نظر می‌رسد که در شرکت‌های بورسی با قدمت و عمر بیشتر، میزان مخارج سرمایه‌ای نیز بیشتر است. معمولاً مدیران دارای مخارج سرمایه‌ای بیشتر، مدیران دارای خوش‌بینی و اعتماد بیش از حد هستند و از آنجایی که اعتماد بیش از حد می‌تواند منجر به از بین رفتن شرکت گردد. لذا، پیشنهاد می‌شود که استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌های بورسی و به ویژه سهامداران نهادی که توجه ویژه‌ای به ارزش و تداوم فعالیت شرکت‌ها را دارند، جهت سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با قدمت و عمر طولانی، دقت بیش‌تری به خرج بدهند.

۳- با توجه به تأثیر معکوس استقلال هیئت مدیره بر روی معیارهای مختلف اعتماد بیش از حد مدیریتی، به نظر می‌رسد که استقلال هیئت مدیره، منجر به کاهش تورش‌های رفتاری از قبیل خوش‌بینی و اعتماد بیش از حد مدیریتی می‌شود. بنابراین؛ پیشنهاد می‌شود که استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌های بورسی و به ویژه اعتباردهندگان، به این موضوع توجه نموده و جهت ارزیابی توانایی شرکت‌های بورسی برای بازپرداخت اصل و فرع سرمایه‌گذاری خود، توجه ویژه‌ای به تعداد اعضای غیرمؤلف هیئت مدیره شرکت‌ها داشته باشند.

۴- با توجه به تأثیر معکوس استقلال هیئت مدیره بر روی معیارهای مختلف اعتماد بیش از حد مدیریتی، پیشنهاد می‌شود که مجامع باید به تعداد کافی اعضای غیرمؤلف در هیئت مدیره منصوب کنند که بتوانند در زمینه‌هایی که امکان بالقوه تضاد منافع وجود دارد، قضاوت مستقل ارائه کنند و از خوش‌بینی و اعتماد بیش از حد مدیران بکاهند. همچنین پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، شرکت‌های بورسی را به افزایش و انتصاب تعداد کافی اعضای غیرمؤلف هیئت مدیره در مجامع وادار کند. علاوه بر این که مؤسسات حسابرسی به استناد اثربخش بودن مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و به خصوص استقلال هیئت مدیره در پیشگیری از مقوله اعتماد بیش از حد مدیریتی، آزمون کنترل‌های داخلی شرکت‌های دارای تعداد کافی اعضای غیرمؤلف هیئت مدیره را به حداقل ممکن کاهش دهند.

منابع

سید عباس زاده، میرمحمد (۱۳۸۰). *روش‌های عملی پژوهش در علوم انسانی*. چاپ اول، ارومیه: دانشگاه ارومیه.
شرکت بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۶). «مصوبه جلسه ۴۷ هیئت مدیره شرکت بورس اوراق بهادار تهران»، *آیین نامه نظام راهبری شرکتی*.

شیرین‌بخش، شمس‌الله و زهرا حسن خونساری (۱۳۸۴). کاربرد *Eviews* در اقتصادسنجی. چاپ اول، تهران: پژوهشکده امور اقتصادی.
فلاح شمس لیالستانی؛ میرفیض، قالیباف اصل، حسن و سمیرا سرابی نوبخت (۱۳۸۹) «بررسی اثر تجربه بر ریسک‌پذیری، بیش اطمینانی و رفتار توده‌وار مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران»، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، شماره ۱۲، ۲۵-۴۲.
قالیباف اصل، حسن و رضایی، فاطمه (۱۳۸۶). «بررسی تأثیر ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *مجله تحقیقات مالی*، دوره ۹، شماره ۲۳، ۳۳-۴۸.

مهدوی، غلامحسین، منفرد مهارلوئی، محمد و فهیمه ابراهیمی (۱۳۹۰). «بررسی تأثیر نظام راهبردی شرکتی بر اندازه مؤسسه حسابرسی منتخب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، شماره ۱۳، ۱۳۵-۱۳۵.

- Ahmed, A. S., & S. Duellman (2013). "Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism", *Journal of Accounting Research*, Vol. 51, No. 1, 1-30.
- Baccar, A., Ben-Mohamed, E., and A. Bouri (2013). "Managerial Optimism, Overconfidence and Board Characteristics: Toward a New Role of Corporate Governance", *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, Vol. 7, No. 7, 287-301.
- Ben-David, I.; GRAHAM, J. R.; & C. R. HARVEY (2010). "Managerial Miscalibration", *working paper*, Duke University. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1640552.
- Campbell, T. C.; Galleyer, M.; Johnson, S. A.; Rutherford, J.; & B. W. Stanley (2011). "CEO Optimism and Forced Turnover." *Journal of Financial Economics*, Vol. 101, 695-712.
- Deshmukh, S.; Goel, A.; & K. Howe (2010). "CEO Overconfidence and Dividend Policy", *Working Paper*, DePaul University. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1496404.
- Gervais, S.; Heaton, J. B.; & T. Odean (2011). "Overconfidence, Compensation Contracts, and Capital Budgeting", *Journal of Finance*, Vol. 66, 1735-77.
- sHirshleifer, D.; Low, A.; & S. Teoh (2012). "Are Overconfident CEOs Better Innovators?", *Journal of Finance*, Vol. 67, 1457-98.
- Hribar, P., & H. Yang (2011). "CEO confidence and management earnings forecasting", *working paper*, www.ssrn.com.
- Huang, W., Jiang, F., Liu, Z., and M. Zhang (2011). "Agency Cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity: Evidence from listed companies in China", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 19: 261-277.
- Kramer, L. A. and C. M. Liao (2012). The Cost of False Bravado: Management Overconfidence and its Impact on Analysts' Views, *North American Finance Conference*.
- Malmendier, U., & G. Tate (2008). "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction", *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, 20-43.
- Malmendier, U.; Tate, G. & J. Yan (2011). "Overconfidence and Early Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies", *Journal of Finance*, Vol. 66, 1687-733.
- Presley, T. J., & L. J. Abbott (2013). "AIA submission: CEO overconfidence and the incidence of financial restatement", *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, Vol. 29, 74-84.
- Sulong, Z., and F. MatNor (2010). "Corporate governance mechanisms and firm valuation in Malaysian listed", *Journal of Modern Accounting and Auditing*, Vol. 6, and No. 1.
- Wei, J. Min, X. and Y. Jiaying (2011). "Managerial overconfidence and debt maturity structure of firms Analysis based on China's listed companies", *China Finance Review International*, Vol. 1, No. 3, 262-279.