



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال سیزدهم، شماره پنجاه و یک، زمستان ۱۴۰۴

صفحات ۹۳-۱۲۲



مقاله پژوهشی

تأثیر چرخه عمر شرکت بر رابطه بین ویژگی‌های مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس  
اوراق بهادار تهران<sup>۱</sup>

بهروز بادپا<sup>۲</sup>، سهراب استا<sup>۳</sup>، شکوه ایاز<sup>۴</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۲/۱۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۷/۱۲

## چکیده

شرکت‌ها با هدف ارزش‌آفرینی بیشتر و افزایش سهم خود از بازار با یکدیگر رقابت می‌کنند و یکی از الزامات موفقیت در بازار رقابتی، استفاده کارا و اثربخش از منابع شرکت است که به توانمندی و عملکرد مدیریت شرکت بستگی دارد؛ مدیریت کارآمد، توانایی استفاده بهینه از منابع موجود را در فرآیند تحقق اهداف سازمانی دارد. علاوه بر این، ویژگی‌ها و شایستگی‌های مدیریتی می‌تواند امکان به‌کارگیری بهینه راهبردهای متناسب با هر کدام از مراحل چرخه عمر شرکت را فراهم کند. بنابراین، در این پژوهش تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده و نقش تعدیلی چرخه عمر شرکت بر این رابطه مورد توجه قرار گرفته است. از نظر هدف، نوع پژوهش کاربردی است. از نظر جمع‌آوری داده نیز، جزو پژوهش‌های توصیفی-همبستگی محسوب می‌شود. برای انتخاب حجم نمونه رویکرد غربالگری به‌کار گرفته شد که در نهایت، ۱۵۲ شرکت بین سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ (دوره زمانی شش‌ساله) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. در این پژوهش، از تحصیلات مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، جنسیت مدیران و تجربه مدیرعامل به عنوان ویژگی‌های مدیریت استفاده شده است. به منظور آزمون فرضیه‌ها با به‌کارگیری داده‌های تابلویی و روش برآورد اثرات ثابت از رگرسیون چندگانه استفاده شد. نتایج مطالعه حاضر در سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان داد تحصیلات مدیرعامل و تجربه مدیرعامل بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر معنی‌داری دارند و چرخه عمر شرکت این روابط را تعدیل می‌کند؛ اما در حالی که دوگانگی وظیفه مدیرعامل و جنسیت مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر معنی‌داری دارند، چرخه عمر شرکت تأثیر بااهمیتی بر این روابط ندارد. بر اساس نتایج پژوهش می‌توان گفت، همه ویژگی‌های مدیریتی مورد بررسی بر عملکرد شرکت، موفقیت آن و ارزش شرکت تأثیر دارند، اما شدت اثر برخی از آن‌ها در چرخه عمر شرکت تعدیل می‌شود.

**واژگان کلیدی:** تجربه و تحصیلات مدیرعامل، جنسیت مدیران، چرخه عمر شرکت، دوگانگی وظیفه

مدیرعامل، کارایی سرمایه‌گذاری، ویژگی‌های مدیریت.

طبقه‌بندی موضوعی: D25, M41, G32, G3

۱. doi مقاله: 10.22051/jfm.2025.48416.2968

۲. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه ایلام، ایلام، ایران. نویسنده مسئول. Email: b.badpa@ilam.ac.ir

۳. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه ایلام، ایلام، ایران. Email: s.osta@ilam.ac.ir

۴. کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه ایلام، ایلام، ایران. Email: shokouh.ayaz@gmail.com

## مقدمه

سرمایه‌گذاری نقش بااهمیتی در تضمین توسعه پایدار شرکت در بازار رقابتی و ارزش‌آفرینی برای سهامداران دارد. چون تصمیمات سرمایه‌گذاری دارای آثار بلندمدت هستند، باید به نحو مطلوب انجام شوند تا شرکت‌ها ضمن تضمین بقای خود بتوانند سهم قابل توجهی در بازار داشته باشند؛ به بیان دیگر، بنگاه‌های تجاری باید بتوانند کارایی سرمایه‌گذاری خود را ارتقاء دهند (هی‌یینگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹). مفهوم کارایی سرمایه‌گذاری به معنی پذیرفتن پروژه‌هایی است که دارای ارزش فعلی خالص مثبت هستند. پذیرفتن پروژه‌هایی که ارزش فعلی خالص منفی دارند ناکارایی سرمایه‌گذاری تلقی می‌شود که شامل سرمایه‌گذاری کمتر از حد (عدم بهره‌گیری از فرصت سرمایه‌گذاری) و بیش سرمایه‌گذاری است (مدن<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷). از طرفی، خطمشی سرمایه‌گذاری شرکت با توجه به طیف وسیعی از عوامل مانند اقتصاد کلان، بازارهای سرمایه و عملیات شرکت تعیین می‌شود. بنابراین، شناخت عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت اهمیت ویژه‌ای دارد. از طرفی، عوامل مدیریتی به‌ویژه در بازارهای مالی ناکارا و در شرکت‌هایی که دارای حاکمیت شرکتی ضعیف هستند، می‌توانند نقش تعیین‌کننده‌ای در سرمایه‌گذاری کارا و در نتیجه، پایداری و سهم بازار شرکت داشته باشند (هی‌یینگ و همکاران، ۲۰۱۹ و عرب‌صالحی و همکاران، ۱۳۹۳). یکی از الزامات موفقیت در بازار رقابتی، استفاده کارا و اثربخش از منابع شرکت می‌باشد که به توانمندی و عملکرد مدیریت شرکت بستگی دارد. مدیریت شرکت با تدوین استراتژی و انجام سرمایه‌گذاری مطلوب می‌تواند نقش تعیین‌کننده‌ای در استفاده بهینه از منابع موجود به منظور تحقق اهداف سازمانی داشته باشد (مدن<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷)؛ بنابراین، با توجه نقش اثرگذار توانمندی‌ها و شایستگی‌های مدیریت شرکت در تدوین استراتژی، کارایی سرمایه‌گذاری و نتیجه ارزش‌آفرینی شرکت، ضرورت دارد ویژگی‌های مدیریتی مؤثر بر کارایی سرمایه‌گذاری شناسایی شوند و مورد مطالعه قرار گیرند؛ همچنین، ضرورت دارد فرآیند اثرگذاری ویژگی‌های مدیریتی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت مورد مطالعه قرار گیرد؛ بر این اساس، چارچوب پژوهش حاضر در راستای تحقق این هدف شکل گرفته است.

از طرفی بر اساس نظریه چرخه عمر، واحد تجاری دارای ویژگی‌های متفاوتی در مراحل چندگانه چرخه عمر خود است و ممکن است راهبردها و شاخص‌های عملکرد انتخاب‌شده در این مراحل، متفاوت باشند. ارزش شرکت تحت تأثیر عوامل درون‌سازمانی مانند منابع مالی، انتخاب استراتژی و ویژگی‌های مدیریت و همچنین، عوامل برون‌سازمانی مانند متغیرهای اقتصاد کلان و بازار رقابتی قرار دارد. تغییر مجموعه عوامل درون‌سازمانی و برون‌سازمانی، مراحل چرخه عمر شرکت را تعیین می‌کند که البته بیشتر این تغییرات تحت تأثیر مستقیم فعالیت‌های استراتژیک انتخابی شرکت قرار دارد (دیکینسون<sup>۳</sup>، ۲۰۱۱). بنابراین، ضرورت دارد نقش چرخه عمر در رابطه بین ویژگی‌های مدیریتی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت مورد توجه قرار گیرد. بر این اساس، در پژوهش حاضر چرخه عمر شرکت که بازتابی از وضعیت رقابتی

1. He-Ying
2. Madan
3. Dickinson

شرکت در بازار است، به‌عنوان متغیر تعدیل‌گر به‌کار گرفته شده است. مدیرانی که صلاحیت بیشتری دارند، در رسیدگی به امور شرکت کارآمدتر هستند و برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص بالاتر، توانمندتر هستند. مدیران با توانایی بالاتر قادر هستند پروژه‌های سودمند را انتخاب کنند و نقدینگی را به‌طور منطقی تخصیص دهند تا کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد. دیدگاه دیگر این است که توانایی مدیریتی، سرمایه‌گذاری ناکارآمد را تشدید می‌کند. به دلیل اعتماد به نفس بیش از حد، مدیران توانمند برآورد خوش‌بینانه‌تری از چشم‌انداز پروژه دارند که منجر به سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد می‌شود. علاوه بر این، مدیران توانمند انگیزه‌های شخصی برای کسب منافع دارند و فرصت‌طلب هستند. آنان ممکن است از جریان‌های نقدی آزاد سوءاستفاده کنند و باعث سرمایه‌گذاری بیش از حد شوند (پان و لی، ۲۰۱۶).

به‌طور کلی، برای بررسی رابطه بین ویژگی‌های مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری دو دیدگاه وجود دارد (حبیب و حسن، ۲۰۱۷). دیدگاه خوش‌بینانه بیان می‌کند یک مدیر توانمند می‌تواند با به‌کارگیری بهینه‌ترین راه‌های شرکت در وقت و زمان مناسب موجب افزایش ثروت سهامداران شود. بر اساس این دیدگاه بین توانایی مدیران با کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد. در دیدگاه بدبینانه، با توجه به وجود تضاد منافع بین مدیران و مالکان در چارچوب تئوری نمایندگی، ممکن است مدیران استعداد و هوش خود را در جهت دستیابی به منافع شخصی به‌کار گیرند؛ علاوه بر این، ممکن است به سبب داشتن هوش بالا، اعتماد بیش‌ازحد به خود داشته باشند و بازده سرمایه‌گذاری‌ها را بیش از واقعیت تخمین بزنند که باعث نادیده گرفتن منافع سهامداران می‌شود (محمدی و صالحی، ۱۳۹۶). از دیدگاه سهامداران، وجود ویژگی‌های برجسته مدیریت برای سرمایه‌گذاران و سهامداران فعلی اهمیت دارد؛ چون مدیران کارآمد، به منظور تحقق اهداف سازمانی توانمندی لازم را برای استفاده بهینه از منابع در دسترس دارند. اگر مدیریت، کارایی لازم را نداشته باشد، سهامداران سعی می‌کنند تغییراتی در مدیریت شرکت ایجاد کنند و یا با به‌کارگیری سیاست‌های تشویقی و در نظر گرفتن پاداش و مزایا کارایی مدیریت را افزایش دهند. مدیران توانمند می‌توانند پیش‌بینی بهتری از محیط کسب‌وکار آتی داشته باشند و از منابع مالی تحت کنترل مدیریت شرکت به‌طور مناسب استفاده کنند، از این‌رو، باعث بهبود عملکرد سرمایه‌گذاری شرکت می‌شوند (هندریکسن و ون‌بردا، ۲۰۱۷). با توجه به تئوری‌های مطرح‌شده رقیب درباره ارتباط بین ویژگی‌های مدیریتی و کارایی سرمایه‌گذاری که حاصل دو نگرش خوش‌بینانه و بدبینانه نسبت به هدف و عملکرد مدیریت است، پرسش اصلی پژوهش حاضر این است که آیا ویژگی‌های مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارند؟ تأثیر هر یک از این ویژگی‌ها چگونه است؟ نقش چرخه عمر شرکت در روابط فوق چیست؟ بر این اساس، یکی از نوآوری‌های پژوهش حاضر، تعیین متغیرهای مدیریتی مؤثر بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت است؛ نوآوری دیگر پژوهش تعیین جهت روابط و تأیید یا رد تئوری‌های موافق و مخالف با تأثیر مثبت ویژگی‌های مدیریتی بر کارایی سرمایه‌گذاری است.

1. Pan & Li
2. Habib & Hasan
3. Hendriksen- & Van-Breda

همچنین، نقش تعدیل‌گر چرخه عمر شرکت بر روابط بین ویژگی‌های مدیریتی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت مورد توجه قرار گرفته‌است. یکی از تفاوت‌های این پژوهش با مطالعات قبلی، بررسی ارتباط ویژگی‌های شخصیتی مدیریت با کارایی سرمایه‌گذاری بدون توجه به تغییر نگرش مدیریتی ناشی از تغییر مدیریت است؛ همچنین، نقش دوگانه مدیرعامل مورد توجه قرار گرفته‌است که بازتابی از نقش نظارتی هیئت مدیره و استقلال آن (در چارچوب استدلال‌های تئوری نمایندگی و تئوری ذینفعان) است. در ادامه، مبانی نظری، پیشینه پژوهش و سپس، روش‌شناسی پژوهش ارائه شده است. یافته‌ها، نتیجه‌گیری و پیشنهادها کاربردی و پژوهشی نیز، در بخش‌های بعدی مطرح شده است.

### مبانی نظری پژوهش

در این بخش با توجه به مقدمه ذکرشده، برخی از ویژگی‌های مدیریت که می‌توانند بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در طی چرخه عمر آن تأثیر داشته باشند، مورد بررسی قرار می‌گیرند.

#### تحصیلات مدیرعامل و کارایی سرمایه‌گذاری

پیشینه تحصیلی مدیران اجرایی یکی از تعیین‌کننده‌های اصلی سیاست‌های شرکت است و برای استخدام و به‌کارگیری مدیریت ضروری است. اسمیت و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) نشان دادند پیشینه آموزشی یک عامل اصلی جهت به‌کارگیری و انتصاب مدیران اجرایی است و سطح آموزش عالی مدیران اجرایی به‌طور مثبت با عملکرد و کارایی شرکت همبستگی دارد. علاوه بر این، دانش مالی و تجربه مدیران اجرایی بر ویژگی‌های شخصی و رفتار آنان اثر می‌گذارد و دانش و آگاهی که مدیران اجرایی از تجربیات کاری به‌دست می‌آورند، بر روش انتخاب و اجرای استراتژی‌های شرکت مؤثر است (گونز و جالاند<sup>۲</sup>، ۱۹۹۶).

قیمت سهام نیز، به‌طور مستقیم به استخدام و به‌کارگیری مدیران بیرونی که تخصص مالی و تجاری دارند، واکنش نشان می‌دهد (یرماک<sup>۳</sup>، ۲۰۰۶).

هیت و تیلر<sup>۴</sup> (۱۹۹۱)، نشان دادند مدیران اجرایی دارای سطوح تحصیلی بالاتر توان شناختی بالاتری دارند که این امر به آن‌ها قابلیت و امکان یادگیری و قبول ایده‌های جدید می‌دهد. همچنین، سطح تحصیلات مدیران اجرایی با اتخاذ استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در مخارج تحقیق و توسعه مرتبط است (برتراند و اسپوآر<sup>۵</sup>، ۲۰۰۳، دالزیل و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۰). مدیران اجرایی تحصیل کرده‌تر، توانایی و قابلیت بیشتری برای پردازش و تحلیل اطلاعات دارند؛ از این‌رو، سطوح بالای تحصیلی مدیران اجرایی به‌طور مثبت با نگرش‌های مربوط به نوآوری و تولید محصولات جدید مرتبط است (برکر و مولر<sup>۷</sup>، ۲۰۰۲).

1. Smith, Smith & Verner
2. Gunz & Jalland
3. Yermack
4. Hitt & Tyler
5. Bertrand & Schoar
6. Dalziel, Gentry and Bowerman
7. Barker & Mueller

### تجربه مدیرعامل و کارایی سرمایه‌گذاری

مدیران دارای ویژگی‌های منحصر به فردی هستند که از طریق توانایی‌های ارثی، تجارب، یادگیری و تلاش به آنان منتقل شده است و می‌تواند بر تصمیم‌گیری‌ها و عملکرد آنان تأثیرگذار باشد؛ از جمله عواملی که بر ظرفیت‌های پویای سازمان اثر می‌گذارد میزان تجربه مدیران است. تجربه مهم‌ترین عامل در فراگیری قابلیت‌های مدیریتی است. به تعبیر ساده‌تر می‌توان گفت چنانچه تجربیات تکرارپذیر قابل مشاهده‌ای که در سازمان قابلیت آزمون‌پذیری داشته و استدلال‌پذیر و قابل پیش‌بینی باشد، مدون و مستندسازی شود، دانش یا علم ایجاد می‌گردد (هامبریک و ماسون<sup>۱</sup>، ۱۹۸۴). اگر مدیران اجرایی قبل از برگزیده شدن برای مدیریت طی کار کردن در حوزه‌های بازاریابی، مدیریت، حسابداری، تأمین مالی یا به عنوان کارشناس اقتصادی به تجربیات و دانش دست پیدا کنند، می‌توانند کمک شایانی به شرکت‌ها نمایند (موخرجی و سن<sup>۲</sup>، ۲۰۲۲). تجربه مدیران اجرایی بر ویژگی‌های شخصی و رفتار آنان اثر می‌گذارد (گونز و جالاند، ۱۹۹۶). تجربه مدیریت به‌ویژه تجربه در امور مالی می‌تواند به قضاوت و تصمیم‌گیری آنان کمک نماید. تجربه حاصل از فعالیت مستقیم در امور تجاری و تصمیمات عملیاتی شرکت نیز، به‌طور مثبت با کارایی سرمایه‌گذاری، کارایی عملیاتی و عملکرد شرکت مرتبط است (پیرس و زهرا<sup>۳</sup>، ۱۹۹۱).

### دوگانگی وظیفه مدیرعامل و کارایی سرمایه‌گذاری

اگر مدیرعامل رئیس هیئت مدیره نیز، باشد، نقش دوگانه مدیرعامل ایجاد می‌شود و در این صورت مدیرعامل می‌تواند به قدرت بیشتری دست پیدا کند. این وضعیت به مدیرعامل اجازه می‌دهد تا به‌طور مؤثر به اطلاعاتی که در اختیار سایر اعضای هیئت مدیره قرار دارد، دسترسی داشته باشد و بر این اساس، از نظارت مؤثر و کنترل جلوگیری شود (جنسن<sup>۴</sup>، ۱۹۹۳). تین و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۳) معتقدند که پس از رسوایی‌های مالی، سرمایه‌گذاران توجه بیشتری به این واقعیت دارند که وظایف دوگانه مدیرعامل ممکن است مسئولیت هیئت مدیره در قبال حسابرسی صورت‌های مالی را به خطر بیندازد و بر این اساس، ارزش شرکت و قیمت بازار سهم تحت تأثیر قرار می‌گیرد. تئوری نمایندگی استقلال هیئت مدیره را به‌عنوان اقدامی برای تضمین کنترل کافی مدیریت مورد بحث قرار می‌دهد. بنابراین، وظیفه مدیران عالی شرکت نظارت و کنترل سوء استفاده‌های احتمالی و پرهیز از رفتارهای مدیریتی غیرکارآمد است تا تصمیمات آنان در راستای منافع سهامداران باشد (فاما و جنسن<sup>۶</sup>، ۱۹۸۳؛ جنسن، ۱۹۹۳؛ جنسن و مک لینگ<sup>۷</sup>، ۱۹۷۶).

1. Hambrick & Mason
2. Mukherjee & Sen
3. Pearce & Zahra
4. Jensen
5. Tien et al.
6. Fama & Jensen
7. Jensen & Meckling

ترکیب هیئت مدیره نشان‌دهنده میزان استقلال هیئت مدیره است. هیئت مدیره‌ای که استقلال بیشتری داشته باشد مؤثرتر از یک هیئت مدیره دارای عضویت مدیریت اجرایی عمل می‌کند. به بیان دیگر، اعضای خارجی هیئت مدیره با نظارت و کنترل رفتارهای مدیریتی ناکارآمد، نتایج مطلوب‌تری ایجاد می‌کنند و ثروت شرکت را افزایش می‌دهند. از سوی دیگر، استفاده از مدیران مستقل مستلزم هزینه‌های اضافی برای شرکت است. به‌طور کلی استقلال مدیرعامل از هیئت مدیره یک مشکل بالقوه تلقی می‌شود. زمانی که مدیر عامل در هیئت مدیره نیز، سمتی داشته باشد، عملکرد هیئت مدیره از نظر کارایی و اثربخشی سرمایه‌گذاری و افزایش ثروت سهامداران تحت تأثیر قرار می‌گیرد. همچنین، وظایف دوگانه مدیرعامل می‌تواند با وظیفه هیئت مدیره در حسابرسی صورت‌های مالی منافات داشته باشد (ویجتیلاک و اکانیاک، ۲۰۱۹).

### جنسیت مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری

از دیدگاه تجاری، تنوع جنسیتی برای ارزش‌آفرینی شرکت اهمیت دارد. وجود زنان در هیئت مدیره می‌تواند تأثیر مثبتی بر کنترل استراتژی و مسئولیت اجتماعی شرکت داشته باشد، چون یکی از انتقادهای مطرح‌شده به هیئت مدیره‌ای که فقط از مردان تشکیل شده، آن است که تصمیم‌گیری‌های آنان کمتر جنبه‌های انسانی و مسائل اجتماعی را مورد توجه قرار می‌دهد؛ در حالی که خلق ارزش شرکت از مجرای مقبولیت اجتماعی شکل می‌گیرد (هیوز و همکاران، ۲۰۰۹). بنابراین، تنوع در اعضای هیئت مدیره می‌تواند موجب جهت‌گیری بهتر استراتژی و در نتیجه، عملکرد مالی مطلوب برای واحد تجاری شود (آگاروال و همکاران، ۲۰۱۹) و به معنای عدم تجانس در ویژگی‌های مشهود مانند سن، نژاد و جنسیت و یا ویژگی‌های نامشهود مانند سابقه کار و تحصیلات است (راو و تیلت، ۲۰۱۶). در چند سال اخیر در ایران با هدف جلوگیری از تبعیض جنسیتی در تحصیل، اشتغال و دیگر ابعاد مشارکت اجتماعی و اقتصادی، تعداد زنان دارای سمت‌های سیاسی و مدیریتی تا حدودی افزایش پیدا کرده است؛ چون زنان توانایی‌های خاصی دارند که گاهی باعث موفقیت بیشتر آنان در مقایسه با مردان می‌شود (ضرغامی‌فرد و بهبودی، ۱۳۹۳).

از دیدگاه اجتماعی و اقتصادی حضور زنان در هیئت مدیره ارزشمند است؛ از دیدگاه اجتماعی، زنان هم‌چون مردان باید حق فرصت برابر در پست‌های مدیریتی داشته باشند (وندر والت و اینگلی، ۲۰۰۳) و از دیدگاه اقتصادی، سازمان باید برای گزینش و به‌کارگیری افراد شایسته‌تر در پست‌های مدیریتی بدون توجه به جنسیت آن‌ها اقدام کند. تبعیض جنسیتی باعث می‌شود سازمان از منابع انسانی به نحو مطلوب استفاده نکند (سینگ و همکاران، ۲۰۰۱). زنان دارای مهارت‌های با ارزش و گاهی منحصر به فرد هستند

1. Wijethilake & Ekanayak
2. Huse et al
3. Aggarwal et al.
4. Rao & Tilt
5. Van-der-Walt & Ingley
6. Singh et al

که باعث بهبود کارایی و ارتقاء عملکرد شرکت می‌شود و در نتیجه، بر ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد (کمپبل و مینگویز-ورا<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸؛ هیوز و همکاران، ۲۰۰۹). کمپبل و مینگویز-ورا (۲۰۱۰)، نشان دادند مدیریت زنان تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت دارد. یافته‌های لوکراترورز<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) نیز، نشان داد وجود زنان در عرصه مدیریت شرکت موجب بهبود عملکرد آن می‌شود. برخی از مطالعات نیز، نشان می‌دهند پرهیز از به‌کارگیری مدیران زن به دلیل نابرابری جنسیتی در رهبری شرکت‌ها است. همچنین، نتایج مطالعات متعدد هم نشان می‌دهد که در زمان رکود، رهبری زنان نقش بااهمیتی در پایداری شرکت دارد (رئوف<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵).

### تأثیر چرخه عمر شرکت بر رابطه بین ویژگی‌های مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری

بر اساس نظریه چرخه عمر شرکت، بنگاه‌های اقتصادی همان‌طور که موجودات زنده نیز، متولد می‌شوند و سپس، دوره رشد و نهایتاً مرگ را سپری می‌کنند، دارای چرخه (منحنی) عمر هستند. مطابق تفکرات اقتصادی و مدیریتی، چرخه عمر شرکت شامل مراحل مختلفی است و مدل‌هایی مطابق با این مراحل ارائه شده است؛ بنگاه‌های اقتصادی با توجه به هر مرحله از حیات اقتصادی خود در چارچوب مدل‌های ارائه شده، سیاست و خط‌مشی معینی را به‌کار می‌گیرند (کرمی و عمرانی، ۱۳۸۹؛ صدر و همکاران، ۱۳۹۳). دیکینسون<sup>۴</sup> (۲۰۰۶) برای چرخه عمر شرکت پنج مرحله را به شرح زیر در نظر گرفته است:

مرحله معرفی: در این مرحله نوآوری ایجاد می‌شود و بنگاه‌های اقتصادی سعی می‌کنند با ایجاد آگاهی و اطلاع‌رسانی، سهم خود را از بازار افزایش دهند. به اعتقاد جووانوویچ<sup>۵</sup> (۱۹۸۲) شرکت‌ها مبالغی را برای ورود به بازار و آغاز فعالیت خود پرداخت می‌کنند که غیرقابل بازگشت است. نسبت سود تقسیمی شرکت در این مرحله بین صفر تا ۱۰ درصد است (آدیزس<sup>۶</sup>، ۱۹۸۹).

مرحله رشد: اندازه شرکت در این مرحله بیش از اندازه شرکتی است که در مرحله اول (ظهور یا معرفی) قرار دارد و رشد درآمد و فروش آن نیز، بیشتر است. در این مرحله، شرکت‌ها انتظارات خوش‌بینانه‌ای نسبت به توانایی‌های خود مانند مزیت رقابتی و ساختار هزینه دارند و سرمایه‌گذاری قابل توجهی انجام می‌دهند. آن‌ها علاوه بر دارایی‌های مشهود و سرمایه‌گذاری مالی سازمانی (مانند سرمایه‌گذاری زیربنایی در تولید و سرمایه‌گذاری در نظام توزیعی)، در توسعه فناوری نیز، سرمایه‌گذاری می‌کنند (دیکینسون، ۲۰۰۶). نسبت سود تقسیمی در این مرحله از عمر شرکت بین ۱۰ تا ۵۰ درصد خواهد بود (آدیزس، ۱۹۸۹).

مرحله بلوغ: شرکت‌ها در مرحله بلوغ، دارای فروش پایدار و متعادلی هستند، دارایی‌های ثابت اولیه آن‌ها دچار استهلاک می‌شود و سرعت کنارگذاری تجهیزات به تغییرات صنعت و فناوری بستگی دارد. در این مرحله، چرخه عمر شرکت تحت تأثیر توان شرکت در هماهنگی و مطابقت با تغییرات محیط رقابتی

1. Campbell & Minguez-Vera
2. Lu'ckerath-Rovers
3. Rouf
4. Dickinson
5. Jovanovic
6. Adyzys

قرار می‌گیرد (دیکینسون، ۲۰۰۶). در مرحله بلوغ، اندازه دارایی‌های شرکت بیشتر از اندازه دارایی‌ها در مرحله رشد است و نسبت سود تقسیمی بین ۵۰ تا ۱۰۰ درصد خواهد بود (آدیزس، ۱۹۸۹).

مرحله رکود: انتقال شرکت از مرحله بلوغ به مرحله رکود به وجود مزیت‌های رقابتی شرکت و بهره‌مندی از آن بستگی دارد. البته شرکت‌ها می‌توانند با تغییر ساختار مانند ادغام با دیگر شرکت‌ها، تحصیل شرکت و یا نفوذ به دیگر بازارها، فعالیت‌های عملیاتی خود را از سر بگیرند. شرکت‌ها با تلاش برای تبدیل دارایی‌های غیرمولد خود به موجودی نقد و سپس، تبدیل این منابع به پروژه‌های جدید، بازدهی خود را افزایش می‌دهند (دیکینسون، ۲۰۰۶). در این مرحله، مخارج تأمین مالی از منابع بیرونی افزایش می‌یابد؛ به طوری که غالباً بازده سرمایه‌گذاری از نرخ تأمین مالی کمتر است (آدیزس، ۱۹۸۹).

مرحله ورشکستگی: ممکن است هر بنگاه اقتصادی از سایر مراحل قبل به مرحله ورشکستگی (انحطاط) منتقل شود. جووانوویچ (۱۹۸۲) با استفاده از یک مدل تحلیلی نشان داد شرکت‌هایی که آموزش کارکنان آن‌ها طولانی می‌شود و یا دوره اولیه تثبیت آن‌ها در بازار بیش از حد متعارف به تأخیر می‌افتد، احتمال ورشکستگی آن‌ها در مراحل اولیه چرخه عمر افزایش می‌یابد. علاوه بر این، اگر در مراحل قبل شرکت موفق به نوآوری یا کسب مزیت رقابتی نشود و در نتیجه، با محیط رقابتی سازگاری پیدا نکند به مرحله ورشکستگی منتقل می‌شود (دیکینسون، ۲۰۰۶).

شرکت‌هایی که در ابتدای چرخه عمر هستند با توجه به توان مالی کمی که دارند قدرت ریسک‌پذیری کمتری برای سرمایه‌گذاری دارند. بنابراین به دنبال جذب منابع نقدی از طریق تأمین مالی هستند و سعی می‌کنند سرمایه داخلی را با راهکارهایی مانند پرداخت سود کمتر به سهامداران حفظ کنند (دیکینسون، ۲۰۱۱ و جنکینز و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴). در مرحله افول شرکت نیز، دستیابی به نوآوری و تأمین مالی پایدار ضرورت پیدا می‌کند. در هر دو مرحله ابتدایی و پایانی ممکن است تصمیمات سرمایه‌گذاری متهورانه یا محافظه‌کارانه ضرورت پیدا کند؛ اما شرکت‌هایی که در دوره بلوغ قرار دارند با برخورداری از سود بالا، ریسک‌پذیری بیشتری دارند (دیکینسون، ۲۰۱۱). همچنین، واحدهای تجاری بزرگی که در مرحله بلوغ قرار دارند، بیشتر نگران از دست‌دادن شهرت، سرمایه‌گذاران اصلی و تعامل با سازمان‌های نظارتی هستند (حسن و حبیب<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). در واقع، شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ از چرخه عمر قرار دارند با تکیه بر شهرت و سرمایه خود با آشفتگی مالی کمتری مواجه می‌شوند و نیاز به سرمایه‌گذاری کارا دارند، اما این موضوع بستگی به عملکرد و تصمیمات مدیریت شرکت دارد؛ آنان می‌توانند بر اساس صلاحیت و توانمندی خود تصمیمات مطلوب سرمایه‌گذاری اتخاذ کنند و اقدامات مؤثری انجام دهند تا شرکت بتواند ضمن حفظ روابط خود با جامعه، سازمان‌های نظارتی و سهامداران به منابع مالی بیشتر و بازدهی بالاتر دست پیدا کنند و در نتیجه، در محیط رقابتی بازار موفق عمل کنند (الهادی و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷ و هلفات و پیتراف<sup>۴</sup>،

1. Jenkins; Kane & Velury
2. Hasan & Habib
3. Al-Hadia et al.
4. Helfat & Peteraf

۲۰۰۳). در مرحله بلوغ با وجود ثبات مالی شرکت، بقای آن در بازار و حفظ سهم بازار مستلزم به‌کارگیری استراتژی مناسب توسط مدیریت شرکت است. در واقع استمرار موفقیت شرکت را می‌توان تابعی از شایستگی‌ها و ویژگی‌های مدیریت آن با بهره‌مندی از خط‌مشی مطلوب سرمایه‌گذاری دانست (الهادی و همکاران، ۲۰۱۷). بر این اساس، انتظار می‌رود ویژگی‌های مدیریت شامل تحصیلات، تجربه و دوگانگی وظیفه مدیرعامل و همچنین، ترکیب هیئت مدیره (وجود زن در بین اعضای آن) بتواند بر خط‌مشی سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر بگذارد و مرحله بلوغ از چرخه عمر شرکت نقش تعدیل‌گر در روابط فوق داشته باشد. در این پژوهش، بنا به دلایل مختلف بر مرحله بلوغ از چرخه عمر شرکت تمرکز شده است که به دو مورد اشاره می‌شود:

اول، ارتباط ویژگی‌های شرکت با کارایی سرمایه‌گذاری در شرایطی (مراحل) مورد بررسی قرار گیرد که عوامل مداخله‌گر دیگر کمتر باشند. در مراحل دیگر چرخه عمر، ممکن است کارایی سرمایه‌گذاری علاوه بر ویژگی‌های مدیریتی متأثر از بازارپذیری شرکت باشد؛ شرکت‌ها در مرحله بلوغ، دارای فروش پایدار و متعادلی هستند. در این مرحله، چرخه عمر شرکت تحت تأثیر توان عملیاتی و عملکرد مدیریت آن در هماهنگی و مطابقت با تغییرات محیط رقابتی قرار می‌گیرد (دیکینسون، ۲۰۰۶ و الهادی و همکاران، ۲۰۱۷). دوم، بیش از ۴۱ درصد شرکت‌ها در این گروه قرار گرفته‌اند و بالاترین نرخ بازدهی شرکت‌ها در چرخه عمر مربوط به مرحله بلوغ است. با توجه به مطالب نظری ارائه‌شده، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین می‌شوند:

- فرضیه اول: بلوغ شرکت اثر تحصیلات مدیرعامل بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را تعدیل می‌کند.
- فرضیه دوم: بلوغ شرکت اثر تجربه مدیرعامل بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را تعدیل می‌کند.
- فرضیه سوم: بلوغ شرکت اثر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را تعدیل می‌کند.
- فرضیه چهارم: بلوغ شرکت اثر جنسیت مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را تعدیل می‌کند.

### پیشینه تجربی پژوهش

در حوزه پژوهش حاضر و در مطالعات داخلی ماندگاری و دموری (۱۴۰۲)، به بررسی «تأثیر کارایی مدیریت بر عملکرد مالی شرکت‌ها با کنترل چرخه عمر» پرداختند. نتایج آنان نشان داد کارایی مدیریتی به‌طور بااهمیتی بر عملکرد مالی شرکت تأثیر مستقیم دارد؛ همچنین، در مرحله افول، کارایی مدیریت بیشترین تأثیر و مرحله رشد کمترین تأثیر را بر عملکرد مالی شرکت داشته است. اما در پژوهش حاضر ارتباط مستقیم ویژگی‌های مدیریتی و کارایی سرمایه‌گذاری بررسی شده است که یکی از نوآوری‌های پژوهش محسوب می‌شود؛ چون توانایی (کارایی) مدیریت می‌تواند بازتابی از برخی سویه‌های رفتاری مدیریت نیز، باشد و بازده دارایی‌ها عملکرد کوتاه‌مدت شرکت را نشان می‌دهد. در حالی که کارایی سرمایه‌گذاری با رویکرد فرصت‌های رشد بررسی شده است؛ یعنی سرمایه‌گذاری شرکت تابعی از فرصت‌های رشد (رشد فروش) تلقی می‌شود و عملکرد شرکت را که ناشی از استراتژی‌های مدیریتی است مورد بررسی قرار می‌دهد.

بنایی قدیم و مجیدی (۱۴۰۱)، با استفاده از داده‌های ۱۱۰ شرکت بورسی «تأثیر خودشیفتگی و قدرت مدیرعامل بر کارایی سرمایه‌گذاری» را بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد خودشیفتگی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی معنی‌داری دارد، اما قدرت مدیرعامل بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. این نتیجه بیشتر بیانگر رفتار فرصت‌طلبانه مدیران در جهت منافع شخصی و در نتیجه، افزایش هزینه‌های نمایندگی است که نظارت بیشتر بر ویژگی‌های رفتاری مدیران را می‌طلبد. یعنی مدیران خودشیفته ریسک بالایی از سرمایه‌گذاری را دنبال می‌کنند ولی مدیران توانمند به دلیل پیش‌بینی‌های دقیق و باکیفیت، شناخت فردی و قدرت تحلیل بالا، پروژه‌های سودآور را شناسایی می‌کنند و کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشند.

محمدی و همکاران (۱۳۹۸)، با استفاده از داده‌های ۱۳۹ شرکت بورسی در دوره هفت‌ساله از سال ۱۳۹۰ تا سال ۱۳۹۶ «تأثیر بیش‌اعتمادی مدیرعامل بر کارایی سرمایه‌گذاری» را بررسی کردند. نتایج آنان نشان داد بیش‌اعتمادی مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معکوس و معنی‌داری دارد، در حالی‌که با بیش‌سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم و معنی‌داری دارد. آنان به این نتیجه رسیدند که بیش‌اعتمادی مدیریت موجب رفتار جسورانه آنان و اتخاذ تصمیمات غیربهبینه در انجام سرمایه‌گذاری می‌شود. به بیان دیگر، بیش‌سرمایه‌گذاری مدیریت موجب کاهش کارایی سرمایه‌گذاری‌های شرکت می‌گردد.

محمدی و صالحی (۱۳۹۶)، به بررسی «رابطه بین توانایی‌های مدیریت شرکت، سرمایه‌گذاری کارا و سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. در این پژوهش از داده‌های ۱۵۲ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ بهره گرفته شد. نتایج پژوهش آنان نشان داد بین توانایی مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌داری وجود ندارد؛ اما توانایی مدیریت با ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مستقیم و معنی‌داری دارد.

به‌علاوه، در پژوهش‌های خارجی آریان‌پور و مهرفرد<sup>۱</sup> (۲۰۲۳)، به بررسی «تأثیر ویژگی‌های مدیریتی بر کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به نقش میانجی نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها» پرداختند. آنان دریافتند که ویژگی‌های مدیریتی (شامل اعتماد بیش‌از حد، نزدیک‌بینی و توانایی) تأثیر معنی‌داری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. همچنین، نگهداشت وجه نقد در رابطه بین این سه ویژگی مدیریتی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های نمونه نقش میانجی دارد.

هواکیمیان<sup>۲</sup> (۲۰۲۰)، با مطالعه شرکت‌های مختلف (چندبخشی) به بررسی «تأثیر محدودیت‌های مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری» پرداخت و نشان داد زمانی که هزینه‌های تأمین مالی خارجی افزایش یابد، این شرکت‌ها کارایی بازارهای سرمایه داخلی‌شان را از طریق افزایش انتقال وجوه به سمت بخش‌هایی دارای فرصت رشد بالاتر، افزایش می‌دهند.

1. Arianpoor & Mehrfard
2. Hovakimian



آکتاس و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۹)، در مطالعه‌ای به بررسی «اطمینان بیش از حد مدیران و ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها» پرداختند. آنان داده‌های شرکت‌های فعال در بورس کشورهای مختلف در دوره زمانی ۱۹۹۳ تا ۲۰۱۶ را تحلیل کردند و نشان دادند که اطمینان بیش از حد مدیران می‌تواند منجر به افزایش نگهداشت وجه نقد شرکت‌هایی شود که احتمالاً بیشتر متحمل مشکلات سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد می‌شوند (به‌طور نمونه شرکت‌های دارای محدودیت‌های مالی که دارای فرصت‌های رشد بالاتری هستند).

هی‌پینگ و همکاران (۲۰۱۹)، در مطالعه‌ای به بررسی «رابطه بیش‌اعتمادی مدیران، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های چینی» پرداختند. نتایج نشان داد بیش‌اعتمادی مدیران بر انتخاب و به‌کارگیری تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد. بر اساس نتایج آنان، تأمین مالی داخلی می‌تواند وجوه لازم برای فرصت‌های کسب‌وکار شرکت را فراهم کرده و موجب جبران کمبودهای سرمایه‌ای شود، اما موجب سرمایه‌گذاری اضافی خصوصاً برای شرکت‌های دارای بیش‌اعتمادی مدیران می‌شود.

مونز<sup>۲</sup> (۲۰۱۳)، در پژوهشی به بررسی «رابطه نقدینگی و سرمایه‌گذاری شرکت در آمریکای لاتین» پرداخت. نتایج این پژوهش شواهدی مبنی بر رابطه مثبت بین نقد شونددگی بازار سهام و سرمایه‌گذاری را نشان داد. علاوه بر این، تأثیر نقدشوندگی بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که با محدودیت‌های تأمین مالی روبرو هستند، بیشتر است.

چرخه عمر شرکت شامل مراحل مختلفی است و موفقیت شرکت مستلزم به‌کارگیری راهبردهای مدیریتی مطلوب در مراحل متفاوت چرخه عمر است. بنابراین، در پژوهش حاضر تأثیر چرخه عمر شرکت بر رابطه بین ویژگی‌های مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورسی ایران بررسی شده که تاکنون در مطالعات قبلی مورد توجه قرار نگرفته است؛ نوآوری دیگر پژوهش این است که بر اساس استدلال‌های ارائه شده در بخش مبانی نظری و با توجه به این که ۴۱ درصد شرکت‌های فعال بورسی مورد بررسی (در بخش آمار توصیفی ذکر شده است) در مرحله بلوغ بوده‌اند، نقش تبدیلی مرحله بلوغ شرکت بر روابط فوق مورد آزمون قرار گرفته است. علاوه بر این، در این پژوهش عوامل مدیریتی مؤثر (مشهود و نامشهود) که جزو ویژگی‌های اساسی مدیریت هستند تعیین شده و مورد بررسی قرار گرفته‌اند؛ به همین دلیل، سوبه‌های رفتاری مدیریت که نگرش و رفتار برخی از مدیران را تحت تأثیر قرار می‌دهد، بررسی نشده است.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، از نوع کاربردی است و از دیدگاه ماهیت و روش از جمله تحقیقات توصیفی و از نوع همبستگی محسوب می‌شود. هم‌چنین، از لحاظ جمع‌آوری اطلاعات، پس‌رویدادی است. علاوه بر این، جامعه آماری این پژوهش همه شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۶ تا سال ۱۴۰۱ را شامل می‌شود. نمونه پژوهش بر اساس شرایط زیر انتخاب شد و در نتیجه، ۱۵۲ شرکت (۹۱۲ سال-شرکت) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت:

1. Aktas; Louca; & Petmezas
2. Muñoz

در دوره پژوهش، نماد شرکت در بورس بیش از ۳ ماه متوقف نشده باشد. پذیرش شرکت در بورس قبل از آغاز سال ۱۳۹۶ باشد و داده‌های آن در دسترس باشد. پایان دوره مالی شرکت ۲۹ اسفند باشد. شرکت در بین سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ تغییر سال مالی نداشته باشد. شرکت جزء مؤسسات بانکی، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، هلدینگ‌ها و یا لیزینگ‌ها نباشد، چون دارای ساختار سرمایه متفاوت هستند.

### توسعه مدل‌های رگرسیونی و اندازه‌گیری متغیرها

#### متغیر وابسته: کارایی سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup>

متغیر وابسته پژوهش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت است. منظور از کارایی سرمایه‌گذاری این است که شرکت فقط در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری کند که دارای ارزش فعلی خالص مثبت هستند. در این مطالعه برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری با بهره‌گیری از رویکرد بیدل و همکاران ۲ (۲۰۰۹) از مدل (۱) استفاده شده است. در این رویکرد، سرمایه‌گذاری شرکت تابعی از فرصت‌های رشد (که با رشد فروش اندازه‌گیری می‌شود) تلقی می‌شود و با برآورد مدل، باقیمانده‌ها به عنوان یک شاخصی برای انحراف از سرمایه‌گذاری مورد انتظار در نظر گرفته می‌شوند (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹):

$$Investment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SalesGrowth_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$Investment_{i,t}$ : سرمایه‌گذاری شرکت در سال  $t$  است که برای اندازه‌گیری آن از نسبت تغییرات دارایی‌های مشهود و نامشهود به دارایی‌های ابتدای دوره (نسبت خالص افزایش در دارایی‌های مشهود و نامشهود به کل دارایی‌های ابتدای دوره شرکت) بهره گرفته شده است.

$SalesGrowth_{i,t}$ : رشد فروش کل شرکت در سال  $t$  است که برای اندازه‌گیری آن از نسبت تغییرات درآمد فروش به درآمد فروش شرکت در ابتدای دوره بهره گرفته شده است.

$\varepsilon_{i,t}$ : باقیمانده‌های مدل رگرسیونی هستند که سرمایه‌گذاری بیشتر (کمتر) از حد شرکت در دوره جاری را نشان می‌دهند. برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری، از مقادیر باقیمانده مدل رگرسیونی برآوردشده قدر مطلق گرفته شده و سپس، در منفی یک ضرب می‌شود تا شاخص مستقیمی به دست آید (جنت‌مکان و همکاران، ۱۴۰۰).

#### متغیر مستقل: ویژگی‌های مدیریت

برای اندازه‌گیری ویژگی‌های مدیریت به پیروی از آریان‌پور و مهر فرد (۲۰۲۳) از شاخص‌های زیر بهره گرفته شده است:

1. Investment Efficiency
2. Biddle; Hilary & Verdi

تحصیلات مدیرعامل<sup>۱</sup> (EDU): متغیر دوگانه به این معنا که اگر مدیرعامل تحصیلات مالی، حسابداری یا حسابرسی داشته باشد عدد یک به آن تعلق می‌گیرد و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود (موخرجی و سن، ۲۰۲۲؛ سینگلا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶؛ اجونوا<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲).

تجربه مدیرعامل<sup>۴</sup> (MEXP): متغیر دوگانه که وقتی مدیرعامل دارای سابقه فعالیت در هیئت مدیره شرکت‌های دیگر باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود (موخرجی و سن، ۲۰۲۲؛ کور و همکاران<sup>۵</sup>، ۱۹۹۹).

دوگانگی وظیفه مدیرعامل<sup>۶</sup> (DUAL): متغیر دوگانه به این معنا که اگر مدیرعامل شرکت رئیس هیئت مدیره باشد عدد یک به آن تعلق می‌گیرد و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود (موخرجی و سن، ۲۰۲۲؛ کائور و سینق<sup>۷</sup>، ۲۰۱۸؛ سینگلا، ۲۰۱۶).

جنسیت مدیران<sup>۸</sup> (MGEN): برای اندازه‌گیری جنسیت اعضای هیئت مدیره از متغیر دوگانه استفاده شده است؛ اگر حداقل یکی از اعضای هیئت مدیره شرکت زن باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود (موخرجی و سن، ۲۰۲۲ و کائور و سینق، ۲۰۱۸).

#### متغیر تعدیلگر: چرخه عمر شرکت<sup>۹</sup>

برای تفکیک شرکت‌ها به مراحل مختلف چرخه عمر، مشابه روش مورد استفاده در مطالعات صدر و همکاران (۱۳۹۳)، رستمی و همکاران (۱۴۰۲) و آنتونی و رامش<sup>۱۰</sup> (۱۹۹۲) از چهار متغیر رشد فروش، مخارج سرمایه‌ای، نسبت سود تقسیمی و عمر شرکت به این صورت استفاده شده است: ابتدا برای هر سال - شرکت مقدار متغیرهای نسبت سود تقسیمی، رشد فروش، مخارج سرمایه‌ای و عمر شرکت اندازه‌گیری شده است و سپس، امتیازهای متغیرهای چهارگانه به پنج طبقه تقسیم شده است. با توجه به جایگاه امتیاز متغیر در پنج مورد نظر، طبق جدول (۱) امتیاز یک تا پنج به آن‌ها تعلق می‌گیرد و در نتیجه، برای هر سال - شرکت امتیاز مرکبی منظور می‌شود که با توجه به شرایط زیر در یکی از مراحل سه‌گانه چرخه عمر (رشد، بلوغ و افول) طبقه‌بندی می‌شوند:

اگر مجموع امتیازها بین ۱۶ تا ۲۰ باشد در مرحله رشد (GR) قرار دارد.

اگر مجموع امتیازها بین ۹ تا ۱۵ باشد در مرحله بلوغ<sup>۱۱</sup> (MAT) قرار دارد.

اگر مجموع امتیازها بین ۴ تا ۸ باشد در مرحله افول (DEC) قرار دارد.

1. Chief Executive Officer's (CEO) Education
2. Singla
3. Ujunwa
4. CEO's Experience
5. Core; Holthausen; & Larcker
6. CEO's Duality
7. Kaur & Singh
8. Managers' Gender
9. Corporate Life Cycle
10. Anthony & Ramesh
11. Maturity Stage

موارد فوق در جدول (۱) گزارش شده است:

### جدول ۱. الگوی چرخه عمر شرکت

پنجک	سن شرکت	رشد فروش	مخارج سرمایه ای	سود تقسیمی
اول	۵	۱	۱	۵
دوم	۴	۲	۲	۴
سوم	۳	۳	۳	۳
چهارم	۲	۴	۴	۲
پنجم	۱	۵	۵	۱

ماخذ: صدر و همکاران (۱۳۹۳)، رستمی و همکاران (۱۴۰۲) و آنتونی و رامش (۱۹۹۲)

در گام بعدی، اگر شرکت در مرحله بلوغ قرار داشته باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد. انتخاب یک مرحله مشخص از چرخه عمر شرکت مرتبط با موضوع و متناسب با روابط بین متغیرهای پژوهش و همچنین، انجام تبدیلات روی جدول بر اساس پژوهش‌های متعددی مانند مطالعات رستمی و همکاران (۱۴۰۰) و ولی‌زاده و بنی‌مهد (۱۴۰۱) صورت گرفته است.

### متغیرهای کنترلی

به پیروی از مطالعات پیشین در این حوزه از جمله آریان‌پور و مهرفرد (۲۰۲۳)، جنت‌مکان و همکاران (۱۴۰۰)، رستمی و همکاران (۱۴۰۲) و آنتونی و رامش (۱۹۹۲)، متغیرهای کنترلی به‌کار گرفته شده در پژوهش عبارتند از: اندازه شرکت (Size): برابر است با لگاریتم طبیعی دارایی‌های پایان دوره شرکت. کیوتوبین (Q-Tobin): برابر است با نسبت مجموع ارزش دفتری بدهی‌ها و ارزش بازار سهام (تعداد سهام ضرب در قیمت سهام) به کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی. اهرم مالی<sup>۱</sup> (Lev): برابر است با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی. تمرکز مالکیت<sup>۲</sup> (TOP): برابر است با نسبت سهام تحت تملک بزرگ‌ترین سهامدار شرکت به کل سهام شرکت در پایان سال مالی. ارزش بازار به دفتری<sup>۳</sup> (MB): برابر است با حاصل تقسیم ارزش بازار کل سهام شرکت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت در پایان دوره مالی.

### مدل‌های پژوهش

پژوهش حاضر تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به نقش مرحله بلوغ شرکت را بررسی نموده، لذا برای تدوین مدل‌های پژوهش از منابع مختلفی استفاده شده و هر کدام به نحوی در

1. Financial leverage
2. Ownership Concentration (% of shares held by top shareholder)
3. The ratio of market price to book value

تدوین الگوهای پژوهش نقش دارند که عبارتند از: رابطه ویژگی‌های مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت (لای و لیو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸)، ویژگی‌های مدیرعامل و عملکرد شرکت (موخرجی و سن، ۲۰۲۲)، تأثیر تحصیلات و جنسیت بر عملکرد (فیوجانتی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸)، تأثیر مرحله بلوغ از چرخه عمر شرکت بر رابطه بین کارایی مدیریت و عملکرد شرکت (چانگ و ما<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹ و چن و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۲۱). از این‌رو، چهار مدل رگرسیونی زیر برای آزمون فرضیه‌ها به کار گرفته شده است:

(۲)

$$InE_{it} = \beta_0 + \beta_1 EDU_{it} + \beta_2 MAT_{it} + \beta_3 EDU_{it} * MAT_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 QTobin_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 TOP_{it} + \beta_8 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۳)

$$InE_{it} = \beta_0 + \beta_1 MEXP_{it} + \beta_2 MAT_{it} + \beta_3 MEXP_{it} * MAT_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 QTobin_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 TOP_{it} + \beta_8 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۴)

$$InE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DUAL_{it} + \beta_2 MAT_{it} + \beta_3 DUAL_{it} * MAT_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 QTobin_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 TOP_{it} + \beta_8 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۵)

$$InE_{it} = \beta_0 + \beta_1 MGEN_{it} + \beta_2 MAT_{it} + \beta_3 MGEN_{it} * MAT_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 QTobin_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 TOP_{it} + \beta_8 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

نتایج به‌دست آمده در بخش آمار توصیفی (جدول ۲) نشان می‌دهد میانگین کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ۱۱ درصد بوده که پایین‌ترین عدم کارایی ۰/۰۰۱ و بالاترین آن ۵۸ درصد بوده است. این نسبت نشان‌دهنده تفاوت با اهمیت در بازدهی شرکت‌های بورسی است؛ چون علاوه بر اختلاف معنی‌دار این دو مقدار، بیش از ۴۰ درصد شرکت‌های نمونه در مرحله بلوغ قرار دارند و مطابق تقسیم‌بندی مراحل چرخه عمر دیکینسون (۲۰۰۶) نسبت سود تقسیمی در آن‌ها معمولاً بین ۵۰ تا ۱۰۰ درصد نوسان دارد، در حالی که این نسبت کارایی چندان قابل توجه نیست. همچنین، میانگین تحصیلات مدیرعامل نشان می‌دهد ۵۸ درصد مدیران عامل شرکت‌ها در دوره زمانی پژوهش دارای مدرک تحصیلی حسابداری، مالی یا حسابداری بوده‌اند.

1. Lai & Liu
2. Fujianti
3. Chang & Ma
4. Chen; Li; Han; & Ma

آمار توصیفی تجربه مدیرعامل نشان می‌دهد ۶ درصد مدیران در هیئت مدیره شرکت‌های دیگر سابقه فعالیت داشته‌اند و این در حالی است که دوگانگی وظیفه مدیرعامل در بیش از ۵ درصد شرکت‌ها مشاهده شده است. ضمن این‌که بیش از ۷ درصد شرکت‌ها دارای عضو زن در بین اعضای هیئت مدیره شرکت بوده‌اند. همچنین، یافته‌های مربوط به متغیر چرخه عمر شرکت نشان می‌دهد بیش از ۴۱ درصد شرکت‌های نمونه در گروه شرکت‌های فعال در مرحله بلوغ از چرخه عمر شرکت قرار گرفته‌اند.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
کارایی سرمایه‌گذاری*	InEf	-۰/۱۱۲۲۲۳	-۰/۱۰۷۸۹۹	-۰/۰۰۰۱۶۱	-۰/۵۸۳۷۸۹	۰/۶۷۶۳۷/۰
تحصیلات مدیرعامل	EDU	۵۸۰۰۴۴/۰	۱	۱	۰	۴۹۲۸۲۲/۰
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	DUAL	۰/۵۵۹۲۱/۰	۰	۱	۰	۲۲۹۸۹۵/۰
جنسیت مدیران	MGEN	۰/۷۰۱۷۵/۰	۰	۱	۰	۲۵۹۸۴۲/۰
تجربه مدیرعامل	MEXP	۰/۶۴۶۹۳/۰	۰	۱	۰	۲۴۶۱۱۸/۰
چرخه عمر (بلوغ) شرکت	MAT	۴۱۱۱۸۴/۰	۰	۱	۰	۴۹۲۳۱۹/۰
اندازه شرکت	Size	۱۴/۸۱۷۲۷	۱۴/۶۰۰۱۵	۲۰/۷۶۸۶۹	۱۱/۱۹۷۶۷	۱/۵۵۴۰۸۴
شاخص کیوتوبین	QTobin	۲/۹۱۳۷۰۸	۲/۸۰۱۹۷۰	۱۸/۶۶۲۳۲	۰/۶۹۱۹۲۴	۲/۷۹۲۸۸۲
اهرم مالی	Lev	۰/۵۲۵۶۳۰	۰/۵۳۶۳۸۶	۰/۹۵۲۸۵۵	۰/۰۱۳۸۶۳	۰/۱۹۹۰۹۵
تمرکز مالکیت	TOP	۰/۴۸۹۷۳۸	۰/۵۰۸۰۰۰	۰/۹۵۰۵۰۰	۰	۰/۲۰۶۰۳۸
ارزش بازار به دفتری	MB	۳/۵۴۲۴۸۹	۳/۱۳۰۰۲۳	۱۸/۸۷۷۶۲	۰/۵۲۲۷۵۲	۳/۸۵۴۰۰۶

ماخذ: یافته‌های پژوهش

\*در منفی ضرب شده است.

نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد میانگین اندازه شرکت (حجم دارایی‌ها) برابر با ۱۴/۸ بوده و بزرگ‌ترین و کوچک‌ترین مقدار آن برای شرکت‌های نمونه به ترتیب ۲۰/۷ و ۱۱/۲ بوده است. شاخص کیوتوبین نشان می‌دهد مجموع بدهی‌ها و ارزش بازار کل سهام شرکت به‌طور متوسط ۲/۹ برابر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت است که بالاترین مقدار آن ۱۸/۶ برابر است. آمار توصیفی اهرم مالی نشان می‌دهد شرکت‌ها به‌طور میانگین ۵۲ درصد حجم دارایی‌های خود دارای بدهی بوده‌اند که بیشینه آن ۹۵ درصد بوده و نشان‌دهنده ریسک مالی بالای شرکت است. حداقل این متغیر نیز، یک درصد بدهی به ازای کل دارایی‌های شرکت را نشان می‌دهد. همچنین، بیش از ۴۸ درصد از سهام شرکت‌ها در اختیار سهامداران اصلی آن‌ها بوده است و در نهایت، ارزش بازار سهام شرکت‌ها به‌طور میانگین معادل ۳/۵ برابر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن‌ها بوده و بالاترین مقدار آن تقریباً ۱۸/۸ برابر بوده است که نشان‌دهنده فرصت‌های رشد بالای شرکت است.

## آمار استنباطی

### آزمون های تشخیصی مدل

پس از این که پیش فرض های رگرسیون خطی چندگانه مورد آزمون قرار گرفت و شرایط لازم برای برازش مدل های رگرسیونی فراهم شد، روش برازش باید به طور صحیح و مقتضی انتخاب شود. معمولاً از آزمون چاو (F لیمر) برای انتخاب مدل ترکیبی و یا تلفیقی استفاده می شود. فرض یکسان بودن عرض از مبدأ در برابر فرضیه مقابل آن، از طریق آزمون چاو بررسی می شود. اگر چنانچه نتیجه آزمون چاو برآورد مدل به روش داده های پانلی (تابلویی) باشد، باید انتخاب بین روش اثرات ثابت و روش اثرات تصادفی بر اساس نتایج آزمون هاسمن تعیین شود. در صورتی که سطح خطای این آزمون بالاتر از ۵ درصد باشد از روش اثرات تصادفی و اگر کمتر از سطح خطای ۵ درصد باشد روش اثرات ثابت به کار گرفته می شود. نتایج آزمون های چاو (F لیمر) و هاسمن در این پژوهش در جدول (۳) گزارش شده است:

**جدول ۳. نتایج آزمون انتخاب نوع برازش مدل های رگرسیونی (چاو و هاسمن)**

نتیجه	سطح معنی داری	درجه آزادی	آماره آزمون	آزمون	مدل: متغیر مستقل
پانلی (تابلویی)	۰/۰۲۲۶	(۱۵۱)/۷۵۲	۲۷۴۸۲۸/۱	چاو (F لیمر)	مدل اول: تحصیلات مدیر عامل
اثرات ثابت	۰/۰۰۰۲	۸	۴۳۷۵۹۸/۳۰	هاسمن	
پانلی (تابلویی)	۰/۰۱۷۹	(۱۵۱)/۷۵۲	۲۸۹۵۱۶/۱	چاو (F لیمر)	مدل دوم: تجربه مدیرعامل
اثرات ثابت	۰/۰۰۰۰	۸	۵۹۲۲۶۴/۳۹	هاسمن	
پانلی (تابلویی)	۰/۰۰۹۹	(۱۵۱)/۷۵۲	۳۲۵۴۸۳/۱	چاو (F لیمر)	مدل سوم: دوگانگی وظیفه مدیرعامل
اثرات ثابت	۰/۰۰۰۳	۸	۵۱۴۰۷۰/۲۹	هاسمن	
پانلی (تابلویی)	۰/۰۱۳۳	(۱۵۱)/۷۵۲	۳۰۷۶۰۷/۱	چاو (F لیمر)	مدل چهارم: جنسیت مدیران
اثرات ثابت	۰/۰۰۰۴	۸	۴۷۱۱۷۶/۲۸	هاسمن	

منبع: یافته های پژوهش

### تخمین مدل های رگرسیونی

#### نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش: تحصیلات مدیرعامل

در جدول (۴) نتایج برازش مدل اول پژوهش ارائه شده است. بر اساس نتایج مشاهده می شود آماره F برای این مدل رگرسیونی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار است و در نتیجه، معنی داری کلی رگرسیون خطی تأیید می شود. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نشان می دهد تقریباً ۵۰ درصد از تغییرات متغیر کارایی سرمایه گذاری شرکت های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل توضیح داده می شود. هم خطی وجود رابطه خطی شدید بین متغیرهای توضیحی مدل را نشان می دهد که موجب تورش ضرایب آن و بی اعتباری نتایج می شود. یکی از آزمون های مورد استفاده برای بررسی وجود هم خطی، آماره عامل تورم واریانس است که اگر از عدد ۱۰ کوچک تر باشد، عدم هم خطی شدید را نشان می دهد. بر اساس نتیجه این آزمون، هم خطی شدید در مدل وجود ندارد. خودهمبستگی باقیمانده های مدل نیز، از

طریق آزمون دوربین-واتسون بررسی شده است و چون نتایج این آماره در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده‌های مدل تأیید می‌شود. یکی دیگر از شروط لازم برای برازش مدل رگرسیونی، وجود همسانی واریانس اجزای مدل است. برای این منظور از آزمون بروش-پاگان استفاده شده است که سطح معنی‌داری به‌دست آمده برای این آزمون بیشتر از خطای ۵ درصد می‌باشد و نشان‌دهنده وجود همسانی واریانس در بین اجزای مدل است.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

$lnE_{it} = \beta_0 + \beta_1 EDU_{it} + \beta_2 MAT_{it} + \beta_3 EDU_{it} * MAT_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 QTobin_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 TOP_{it} + \beta_8 MB_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیر	نماد	بتا	انحراف استاندارد	تی استودنت	معنی‌داری	عامل تورم واریانس
ضریب ثابت	C	۱۵۰۹۹۸/-۰	۰۱۲۷۷۷/۰	۸۱۷۵۶/-۱۱	۰۰۰۰/۰	---
تحصیلات مدیر	EDU	۰۱۲۲۶۰/-۰	۰۰۳۱۶۷/۰	۱۸۶۳۴۰/-۴	۰۰۰۰/۰	۷۰۶۰۶۹/۱
چرخه عمر شرکت	MAT	۰۳۳۹۶۵/-۰	۰۰۳۷۷۱/۰	۰۰۶۴۶۵/-۹	۰۰۰۰/۰	۴۰۳۷۰۱/۲
تحصیلات مدیر* چرخه عمر	EDU*MAT	۰۲۰۲۹۱/-۰	۰۰۴۹۴۱/۰	۱۰۶۴۸۳/-۴	۰۰۰۰/۰	۱۱۹۶۹۱/۳
اندازه شرکت	SIZE	۰۰۱۸۳۸/۰	۰۰۰۷۷۵/۰	۳۷۲۰۱۳/۲	۰۱۷۷/۰	۰۱۱۴۴۴/۱
کیوتوبین	Q-TOBIN	۸۸۰۵۲۲/۰	۳۴۱۸۶۸/۳	۲۶۳۴۸۲/۰	۷۹۲۲/۰	۹۳۰۴۱۴/۲
اهرم مالی	LEV	۰۲۴۰۶۰/۰	۰۰۶۶۲۰/۰	۶۳۴۵۰۹/۳	۰۰۰۳/۰	۲۵۲۶۸۷/۱
تمرکز مالکیت	TOP	۰۰۳۵۲۷/۰	۰۰۵۹۲۲/۰	۵۹۵۶۰۱/۰	۵۵۱۵/۰	۰۴۳۹۲۲/۱
ارزش بازار به دفتری	MB	۰۰۰۳۰۸/-۰	۰۰۰۱۶۷/۰	۸۴۴۴۶۸/-۱	۰۶۵۲/۰	۸۱۴۰۰۴/۲
ضریب تعیین تعدیل شده				۵۰۰۱۵۳/۰		
آماره F				۳۶۶۷۱۱/۸		
سطح معنی‌داری				۰۰۰۰۰۰/۰		
دوربین-واتسون				۷۵۴۱۹۴/۱		
آماره بروش-پاگان				۵۱۲۷۴/۱۰		
سطح معنی‌داری				۲۳۰۹/۰		

منبع: یافته‌های پژوهش

بر اساس نتایج جدول (۴)، سطح معنی‌داری به‌دست آمده برای متغیر تعدیل‌گر "تحصیلات مدیرعامل\* چرخه عمر شرکت (EDU\*MAT)" کمتر از خطای ۵ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد چرخه

عمر شرکت (مرحله بلوغ) رابطه بین تحصیلات مدیرعامل و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را تعدیل می‌کند. علاوه بر این، ضریب به‌دست آمده برای این متغیر تعدیل‌گر منفی است که نشان‌دهنده تأثیر منفی آن است (تأیید فرضیه اول پژوهش).

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش: تجربه مدیرعامل در جدول (۵) نتایج برازش مدل دوم پژوهش ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

$\ln Ef_{it} = \beta_0 + \beta_1 MEXP_{it} + \beta_2 MAT_{it} + \beta_3 MEXP_{it} * MAT_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 QTobin_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 TOP_{it} + \beta_8 MB_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیر	نماد	بتا	انحراف استاندارد	تی استودنت	معنی‌داری	عامل تورم واریانس
ضریب ثابت	C	۱۴۹۶۴۶/۰	۰۱۲۷۵۴/۰	۷۳۳۶۳/۱۱	۰۰۰۰/۰	---
تجربه مدیرعامل	MEXP	۰۱۶۸۲۱/۰	۰۰۶۲۶۷/۰	۶۸۴۱۰۷/۲	۰۰۷۳/۰	۶۵۴۸۶۴/۱
چرخه عمر شرکت	MAT	۰۱۶۶۷۱/۰	۰۰۲۵۴۱/۰	۵۶۱۸۹۶/۶	۰۰۰۰/۰	۰۸۸۱۹۲/۱
تجربه مدیرعامل* چرخه عمر	MEXP*MAT	۰۸۱۰۱۳/۰	۰۱۰۰۰۸/۰	۰۹۴۷۷۹/۸	۰۰۰۰/۰	۷۱۴۶۳۹/۱
اندازه شرکت	SIZE	۰۰۲۰۰۴/۰	۰۰۰۷۷۷/۰	۵۷۹۶۵۹/۲	۰۰۹۹/۰	۰۱۳۵۳۴/۱
کیوتوبین	Q-TOBIN	۱۰۷۴۷۹/۰	۰۵۹۵۵۵/۰	۸۰۴۷۱۰/۱	۰۷۱۲/۰	۹۳۳۹۸۹/۲
اهرم مالی	LEV	۰۲۶۴۱۷/۰	۰۰۶۶۱۹/۰	۹۹۰۹۸۵/۳	۰۰۰۱/۰	۲۴۹۳۱۹/۱
تمرکز مالکیت	TOP	۰۰۶۳۷۹/۰	۰۰۵۹۲۶/۰	۰۷۶۴۲۲/۱	۲۸۱۸/۰	۰۴۲۹۵۸/۱
ارزش بازار به دفتری	MB	۰۰۰۳۳۸/۰	۰۰۰۱۶۷/۰	۰۲۱۳۲۹/۲	۰۴۳۳/۰	۸۱۱۶۴۳/۲
ضریب تعیین تعدیل‌شده			۵۰۰۰۸/۰			
آماره F			۳۶۵۷۷۰/۸			
سطح معنی‌داری			۰۰۰۰۰/۰			
دوربین-واتسون			۷۶۱۲۴۰/۱			
آماره بروش-پاگان			۲۹۱۵۶/۱۳			
سطح معنی‌داری			۱۰۲۲/۰			

منبع: یافته‌های پژوهش

آماره F برای این مدل رگرسیونی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار است و معنی‌داری کلی رگرسیون خطی تأیید می‌شود. ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل نیز، نشان می‌دهد تقریباً ۵۰ درصد از تغییرات متغیر کارایی سرمایه‌گذاری توسط متغیرهای مستقل و کنترلی مدل توضیح داده می‌شود. نتایج جدول (۵) عدم هم‌خطی شدید بین متغیرهای مستقل (و کنترلی) را تأیید می‌کند. با توجه به این‌که آماره دوربین-واتسون در بازه ۱/۵ الی ۲/۵ قرار دارد، نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی شدید بین باقیمانده‌های مدل است. سطح معنی‌داری به‌دست آمده برای آزمون بروش-پاگان نیز، بیشتر از خطای ۵ درصد است و نشان از وجود همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل دارد.

بر اساس نتایج جدول (۵)، سطح معنی‌داری به‌دست آمده برای متغیر تعدیل‌گر "تجربه مدیرعامل\* چرخه عمر شرکت (MEXP\*MAT)" کمتر از خطای ۵ درصد است که نشان می‌دهد چرخه عمر شرکت (مرحله بلوغ) رابطه بین تجربه مدیرعامل و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را تعدیل می‌کند. علاوه بر این، ضریب به‌دست آمده برای این متغیر تعدیل‌گر منفی است که نشان‌دهنده تأثیر منفی آن است (تأیید فرضیه دوم پژوهش).

#### نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش: دوگانگی وظیفه مدیرعامل

در جدول (۶) نتایج برازش مدل سوم پژوهش ارائه شده است. سطح معنی‌داری آماره F برای این مدل، معنی‌داری کلی رگرسیون خطی را تأیید می‌کند. ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل نیز، نشان می‌دهد تقریباً ۵۱ درصد از تغییرات موجود در کارایی سرمایه‌گذاری توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می‌گردد. عامل تورم واریانس همه متغیرهای مدل کمتر از ۱۰ بوده و عدم هم‌خطی شدید بین متغیرهای مستقل (و کنترلی) را تأیید می‌کنند. آماره آزمون دوربین-واتسون نیز، ۱/۷۵ بوده و نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی شدید بین باقیمانده‌های مدل است. سطح معنی‌داری به‌دست آمده برای آزمون بروش-پاگان نیز، بیشتر از خطای ۵ درصد می‌باشد که وجود همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل را تأیید می‌کند.

بر اساس نتایج جدول (۶)، سطح معنی‌داری به‌دست آمده برای متغیر تعدیل‌گر "دوگانگی وظیفه مدیرعامل\* چرخه عمر شرکت (DUAL\*MAT)" بیشتر از خطای ۵ درصد است که نشان می‌دهد چرخه عمر شرکت (مرحله بلوغ) رابطه بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را تعدیل نمی‌کند (رد فرضیه سوم پژوهش). این در حالی است که دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد.

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

$$InE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DUAL_{it} + \beta_2 MAT_{it} + \beta_3 DUAL_{it} * MAT_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 QTobin_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 TOP_{it} + \beta_8 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	نماد	بتا	انحراف استاندارد	تی استودنت	معنی داری	عامل تورم واریانس
ضریب ثابت	C	۱۵۱۱۴۰/۰	۰۱۲۸۲۹/۰	۷۸۱۵۷/۱۱	۰۰۰۰/۰	---
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	DUAL	۰۲۰۶۹۲/۰	۰۰۷۵۱۳/۰	۷۵۴۳۳۲/۲	۰۰۵۹/۰	۰۶۱۰۲۷/۲
چرخه عمر شرکت	MAT	۰۲۲۷۸۴/۰	۰۰۲۵۴۲/۰	۹۶۲۸۵۳/۸	۰۰۰۰/۰	۰۸۲۲۱۶/۱
دوگانگی وظیفه مدیرعامل* چرخه عمر شرکت	DUAL*MAT	۰۰۵۵۷/۰	۰۱۰۴۸۷/۰	۵۳۱۱۸۷/۰	۵۹۵۳/۰	۱۰۶۷۹۱/۲
اندازه شرکت	SIZE	۰۰۲۳۷۷/۰	۰۰۰۷۸۳/۰	۰۳۴۸۴۵/۳	۰۰۲۴/۰	۰۲۳۳۸۰/۱
کیوتوبین	Q-TOBIN	۹۹۶۳۲۵/۰	۳۵۸۲۹۷/۳	۲۹۶۶۷۶/۰	۷۶۶۷/۰	۹۳۲۱۶۷/۲
اهرم مالی	LEV	۰۲۲۸۳۹/۰	۰۰۶۶۷۹/۰	۴۱۹۳۳۱/۳	۰۰۰۶/۰	۲۶۳۶۰۴/۱
تمرکز مالکیت	TOP	۰۰۲۵۶۹/۰	۰۰۵۹۶۰/۰	۴۳۰۹۶۶/۰	۶۶۶۵/۰	۰۴۷۸۲۲/۱
ارزش بازار به دفتری	MB	۰۰۰۳۲۲/۰	۰۰۰۱۶۸/۰	۹۰۹۸۵۷/۱	۰۵۶۲/۰	۸۲۵۲۶۸/۲
ضریب تعیین تعدیل شده			۵۰۹۰۷۷/۰			
آماره F			۳۵۹۷۳۸/۸			
سطح معناداری			۰۰۰۰۰۰/۰			
دوربین-واتسون			۷۵۴۶۱۲/۱			
آماره بروش-پاگان			۸۸۲۴۶۱/۹			
سطح معنی داری			۲۷۳۴/۰			

منبع: یافته‌های پژوهش

#### نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش: جنسیت مدیران

نتایج برازش مدل چهارم پژوهش در جدول (۷) گزارش شده است. معنی داری کلی رگرسیون خطی را می‌توان از طریق معنی داری آماره F این مدل تأیید نمود. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز، نشان می‌دهد تقریباً ۵۰ درصد از تغییرات متغیر کارایی سرمایه‌گذاری توسط متغیرهای مستقل و کنترلی مدل توضیح داده می‌شود. عامل تورم واریانس همه متغیرهای مدل کمتر از ۱۰ بوده و عدم هم‌خطی شدید بین

متغیرهای مستقل (و کنترلی) را تأیید می‌کنند. آماره آزمون دوربین-واتسون نیز، بین ۱/۵ تا ۲/۵ بوده و نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی شدید بین باقیمانده‌های مدل است. سطح معنی‌داری به‌دست آمده برای آزمون بروش-پاگان نیز، بیشتر از خطای ۵ درصد می‌باشد که وجود همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل را تأیید می‌کند.

**جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش**

$InE_{it} = \beta_0 + \beta_1 MGEN_{it} + \beta_2 MAT_{it} + \beta_3 MGEN_{it} * MAT_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 QTobin_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 TOP_{it} + \beta_8 MB_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیر	نماد	بتا	انحراف استاندارد	تی استودنت	معنی‌داری	عامل تورم واریانس
ضریب ثابت	C	۱۳۸۹۳۶/-	۰۱۲۷۸۹/۰	۸۶۳۷۴/-۱۰	۰۰۰۰/۰	---
جنسیت مدیران	MGEN	۰۲۵۰۶۰/-	۰۰۵۵۶۵/۰	۵۰۲۷۷۳/-۴	۰۰۰۰/۰	۴۵۳۶۲۵/۱
چرخه عمر شرکت	MAT	۰۲۰۸۴۸/-	۰۰۲۵۳۹/۰	۲۱۰۲۵۷/-۸	۰۰۰۰/۰	۰۸۶۳۰۲/۱
جنسیت مدیران* چرخه عمر	MGEN*MAT	۰۱۰۷۶۷/-	۰۱۱۷۵۶/۰	۹۱۵۸۸۰/-	۳۵۹۸/۰	۴۹۹۸۳۲/۱
اندازه شرکت	SIZE	۰۰۱۷۰۹/۰	۰۰۰۰۷۷۷/۰	۲۰۰۲۴۶/۲	۰۲۷۸/۰	۰۱۲۸۷۵/۱
کیوتوبین	Q-TOBIN	۱۵۹۹۴۶/۰	۳۳۳۶۹۶/۰	۴۷۹۳۱۵/۰	۶۳۱۷/۰	۹۳۱۸۸۵/۲
اهرم مالی	LEV	۰۲۳۲۶۲/۰	۰۰۶۶۲۹/۰	۵۰۸۸۹۷/۳	۰۰۰۵/۰	۲۵۲۲۵۷/۱
تمرکز مالکیت	TOP	۰۰۳۹۰۱/۰	۰۰۵۹۲۵/۰	۶۵۸۴۷۴/۰	۵۱۰۳/۰	۰۴۱۵۹۶/۱
ارزش بازار به دفتری	MB	۰۰۰۳۸۴/-	۰۰۰۱۶۷/۰	۲۹۴۸۰۷/-۲	۰۲۱۸/۰	۸۰۹۳۶۰/۲
ضریب تعیین تعدیل شده			۵۰۲۰۱۹/۰			
آماره F			۳۷۸۸۳۷/۸			
سطح معناداری			۰۰۰۰۰۰/۰			
دوربین-واتسون			۷۴۷۳۲۹/۱			
آماره بروش-پاگان			۳۷۰۵۲/۱۰			
سطح معنی‌داری			۲۴۰۰/۰			

منبع: یافته‌های پژوهش

بر اساس نتایج جدول (۷)، معنی‌داری متغیر تعدیل‌گر "جنسیت مدیران\*چرخه عمر شرکت (MGEN \*MAT)" از سطح خطای ۵ درصد بیشتر است و نشان می‌دهد چرخه عمر شرکت (مرحله بلوغ)



رابطه بین جنسیت مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را تعدیل نمی‌کند (رد فرضیه چهارم پژوهش). این در حالی است که جنسیت مدیران و چرخه عمر شرکت (مرحله بلوغ) بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معنی‌داری دارند.

### بحث و نتیجه‌گیری

در شرایط نامطمئن اقتصادی امروز و وجود بازارهای رقابتی و از طرفی محدودیت منابع برای تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، شرکت‌ها برای تداوم فعالیت خود و توسعه فعالیت‌های اقتصادی، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مطلوب و به‌موقع دارند. به بیان دیگر، باید کارایی سرمایه‌گذاری خود را افزایش دهند. در این راستا، شناسایی متغیرهای اثرگذار بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت اهمیت ویژه‌ای دارد. علاوه بر این، استراتژی‌های اتخاذشده در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت متفاوت است. بر این اساس، در پژوهش حاضر اثر تعدیلی چرخه عمر شرکت (مرحله بلوغ) بر رابطه بین ویژگی‌های مدیریت (تحصیلات مدیر عامل، تجربه مدیر عامل، دوگانگی وظیفه مدیر عامل و جنسیت مدیران) و کارایی سرمایه‌گذاری در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد بررسی قرار گرفت؛ نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد، چرخه عمر شرکت رابطه بین تحصیلات مدیر عامل و کارایی سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند. به بیان دیگر، این متغیر ترکیبی شامل مرحله بلوغ شرکت و تحصیلات مدیر عامل باعث کاهش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. این نتیجه پژوهش را می‌توان در راستای نتایج هیت و تیلر (۱۹۹۱)، برتراند و اسپوآر (۲۰۰۳)، دالزیل و همکاران (۲۰۱۰) و برکر و مولر (۲۰۰۲) در نظر گرفت. آنان نشان دادند مدیران اجرایی با بهره‌گیری از توان شناختی خود، قابلیت پذیرش و به‌کارگیری ایده‌های جدید و دانش سرمایه‌گذاری در مخارج تحقیق و توسعه را دارند. این قابلیت منجر به نوآوری و تولید محصولات جدید می‌شود؛ بر اساس نتایج آزمون این فرضیه، تحصیلات مدیرعامل بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی دارد و در مرحله بلوغ تشدید می‌شود؛ در راستای نتایج محمدی و صالحی (۱۳۹۶) می‌توان این رابطه را به بیش‌اعتمادی مدیران و یا به‌کارگیری هوش و استعداد آنان برای کسب منافع شخصی نسبت داد. بنابراین، به قانون‌گذاران، سازمان بورس اوراق بهادار و هیئت مدیره پیشنهاد می‌شود تا با اعمال محدودیت‌های لازم برای انجام سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد و همچنین، سرمایه‌گذاری دارای بازده غیرمتعارف، دامنه تصمیمات سرمایه‌گذاری آنان را محدود کنند و سرمایه‌گذاران و سهامداران نیز، با توجه به خط‌مشی سرمایه‌گذاری شرکت، پورتهوی خود را انتخاب کنند.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داد، چرخه عمر شرکت رابطه بین تجربه مدیر عامل و کارایی سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند. به بیان دیگر، این متغیر ترکیبی شامل مرحله بلوغ شرکت و تجربه مدیر عامل باعث کاهش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. این نتیجه پژوهش را می‌توان در راستای نتایج آریان‌پور و مهرفرد (۲۰۲۳) و پان و لی (۲۰۱۶) در نظر گرفت. پان و لی (۲۰۱۶) معتقدند مدیران باتجربه و توانمند به دلیل اعتماد بیش از حد، برآورد خوش‌بینانه‌تری از چشم‌انداز پروژه دارند که منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود. بر اساس نتایج آزمون فرضیه دوم نیز، تأثیر منفی تجربه مدیرعامل بر کارایی سرمایه‌گذاری

در مرحله بلوغ شرکت تشدید می‌شود. این نتیجه را می‌توان به بیش‌اعتمادی مدیرعامل و یا فرصت‌طلبی وی نسبت داد. تحصیلات و تجربه به‌عنوان ارکان سرمایه‌انسانی در نظر گرفته می‌شوند. سرمایه‌انسانی باید در اختیار منافع شرکت و ذی‌نفعان آن قرار گیرد. بنابراین، لازم است تدوین‌کنندگان مقررات و فعالان بازار سرمایه، دامنه تصمیمات سرمایه‌گذاری ناکارا (بیش‌از حد و یا کمتر از حد) را محدود کنند و سهامداران نیز، با ارائه پیشنهادهای و راهکارهای انگیزشی از جمله پاداش مبتنی بر قیمت سهام، منافع شخصی آنان را با منافع سهامداران همسو کنند.

نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش نشان داد، مرحله بلوغ از چرخه عمر شرکت رابطه بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و کارایی سرمایه‌گذاری را تعدیل نمی‌کند. در حالی‌که، دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت معنی‌داری دارد. اگر مدیرعامل رئیس هیئت مدیره نیز، باشد، نقش دوگانه مدیرعامل ایجاد می‌شود و قدرت بیشتری پیدا می‌کند. در نتیجه، از نظارت مؤثر و کنترل جلوگیری می‌شود. بنابراین، این نتیجه پژوهش با نتایج جنسن (۱۹۹۳)، تین و همکاران (۲۰۱۳)، ویجتیلاک و اکانیاک (۲۰۱۹)، فاما و جنسن (۱۹۸۳) و جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) هماهنگی دارد. در راستای نتایج آزمون فرضیه سوم، با توجه به این‌که استقلال هیئت مدیره یکی از ارکان حاکمیت شرکتی محسوب می‌شود، حذف نقش دوگانه مدیرعامل باعث نظارت بیشتر بر عملکرد وی می‌شود و استقلال هیئت مدیره را افزایش می‌دهد. لذا به قانون‌گذاران پیشنهاد می‌شود به منظور افزایش کیفیت حکمرانی مطلوب شرکت، محدودیت‌هایی برای تصدی نقش دوم مدیرعامل در هیئت مدیره شرکت اعمال کنند و سهامداران و تحلیل‌گران نیز، در معاملات سهام و انتخاب پورتفوی، ساختار هیئت مدیره شرکت را مورد توجه قرار دهند. نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش نشان داد، چرخه عمر شرکت رابطه بین جنسیت مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری را تعدیل نمی‌کند. در حالی‌که، جنسیت مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی معنی‌داری دارد که با نتایج هیوز و همکاران (۲۰۰۹)، کمپبل و مینگویز-ورا (۲۰۰۸)، کمپبل و مینگویز-ورا (۲۰۱۰)، لوکراث‌رورز (۲۰۱۰) و رثوف (۲۰۱۵) سازگاری ندارد؛ آنان معتقدند مهارت‌های ارزشمند زنان منجر به بهبود کارایی و عملکرد شرکت می‌شود که در نتیجه، بر ارزش شرکت و پایداری آن اثر مثبت خواهد داشت. بر اساس نتایج، وجود زن در بین اعضای هیئت مدیره باعث کاهش کارایی سرمایه‌گذاری شده است. به بیان بهتر، تصمیم‌گیری با حضور مدیران زن منجر به سرمایه‌گذاری بیش‌از حد یا کمتر از حد مطلوب شده است. با توجه به این‌که به‌طور میانگین، زنان ریسک‌گریزتر از مردان هستند تمایل به سرمایه‌گذاری محافظه‌کارانه دارند و از طرفی آنان دارای مهارت‌های ارزشمندی مانند دقت و نظارت بیشتر هستند که موجب ارزش‌آفرینی برای شرکت می‌شود؛ لذا به قانون‌گذاران پیشنهاد می‌شود با استفاده از الزامات قانونی زمینه عضویت زنان در هیئت مدیره را فراهم کنند تا در عرصه حکمرانی شرکت زمینه نظارت دقیق‌تر و بهتر فراهم شود. همچنین، به مشاوران، تحلیل‌گران و مدیران پیشنهاد می‌شود سطح ریسک‌پذیری بهینه شرکت را در مراحل چرخه عمر تعیین کنند تا زمینه تصمیم‌گیری، ارزیابی و نظارت بهتر بر عملکرد مدیر فراهم شود؛ سرمایه‌گذاران نیز، در زمان تصمیم‌گیری ترکیب هیئت مدیره را مد نظر قرار دهند.

علاوه بر پیشنهادهای کاربردی که برای هر یک از نتایج آزمون فرضیه‌ها مطرح شد، پژوهش حاضر از دیدگاه نظری می‌تواند به توسعه مبانی مربوط به ویژگی‌های مدیریتی مؤثر بر کارایی شرکت کمک کند. همچنین، با تبیین تأثیر مراحل چرخه عمر شرکت بر این روابط به غنای ادبیات رشد و پایداری شرکت کمک می‌کند.

در پژوهش‌های آتی می‌توان ویژگی‌های روان‌شناختی و دیدگاه مالی رفتاری را در روابط مورد بحث در نظر گرفت و تأثیر ریسک‌پذیری مدیران و سویه‌های رفتاری آنان مانند بیش‌اعتمادی، نزدیک‌بینی، خوش‌بینی و بدبینی را بر کارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار داد.

### ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: این پژوهش حامی مالی ندارد.  
مشارکت نویسندگان: همه نویسندگان در آماده‌سازی پژوهش مشارکت داشته‌اند.  
تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.  
تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## References

- Adizes, I. (1989). *Corporate life cycle: How and why corporations grow and die and what do about it*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs. 10(3), <https://doi.org/10.4236/me.2019.103051>
- Aggarwal, R; Jindal, V; & Seth, R. (2019). Board diversity and firm performance: The role of business group affiliation. *International Business Review*, 28(6). <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2019.101600>
- Aktas, N; Louca, Ch; & Petmezas, D. (2019). CEO overconfidence and the value of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 54(3), 85-106.
- Al-Hadia, A; Chatterjeeb, B; Yaftianc, A; Taylora, G; & Monzur-Hasan, M. (2017). Corporate social responsibility performance, financial distress and firm life cycle: evidence from Australia. *Accounting and Finance*, 12, 1-29.
- Anthony, J. H; Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 5(1), 203-27.
- Arabsalehi, M; Googerdchian, A; & Hashemi, M. (2014). Factors effecting capital asset investment decisions of listed companies in Tehran stock exchange. *Quarterly Financial Accounting*, 6(23), 67-85. (In Persian)
- Arianpoor, A. & Mehrfard, N. (2023). The impact of managerial attributes on cash holding and investment efficiency and the mediator role of cash holding. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 14 (4), 610-628.
- Barker, V. L. & Mueller, G. C. (2002). CEO characteristics and firm R&D spending. *Management Science*, 48(6), 782-801.
- Bertrand, M. & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *Quarterly Journal of Economics*, 118, 1169-1208.
- Biddle, G. C; Hilary, G; & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131.
- Bonabi-Ghadim, R. & Majidi, H. (2022). The effect of narcissism and CEO power on the investment efficiency and consistent earnings growth. *Financial Management Strategy*, 10(3), 203-224. (In Persian)
- Campbell, K. & Minguez Vera, A. (2010). Female board appointments and firm valuation: Short and long-term effects. *Journal of Management and Governance*, 14(1), 37-59.
- Campbell, K. & Minguez-Vera, A. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 435-451.
- Chang, H. Y. & Ma, C. A. (2019). Financial flexibility, managerial efficiency and firm life cycle on firm performance: An empirical analysis of Chinese listed firms. *Journal of Advances in Management Research*, 16 (2), 168-180.

Chen, S; Li, Z; Han, B; & Ma, H. (2021). Managerial ability, internal control and investment efficiency. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 31 (1). <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100523>

Core, J; Holthausen, R; & Larcker, D. (1999) Corporate governance, chief executive officer compensation and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.

Dalziel, T; & Gentry, R. J; & Bowerman, M. (2011). An integrated agency–resource dependence view of the influence of directors' human and relational capital on firms' R&D spending. *Journal of Management Studies*, Wiley Blackwell, 48, 1217-1242.

Dickinson, V. (2006). Future profitability and growth, and the roles of firm life cycle and barriers- to- entry. PhD Dissertation, University of Wisconsin– Madison. <https://www.proquest.com/docview/304970418/>

Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969–1994.

Fama, E. & Jensen, M; (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 301–326.

Fujianti, L. (2018). Top management characteristics and company performance: An empirical analysis on public companies lListed in the Indonesian Stock Exchange. *European Research Studies Journal*, 2, 62-76.

Gunz, H. P. & Jalland, R. M. (1996). Managerial careers and business strategies. *The Academy of Management Review*, 21(3), 718–756.

Habib, A. & Hasan, M. (2017). Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk. *Research in International Business and finance*, 42(1), 262-274.

Hambrick, D. C. & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(1), 193–206.

Hasan, M. M. & Habib, A. (2017). Corporate life cycle, organizational financial resources and corporate social responsibility. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 13(1), 20–36.

He, Y; Chen, C. & Hu, Y. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 47(3), 501–510.

Helfat, C. E. & Peteraf, M. A. (2003). The dynamic resource based view: capabilities lifecycles. *Strategic Management Journal*, 24, 997–1010.

Hendriksen, E. & Van-Breda, S; F, M. (1992). *Accounting theory*. 5th Edition. Irwin, Homewood, Ill. <https://www.scribd.com/document/437852300/Accounting-Theory-Eldon-Hendriksen-pdf>

Hitt, M. A. & Tyler, B. B. (1991). Strategic decision models: Integrating different perspectives. *Strategic Management Journal*, 12, 327-351.

Hovakimian, G. (2020). Financial constraints and investment efficiency: Internal capital allocation across the business cycle. *Journal of Financial Intermediation*, 20(2), 264-283.

Huse, M; Nielsen, S; & Hagen, I. (2009). Women and employee elected board members, and their contributions to board control tasks. *Journal of Business Ethics*, 89(4), 581-597.

Jannatmakan, H; Hamidian, M; & Hajiha, Z. (2021). The impact of corporate political relationships on value-based management performance indicators and operational efficiency. *Empirical Research in Accounting*, 11(3), 47-78. (In Persian)

Jenkins, D; Kane, G; & Velury, U. (2004). The impact of the corporate life-cycle on the value-relevance of disaggregated, earnings components. *Review of Accounting and Finance*, 3, 5-20.

Jensen, M. C. (1993). Presidential address: the modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831- 880.

Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-60.

Jovanovic, B. (1982). Selection and the evolution of industry. *Econometrica*, 50(3), 649-670.

Karami, G. R. & Omrani, H. (2010). The effect of life-cycle stages and accounting conservatism on firm valuation. *Accounting and Auditing Review*, 17(1), 79-96. (In Persian)

Kaur, R. & Singh, B. (2018). CEOs' characteristics and firm performance: A study of Indian firms. *Indian Journal of Corporate Governance*, 11(2), 185-200.

Kim, B. & Suh, J. (2009). Financial life cycle and capital structure. Available at: <http://www.apjfs.org>

Lai, S. M. & Liu, C. L. (2018). Management characteristics and corporate investment efficiency. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, Taylor & Francis Journals, 25(3-4), 295-312.

Lu'ckerath-Rovers, M. (2010). Women on boards and firm performance. *Journal of Management and Governance*, 17(2), 491-509.

Madan, K. (2007). An analysis of the debt-equity structure of leading hotel chains in India. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 19(5), 397-414.

Mandegari, A. & Damoori, D. (2023). The effect of financial flexibility, managerial efficiency, and life cycle on the financial performance of companies listed in the Tehran stock exchange. *Financial Management Strategy*, 11(2), 97-128. (In Persian)

Mohamadi, S. & Sallehi, A. (2017). A study of the relationship between management ability with investment efficiency and stock price crash risk. *Journal of Accounting Advances*, 9(2), 93-119. (In Persian)

Mohamadi, Y; Mohamadi, A; & Esmaeli-Kia, G. (2020). Managerial overconfidence, financing policies and investment efficiency. *Journal of Iranian Economic Issues*, 6(2), 195-231. (In Persian)

Mukherjee, T. & Sen, S. (2022). Impact of CEO attributes on corporate reputation, financial performance, and corporate sustainable growth: evidence from India. *Financial Innovation*, 8(40), 1-50.

Muñoz, F. (2013). Liquidity and firm investment: Evidence for Latin America. *Journal of Empirical Finance*, 20, 18-29.

Pan, Q. & Li, X. (2016). Managers' ability institutional investors and over-investment of enterprise. *Mod. Management Science (in Chinese)*, 3(3), 106-108.

Pearce, J. A. & Zahra, S. A. (1991). The relative power of CEOs and boards of directors: Associations with corporate performance. *Strategic Management Journal*, 12(2), 135-153.

Rao, K. & Tilt, C. (2016). Board composition and corporate social responsibility: The role of diversity, gender, strategy and decision making. *Journal of Business Ethics*, 138(2), 327-347.

Rostami, V; Mehravar, M; & Kargar, H. (2022). The effect of risk management on the speed of adjusting financial leverage in the life cycle stages of companies. *Journal of Accounting Advances*, 14(1), 59-88. (In Persian)

Rostami, V; Mohammadi, M; & Kargar, H. (2023). The effect of business risk management and life cycle on debt capacity of the companies listed in Tehran stock exchange. *Journal of Financial Management Perspective*, 13(42), 145-171. (In Persian)

Rouf, M. (2015). The role of CEO, board composition and firm performance: An empirical study of listed companies in Bangladesh. *Indian Journal of Commerce & Management Studies*, 2, 77-84.

Sadr, S. A; Anvari-Rostami, A; & Vadiee-Noghabi, M. H. (2014). Studying the relationship between corporate life cycle and stock liquidity of companies. *Financial Management Strategy*, 2(3), 1-25. (In Persian)

Singh, V; Vinnicombe, S; & Johnson, P. (2001) Women directors on top UK boards. *Corporate Governance: An International Review*, 9, 206-216.

Singla, C. (2016). Impact of board and CEO characteristics on Firms' performance. IIMA Working Papers, WP, 3-35, Indian Institute of Management Ahmedabad, Research and Publication Department.

Smith, N; Smith, V; & Verner, M. (2006). Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2500 Danish firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7), 569-593.

Tien, C; Chen, C. N; & Chuang, C. M. (2013). A study of CEO power, pay structure, and firm performance. *Journal of Management & Organization*, 19, 424-453.

Ujunwa, A. (2012). Board characteristics and the financial performance of Nigerian quoted firms. *Corporate Governance*, 12(5), 656-674.

Valizadeh Larijani, A. & Banimahd, B. (2022). Financial statement items, life cycle and bankruptcy. *Empirical Research in Accounting*, 12(2), 91-110. (In Persian)

Van-der-Walt, N. & Ingley, C. (2003). Board dynamics and the influence of professional background, gender and ethnic diversity of directors. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), 218-234.

Wijethilake, C. & Ekanayake, A. (2019). CEO duality and firm performance: the moderating roles of CEO informal power and board involvements. *Social Responsibility Journal*, 16(8), 1453-1474.

Yermack, D. (2006) Flights of Fancy: Corporate Jets, CEO Perquisites and Inferior Shareholder Return. *Journal of Financial Economics*, 80, 211-242.

Zarghamifard, M; & Behboudi, M. R. (2014). The glass cliff Phenomenon: Women experiences and challenges in leadership position. *Organizational Culture Management*, 12(2), 191-211. (In Persian)

#### COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.

