

تأثیر اعتبار و پاداش هیئت‌مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری

دکتر فرزین خوشکار

مدرس گروه حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.

F.Khoshkar@hnhk.ac.ir

امین پناهی دودران

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران (نویسنده مسئول)

Amin.panahi63@gmail.com

شماره ۳۳ / زمستان ۱۳۹۹ (جلد دوم) / صص ۲۸-۳۹
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره سوم)

چکیده

کارایی سرمایه به طور مفهومی زمانی حاصل می‌شود که شرکت تنها در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری نمایند. هدف این پژوهش بررسی تأثیر اعتبار و پاداش هیئت‌مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار می‌باشد. پژوهش انجام‌شده از نظر نوع هدف، جزء پژوهش‌های کاربردی است و روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی علت و معلولی می‌باشد. انجام پژوهش در چارچوب استدلالات قیاسی - استقرایی صورت گرفته و برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها از تحلیل پانلی کمک گرفته شده است. برای جمع‌آوری اطلاعات، از داده‌های ۱۲۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۷ استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد پاداش هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره و عملکرد هیئت‌مدیره تأثیر مثبت و معنی‌داری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. اما تأثیر مدت تصدی هیئت‌مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری معنی‌دار نیست.

کلید واژگان: اعتبار هیئت‌مدیره، پاداش هیئت‌مدیره، کارایی سرمایه‌گذاری.

مقدمه

سرمایه‌گذاری نقش مهمی در توسعه پایدار شرکت و ارزش‌آفرینی برای سهامداران ایفا می‌کند. سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت از طریق طیف گسترده‌ای از عوامل، از جمله سیاست‌های کلان پولی، مکانیزم‌های بازارهای سرمایه و اداره عملیات شراکت تعیین می‌شود (تقی زاده و بادآور نهندی، ۱۳۹۹). به طور مفهومی، کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت تنها در تمام پروژه‌هایی با ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کند. البته این سناریو در صورتی سازگار است که بازار کامل باشد و هیچ‌یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد (دموری و قدک فروشان، ۱۳۹۷). در این میان مدیران شرکت‌ها، با شناخت عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری می‌توانند در رسیدن به سطح سرمایه‌گذار بهینه نهایت بازدهی و کارایی را ایجاد کنند تا هم فرصت‌های سرمایه‌گذاری را از دست ندهند و هم رضایت سهامداران را جلب کنند (کبیری، ۱۳۹۸).

در مجموعه عوامل مؤثر بر کارایی سرمایه‌گذاری عوامل مؤثر بر مدیران (مانند پاداش آنها) و ویژگی‌های هیئت‌مدیره، به دلیل ایجاد انگیزه مورد توجه قرار گرفته‌اند. این توجه تا اندازه زیادی ناشی از تئوری نمایندگی می‌باشد. پایه و اساس مطالعات حاکمیت شرکتی، تئوری نمایندگی است و مسائل نمایندگی نیز ناشی از تفکیک مالکیت از کنترل است. حاکمیت شرکتی، مجموعه سیاست‌ها، روش‌ها و اقداماتی است که برای تأمین منافع ذینفعان شرکت‌ها تدوین یافته، به اجرا گذاشته می‌شود. هدف حاکمیت شرکتی شرکت‌ها، افزایش ضریب اطمینان فعالیت‌های شرکت و سیاست‌های مدیریت در راستای منافع سهامداران به طور مشخص و به‌طور کلی تمامی ذینفعان است (رجبی و گنجی، ۱۳۸۹). فرض تئوری نمایندگی بر این است که بین منافع سهامداران و مدیریت تعارض بالقوه‌ای وجود دارد و مدیران به دنبال حداکثر سازی منافع خود از طریق سهامداران شرکت هستند که این منافع ممکن است در تضاد با منافع سهامداران باشد (مایکل و همکاران^۱، ۲۰۰۲). طبق تعریف جنسن و مک‌لینگ^۲ (۱۹۷۶) رابطه نمایندگی به‌عنوان تعامل بین یک یا چند سهامدار یا مالک و یک یا چند نماینده است که نماینده از طرف سهامدار مسؤلیت انجام یک سری خدمات را عهده‌دار می‌شود. به طور عام، پاداش مدیریت، راه‌حل اصلی مسئله نمایندگی تصور می‌شود. بر اساس این اعتقاد، در صورت استقرار الگوی مناسب برای پرداخت پاداش؛ مدیران در جهت منافع سهامداران و وام‌دهندگان فعالیت می‌کنند. دلیل اصلی طرح پاداش این است که باید به مدیران به خاطر مسؤلیت‌های سازمانی که بر عهده دارند، پاداش داد و انگیزه لازم را برای عملکرد بهتر در آنان ایجاد کرد (سجادی و مهریزی، ۱۳۹۰).

عامل دیگر اعتبار هیئت‌مدیره است که اساساً تحت تأثیر ارزیابی بازار از توانایی‌های آنهاست. وجود یک هیئت‌مدیره قدرتمند می‌تواند باعث ایجاد ثبات، باروری و کارآمدی سازمان شود و اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کند و پژوهش‌ها نشان می‌دهد که مدیران توانمند تصمیمات بهتری اتخاذ می‌کنند که بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است. نتایج برخی تحقیقات نشان داده است که دوره تصدی مدیران در صورت افزایش می‌تواند منجر به قراردادهای کارا تر برای شرکت شود (رضایی و حیدرزاده، ۱۳۹۳). همچنین پژوهش‌ها نشان داده‌اند که استقلال هیئت‌مدیره بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد (مختاری، ۱۳۹۸). همچنین انتظار بر این است که مدیرانی که در طرح‌های مخاطره‌آمیز سرمایه‌گذاری می‌کنند، بازده بالایی را پیش‌بینی کنند و در نتیجه بازده و کارایی بیشتری را نسبت به رقبایشان داشته باشند (رضایی و همکاران، ۱۳۹۳).

بر این اساس در این تحقیق به بررسی تأثیر پاداش هیئت‌مدیره و همچنین اعتبار هیئت‌مدیره بر اساس سه ویژگی (مدت تصدی، استقلال و عملکرد) با کارایی سرمایه می‌پردازیم. نتایج این تحقیق می‌تواند مورد استفاده سهامداران و همچنین صاحبان شرکت‌ها در مورد آینده شرکت و توانایی مدیران بر اجرای طرح‌های با بازدهی مثبت و همچنین اعتباردهندگان (در مورد شرایط بازپرداخت بدهی‌های شرکت با توجه به عدم سرمایه‌گذاری در طرح‌های ناکارا) و قرار گیرد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

کارایی بیان‌کننده‌ی این مفهوم است که یک سازمان چگونه از منابع خود در برای تولید نسبت به بهترین عملکرد در مقطعی از زمان استفاده کرده است. کارایی در واقع نسبت خروجی واقعی به خروجی مورد انتظار با مقیاس ورودی واقعی است. یکی از

¹ Michael

² Jensen, and H. Meckling'd

عوامل مهم در جهت حل مسائل اقتصادی کشورها، بسط و توسعه‌ی سرمایه‌گذاری است. کارایی سرمایه به طور مفهومی زمانی حاصل می‌شود که شرکت تنها در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری نمایند (دولت‌خواه و همکاران، ۱۳۹۸). البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ‌یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد. علاوه بر این، کارایی سرمایه‌گذاری و یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه، مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد مطلوب انجام شده است، جلوگیری شود و از سوی دیگر، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت شود (حیدرپور، ۱۳۹۵). در واقع بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری، بیانگر عدم کارایی سرمایه‌گذاری است و به دلیل وجود تضاد منافع بین مدیران و سرمایه‌گذاران اتفاق می‌افتد. بیش سرمایه‌گذاری باعث حداکثرسازی منافع شخصی مدیران می‌شود ولی از طرف دیگر ارزش شرکت را کاهش می‌دهد (ابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۵). ریچاردسون^۱ (۲۰۰۶) ادعا می‌کند قسمتی از کل سرمایه‌گذاری‌هایی که هر ساله در یک شرکت صورت می‌گیرد، سرمایه‌گذاری ناکارا است یعنی یا به صورت اتفاقی صورت گرفته یا در نتیجه فرصت‌طلبی مدیران است که این قسمت از سرمایه‌گذاری‌ها ممکن است خالص ارزش فعلی مثبت یا منفی داشته باشند چنانچه خالص ارزش فعلی سرمایه‌گذاری‌ها مثبت باشد ناکارایی سرمایه‌گذاری از نوع بیش سرمایه‌گذاری است و چنانچه خالص ارزش فعلی سرمایه‌گذاری منفی باشد ناکارایی سرمایه‌گذاری از نوع کم سرمایه‌گذاری می‌باشد. اما همان طور که گفته شد مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و مؤسسات مالی و مسئله نمایندگی بین سهامداران و سرمایه‌گذاران اقلیت و همچنین بین مدیریت و سهامداران به طور قابل توجهی در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد (ایبانگار و همکاران^۲، ۲۰۰۵). این مشکلات به خصوص در بازارهای درحال توسعه تشدید می‌شود (آلن^۳، ۲۰۰۵). با توجه به ناکارا بودن بازار سرمایه و مکانیزه‌های حاکمیت شرکتی ضعیف در آن، محیط بازار سرمایه یک محل آزمون ایده‌ال را برای مطالعه تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در حضور محدودیت‌های مالی و مسئله نمایندگی فراهم می‌کند (آسمانی و عباس زاده، ۱۳۹۵).

از جمله عوامل مؤثر که رابطه آن در نظریه نمایندگی با کارایی سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار گرفته است پاداش هیئت‌مدیره می‌باشد. به منظور کاهش تضاد بین منافع سهامداران و مدیران و همچنین اطمینان از سطح تلاش نماینده، انعقاد قراردادهای مشروط با مدیریت مبنی بر جبران خدمات و پاداش به آنها درباره عملکرد مالی مورد توجه قرار گرفته است (ملکیان و همکاران، ۱۳۹۲). رویه‌های مختلفی برای پاداش‌دهی به مدیران وجود دارد. لذا، همواره این سؤال مطرح بوده است که چه روشی و چه مقداری پاداش برای مدیران مناسب است که از یک سو باعث انگیزش مدیران و از سوی دیگر باعث تکاپوی بیشتر آنان برای به دست آوردن بازدهی بیشتر شود. آنچه مسلم است؛ دیدگاه سرمایه‌داری همواره بر افزایش ثروت سهامداران و سرمایه‌گذاران تأکید دارد، لذا باید همواره به این موضوع توجه داشت که کارایی و اثربخشی مدیران بنگاه‌های اقتصادی حائز اهمیت است و با دلگرم کردن مدیران موفق، می‌توان به این افزایش ثروت سرعت بیشتری بخشید (سجادی و همکاران، ۱۳۹۰). فاما^۴ (۲۰۰۵) معتقد است، مدیران بخشی از بازار نیروی کار هستند و بر اساس عملکرد فردی و سازمانی که در آن کار می‌کنند، پاداش می‌گیرند و عملکرد آنان توسط بازار نیروی کار نظم می‌گیرد. بنابراین، در صورت عدم

¹ Richardson

² Abhyankar

³ Allen

⁴ Fama

تناسب پاداش با عملکرد؛ مدیری که کمتر از عملکرد خود دریافت نماید، شرکت را ترک می‌کند. در نتیجه اعمال طرح‌های پاداش، مدیران در جهت منافع سهامداران کار می‌کنند، زیرا در غیر این صورت ارزش شرکت و ارزش مدیر در بازار کار کاهش می‌یابد (چانگ^۱، ۲۰۱۷).

علاوه بر پاداش هیئت‌مدیره اعتبار هیئت‌مدیره نیز در تحقیقات در مورد کارایی سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار گرفته است. یکی از ویژگی‌های هیئت‌مدیره که بر عملکرد و بازدهی شرکت‌ها تأثیرگذار است، استقلال هیئت‌مدیره است. با توجه به اینکه در تئوری نمایندگی کنترل مهم‌ترین وظیفه هیئت‌مدیره است و استقلال هیئت‌مدیره در افزایش عملکرد نقش کنترلی دارد، در نتیجه استقلال تعیین‌کننده قدرت و اعتبار هیئت‌مدیره است و به بهبود و کارایی سرمایه‌گذاری کمک می‌کند (مختاری، ۱۳۹۸). حضور مدیران مستقل در ترکیب هیئت‌مدیره شرکت، به کاهش تعارضات منافع سهامداران و مدیریت شرکت کمک می‌کند زیرا آنها از طریق ارائه رأی مستقل به هیئت‌مدیره نقش نظارتی ایفا می‌کنند و رفتار فرصت‌طلبانه مدیر می‌بایست توسط مدیران غیرموظف تحت نظارت و کنترل قرار گیرد؛ بنابراین هنگامی که هیئت‌مدیره از نسبت بالای اعضای غیرموظف تشکیل شده باشد تصمیمات سرمایه‌گذاری و عملکرد یک شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند (برزگری خانقاه و قائدی، ۱۳۹۷). دیگر ویژگی مربوط به اعتبار هیئت‌مدیره تصدی مدیران می‌باشد. فشار بر روی مدیران عامل برای تسریع در رسیدن به نتایج به شدت افزایش یافته است. علاوه بر این تمایل به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدتی که در کوتاه‌مدت سودآوری به همراه ندارند، کاهش یافته است زیرا که مدیران این سودآوری‌های بلندمدت را تنها برای مدیران عامل بعد از خود مفید می‌دانند (مهرافزون، ۱۳۹۷). همچنین قضاوت سرمایه‌گذاران از توانایی هیئت‌مدیره می‌تواند تحت تأثیر روابط بلندمدت سرمایه‌گذاران و اعضای هیئت‌مدیره باشد. به عبارتی دوره تصدی بلندمدت باعث ایجاد فرصت‌های بیشتری در بازار سرمایه می‌شود تا توانایی هیئت‌مدیره را ارزیابی کنند و اعضای با مدت تصدی بلندمدت می‌توانند از طرق انعقاد قراردادهای کارا در دوره تصدی خود و ارائه خدمات مطلوب، بیش از حد سهامداران موجب ایجاد اعتبار شغلی و در نتیجه تصدی طولانی شوند (رضایی و حیدر زاده، ۱۳۹۳).

شاخص‌هایی در زمینه اعتبار هیئت‌مدیره عملکرد آن است. انتظار می‌رود هیئت‌مدیره با نفوذ و معتبر حجم بالایی از معاملات انجام دهد و در فعالیتهای مخاطره‌آمیز مشارکت کند و همواره ریسک‌پذیری بالایی داشته باشد. پژوهش‌ها نشان می‌دهد بازده مورد انتظار هر سرمایه‌گذاری با سطح ریسک آن رابطه دارد؛ به نحوی که یک طرح با ریسک بالا، بازده مورد انتظار بالایی را در پی دارد. بنابراین انتظار بر این است که مدیرانی که در طرح‌های مخاطره‌آمیز سرمایه‌گذاری می‌کنند، بازده بالایی را پیش‌بینی کنند و در نتیجه بازده و کارایی بیشتری را نسبت به رقبایشان داشته باشند (رضایی و همکاران، ۱۳۹۳).

پیشینه پژوهش

راجکوویچ^۲ (۲۰۲۰) در تحقیقی با عنوان رابطه استقلال هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری نشان داد که حضور یک مدیر مستقل و برجسته در هیئت‌مدیره شرکت با کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت دارد. این نتیجه برای شرکت‌هایی با استانداردهای حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر، افشای مالی کمتر شفاف و محدودیت‌های مالی بارزتر است. ماسولیس^۳ (۲۰۲۰) در

¹ Chang

² Rajkovic

³ Masulis

تحقیقی با عنوان بررسی شواهد اخیر بر روی هیئت‌مدیره و مشوق‌های مدیرعامل، تعامل بین مشوق‌های مدیر و مشوق‌های مدیرعامل را بررسی می‌کند. تمرکز اصلی این تحقیق بر چگونگی تعامل انگیزه‌ها و سایر ویژگی‌های مدیران، هیئت‌مدیره‌ها و مدیران عامل برای تأثیرگذاری بر عملکرد شرکت است. این مقاله اثبات می‌کند که یک رابطه علی بین استقلال هیئت‌مدیره و اقدامات عملکرد شرکت را وجود دارد و نشان می‌دهد که چگونه استقلال هیئت‌مدیره انگیزه‌های قوی برای مدیران عامل برای ایجاد ارزش شرکت فراهم می‌کند. بچمن و همکاران^۱ (۲۰۱۹) در تحقیقی با عنوان مدیران عامل قدرتمند، قراردادهای پاداش نقدی و عملکرد شرکت به این نتیجه رسیدند که مدیران عامل با قدرت اجرایی بیشتر و پاداش بیشتر در مقایسه با سایر مدیران، اهداف عملکردی غیرمالی بیشتری را دنبال می‌کند. لای و لئو^۲ (۲۰۱۹) رابطه بین ویژگی‌های تیم مدیریت ارشد و کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. بعد از کنترل حاکمیت شرکت و ویژگی‌های شرکت، نتایج نشان داد که گروه‌های مدیریتی با شهرت بالا، تعداد اعضای دارای مدرک معتبر و تجربه بیشتر به طور منفی با کارایی سرمایه‌گذاری و به طور مثبتی با سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد مرتبط هستند. چن و همکاران^۳ (۲۰۱۷) در تحقیقی با عنوان آنها نشان دادند که استقلال بیشتر هیئت‌مدیره، کمیته‌های حسابرسی با کیفیت بالاتر و سطوح بالاتر مالکیت سهام توسط مالکیت نهادی، باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورس در آمریکا می‌شود. رودریگز و درایسن^۴ (۲۰۱۶) بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیرعامل بر ارزش شرکت پرداختند. در این پژوهش سن، دور تصدی و جنسیت مدیرعامل به عنوان ویژگی‌های مدیرعامل در نظر گرفته شد و جهت سنجش ارزش شرکت از شاخص کیوتوبین استفاده شد. نتایج پژوهش آنان حاکی از این بود که بین دوره تصدی مدیرعامل و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

تقی زاده خانقاه و بادآور نهندی (۱۳۹۹) در تحقیقی با عنوان ارتباط بین بیش اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری نشان دادند بین بیش اطمینانی مدیریت و تأمین مالی داخلی، ارتباط مثبت وجود دارد. همچنین بین بیش اطمینانی مدیریت با سطح سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری بیش‌تر از حد، ارتباط مثبت و با سرمایه‌گذاری کمتر از حد، ارتباط منفی وجود دارد. نتایج تحقیق مهرافزون (۱۳۹۷) با عنوان بررسی رابطه ویژگی‌های هیئت‌مدیره و دوره تصدی مدیرعامل بر ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بیانگر وجود رابطه مثبت و معنادار بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره (تعداد اعضای هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره، مالکیت مدیریتی، دوگانگی نقش مدیرعامل و دوره تصدی مدیرعامل) و ارزش می‌باشد. مختاری (۱۳۹۸) در تحقیق با عنوان بررسی نقش تعدیلی استقلال هیئت‌مدیره بر رابطه بین جریان نقد آزاد و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان داد که استقلال هیئت‌مدیره بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد جمکرانی و محمدی (۱۳۹۷) در تحقیقی با عنوان تأثیر نوع مالکیت بر رابطه ویژگی‌های مدیران اجرایی و کارایی سرمایه‌گذاری نشان دادند افزایش سن مدیران موجب کاهش کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد. همچنین مدیران تازه منصوب شده دارای کارایی سرمایه‌گذاری پایین‌تری هستند و اعتمادبه‌نفس بیش‌ازاندازه مدیران باعث کاهش کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد. بزرگری خانقاه و قائدی (۱۳۹۷) در مطالعه خود نشان دادند پاداش هیئت‌مدیره و اندازه آن، تأثیر مثبت و معناداری بر سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه شرکت‌های انتخابی دارد؛ همچنین

¹ Bachmann

² Lai, S., Liu

³ Chen

⁴ Rodriguez and Driessen

ارتباط درصد حضور مدیران مستقل و دوگانگی وظیفه مدیرعامل با میزان سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه در شرکت‌های دارویی، رابطه معکوس و معناداری را نشان می‌دهد. سجادی و مهریزی (۱۳۹۰) در تحقیقی با عنوان بررسی رابطه بین طرح‌های پاداش مدیران و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند بین پاداش پرداختی به مدیران با معیارهای اقتصادی (ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده) و ارزیابی عملکرد رابطه معنی‌داری وجود دارد. همچنین، یافته‌ها حاکی از رابطه معنی‌دار بین درصد مالکیت سهام مدیران با ارزش افزوده بازار و عدم رابطه معنی‌دار با دیگر معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد مورد بررسی بوده است.

فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: پاداش هیئت‌مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.
فرضیه دوم: اعتبار هیئت‌مدیره (مدت تصدی، استقلال و عملکرد هیئت‌مدیره) بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

روش تحقیق و جامعه آماری

تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده‌ها، از نوع تحقیقات نیمه تجربی پس رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره (استفاده از روش پانل با اثرات ثابت) و مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است. اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی شرکت‌ها، از طریق نرم‌افزار تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین و پایگاه‌های اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شده است و برای تجزیه و تحلیل داده‌های از نرم‌افزارهای EVIEWS9 استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه ایران در یک بازه زمانی ۸ ساله طی دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۷ می‌باشد که با استفاده از روش حذف سیستماتیک و بعد از مدنظر قرار دادن معیارهای زیر تعداد ۱۲۰ شرکت به‌عنوان جامعه آماری انتخاب شدند:

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس پذیرفته‌شده و تا پایان سال ۱۳۹۷ در بورس فعال باشد؛
۲. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی زمان تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد؛
۳. فعالیت اصلی شرکت سرمایه‌گذاری، بانکداری، لیزینگ و نهاد مالی نباشد؛
۴. اطلاعات موردنیاز در بخش تعریف متغیرها در دسترس باشد و
۵. شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته باشد.

متغیرها و مدل تحقیق

متغیر وابسته؛ کارایی سرمایه‌گذاری؛ (Investment performance) کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت فقط در تمامی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند. البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ‌یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد. در پژوهش جاری برای کمی سازی کارایی سرمایه‌گذاری از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$\text{Invest}_{it} = a_0 + a_1 \text{SaleGrowth}_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

$invest_{it}$: عبارت است کل سرمایه‌گذاری (خالص افزایش در دارایی‌های مشهود و نامشهود که با کل دارایی‌های سال قبل مقیاس زدایی شده) شرکت i در سال t .
 $SaleGrowth_{it-1}$: عبارت است از نرخ تغییرات فروش (تفاضل فروش سال قبل و دو سال قبل که با فروش دو سال قبل مقیاس زدایی شده است) شرکت i در سال t .
 ε_{it} : عبارت است از سرمایه‌گذاری بیش از حد و یا کمتر از حد شرکت i در سال t .
لازم به ذکر است که برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری، از مقادیر باقی‌مانده مدل فوق (ε_{it}) قدر مطلق گرفته شده و سپس در منفی یک ضرب می‌شوند.

متغیر مستقل؛

الف) پاداش هیئت‌مدیره: (PPS)؛ لگاریتم طبیعی پاداش هیئت‌مدیره، برای استخراج اطلاعات مربوط به پاداش پرداختی به هیئت‌مدیره، از گردش حساب سود (زیان) انباشته، تصمیمات مجمع عمومی عادی سالیانه صاحبان سهام و یادداشت توضیحی صورت‌های مالی استفاده می‌شود.

ب) اعتبار هیئت‌مدیره: برای اندازه‌گیری اعتبار هیئت‌مدیره از سه شاخص زیر استفاده می‌شود:

۱- مدت تصدی هیئت‌مدیره (TENURE): مدت زمان تصدی هیئت‌مدیره در پست خود

۲- استقلال هیئت‌مدیره: (INDEP): تعداد اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره

۳- عملکرد هیئت‌مدیره: (PERFORM): بازده ماهانه سهام شرکت

همچنین تأثیر متغیرهای کنترلی زیر نیز بر این رابطه بررسی شده است:

اندازه شرکت: (SIZE): که از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت در پایان سال محاسبه می‌شود.

اهرم مالی: (LEV): که از طریق تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

$$LEV = \frac{DEBT}{TA}$$

سن شرکت: (Age): برابر است با تعداد سالهای فعالیت شرکت

زیان شرکت: (Loss): اگر شرکت در سال t زیان گزارش کرده باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر می‌باشد.

دارایی‌های مشهود: (Tang): از طریق نسبت دارایی‌های مشهود به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

بر این اساس مدل‌های پژوهش به شرح زیر ارائه خواهد شد.

فرضیه اول:

$$Investment\ performance_{it} = \beta_0 + \beta_1 PPS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 Loss_{it} + \beta_6 Loss_{it} + \beta_7 Tang_{it} + e$$

فرضیه دوم:

$$Investment\ performance_{it} = \beta_0 + \beta_1 TENURE_{it} + \beta_2 INDEP_{it} + \beta_3 PERFORM_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 Loss_{it} + \beta_8 Loss_{it} + \beta_9 Tang_{it} + e$$

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

جدول ۱، آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش در طی زمان مورد بررسی نشان می‌دهد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرها

شاخص‌های کشیدگی			شاخص‌های مرکزی			نام و تعداد متغیرها		
بیشینه	کمینه	کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	میانگین	میانگین	علامت اختصاری	متغیرها
۱/۷۱	-۰/۵۸	۱۳/۶۴	۲/۳۲	۰/۲۱	-۰/۰۱۶	۰/۰۰۷	Investment performance	کارایی سرمایه‌گذاری
۳/۵۹	۰	۳/۱۸	۰/۵۵	۰/۲۸	۲/۳۲	۲/۴۶	PPS	پاداش هیئت‌مدیره (لگاریتم)
۱	۰	۱/۲۳	-۰/۶۹	۰/۲۲	۱	۰/۶۹	TENURE	مدت تصدی
۱	۰	۱/۴۵	-۱/۳۲	۰/۳۷	۱	۰/۶۴	INDEP	استقلال هیئت‌مدیره
۱/۴۸	۰/۷۱	۱/۳۶	۰/۴۵	۰/۳۸	۰/۳۷	۰/۴۰	PERFORM	عملکرد هیئت‌مدیره
۱۹/۸۸	۱۰/۶۵	۴/۱۱	۰/۹۲	۱/۵۱	۱۴/۲۶	۱۴/۳۵	Size	اندازه شرکت
۱/۵۴	۰/۰۵	۳/۸۷	-۰/۳۴	۰/۱۸	۰/۶۳	۰/۶۰	Lev	اهرم مالی
۶۱	۸	۱/۹۸	۰/۲۸	۱۲/۰/۱۵	۴۰	۳۹/۴۱	Age	سن شرکت
۱	۰	۰/۸۳	-۰/۸۸	۰/۴۵	۱	۰/۶۹	Loss	زیان شرکت
۰/۹۲	-۰/۰۳	۳/۳۵	۱/۳۲	۰/۲۱	۰/۲۹	۰/۳۲	Tang	دارایی‌های مشهود

انتخاب مدل اول

در انتخاب مدل داده‌های ترکیبی با دو حالت کلی روبرو هستیم. در حالت اول عرض از مبدأ برای کلیه شرکت‌ها یکسان است که در این صورت با روش پول و در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام شرکت‌ها متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می‌شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف-لیمر استفاده می‌کنیم.

جدول (۲): آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن (مدل اول)

P-Value	مقدار آماره آزمون	آماره آزمون	نوع آزمون
۰/۰۰۰۰	۱۸/۳۴	F	آزمون F لیمر
۰/۰۰۰	۱۲۱/۲۱	χ^2	آزمون هاسمن

با توجه به جدول ۲ مقدار احتمال آماره F و آماره کای-دو برای مدل کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می‌شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می‌دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت می‌باشد.

جدول (۳): نتایج برآورد مدل اول تحقیق

متغیر	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال
PPS	۰/۰۱۶	۸/۴۵	۰/۰۰۰
Size	۰/۲۸	۳/۷۶	۰/۰۰۰
Lev	-۰/۲۴	-۱/۲۶	۰/۲۱۳
Age	-۰/۰۲۳	-۱/۲۱	۰/۱۹۸
Loss	-۰/۱۶	-۳/۰۱	۰/۰۰۱
Tang	۰/۴۵	۲/۷۶	۰/۰۰۷
C (مقدار ثابت)	-۰/۶۸	-۳/۳۷	۰/۰۰۰
مقدار F		۵/۶۵	مقدار احتمال F
ضریب تعیین (R^2)		۰/۴۴۳۲	دوربین واتسون
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۱۲۶	۱/۸۱

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۳، سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیر پاداش هیئت مدیره کوچکتر از ۰/۰۵ بوده و برابر با (۰/۰۰۰) یعنی معنی دار هستند و ضریب آن برابر با (۰/۰۱۶) و مقدار آماره t برای آن برابر با ۸/۴۵ می باشد که این مقادیر آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد؛ بنابراین می توان گفت پاداش هیئت تأثیر مثبت و معنی داری کارایی سرمایه گذاری دارد.

انتخاب مدل دوم

جدول (۴): آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن (مدل دوم)

نوع آزمون	آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	P-Value
آزمون F لیمر	F	۱۸/۲۲	۰/۰۰۰۰
آزمون هاسمن	χ^2	۹۸/۴۵	۰/۰۰۰

با توجه به جدول ۴، مقدار احتمال آماره F و آماره کای-دو برای مدل کمتر از ۰/۰۵ می باشد؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت می باشد.

جدول (۵): نتایج برآورد مدل دوم تحقیق

متغیر	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال
TENURE	۰/۹۸	۱/۲۶	۰/۱۲۱
INDEP	۰/۳۸	۴/۶۵	۰/۰۰۰
PERFORM	۰/۱۱	۴/۴۰	۰/۰۰۰
Size	۰/۳۴	۳/۹۸	۰/۰۰۰
Lev	-۰/۲۱	-۱/۳۳	۰/۱۹۹
Age	-۰/۱۶	-۱/۵۶	۰/۱۷۶
Loss	-۰/۲۸	-۳/۴۳	۰/۰۰۰

۰/۰۰۰		۳/۴۸	۰/۶۷	Tang
۰/۰۲۱		-۲/۶۸	-۱/۳۲	C (مقدار ثابت)
۰/۰۰۰	مقدار احتمال F	۱۰/۲۳	مقدار F	
۱/۹۴	دوربین واتسون	۰/۵۰۰۹	ضریب تعیین (R ²)	
		۰/۴۷۶۰	ضریب تعیین تعدیل شده	

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۵، سطح معنی داری آماره t مربوط به (تصدی هیئت مدیره) بزرگتر از ۰/۰۵ بوده و برابر با (۰/۱۲۱) می باشد یعنی بی معنی است که این مقادیر آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار نمی گیرد. اما سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیرهای (استقلال هیئت مدیره) و (عملکرد هیئت مدیره) کوچکتر از ۰/۰۵ بوده و با سطح معنی داری (۰/۰۰۰) یعنی معنی دار هستند و ضریب آنها نیز به ترتیب برابر با (۰/۳۸) و (۰/۱۱) مثبت می باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با، ۴/۴۵ و ۴/۴۰ می باشد که این مقادیر آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد؛ بنابراین می توان گفت که استقلال هیئت مدیره و عملکرد هیئت مدیره تأثیر مثبت و معنی داری بر کارایی سرمایه گذاری دارد.

بحث و نتیجه گیری

در این تحقیق به بررسی تأثیر اعتبار و پاداش هیئت مدیره بر کارایی سرمایه گذاری، بر اساس اطلاعات ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۷ پرداخت. نتایج نشان داد که پاداش هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و عملکرد هیئت مدیره تأثیر مثبت و معنی داری بر کارایی سرمایه گذاری دارد. اما تأثیر مدت تصدی هیئت مدیره بر کارایی سرمایه گذاری معنی دار نیست. به طور عام، پاداش مدیریت، راه حل اصلی مسئله نمایندگی تصور می شود. بر اساس این اعتقاد، در صورت استقرار الگوی مناسب برای پرداخت پاداش؛ مدیران در جهت منافع سهامداران و وام دهندگان فعالیت می کنند. در واقع می توان گفت که مدیران شرکت های پذیرفته شده در بورس با دریافت مزایا و پاداش در قبال فعالیت های خود، به دلیل نگرش های فرصت طلبانه خود، در طرح های با بازده مثبت سرمایه گذاری می کنند و از این طریق کارایی سرمایه گذاری را افزایش می دهند. این نتیجه همراستا با نتیجه ماسولیس (۲۰۲۰) می باشد. همچنین نتایج نشان داد که وجود تعداد افراد غیرموظف بیشتر در ساختار هیئت مدیره باعث افزایش کارایی می شود. این نتیجه نشان می دهد که مدیران غیر موظف به دلیل اینکه در ساختار شرکت حضور دائمی ندارند و استقلال خود را حفظ کرده اند، نسبت به سرمایه گذاری در طرح های با بازده منفی صرفاً در دوران تصدی خود پرهیز می کنند و تنها طرح های با بازده مثبت را بنا بر ارزیابی و توانایی های خود مورد توجه قرار می دهند و این نتیجه همراستا با نتایج چن و همکاران (۲۰۱۷) و مختاری (۱۳۹۸) می باشد. علاوه بر این نتایج نشان داد که عملکرد شرکت که با بازده ماهانه شرکت اندازه گیری شده است بر کارایی سرمایه گذاری تأثیر دارد. در این زمینه می توان گفت که ریسک پذیری بالای مدیران توانسته است که منجر به افزایش کارایی سرمایه گذاری و بازده شرکت شود.

با توجه به نتایج فرضیه اول به صاحبان شرکت ها پیشنهاد می شود که مشوق ها و پاداش های متناسبی برای مدیران خود بر مبنای فعالیت ها و دستاوردهای آنها در نظر بگیرند طرح های و ایده های آنان را در مورد سرمایه گذاری ها مورد توجه قرار دهند. همچنین با توجه به نتایج فرضیه دوم پیشنهاد می شود که صاحبان شرکت ها در ساختار خود از اعضای غیرموظف استفاده کنند

و همچنین ریسک‌پذیری مدیران را با توجه به توانایی آنها مورد توجه قرار دهند. در نهایت پیشنهاد می‌شود که تحقیقات آتی به بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به نوع صنعت بپردازند.

منابع

- ✓ آسمانی، مجید، عباس زاده، محمدرضا، (۱۳۹۵)، بررسی رابطه‌ی بین هزینه‌ی نمایندگی، جریان نقد آزاد و کارایی سرمایه‌گذاری، سومین کنفرانس جهانی حسابداری و علوم انسانی.
- ✓ ابراهیمی، کاظم، بهرامی نسب، علی، پروانه، صدیقه، (۱۳۹۵)، رقابت در بازار محصول، جریان نقد آزاد، بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری، حسابداری مالی، سال ۱۳، شماره ۵۰، صص ۱۲۹-۱۴۸.
- ✓ برزگری خانقاه، جمال، قائدی، سلیمه، (۱۳۹۷)، تأثیر پاداش و ساختار هیئت‌مدیره بر سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه، دانش حسابداری مالی، دوره ۵، صص ۹۹-۱۱۶.
- ✓ تقی زاده خانقاه، وحید، بادآور نهندی، یونس، (۱۳۹۹)، در تحقیقی با عنوان ارتباط بین بیش اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری، دانش حسابداری، دوره ۱۱، شماره ۲، صص ۲۰۹-۲۳۸.
- ✓ حیدریپور، فرزانه، (۱۳۹۵)، کارایی سرمایه‌گذاری در بازارهای بورس توسط بانک ملی، پژوهش‌های جدید در مدیریت و حسابداری، شماره ۷، صص ۶۵-۸۲.
- ✓ دموری، داریوش، قدک فروشان، مریم، (۱۳۹۷)، سیاست‌های تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، سال ۶، شماره ۲۳، صص ۱۵۷-۱۷۵.
- ✓ دولت‌خواه، امیر، واعظ، سیدعلی، بصیرت، مهدی، (۱۳۹۸)، کارایی سرمایه‌گذاری، مروری بر مفاهیم و مدل‌ها، رویکردهای نوین در مدیریت و حسابداری، شماره ۲۵، صص ۴۴-۵۸.
- ✓ رجبی، روح‌الله، گنجی، عزیزالله، (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین نظام راهبری و عملکرد مالی شرکت‌ها، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۴، صص ۲۳-۳۴.
- ✓ رضا، جمکرانی، محمدی، سیدموسی، (۱۳۹۷)، تأثیر نوع مالکیت بر رابطه ویژگی‌های مدیران اجرایی و کارایی سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۱۰، شماره ۴۰، صص ۸۹-۱۰۹.
- ✓ رضایی، فرزین، حیدرزاده، شهین، (۱۳۹۳)، تأثیر اعتبار هیئت‌مدیره بر رابطه بین هزینه‌های نمایندگی و بازده غیرعادی انباشته در شرکت‌های بیش (کم) سرمایه‌گذار، مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال ۲، شماره ۲، صص ۹۹-۱۲۲.
- ✓ سجادی، سید حسین، مهریزی، زارع زاده، محمدصادق، (۱۳۹۰)، بررسی رابطه بین طرح‌های پاداش مدیران و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ۳، شماره ۴، صص ۴۱-۵۴.
- ✓ کبیری، روشنگر، (۱۳۹۸)، تأثیر اعتماد بیش‌ازحد مدیریت و تأمین مالی داخلی بر کارایی سرمایه‌گذاری، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، سال ۳، شماره ۱۵، صص ۸۶-۹۵.

- ✓ مختاری، حسین، (۱۳۹۸)، بررسی نقش تعدیلی استقلال هیئت‌مدیره بر رابطه بین جریان نقد آزاد و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۲، شماره ۱۱، صص ۹۳-۱۰۷.
- ✓ ملکیان، اسفندیار، صمدی، محمود، دریایی، عباسعلی، (۱۳۹۳)، بررسی رابطه پاداش هیئت‌مدیره با شاخص‌های حسابداری ارزیابی عملکرد (مورد مطالعه: شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران)، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۳، صص ۱-۱۹.
- ✓ مهرافزون، امیر، (۱۳۹۷)، بررسی رابطه ویژگی‌های هیئت‌مدیره و دوره تصدی مدیرعامل بر ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های مدیریت و حسابداری، شماره ۴۴، صص ۸۲-۹۹.
- ✓ Abhyankar, A., Ho, K.-Y., & Zhao, H. (2005). Long-run post-merger stock performance of UK acquiring firms: a stochastic dominance perspective. *Appl. Financ. Econ.* 15, 679-690
- ✓ Allen, F., Qian, J., & Qian, M. (2005). Law, finance, and economic growth in China. *J. Financ. Econ.* 77, 57-116.
- ✓ Beasley, M.S. (1996), "An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud". *The Accounting Review* 71(4), 443-465
- ✓ Bachmann ., Rebecca L. Anna Loyeung Zoltan P. Matolcsy Helen Spiropoulos (2019) Powerful CEOs, cash bonus contracts and firm performance, <https://doi.org/10.1111/jbfa.12410>
- ✓ Chen., I,L (2017) Corporate Governance and the Investment Efficiency of Diversified Corporate Asset Buyers, <https://doi.org/10.1111/jacf.12224>
- ✓ Chang Kua, H. Wang, H. Jen Yeh, L. (2017). The Role of Education of Directors in Influencing Firm R&D Investment. *Asia Pacific Management Review.* 111 (7): 1- 13.
- ✓ Fama, Eugene F. (1980). "Agency Problems and Theory of Firm", *Journal of Political Economy*, pp. 228-307.
- ✓ Jensen, Michael C. and William H. Meckling. (1976.) "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, No. 3, pp. 305-360
- ✓ Lai, S., Liu, CH.L. (2019). Management characteristics and corporate investment efficiency. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 25(3-4), 295-312
- ✓ Masulis, Ronald W. (2020) A Survey of Recent Evidence on Boards of Directors and CEO Incentives, <https://doi.org/10.1111/ajfs.12287>
- ✓ Michael. F. P, M. Y. Fung and O. M. Rui. (2002). "Simultaneous Relationship among Ownership, Corporate Governance and Financial performance", Faculty of business and information systems, Hong Kong Polytechnic Univesity, pp. 3-5, 10-14.
- ✓ Rajkovic, T (2020) Lead Independent Directors and Investment Efficiency, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 64, 2020
- ✓ Richardson, S. (2006), "Ver-Investment of Free Cash Flow", *Review of Accounting Studies*, Vol. 11, PP. 159-89
- ✓ Rodriguez, j c., Driessen, j. (2016). The impact of CEO characteristics on firm value, *Journal of Management*, 12, pp 78-90.