

The Effect of the Board Characteristics and Management Entrenchment on Firm Diversification Strategy

Vahid Taghizahed Khanqah¹

Mehdi Zeynali²

Abstract

The purpose of this paper is to examine the effect of the board characteristics and the management entrenchment on the diversification strategy at firms listed in Tehran Stock Exchange. In this regard, 110 companies were selected for the period 2008-2014. Panel data method was used to test the hypotheses. In order to examine board characteristics, board size and board independence proxies and to review the management entrenchment, CEO duality, managerial ownership and over investment risk were used. For measuring corporate diversification, Herfindahl and entropy were used. The results show that the size and independence board have negative and positive effects on corporate diversification. This means that company diversification is at high level with large boards and low independent board members. The results show that the CEO duality and the increase of over investment risk have a positive effect on corporate diversification, while managerial ownership has no effect on diversification. The results are consistent with agency theory. According to this theory, the increase in the conflict between shareholders and managers makes the internal managers motivated for opportunistic behavior in order to diversify their enterprise.

Keywords: Board Characteristic, Management Entrenchment, Diversification, Agency Theory.

JEL: M41, M14, O16, G34

¹ Department of Accounting, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran Corresponding Author, Email: vahid20t@yahoo.com

² Department of Accounting, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran , Email: dr.zeynali@gmail.com

تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره و جبهه‌گیری مدیریت بر استراتژی متنوع سازی

شرکت^۱

وحید تقی‌زاده خانقاه و مهدی زینالی^۲

چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره و جبهه‌گیری مدیریت بر استراتژی متنوع سازی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این راستا تعداد ۱۱۰ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۷ انتخاب گردید. از روش داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شد. برای بررسی ویژگی‌های هیئت‌مدیره از شاخص‌های اندازه و استقلال هیئت‌مدیره و برای بررسی جبهه‌گیری مدیریت از سه شاخص دوگانگی پست مدیرعامل، مالکیت مدیریتی و ریسک سرمایه‌گذاری بیشتر از حد استفاده شده است. همچنین جهت اندازه‌گیری متنوع سازی شرکتی از دو شاخص هرفیندال و آنتروپی استفاده شد. نتایج نشان می‌دهد که اندازه و استقلال هیئت‌مدیره به ترتیب یک تأثیر مثبت و منفی بر متنوع سازی شرکت دارند. بدین معنی که در شرکت‌هایی با هیئت‌مدیره‌های بزرگ و استقلال پایین اعضای هیئت‌مدیره، متنوع سازی شرکت در سطح بالایی است. همچنین نتایج نشان داد که دوگانگی پست مدیرعامل و افزایش ریسک سرمایه‌گذاری بیشتر از حد بر متنوع سازی شرکت تأثیر مثبتی دارند در حالی که مالکیت مدیریتی تأثیری بر متنوع سازی شرکت ندارد. نتایج سازگار با تئوری نمایندگی است. مطابق این تئوری افزایش تضاد بین سهامداران و مدیران موجب می‌شود تا مدیران داخلی شرکت برای انجام رفتارهای فرصت‌طلبانه خود در جهت متنوع سازی شرکت، انگیزه داشته باشند.

واژه‌های کلیدی: ویژگی‌های هیئت‌مدیره، جبهه‌گیری مدیریت، متنوع سازی شرکت، تئوری نمایندگی.

طبقه‌بندی موضوعی: M41, M14, O16, G34

^۱ کد DOI مقاله: 10.22051/jfm.2017.9108.1069

^۲ دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران نویسنده مسئول،

Email: Vahid20t@yahoo.com

^۳ استادیار گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران

Email: Dr.Zeynali@gmail.com

مقدمه

در سال‌های اخیر تأثیر حاکمیت شرکتی بر استراتژی متنوع سازی شرکت در ادبیات مالی مورد توجه بسیاری بوده است. با رسوایی‌های مالی به وجود آمده در اوایل دهه ۱۹۹۰ بررسی این موضوع پیش از پیش اهمیت یافته است. برای پرداختن به مشکلات ناشی از بحران‌های مالی اخیر، به‌ویژه موارد ناشی از سامانه‌های ضعیف حاکمیت شرکتی، نیاز شرکت‌ها به داشتن اعضای هیئت‌مدیره، کمیته‌های فرعی و حضور مدیران غیرموظف در گروه‌های مدیریتی، احساس می‌شود (هرمالین و میشل^۱، ۲۰۰۳). از یک طرف تعهدات مربوط به اجرای قوانین و مقررات در هر کشور (مانند قانون ساربنز آکسلی) و از سوی دیگر، ایجاد راه‌حل‌های سازمانی، مشکلات نمایندگی شرکت‌ها را به حداقل رسانده است. در این چارچوب، اکثر مطالعات تجربی تلاش کرده‌اند تا ارتباط بین ساختار مالکیت و استراتژی متنوع سازی را در کشورهایی که سهامداران در مقابل رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران آسیب‌پذیر می‌باشند، مورد بررسی قرار دهند. این مطالعات فرض می‌کنند که بین منافع گروه‌های مختلف سهامداران، همگرایی وجود دارد. علاوه بر این، واضح است که استراتژی متنوع سازی، وضعیتی را نشان می‌دهد که مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران کاهش یافته است، از این رو شرکت‌ها به دنبال یک نوع استراتژی برای همسویی منافع بین مدیران و سهامداران هستند (دنيس و همکاران^۲، ۲۰۰۲).

متنوع سازی شرکت دارای منافع و هزینه‌هایی است. مزایای متنوع سازی ایجاد بازارهای سرمایه داخلی افزایش ظرفیت بدهی و گسترش دامنه فعالیت‌های اقتصادی است. هزینه‌های متنوع سازی شرکت عمدتاً ناشی از مشکلات نمایندگی است. مدیران ممکن است برای حمایت از سرمایه انسانی، افزایش منافع شخصی یا تثبیت موقعیت خود انگیزه‌ای برای متنوع سازی داشته باشند. در شرکت‌های متنوع ساز، مدیران ممکن است دسترسی آسانی به سرمایه داشته باشند که ممکن است منجر به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد شود (مارویان^۳، ۲۰۱۵). در حالی که متنوع سازی همچنان به‌عنوان یک استراتژی رشد برای شرکت‌ها تلقی می‌شود اما اتفاق نظر کمی در رابطه با نقش‌های مختلف هیئت‌مدیره و متنوع سازی شرکت وجود دارد. با وجود تعداد قابل توجهی از مطالعات هنوز هیچ اتفاق نظر، نظری و تجربی در میان محققان وجود ندارد. از این رو این پژوهش بر آن است تا با بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره و جبهه‌گیری مدیریتی بر استراتژی متنوع سازی شرکت، چالش به وجود آمده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دهد.

¹ Hermalin & Michael

² Denis et al

³ Marouan

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

فاما و جنسن (۱۹۹۳) معتقد است که هیئت مدیره یک عنصر اساسی از مکانیسم‌های کنترلی داخلی در جهت محدود کردن هزینه‌های نمایندگی است. در این مورد، هیئت مدیره یک نقش اساسی در سیستم حاکمیت شرکتی ایفا می‌کند و مسئول نظارت بر انتخاب استراتژیک و پیشگیری از تضاد منافع است (بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه، ۱۳۹۳).

اندازه هیئت مدیره

لینک و همکاران^۱ (۲۰۰۸) نشان دادند که استراتژی متنوع سازی به وسیله هیئت مدیره‌های کوچک، به شکل مؤثری توسعه می‌یابد. علاوه بر این، کورنت و همکاران^۲ (۲۰۰۳) نشان می‌دهند که هیئت مدیره‌های بزرگ با سطوح پایین متنوع سازی شرکت مرتبط هستند. این نتایج با این ایده سازگار است که حل و فصل مشکلات مربوط به هماهنگی عملیات سازمان، زمانی که اندازه هیئت مدیره رشد می‌کند، دشوارتر است. مارویان (۲۰۱۵) با بررسی شرکت‌های تونسی نشان داد که بین اندازه هیئت مدیره و استراتژی متنوع سازی شرکت ارتباط منفی وجود دارد.

در مقابل پیرس و زهرا^۳ (۱۹۹۲) نشان می‌دهند که هیئت مدیره‌های بزرگ کنترل بیشتری بر شرکت دارند و رفتارهای فرصت طلبانه مدیران را محدود می‌کنند. این نتایج با مطالعات دالتون و همکاران^۴ (۱۹۹۸) سازگار است. آن‌ها نشان دادند که ارتباط مثبت بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد شرکت برای شرکت‌های با اندازه کوچک و متوسط کمتر است. چین و هو (۲۰۰۲) سطوح متنوع سازی به طور مثبتی با اندازه هیئت مدیره مرتبط است. آن‌ها معتقدند عواملی که ارتباط بین اندازه هیئت مدیره و متنوع سازی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، با فرایندهای کنترل مدیریت و کیفیت فرایند تصمیم‌گیری ارتباط بیشتری دارد. در نتیجه، هیئت مدیره‌های بزرگ منابع بیشتری برای کسب و کار فراهم می‌آورند.

¹ Linck et al

² Cornett et al

³ Pearce & Zahra

⁴ Dalton et al

هیئت‌مدیره مستقل

مطالعات متعددی تأثیر مدیران غیرموظف بر استراتژی متنوع سازی را مورد بررسی قرار داده‌اند که نتایج مختلفی به دست آمده است. حسین و همکاران^۱ (۲۰۰۰) رابطه مثبتی را بین سطوح بالای استقلال هیئت‌مدیره و متنوع سازی شرکت کشف کردند. چنگ و همکاران^۲ (۲۰۰۳) نشان دادند که استقلال اعضای هیئت‌مدیره به‌طور مثبتی استراتژی متنوع سازی شرکت را از طریق بهبود کنترل‌های مؤثر بر اقدامات سایر اعضای هیئت‌مدیره، تحت تأثیر قرار می‌دهد. با این وجود، چین و هو^۳ (۲۰۰۲) نشان دادند یک رابطه منفی بین نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و استراتژی متنوع سازی وجود دارد. مارویان (۲۰۱۵) نشان داد که بین استقلال اعضای هیئت‌مدیره و متنوع سازی شرکت ارتباط منفی وجود دارد. از سوی دیگر، کانلی و لیاپایوم^۴ (۲۰۰۴) ارتباط آماری معنی‌داری را بین حضور مدیران مستقل و استراتژی متنوع سازی مشاهده نکردند. والتین و گانتنبن^۵ (۲۰۱۶) با بررسی شرکت‌های سوئیسی نشان دادند که سرمایه فکری هیئت‌مدیره، عملکرد شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد و این رابطه بر استراتژی متنوع سازی شرکت تأثیر دارد. شوکلا و دیویدی^۶ (۲۰۱۶) با بررسی تأثیر استقلال هیئت‌مدیره بر استراتژی شرکت نشان دادند که تنوع هیئت‌مدیره از نظر ترکیب سرمایه انسانی و اجتماعی، استراتژی متنوع سازی شرکت را به‌طور مثبتی تحت تأثیر قرار می‌دهد.

ویژگی‌های مالکیت مدیریتی و استراتژی متنوع سازی رفتار جبهه‌گیری، مالکیت مدیریت و متنوع سازی

مطابق تئوری نمایندگی مدیران تمایلی به حداکثر سازی ثروت سهامداران ندارند (سینایی و همکاران، ۱۳۹۵). این تئوری به‌طور روشن توسط شیفلر و ویشنی^۶ (۱۹۸۹) به اثبات رسیده است. آن‌ها نشان دادند که مدیران برای تثبیت موقعیت خود از اختیار تصمیم‌گیری برای انجام برنامه‌های شخصی خود استفاده می‌کنند و به ارزش شرکت توجهی نمی‌کنند. آن‌ها موقعیت خود را از طریق سرمایه‌گذاری‌های خاص که ریسک کمی دارد تثبیت می‌کنند و نشان می‌دهند که نقش باارزشی

¹ Hossain et al

² Chung et al

³ Connelly & Limpaphayom

⁴ Volonté & Gantenbein

⁵ Shukla & Dwivedi

⁶ Shleifer & Vishny

برای منافع سهامداران دارند. (موسی و چیچتی، ۲۰۱۴). مهدی و سبویی^۱ (۲۰۱۱) معتقدند که متنوع سازی شرکتی ثروت سهامداران را از بین می‌برد و موجب می‌شود که سهام به کسر به فروش رود. همچنین آن‌ها بیان می‌کنند که در شرکت‌هایی که متنوع سازی جغرافیایی و صنعتی انجام می‌گیرد، پدیده مدیریت سود با شدت بیشتری اعمال می‌شود. استالز^۳ (۱۹۹۰) اشاره می‌کند که مدیران از طریق متنوع سازی می‌توانند اندازه شرکت را افزایش داده، ریسک مربوط به پایین بودن درآمد سهامداران را کاهش دهند و همچنین می‌توانند برنامه مربوط به افزایش منافع شخصی خود را توسعه دهند. مطابق با اظهارات مارویان (۲۰۱۵) جبهه‌گیری از دونقطه نظر مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد: جبهه‌گیری مدیر، این جبهه‌گیری به تمام رفتارهایی که موجب حفظ شغل، افزایش آزادی تصمیم‌گیری و حفظ سودهای شخصی است، مربوط می‌شود. دومین نوع، جبهه‌گیری سهامدار است. این نوع از جبهه‌گیری یا به‌عنوان یک نوع ابزار تخریب محسوب می‌شود، زمانی که هزینه‌های بالایی به شرکت تحمیل شده و سرمایه‌گذاری‌های شرکت ناکاراست. یا به شکل یک ابزار مطلوب است، زمانی که ادامه حیات شرکت ممکن شده و با رشد شرکت مرتبط است.

لینز و سرویس^۴ (۲۰۰۲) نشان می‌دهند که در بازارهای در حال ظهور سهامداران اقلیت به آسانی مورد سوءاستفاده قرار می‌گیرند در این بازارها هیچ کنترلی بر جریان‌های نقدی صورت نمی‌گیرد. در چنین وضعیتی مدیرانی که وضعیت تثبیت‌شده‌ای در شرکت دارند، انتظار دارند که استراتژی متنوع سازی شرکت را برای دستیابی به اهداف شخصی خود و تمایل به انجام سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، گسترش دهند. جنسن و مک لینگ^۵ (۱۹۷۶) متنوع سازی شرکت را به‌عنوان یک جنبه ضروری در مواجهه با مشکلات نمایندگی بیان می‌کنند. آگراول و سامویک^۶ (۲۰۰۳) معتقدند که استراتژی‌های متنوع سازی به‌طور کلی زمانی که نهادهای حاکمیتی ضعیف هستند، انجام می‌شود؛ زیرا آن‌ها به مدیران گزینه‌هایی را ارائه می‌دهند که وضعیت خود را تثبیت کنند و افزایش منافع را برایشان در پی داشته باشد. دنیس و همکاران (۱۹۹۷) یک رابطه منفی بین مالکیت مدیریتی و متنوع سازی کشف نمودند؛ به‌عبارت‌دیگر، وجود مالکیت سهام مدیریتی رابطه منفی با اجرای استراتژی‌های متنوع سازی دارد. مدیران آزادی بیشتری برای دنبال کردن استراتژی‌هایی دارند که ممکن است همیشه با اهداف حداکثر سازی سهامداران سازگار نباشد. این نتایج به‌وسیله مطالعات اخیر دنیس و همکاران (۲۰۰۲) به اثبات رسیده است. همچنین این رابطه زمانی وجود دارد که

¹ Moussa & Chichti

² Mehdi & Seboui

³ Stulz

⁴ Lins & Servaes

⁵ Jensen & Meckling

⁶ Aggarwal & Samwick

حمایت از منافع سهامداران ضعیف است (شوکلا و دیویدی، ۲۰۱۶). در ایران حاجیها و سعید (۱۳۹۳) رابطه مثبتی را بین متنوع سازی شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی نشان دادند.

چین و هو (۲۰۰۲) نشان داد که بین متنوع سازی شرکت و سطوح بالای مالکیت مدیریتی ارتباط مثبت وجود دارد. کورنت و همکاران (۲۰۰۸) رابطه مثبت و معنی داری را بین مالکیت مدیریتی و استراتژی های متنوع سازی شرکت نشان داد. از سوی دیگر، اگر مدیران منافع حاصل از حقوق صاحبان سهام را نگهداری کنند، کنترل شرکت توسط مالکان خارجی مشکل خواهد بود. چنین تأثیر جبهه گیری برای مدیرانی با مالکیت مدیریتی بالا، فراوان است. در این مورد، مدیران به عنوان هدف اولیه خود، حداکثر سازی ثروت سهامداران را دنبال نمی کنند، بنابراین یک رابطه منفی بین مالکیت مدیریتی و متنوع سازی کسب و کار ممکن است ایجاد شود.

دوگانگی پست مدیرعامل و متنوع سازی شرکت

مطابق با تئوری نمایندگی متنوع سازی نه تنها به دلیل دسترسی به منابع شرکت و وجود انگیزه های داخلی و خارجی است، بلکه دنبال کردن انگیزه های شخصی توسط مدیران نیز موجب متنوع سازی شرکت می شود (چین و هو، ۲۰۰۲). چندین استدلال نظری برای توضیح چنین اقدامی ارائه شده است. برای مثال مدیران نسبت به سهامداران تمایل بیشتری به سرمایه گذاری بیشتر از حد دارند. مدیران اکثر ثروت خود را از یک منبع واحد که شامل سود، شهرت و سرمایه انسانی است، به دست می آورند؛ بنابراین مدیران اجرایی ممکن است به راحتی توانایی متنوع سازی ریسک کسب و کار را داشته باشند. از این رو مدیران اجرایی به طور منطقی اقدامات مطلوبی را انجام می دهند که به کاهش تغییرپذیری سود شرکت، کمک کند و ریسک و رشکستگی را کاهش دهد. برای مثال ایسمن^۱ (۲۰۰۲) نشان داد که بین دوگانگی پست مدیرعامل و فعالیت های متنوع سازی ارتباط مثبت وجود دارد. به عقیده بنیستون^۲ (۱۹۸۵) انگیزه های مدیریتی همچون ساختن امپراتوری، قدرت شخصی و تثبیت وضعیت، موجب متنوع سازی شرکت می شود. مطابق با این ادعا فاروقی و همکاران^۳ (۲۰۱۴) بیان می کنند که متنوع سازی صنعت موجب تشدید دست کاری در فعالیت های واقعی می شود. در حالی که در ایران نیکو مرام و هادیان (۱۳۹۲) هیچ رابطه ای را بین متنوع سازی شرکت و انگیزه های مدیریت جهت مدیریت سود کشف نکردند.

¹ Eisenmann

² Benston

³ Farooqi et al

کورنت و همکاران (۲۰۰۸) و مارویان (۲۰۱۵) یک رابطه منفی را بین دوگانگی پست مدیرعامل و متنوع سازی شرکت تشخیص دادند. آیزنهارت (۱۹۸۹) نشان داد که دوگانگی پست مدیرعامل عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیر و هیئت مدیره را در زمانی که مشکلات نمایندگی بین مدیران خارجی و داخلی وجود دارد، افزایش می‌دهد. کیم و همکاران (۲۰۰۹) نشان می‌دهند که در صنایع غیر مرتبط، دوگانگی پست مدیرعامل و متنوع سازی شرکت به طور مثبتی با یکدیگر مرتبط است. آن‌ها بیان می‌کنند که شدت این رابطه زمانی که تأثیرات حاکمیت شرکتی لحاظ می‌شود، کمتر است.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: اندازه هیئت مدیره بر متنوع سازی شرکت تأثیر مثبت دارد.

فرضیه دوم: حضور اعضای غیرموظف هیئت مدیره بر متنوع سازی شرکت تأثیر منفی دارد.

فرضیه سوم: دوگانگی پست مدیرعامل بر متنوع سازی شرکت تأثیر مثبت دارد.

فرضیه چهارم: بین مالکیت مدیریتی و متنوع سازی شرکت یک رابطه منفی وجود دارد.

فرضیه پنجم: بین ریسک سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و متنوع سازی شرکت رابطه مثبت وجود دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع توصیف همبستگی و روش پژوهش از نوع پس رویدادی است. برای آزمون فرضیه‌ها، از مدل رگرسیون چند متغیره از نوع داده‌های تابلویی (مقطعی- زمانی) استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش را تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ تشکیل می‌دهد. در این پژوهش، نمونه با کل جامعه آماری آغاز و پس از در نظر گرفتن شرایط زیر انتخاب شده است:

۱. برای افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی شرکت منتخب منتهی به پایان اسفند باشد.
۲. جزء شرکت‌های مالی (مثل بانک‌ها و مؤسسه‌های بیمه) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشد.
۳. قبل از سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

¹ Eisenhardt

² Kim et al

۴. طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند و اطلاعات مالی آن‌ها در دسترس باشد. در نهایت، پس از حذف شرکت‌هایی که شرایط ذکر شده را نداشتند، تعداد نمونه پژوهش به ۱۱۰ شرکت (۷۷۰ سال- شرکت) رسید.

مدل اصلی و متغیرهای پژوهش

در پژوهش حاضر، فرضیه‌ها به کمک مدل رگرسیونی چند متغیره مبتنی بر داده‌های تابلویی (پانل دیتا) آزمون می‌شوند.

$$DH_{it}OrENTER_{it} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{it} + \beta_2 BINDE_{it} + \beta_3 DUAL_{it} + \beta_4 MOV_{it} + \beta_5 OINV_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 MBV_{it} + \beta_8 SG_{it} + \beta_9 LEV_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} FCF_{it} \quad (1)$$

در این مدل، $DH_{it}OrENTER_{it}$ شاخص هرفیندل و آنتروپی؛ $BFSIZE_{it}$ اندازه هیئت مدیره؛ $BINDE_{it}$ استقلال هیئت مدیره؛ $DUAL_{it}$ دوگانگی پست مدیرعامل؛ MOV_{it} مالکیت مدیریتی؛ $OINV_{it}$ سرمایه‌گذاری بیشتر از حد؛ $SIZE_{it}$ اندازه شرکت؛ MBV_{it} فرصت‌های رشد؛ SG_{it} رشد فروش؛ LEV_{it} اهرم مالی؛ ROA_{it} بازده دارایی؛ FCF_{it} جریان‌های نقد آزاد. در ادامه نحوه اندازه‌گیری این متغیرها ارائه می‌شود.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای مستقل: در این پژوهش ویژگی‌های هیئت مدیره و جبهه‌گیری مدیریت به‌عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده‌اند.

ویژگی‌های هیئت مدیره: برای اندازه‌گیری ویژگی‌های هیئت مدیره از دو شاخص اندازه شرکت و استقلال اعضای هیئت مدیره استفاده شده است.

اندازه هیئت مدیره ($BFSIZE$): تعداد اعضای موظف و غیرموظف عضو هیئت مدیره.

استقلال هیئت مدیره ($BIND$): نسبت تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضا.

جبهه‌گیری مدیریتی: برای اندازه‌گیری جبهه‌گیری مدیریتی از سه شاخص دوگانگی پست مدیرعامل، مالکیت مدیریتی و ریسک سرمایه‌گذاری بیشتر از حد استفاده شده است.

دوگانگی پست مدیرعامل ($DUAL$): در صورتی که در شرکتی مدیرعامل، رئیس یا نایب‌رئیس هیئت مدیره باشد، از متغیر موهومی یک و برعکس چنانچه رئیس یا نایب‌رئیس هیئت مدیره نباشد، از متغیر موهومی صفر استفاده خواهد شد.

مالکیت مدیریتی (MOW): درصد سهام نگهداری شده به وسیله اعضای هیئت مدیره.

ریسک سرمایه‌گذاری بیشتر از حد (OINV): در این پژوهش از مدل چن و همکاران (۲۰۱۱) برای اندازه‌گیری ریسک سرمایه‌گذاری بیشتر از حد استفاده می‌شود.

$$\text{INVESTMENT}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{NEG}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{REVGRW}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{NEG}_{i,t-1} \times \text{REVGRW}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

در این مدل $\text{INVESTMENT}_{i,t}$ (سرمایه‌گذاری کل): نسبت خالص افزایش در دارایی‌های مشهود و نامشهود بر دارایی‌های کل؛ $\text{NEG}_{i,t-1}$ (رشد منفی فروش): اگر رشد فروش شرکت در سال $t-1$ منفی باشد ۱ در غیر این صورت ۰؛ $\text{REVGRW}_{i,t-1}$ (رشد فروش): درصد فروش شرکت از سال $t-2$ به سال $t-1$

بر اساس این رویکرد، سرمایه‌گذاری کل تابعی از رشد منفی فروش و فرصت‌های رشد است. از طریق جایگذاری رقم محاسبه‌شده بابت سرمایه‌گذاری کل در مدل رگرسیونی ۲ پسماندهای این مدل محاسبه می‌شود. پسماندهای مثبت نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و پسماندهای منفی نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری کمتر از حد است. اگر پسماندها، مثبت (سرمایه‌گذاری بیشتر از حد) باشد از متغیر موهومی یک در غیر این صورت از متغیر موهومی صفر استفاده می‌شود.

متغیر وابسته

متنوع سازی شرکت: در این مطالعه برای اندازه‌گیری متنوع سازی شرکتی از دو شاخص هرفیندال و آنتروپی استفاده می‌گردد:

شاخص هرفیندال: در این پژوهش مشابه پژوهش دلیوس و وو^۱ (۲۰۰۵) از شاخص هرفیندال استفاده می‌گردد.

$$DH = 1 - H$$

$$H = \sum_{i=1}^N (S_i/S_t)^2$$

که در آن:

S_i : فروش بخش تجاری؛ N : تعداد بخش تجاری؛ S_t : فروش کل شرکت؛ H : شاخص هرفیندال؛

DH : متنوع سازی کل شرکت

¹ Delios & Wu

شاخص هرfindال (H) مقادیر صفر و یک را می‌گیرد که به‌طور معکوسی با متنوع سازی شرکت مرتبط است. مقدار یک برای یک شرکت خاص در یک صنعت خاص و مقدار صفر برای یک شرکت متنوع ساز در صنایع مختلف بکار می‌رود. سطوح پایین شاخص هرfindال نشان‌دهنده تمرکز پایین صنعت و متنوع سازی بیشتر است. متنوع سازی کل (DH) از کسر شاخص هرfindال از مقدار یک به دست می‌آید؛ بنابراین، شاخص DH مقادیر بین صفر و یک را نشان می‌دهد. در نتیجه سطوح بالاتر شاخص متنوع سازی کل (DH) نشان‌دهنده متنوع سازی بیشتر شرکت است.

شاخص آنتروپی (ENTR): در این مطالعه مشابه پژوهش‌های دلیوس و وو (۲۰۰۵) و مارویان (۲۰۱۵) از شاخص آنتروپی استفاده می‌شود.

$$ENTR = \sum_{i=1}^N \left(P_i \log \frac{1}{P_i} \right)$$

که در آن:

P_i : قسمتی از فروش بخش تجاری به‌عنوان درصدی از کل فروش شرکت؛ ENTR: آنتروپی (متنوع سازی شرکت). مقادیر این شاخص از صفر تا مقادیر بیشتر از یک متغیر است. ارزش‌های بالاتر این شاخص نشان‌دهنده سطح بالاتر متنوع سازی شرکت است.

متغیرهای کنترلی

در این پژوهش مطابق پژوهش‌های دلیوس و وو (۲۰۰۵) و مارویان (۲۰۱۵) برای جداسازی تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره، جبهه‌گیری مدیریتی و متنوع سازی شرکتی از متغیرهای کنترلی زیر استفاده می‌گردد.

$SIZE_{it}$ (اندازه): لگاریتم طبیعی دارایی‌های ابتدای سال؛ MBV_{it} (فرصت‌های رشد): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛ SG_{it} (رشد فروش): فروش سال جاری منهای فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل؛ LEV_{it} (اهرم مالی): نسبت کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها؛ ROA_{it} (بازده دارایی): سود خالص تقسیم بر کل دارایی‌ها؛ $FCF_{i,t}$ (جریان‌های نقد آزاد): جریان‌های نقد آزاد لن و پولسن (۱۹۸۹) که به‌صورت معادله زیر است:

$$FCF_{it} = (INC_{it} - TAX_{it} - NTEXP_t - SDIV_t - SDIV_{it}) / A_{it-1} \quad (۳)$$

¹ Lehn & Poulsen

که در آن:

FCF_{it} : جریان‌های نقد آزاد شرکت i در سال t ; INC_{it} : سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت i در سال t ; TAX_{it} : کل مالیات پرداختی شرکت i در سال t ; $INTEXP_{it}$: هزینه بهره پرداختی شرکت i در سال t ; $PSDIV_{it}$: سود سهامداران ممتاز پرداختی شرکت i در سال t ; $CSDIV_{it}$: سود سهامداران عادی پرداختی شرکت i در سال t ; TA_{it-1} : کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در سال t .

یافته‌های پژوهش

یافته‌های جدول ۱ نشان می‌دهد که میانگین و میانه اندازه هیأت مدیره به ترتیب برابر ۵/۶۱۶ و ۵/۰۰۰ است. میانگین و میانه استقلال هیأت مدیره به ترتیب برابر ۰/۴۴۲ و ۵/۰۰۰ است و نشان می‌دهد که نسبت اعضای غیرموظف به اعضای موظف هیأت مدیره برابر ۴۴ درصد است. میانگین و میانه مالکیت مدیریتی به ترتیب برابر ۰/۳۴۱ و ۰/۳۵۸ است که حاکی از آن است که حدود ۳۴ درصد سهام شرکت، در مالکیت مدیران آن شرکت است. همچنین میانگین شاخص‌های متنوع سازی شرکت (شاخص هرفیندال و آنتروپی) به ترتیب برابر ۰/۳۲۳ و ۰/۱۲۲ است که سازگار با مطالعات چین و هو (۲۰۰۲)؛ کیم و همکاران (۲۰۰۹)؛ فاروقی و همکاران (۲۰۱۴) و مارویان (۲۰۱۵) است. از بین متغیرهای پژوهش مالکیت مدیریتی و فرصت‌های رشد با انحراف معیار ۰/۱۱۷ و ۱/۴۴۲ به ترتیب کمترین و بیشترین پراکندگی را دارند. ضریب چولگی و کشیدگی متغیر وابسته آنتروپی به ترتیب برابر ۱/۲۵۴ و ۳/۴۶۸ و ضریب چولگی و کشیدگی شاخص هرفیندال به ترتیب ۰/۷۲۴ و ۰/۱۱۹ است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
اندازه هیئت‌مدیره	۵/۶۱۶	۵/۰۰۰	۰/۴۳۸	۵/۰۰۰	۹/۰۰۰	۱/۲۵۳	۱/۲۱۴
استقلال هیئت‌مدیره	۰/۴۴۲	۵/۰۰۰	۰/۲۹۷	۰/۲۰۰	۱/۰۰۰	-۰/۳۲۲	-۱/۱۴۸
مالکیت مدیریتی	۰/۳۴۱	۰/۳۵۸	۰/۱۱۷	۰/۲۰۰	۰/۸۵۵	-۰/۴۵۸	۲/۰۲۰
شاخص هرفیندال	۰/۳۲۳	۰/۲۹۷	۰/۲۲۶	۰/۰۱۰	۱/۰۰۰	۰/۷۲۴	۰/۱۱۹
آنتروپی	۰/۱۲۲	۰/۱۰۷	۰/۱۲۸	۰/۰۰۰	۰/۸۹۷	۱/۲۵۴	۳/۴۶۸
اندازه شرکت	۱۱/۹۳	۱۱/۸۶	۰/۶۵۸	۱۰/۷۷	۱۴/۹۸	۱/۲۹۵	۲/۹۶۷
فرصت‌های رشد	۱/۶۸۸	۱/۱۸۰	۱/۴۴۲	۰/۰۳۸	۱۰/۷۴	۱/۸۳۸	۳۰/۹۹
اهرم مالی	۰/۵۷۷	۰/۶۰۳	۰/۱۸۴	۰/۰۱۸	۰/۹۹۸	-۰/۲۱۶	۰/۷۶۰
رشد فروش	۰/۱۵۵	۰/۱۳۸	۰/۲۹۰	-۰/۹۴۸	۰/۹۸۶	۰/۱۰۳	۱/۳۹۱
جریان‌های نقد آزاد	۰/۱۴۱	۰/۱۲۴	۰/۲۵۸	-۱/۱۰۵	۰/۹۶۰	-۰/۳۸۶	۲/۶۴۸
بازده دارایی	۰/۱۹۶	۰/۱۶۹	۰/۱۶۵	۰/۲۰۷	۰/۹۶۶	۱/۳۹۵	۲/۳۷۵

پایایی متغیرهای پژوهش

به‌منظور بررسی پایایی متغیرهای پژوهش از آزمون لوین، لیو و چو استفاده شده است. در صورتی که متغیرها پایا نباشند؛ چه در مورد داده‌های سری زمانی و چه در داده‌های ترکیبی باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب خواهد شد. نتایج جدول ۲ نشان می‌دهد که تمامی متغیرها پایا هستند.

جدول ۲. آزمون پایایی متغیرهای تحقیق

متغیرها	آماره آزمون	احتمال	متغیرها	آماره آزمون	احتمال
Bsize	-۳۴۰/۳۲۳	۰/۰۰۰	MBV	-۲۸۹/۴۱۷	۰/۰۰۰
Bind	-۳۵۵/۷۱۲	۰/۰۰۰	ROA	-۳۵۶/۴۷۲	۰/۰۰۰
Mow	-۳۴۳/۴۰۲	۰/۰۰۰	SG	-۲۶۵/۸۲۱	۰/۰۰۰
DH	-۳۲۴/۷۶۰	۰/۰۰۰	FCF	-۳۳۵/۷۷۴	۰/۰۰۰
Entr	-۳۵۴/۴۷	۰/۰۰۰	ROA	-۳۴۲/۶۲۵	۰/۰۰۰
Size	-۳۳۷/۱۸۲	۰/۰۰۰			

برای تعیین الگوی مناسب برای تخمین مدل پژوهش از آزمون F لیمر و هاسمن استفاده می‌شود که نتایج حاصل از آن در جدول ۳ نشان داده شده است. احتمال آزمون F لیمر کوچک‌تر از ۵

درصد است؛ از این رو، برای مدل‌های رگرسیونی، الگوی داده‌های پانل در نظر گرفته می‌شود. از طرفی، نتایج حاصل از آزمون هاسمن نیز روش اثرهای ثابت را برای تخمین مدل تأیید می‌نماید.

جدول ۳. نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

آزمون هاسمن		آزمون چاو		مدل‌های پژوهش
معنی داری	آماره خی دو	معنی داری	آماره F	
۰/۰۰۰	۴۵/۰۲۴	۰/۰۰۰	۲۶/۱۱۲	مدل فرضیه اول با DH
۰/۰۰۰	۳۶/۳۹۱	۰/۰۰۰	۲۴/۰۵۲	مدل فرضیه اول با ENTR
۰/۰۰۰	۴۴/۸۷۱	۰/۰۰۰	۱۸/۸۷۱	مدل فرضیه دوم با DH
۰/۰۰۰	۳۹/۹۸۱	۰/۰۰۰	۲۴/۶۷۹	مدل فرضیه دوم با ENTR
۰/۰۰۰	۳۵/۲۷۰	۰/۰۰۰	۱۹/۴۸۰	مدل فرضیه سوم با DH
۰/۰۰۰	۳۸/۰۸۲	۰/۰۰۰	۱۹/۹۶۸	مدل فرضیه سوم با ENTR
۰/۰۰۰	۳۷/۴۸۲	۰/۰۰۰	۲۴/۰۱۶	مدل فرضیه چهارم با DH
۰/۰۰۰	۳۳/۷۱۹	۰/۰۰۰	۱۹/۷۱۰	مدل فرضیه چهارم با ENTR
۰/۰۰۰	۴۱/۶۸۴	۰/۰۰۰	۲۵/۳۴۷	مدل فرضیه پنجم با DH
۰/۰۰۰	۴۲/۶۴۶	۰/۰۰۰	۲۳/۰۰۸	مدل فرضیه پنجم با ENTR

نتایج حاصل از آزمون وایت در جدول ۴ نشان‌دهنده ناهمسانی واریانس برای مدل‌های رگرسیونی است. از این رو، به منظور رفع مشکل ناهمسانی واریانس و اجرای مدل رگرسیون از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده می‌گردد.

جدول ۴. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس - وایت

معنی داری	آماره	مدل‌های پژوهش	معنی داری	آماره	مدل‌های پژوهش
۰/۰۰۰	۱۷/۰۲۲	فرضیه سوم با ENTR	۰/۰۰۰	۲۰/۱۴۷	فرضیه اول با DH
۰/۰۰۰	۱۸/۶۲۸	فرضیه چهارم با DH	۰/۰۰۰	۱۷/۶۷۸	فرضیه اول با ENTR
۰/۰۰۰	۲۱/۷۵۹	فرضیه چهارم با ENTR	۰/۰۰۰	۱۳/۶۵۲	فرضیه دوم با DH
۰/۰۰۰	۲۱/۲۴۸	فرضیه پنجم با DH	۰/۰۰۰	۲۱/۷۹۳	فرضیه دوم با ENTR
۰/۰۰۰	۱۷/۳۰۱	فرضیه پنجم با ENTR	۰/۰۰۰	۱۸/۸۸۶	فرضیه سوم با DH

آزمون فرضیه اول: نتایج جدول (۵) نشان می‌دهد که اندازه هیئت مدیره بر متنوع سازی شرکت تأثیر مثبت (۰/۰۵۸، ۰/۰۴۲) و معنی داری (۰/۰۰۰، ۰/۰۰۰) دارد؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود. ضرایب مثبت متغیر اندازه هیئت مدیره نشان می‌دهد که سطوح متنوع سازی شرکتی در شرکت‌هایی با هیئت مدیره بزرگ، بالا است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل‌های آزمون نشان می‌دهد

که به ترتیب ۳۶/۲ و ۳۶/۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته متنوع سازی شرکت توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل تبیین است. آماره دورین واتسون مدل‌های آزمون به ترتیب برابر ۱/۹۷۶ و ۱/۹۵۶ است که از مقادیر بحرانی (dU) در جدول (۴) که اعداد ۱/۸۲۲ و ۱/۸۱۱ را نشان می‌دهد، بزرگ‌تر است و لذا در تخمین مدل‌های مذکور مشکل خودهمبستگی یا همبستگی سریالی بین جملات خطا وجود ندارد. مقدار آماره F مدل‌ها و سطح احتمال آن‌ها، بیانگر آن است که مدل‌های رگرسیونی چند متغیره مورد آزمون، در کل معنی‌دار است و می‌توان بر آن‌ها اتکا کرد. سطح معنی‌داری آماره چارک - برای مدل‌های آزمون به ترتیب برابر ۰/۳۹۸ و ۰/۴۱۳ است و نشان می‌دهد که اجزای خطا از توزیع نرمال برخوردارند. همچنین، مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ است، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود ندارد.

جدول ۵. تأثیر اندازه هیئت‌مدیره بر متنوع سازی شرکت

ENTR				DH				نام متغیرها
VIF	معنی‌داری	t	بتا	VIF	معنی‌داری	t	بتا	
-	۰/۰۰۰	-۵/۲۲۰	-۰/۴۹۴	-	۰/۰۰۰	-۴/۱۶۸	-۰/۶۹۷	C
۱/۰۱۷	۰/۰۰۰	۶/۵۸۶	۰/۰۴۲	۱/۰۱۷	۰/۰۰۰	۵/۲۱۰	۰/۰۵۸	Bsize
۱/۰۱۷	۰/۰۰۰	۴/۷۵۰	۰/۰۳۶	۱/۰۱۷	۰/۰۰۰	۴/۸۴۵	۰/۰۶۴	Size
۱/۳۹۵	۰/۲۶۱	-۱/۱۲۶	-۰/۰۰۵	۱/۳۹۵	۰/۰۰۸	-۲/۶۵۰	-۰/۰۱۹	MBV
۱/۲۵۳	۰/۰۰۶	۲/۷۷۱	-۰/۰۸۳	۱/۲۵۳	۰/۰۰۵	-۲/۸۳۴	-۰/۱۴۹	LEV
۱/۰۲۰	۰/۹۵۹	۰/۰۵۲	۰/۰۰۱	۱/۰۲۰	۰/۶۰۸	-۰/۵۱۴	-۰/۰۱۵	SG
۱/۰۰۸	۰/۹۹۲	-۰/۱۰۶	-۰/۰۰۲	۱/۰۰۸	۰/۷۲۰	-۰/۳۵۹	-۰/۰۱۲	FCF
۱/۴۱۴	۰/۱۰۸	۱/۶۰۹	۰/۰۵۷	۱/۴۱۴	۰/۰۰۰	۳/۷۶۲	۰/۲۳۵	ROA
$d_L = 1/728$		$d_U = 1/811$		$d_L = 1/717$		$d_U = 1/822$		دورین-واتسون
D-W=1/956				D-W=1/976				
۰/۳۶۱				۰/۳۶۲				R ² تعدیل شده
۱۲/۶۴۵				۱۲/۷۵۵				آماره F
۰/۰۰۰				۰/۰۰۰				سطح معنی‌داری
۱/۸۳۵				۱/۸۴۴				چارک- برا
۰/۴۱۳				۰/۳۹۸				سطح معنی‌داری

آزمون فرضیه دوم: نتایج جدول (۶) نشان می‌دهد که استقلال هیئت‌مدیره بر متنوع سازی شرکت تأثیر منفی (۰/۰۷۳، ۰/۰۳۸-) و معنی‌داری (۰/۰۱۶، ۰/۰۳۰) دارد؛ بنابراین فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود. ضرایب منفی متغیر استقلال اعضای هیئت‌مدیره نشان می‌دهد که با افزایش استقلال اعضای هیئت‌مدیره، سطوح متنوع سازی شرکتی کاهش می‌یابد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل‌های آزمون نشان می‌دهد که به ترتیب ۳۱/۶ و ۲۷/۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته متنوع سازی شرکت

توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل تبیین است. آماره دورین و واتسون مدل‌های آزمون به ترتیب برابر $1/920$ و $1/900$ است که از مقادیر بحرانی (d_U) در جدول (۵) که اعداد $1/748$ و $1/798$ را نشان می‌دهد، بزرگ‌تر است و لذا در تخمین مدل‌های مذکور مشکل خودهمبستگی یا همبستگی سریالی بین جملات خطا وجود ندارد. مقدار آماره F مدل‌ها و سطح احتمال آنها، بیانگر آن است که مدل‌های رگرسیونی چند متغیره مورد آزمون، در کل معنی‌دار است و می‌توان بر آن‌ها اتکا کرد. سطح معنی‌داری آماره جاک-برا برای مدل‌های آزمون به ترتیب برابر $0/541$ و $0/499$ است و نشان می‌دهد که اجزای خطا از توزیع نرمال برخوردارند. همچنین، مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از 10 است، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود ندارد.

جدول ۶. تأثیر استقلال هیئت مدیره بر متنوع سازی شرکت

ENTR				DH				نام متغیرها
VIF	معنی‌داری	t	بتا	VIF	معنی‌داری	t	Beta	
-	0/002	-3/174	-0/301	-	0/013	-2/502	-0/413	C
1/030	0/030	-2/175	-0/038	1/030	0/016	-2/410	-0/073	BIND
1/008	0/000	5/215	0/040	1/008	0/000	5/214	0/070	SIZE
1/410	0/254	-1/141	-0/005	1/410	0/011	-2/559	-0/019	MBV
1/263	0/016	-2/412	-0/075	1/263	0/013	-2/503	-0/135	LEV
1/022	0/944	0/070	0/001	1/022	0/604	-0/519	-0/016	SG
1/011	0/905	-0/119	-0/002	1/011	0/685	-0/406	-0/014	FCF
1/419	0/134	1/501	0/055	1/419	0/000	3/606	0/229	ROA
$d_L = 1/748$		$d_U = 1/789$		$d_L = 1/736$		$d_U = 1/798$		دورین- واتسون
D-W=1/900				D-W=1/920				
0/271				0/316				R^2 تعدیل شده
6/730				9/402				آماره F
0/000				0/000				سطح معنی‌داری
1/389				1/218				جاک-برا
0/499				0/541				سطح معنی‌داری

آزمون فرضیه سوم: نتایج جدول (۷) نشان می‌دهد که دوگانگی پست مدیرعامل بر متنوع سازی شرکت تأثیر مثبت ($0/042$ ، $0/048$) و معنی‌داری ($0/000$ ، $0/007$) دارد؛ بنابراین فرضیه سوم پژوهش تأیید می‌شود. ضرایب مثبت دوگانگی پست مدیرعامل نشان می‌دهد که در شرکت‌هایی که مدیرعامل، هم‌زمان رئیس هیئت مدیره است، سطوح متنوع سازی بالا است. در چنین وضعیتی ممکن است مدیرعامل از اقدامات فرصت طلبانه همچون دستیابی به منافع شخصی برای انجام متنوع سازی استفاده کند. ضریب تعیین تعدیل شده مدل‌های آزمون نشان می‌دهد که به ترتیب $30/3$ و 32

در صد از تغییرات متغیر وابسته متنوع سازی شرکت توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون مدل‌های آزمون به ترتیب برابر ۱/۹۱۲ و ۱/۹۱۶ است که از مقادیر بحرانی (d_U) در جدول (۶) که اعداد ۱/۸۷۸ و ۱/۸۷۴ را نشان می‌دهد، بزرگ‌تر است و لذا در تخمین مدل‌های مذکور مشکل خودهمبستگی یا همبستگی سریالی بین جملات خطا وجود ندارد. مقدار آماره F مدل‌ها و سطح احتمال آنها، بیانگر آن است که مدل‌های رگرسیون چند متغیره مورد آزمون، در کل معنی‌دار است و می‌توان بر آنها اتکا کرد. سطح معنی‌داری آماره جاک- برا برای مدل‌های آزمون به ترتیب برابر ۰/۴۱۸ و ۰/۴۴۲ است و نشان می‌دهد که اجزای خطا از توزیع نرمال برخوردارند. همچنین، مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ است، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود ندارد.

جدول ۷. تأثیر دوگانگی پست مدیرعامل بر متنوع سازی شرکت

ENTR				DH				نام متغیرها
VIF	معنی‌داری	t	بتا	VIF	معنی‌داری	t	بتا	
-	۰/۰۰۱	-۳/۴۴۱	-۰/۳۲۱	-	۰/۰۰۶	-۲/۷۸۴	-۰/۴۵۶	C
۱/۰۲۰	۰/۰۰۰	۴/۰۹۴	۰/۰۴۲	۱/۰۲۰	۰/۰۰۷	۲/۷۰۶	۰/۰۴۸	DUAL
۱/۰۰۸	۰/۰۰۰	۵/۱۴۶	۰/۰۳۹	۱/۰۰۸	۰/۰۰۰	۵/۲۰۲	۰/۰۷۰	SIZE
۱/۳۹۲	۰/۱۵۶	-۱/۴۲۱	-۰/۰۰۶	۱/۳۹۲	۰/۰۰۴	-۲/۸۶۰	-۰/۰۲۱	MBV
۱/۲۵۶	۰/۰۰۴	-۲/۸۵۸	-۰/۰۸۷	۱/۲۵۶	۰/۰۰۴	-۲/۸۷۴	-۰/۱۵۴	LEV
۱/۰۲۶	۰/۶۳۷	۰/۴۷۲	۰/۰۰۸	۱/۰۲۶	۰/۸۳۴	-۰/۲۰۹	-۰/۰۰۶	SG
۱/۰۱۴	۰/۷۵۳	-۰/۳۱۵	-۰/۰۰۶	۱/۰۱۴	۰/۶۳۴	-۰/۴۷۷	-۰/۰۱۶	FCF
۱/۴۱۶	۰/۱۴۱	۱/۴۷۳	۰/۰۵۳	۱/۴۱۶	۰/۰۰۰	۳/۶۴۱	۰/۲۳۱	ROA
$d_L = 1/793$		$d_U = 1/874$		$d_L = 1/858$		$d_U = 1/878$		دوربین- واتسون
D-W=1/916				D-W=1/912				
۰/۳۰۳				۰/۳۲۰				R ² تعدیل شده
۸/۵۷۱				۹/۶۳۹				آماره F
۰/۰۰۰				۰/۰۰۰				سطح معنی‌داری
۱/۶۰۵				۱/۷۵۳				جاک-برا
۰/۴۴۲				۰/۴۱۸				سطح معنی‌داری

آزمون فرضیه چهارم: نتایج جدول (۸) نشان می‌دهد که مالکیت مدیریتی بر متنوع سازی شرکت تأثیر منفی (۰/۱۲۱، -۰/۰۷۸) اما غیر معنی‌داری (۰/۱۱۶، ۰/۰۷۷) دارد؛ بنابراین فرضیه چهارم پژوهش رد می‌شود. بدین معنی که میزان سهام در دست مدیران، عاملی در جهت کاهش سطوح متنوع سازی شرکت محسوب نمی‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده مدل‌های آزمون نشان می‌دهد که

به ترتیب ۱۱/۸ و ۲۲/۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته متنوع سازی شرکت توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون مدل‌های آزمون به ترتیب برابر ۱/۹۱۹ و ۱/۹۱۸ است که از مقادیر بحرانی (d_U) در جدول (۷) که اعداد ۱/۹۰۷ و ۱/۹۰۲ را نشان می‌دهد، بزرگ‌تر است و لذا در تخمین مدل‌های مذکور مشکل خودهمبستگی یا همبستگی سریالی بین جملات خطا وجود ندارد. مقدار آماره F مدل‌ها و سطح احتمال آنها، بیانگر آن است که مدل‌های رگرسیونی چند متغیره مورد آزمون، در کل معنی‌دار است و می‌توان بر آنها اتکا کرد. سطح معنی‌داری آماره جارک - برا برای مدل‌های آزمون به ترتیب برابر ۰/۲۳۰ و ۰/۲۸۴ است و نشان می‌دهد که اجزای خطا از توزیع نرمال برخوردارند. همچنین، مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ است، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود ندارد.

جدول ۸. تأثیر مالکیت مدیریتی بر متنوع سازی شرکت

ENTR				DH				نام متغیرها
VIF	معنی‌داری	t	بتا	VIF	معنی‌داری	t	بتا	
-	۰/۰۰۲	-۳/۱۲۴	-۰/۲۹۹	-	۰/۰۱۲	-۲/۵۱۵	-۰/۴۱۹	C
۱/۰۳۶	۰/۰۷۷	-۱/۷۷۲	-۰/۰۷۸	۱/۰۳۶	۰/۱۱۶	-۱/۵۷۳	-۰/۱۲۱	MOW
۱/۰۰۵	۰/۰۰۰	۵/۲۹۱	۰/۰۴۱	۱/۰۰۵	۰/۰۰۰	۵/۳۰۴	۰/۰۷۱	SIZE
۱/۴۱۳	۰/۲۴۴	-۱/۱۶۷	-۰/۰۰۵	۱/۴۱۳	۰/۰۰۹	-۲/۶۲۹	-۰/۰۱۹	MBV
۱/۲۷۱	۰/۰۱۷	-۲/۳۸۶	-۰/۰۷۴	۱/۲۷۱	۰/۰۱۲	-۲/۵۱۷	-۰/۱۳۶	LEV
۱/۰۲۰	۰/۸۴۷	۰/۱۹۳	۰/۰۰۳	۱/۰۲۰	۰/۶۹۹	-۰/۳۸۷	-۰/۰۱۲	SG
۱/۰۰۸	۰/۹۶۷	۰/۰۴۲	۰/۰۰۱	۱/۰۰۸	۰/۸۱۵	-۰/۲۳۴	-۰/۰۰۸	FCF
۱/۴۲۷	۰/۱۴۶	۱/۴۵۵	۰/۰۵۳	۱/۴۲۷	۰/۰۰۰	۳/۵۷۸	۰/۲۲۹	ROA
$d_L = 1/785$		$d_U = 1/902$		$d_L = 1/805$		$d_U = 1/907$		دوربین-واتسون
D-W=1/918				D-W=1/919				
۰/۲۲۷				۰/۱۱۸				R^2 تعدیل شده
۶/۴۸۶				۸/۸۷۷				آماره F
۰/۰۰۰				۰/۰۰۰				سطح معنی‌داری
۲/۳۷۴				۲/۱۴۳				جارک- برا
۰/۲۸۴				۰/۲۳۰				سطح معنی‌داری

آزمون فرضیه پنجم: نتایج جدول (۹) نشان می‌دهد که ریسک سرمایه‌گذاری بیشتر از حد بر متنوع سازی شرکت تأثیر مثبت (۰/۰۵۸، ۰/۰۳۲) و معنی‌داری (۰/۰۰۲، ۰/۰۰۳) دارد؛ بنابراین فرضیه پنجم پژوهش تأیید می‌شود. ضرایب منفی متغیر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد نشان می‌دهد که با افزایش سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تمایل مدیران برای بالا بردن سطوح متنوع سازی افزایش

می‌یابد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل‌های آزمون نشان می‌دهد که به ترتیب ۳۲/۶ و ۲۸/۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته متنوع سازی شرکت توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل تبیین است.

جدول ۹. تأثیر ریسک سرمایه‌گذاری بیشتر از حد بر متنوع سازی شرکت

ENTR				DH				نام متغیرها
VIF	معنی داری	t	بتا	VIF	معنی داری	t	بتا	
-	۰/۰۰۱	-۳/۳۶۸	-۰/۳۱۶	-	۰/۰۰۷	-۲/۷۱۳	-۰/۴۴۴	C
۱/۰۱۹	۰/۰۰۳	۳/۰۲۵	۰/۰۳۲	۱/۰۱۹	۰/۰۰۲	۳/۱۵۷	۰/۰۵۸	OINV
۱/۰۱۴	۰/۰۰۰	۵/۰۵۰	۰/۰۳۹	۱/۰۱۴	۰/۰۰۰	۵/۰۴۹	۰/۰۶۸	SIZE
۱/۳۹۶	۰/۲۱۸	-۱/۲۳۳	-۰/۰۰۵	۱/۳۹۶	۰/۰۰۸	-۲/۶۸۲	-۰/۰۱۹	MBV
۱/۲۵۸	۰/۰۱۵	-۲/۴۳۸	-۰/۰۷۵	۱/۲۵۸	۰/۰۱۱	-۲/۵۴۱	-۰/۱۳۶	LEV
۱/۰۲۱	۰/۷۷۷	۰/۲۸۳	۰/۰۰۵	۱/۰۲۱	۰/۷۷۰	-۰/۲۹۳	-۰/۰۰۹	SG
۱/۰۰۸	۰/۹۲۶	۰/۰۹۳	۰/۰۰۲	۱/۰۰۸	۰/۸۵۹	-۰/۱۷۸	-۰/۰۰۶	FCF
۱/۴۱۴	۰/۰۹۱	۱/۶۹۳	۰/۰۶۱	۱/۴۱۴	۰/۰۰۰	۳/۸۲۴	۰/۲۴۲	ROA
$d_L = 1/780$		$d_U = 1/822$		$d_L = 1/744$		$d_U = 1/816$		دوربین- واتسون
D-W=1/896				D-W=1/912				تعدیل شده R^2
۰/۲۸۴				۰/۳۲۶				آماره F
۷/۴۰۶				۱۰/۰۵۵				سطح معنی داری
۰/۰۰۰				۰/۰۰۰				جارک- برا
۱/۱۵۲				۰/۸۲۷				سطح معنی داری
۰/۶۳۳				۰/۸۰۹				

آماره دوربین واتسون مدل‌های آزمون به ترتیب برابر ۱/۹۱۲ و ۱/۸۹۶ است که از مقادیر بحرانی (d_U) در جدول (۸) که اعداد ۱/۸۱۶ و ۱/۸۲۲ را نشان می‌دهد، بزرگ‌تر است و لذا در تخمین مدل‌های مذکور مشکل خودهمبستگی یا همبستگی سریالی بین جملات خطا وجود ندارد. مقدار آماره F مدل‌ها و سطح احتمال آنها، بیانگر آن است که مدل‌های رگرسیونی چند متغیره مورد آزمون، در کل معنی دار است و می‌توان بر آنها اتکا کرد. سطح معنی داری آماره جارک - برا برای مدل‌های آزمون به ترتیب برابر ۰/۲۳۰ و ۰/۲۸۴ است و نشان می‌دهد که اجزای خطا از توزیع نرمال برخوردارند. همچنین، مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ است، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود ندارد.

نتیجه‌گیری و بحث

هدف مطالعه حاضر، بررسی تأثیر ویژگی‌های هیأت‌مدیره بر متنوع‌سازی شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای دستیابی به اهداف پژوهش پنج فرضیه مطرح گردید.

۱. نتایج فرضیه اول نشان می‌دهد که افزایش اندازه هیأت‌مدیره با افزایش سطوح متنوع‌سازی ارتباط مستقیمی دارد. نتایج این فرضیه با یافته‌های یمارک (۱۹۹۶)؛ کورنت و همکاران (۲۰۰۸) و مارویان (۲۰۱۵) سازگار است. آنها معتقدند زمانی که اندازه هیأت‌مدیره افزایش می‌یابد، توانایی نظارت بر مدیران کاهش خواهد یافت. از این رو، هیأت‌مدیره‌های کوچک اثربخشی بیشتری نسبت به هیأت‌مدیره‌های بزرگ در نظارت بر شرکت دارند؛ بنابراین، هیأت‌مدیره‌هایی با اندازه کوچک ممکن است توانایی بیشتری برای کاهش متنوع‌سازی شرکت داشته باشند. یافته‌های فرضیه اول مخالف مطالعات پیرس و زهرا (۱۹۹۲) است. آنها معتقدند که هیأت‌مدیره‌های بزرگ اثربخشی بیشتری در مقایسه با هیأت‌مدیره‌های کوچک دارند.

۲. نتایج فرضیه دوم نشان می‌دهد که با افزایش استقلال هیأت‌مدیره سطوح متنوع‌سازی شرکت کاهش می‌یابد. به نظر می‌رسد مدیران غیرموظف به دلیل نداشتن پست‌های اجرایی عاملی در جهت کاهش متنوع‌سازی شرکتی محسوب می‌شوند. نتایج موافق یافته‌های چن و هو (۲۰۰۲) چئونگ و همکاران (۲۰۰۳) دلیوس و وو (۲۰۰۵)؛ کیم و همکاران (۲۰۰۹) و مارویان (۲۰۱۵) است. این محققان نشان دادند که استقلال اعضای هیأت‌مدیره عاملی در جهت کاهش متنوع‌سازی شرکت از سوی مدیران است. از سوی دیگر نتایج این فرضیه مخالف یافته‌های حسین و همکاران (۲۰۰۰) است. آنها بیان می‌کنند که با افزایش استقلال هیأت‌مدیره انگیزه برای افزایش متنوع‌سازی شرکت بالا است.

۳. نتایج فرضیه سوم می‌دهد که در شرکت‌هایی که مدیرعامل رئیس یا نایب رئیس هیأت‌مدیره است، میزان متنوع‌سازی شرکتی نیز بالاست. به دلایل مختلف دوگانگی پست مدیرعامل ساختاری را ایجاد می‌کند که به مدیرعامل اجازه می‌دهد تا برای انجام رفتارهای فرصت‌طلبانه در برنامه‌های استراتژیک شرکت انگیزه داشته باشد. یافته‌های این فرضیه با مطالعات آیزنهارت (۱۹۸۹) و کیم و همکاران (۲۰۰۹) سازگار است. آنها بیان می‌کنند که دوگانگی پست مدیرعامل موجب افزایش انجام استراتژی متنوع‌سازی شرکتی از سوی مدیران می‌شود. از سوی دیگر، نتایج مخالف یافته‌های مارویان (۲۰۱۵) است. او معتقد است دوگانگی پست مدیرعامل موجب کاهش سطوح متنوع‌سازی شرکتی می‌گردد.

۴. نتایج فرضیه چهارم نشان می‌دهد که رابطه معنی‌داری بین مالکیت مدیریتی و سطوح متنوع سازی وجود ندارد. احتمالاً افزایش مالکیت مدیریتی در کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران به‌عنوان یک عامل غیر مرتبط در کاهش متنوع سازی شرکتی است. نتایج این فرضیه سازگار با یافته‌های چین و هو (۲۰۰۲) است.

۵. نتایج فرضیه پنجم نشان می‌دهد که مدیران تمایل ندارند که از جریان‌های نقد آزاد شرکت برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بی‌ثمر استفاده کنند. مطابق اظهارات جنسن (۱۹۸۶) ایجاد چنین رویکردی منجر به افزایش ریسک سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌شود. یافته‌های این فرضیه مشخص می‌کند که افزایش ریسک سرمایه‌گذاری بیشتر از حد با افزایش سطوح متنوع سازی شرکتی همراه است. نتایج این فرضیه موافق یافته‌های جنسن (۱۹۸۶) است. آنها نشان دادند که مدیران تمایل دارند تا با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی که بازده کوتاه‌مدت برای شرکت دارد در جهت افزایش منافع شخصی اقدام کنند در نتیجه انگیزه بالایی برای متنوع سازی شرکت دارند.

نتایج کلی پژوهش نشان می‌دهد که در شرکت‌های با تعدد زیاد هیئت‌مدیره، استقلال پایین اعضای هیئت‌مدیره و وجود دوگانگی در پست مدیرعامل، مدیران تمایل بیشتری به استراتژی متنوع سازی دارند، بنابراین به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که هنگام بررسی وضعیت شرکت، همیشه عامل متنوع سازی را به‌عنوان یک پدیده مطلوب تلقی نمایند، زیرا ممکن است انگیزه مدیران استفاده از اقدامات فرصت‌طلبانه باشد. همچنین به سهامداران و نهادهای نظارتی پیشنهاد می‌شود که نظارت بیشتری در جهت تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری داشته باشند؛ زیرا مطابق نتایج، مدیران تمایل بیشتری به پذیرش پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی دارند. این پدیده بازده‌های موقت را برای مدیران در پی دارد اما در بلندمدت به ضرر سهامداران است؛ بنابراین با نظارت سهامداران و سایر نهادهای نظارتی بر اقدامات مدیران در جهت دستیابی به منابع شرکت، ممکن است انگیزه‌های منفی مدیران در جهت متنوع سازی شرکت، کاهش یابد.

منابع

- Aggarwal, R. K., & Samwick, A. A. (2003). *Performance Incentives within Firms: The Effect of Managerial Responsibility*. *Journal of Finance*, 58 (4): 1613-1650.
- Badavar Nahandi; Y. Taghizadeh Khanqah, V. (2014). *The Relationship between Some Corporate Governance Mechanisms and Investment Efficiency in Life Cycle Stages*, *Journal of Accounting Knowledge*, 5 (18): 113-140. (in Persian)

- Benston GJ. (1985). *The Validity of Profit-Structure Studies with Particular Reference to the FTC's Line of Business Data*. *American Economic Review*, 75 (1): 37-67.
- Chen, F., Hope, O-K., Li, Q., Wang, X. (2011). *Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets*. *The Accounting Review*, 86 (4): 1255-1288.
- Chen. SH. S. Ho, K. W. (2002). *Corporate Diversification, Ownership Structure, and Firm Value: The Singapore Evidence*, *International Review of Financial Analysis*, 9 (3): 315-326.
- Chung, K., Wright, P., & Kedia, B. (2003). *Corporate Governance and Market Valuation of Capital and R&D Investments*. *Review of Financial Economics*, 12 (2): 161-172.
- Connelly, J. T., & Limpaphayom, P. (2004). *Environmental Reporting and Firm Performance: Evidence from Thailand*. *The Journal of Corporate Citizenship*, 12 (1): 137-149.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2008). *Corporate Governance and Pay-for-Performance: The Impact of Earnings Management*. *Journal of Financial Economics*, 87 (2): 357-373.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). *Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure and Financial Performance*. *Strategic Management Journal*, 19 (3): 269-290.
- Delios, A. Wu, ZH. (2005). *Legal Person Ownership, Diversification Strategy and Firm Profitability in China*, *Journal of Management and Governance*, 9 (2): 151-169.
- Denis, D. J., Denis, D. K., & Sarin, A. (1997). *Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification*. *Journal of Finance*, 52 (1): 135-160.
- Denis, D., Denis, D., & Yost, K. (2002). *Global diversification, industrial diversification, and firm value*. *Journal of Finance*, 57 (5), 1951-1979
- Eisenhardt, K. M. (1989). *Making fast Strategic Decisions in High-Velocity Environments*. *Academic Management Journal*, 32 (3): 543-576.
- Eisenmann, T. R. (2002). *The Effects of CEO Equity Ownership and Firm Diversification on Risk Taking*. *Strategy Management Journal*, 23 (6): 513-534.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). *Separation of Ownership and Control*. *Journal of Law and Economics*, 26 (2): 301-325.
- Farooqi, J., Harris, O., Ngo, T., (2014). *Corporate Diversification, Real Activities Manipulation, and Firm Value*, *Journal of Multinational Financial Management*, 28: (October) 130-151.

- *Hajiha, Z., Saeed. E. (2014). Investigation of Relationship between Corporate Diversification and Information Asymmetry, Journal of Financial Management strategy, 2 (3): 95-114. (in Persian)*
- *Hermalin, B. E., & Michael, S. W. (2003). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, 9 (1): Pp. 7-26.*
- *Hossain, M., Cahan, S. F., & Adams, M. B. (2000). The Investment Opportunity Set and the Voluntary Use of outside Directors: New Zealand evidence. Accounting and Business Research, 30 (4): 263-273.*
- *Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. American Economic Review, 76 (2): 323-329.*
- *Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, 3 (4): 305-360.*
- *Kim, K. H., Al-Shammari, H., Kim, B. J., & Lee, S. H. (2009). CEO Duality Leadership and Corporate Diversification Behavior. Journal of Business Research, 62 (11): 1173-1180.*
- *Lehn, K & Poulsen, A (1989). Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions. Journal of Finance, 44 (3): 771-787.*
- *Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The Determinants of Board Structure. Journal of Financial Economics, 87 (2): 308-328.*
- *Lins K. L., & Servaes, H. (2002). Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Market? Financial Management, Financial Management Association, 31 (2): Pp. 5-31.*
- *Marouan, K. (2015). Corporate Board Characteristics, Managerial Entrenchment and Diversification Strategy: Evidence from Tunisian Context, International Journal of Business and Management; 10 (7): 184-195.*
- *Mehdi, I. KH. E. Seboui, S. (2011). Corporate Diversification and Earnings Management, Review of Accounting and Finance, 10 (2): 176 – 196.*
- *Moussa, B. F. Chichti, J. (2014), A survey on the Relationship between Ownership Structure, Debt Policy and Dividend Policy in Tunisian Stock Exchange: Three Stage Least Square Simultaneous Model Approach, International Journal of Accounting and Economics Studies, 2 (1): 1-21.*
- *Nykvmmram, H. Hadian, S. A. (2013). Establish the Debt Position and Firm Diversification in Earnings Management, The Financial Accounting and Auditing Researches, 2 (4): 1-28. (in Persian)*

- Pearce, J. A., & Zahra, S. A. (1992). *Board Composition from a Strategic Contingency Perspective*. *Journal of Management Studies*, 29 (4): 411-438.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). *Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments*. *Journal of Financial Economics*, 25 (1): 123-140.
- Shukla, D. M., Dwivedi, N. (2016). *Influence of Board of Directors on Corporate Diversification: Evidence from India*, *Strategic Change*, 25 (5): 471-484.
- Sinaei, H., Mehrabi, A., Behfarnia, M. (2016). *The Investigation of the Relationship between Corporate Governance Mechanisms and Value-based Financial Performance Measures*, 4 (2): 41-63. (in Persian)
- Stulz, R. M. (1990). *Managerial Discretion and Optimal Financing Policies*. *Journal of Financial Economics*, 26 (1): 3-27.
- Volonté, Ch. Gantenbein, P. (2016). *Directors' Human Capital, Firm Strategy, and Firm Performance*, *Journal of Management & Governance*, 20 (1): 115-145